

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 4 (20) KWIECIEŃ 2010
PUBLIKACJA BEZPŁATNA



PODATEK BELKI - KRÓTKI PRZEWODNIK

**CYNK - FILAR BUDOWNICTWA
I PRZEMYSŁU SAMOCHODOWEGO
„ANTYBELKI” W CENIE
KALENDARIUM PODATKU BELKI**

BOSSA FX.PL

FOREX NA BANK.

BOSSA FX – to pierwsza platforma walutowa bankowego domu maklerskiego

BOSSA FX – waluty, surowce, indeksy on-line

BOSSA FX – wielokrotnie nagradzany standard obsługi transakcji

www.bossafx.pl Bądź jednym z pierwszych zadowolonych!



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, makler@bossa.pl, www.bossa.pl
tel.: (+48) 22 50 43 000, (+48) 22 50 43 104, infolinia: 0-801 104 104

Oddziały:

Białystok / Bielsko-Biała / Bydgoszcz / Częstochowa / Gdańsk / Katowice / Kielce / Koszalin / Kraków
Leszno / Łomża / Łódź / Olsztyn / Ostrołęka / Poznań / Rybnik / Szczecin / Tomaszów Mazowiecki / Wrocław

Dom Maklerski BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego oraz podlega jej nadzorowi

ZAMIAST LISTU

Zastanawiając się nad listem od redakcji do Czytelników kwietniowego Trendu, w którym ze względu na porę indywidualnych rozliczeń z fiskusem zajmujemy się dość szeroko tematyką podatkową, pomyślałem, że nawiążę do słynnego powiedzenia Benjamina Franklina, który stwierdził, że „na tym świecie pewne są tylko śmierć i podatki”. Niedawna katastrofa uświadomiła mi jednak niezwykłą wagę tych słów i błyskawicznie wybiła z głowy wcześniejszy pomysł. Z drugiej strony, mam wrażenie, że sentymentalny komentarz podobny do tych, które przetoczyły się przez wszystkie media, nie służyłoby oddaniu czci poległym, lecz miałby wręcz odwrotny skutek. Ograniczę się więc w tym miejscu do krótkiego apelu o pamięć i zaproszenia do numeru.

PIOTR NIEWIADOMSKI
REDAKTOR NACZELNY
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

OD REDAKCJI

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:

MEDIA 5 GROUP

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
UL. PIĘKNA 68 II P. 00-672 WARSZAWA
TEL. KOM. 691 954 727
BIURO@GAZETATREND.PL

REDAKTOR NACZELNY

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL
JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

KOORDYNATOR DZIAŁU PR

KATARZYNA GRUSZKA
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

WYWIAD INWESTORA

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

WYDARZENIA

KATARZYNA GRUSZKA
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL
MIKOŁAJ ATANASOW
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

INWESTYCJE

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

EDUKACJA

BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL
PAWEŁ CYMCYK
PAWEŁ.CYMCYK@GAZETATREND.PL

TREND SELECT

KAMIL GEMRA
KAMIL.GEMRA@GAZETATREND.PL

WIELCY INWESTORZY

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

INWESTOR PO GODZINACH

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

KOREKTA

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

REKLAMA

JAKUB DOMAGALSKI
REKLAMA@GAZETATREND.PL
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA

MACIEJ ANTONIEWSKI
GRAFRA STUDIO - WWW.GRAFRA.COM

REDAKCJA MIESIĘCZNIKA TREND ZASTRZĘGA SOBIE PRAWO DO PRZEREDAGOWANIA I SKRACANIA NIEZAMÓWIONYCH TEKSTÓW. NIEZAMÓWIONY TEKST MOŻE NIE ZOSTAĆ OPUBLIKOWANY NA ŁAMACH TRENDU. REDAKCJA NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA TREŚĆ ZAMIESZCZONYCH REKLAM I OGŁOSZEŃ.

NAKŁAD

2000 EGZEMPLARZY

KOMUNIKATY O SPÓŁKACH OPRACOWANE NA PODSTAWIE DANYCH Z ESPI

CHCESZ TREND W SWOJEJ UCZELNI LUB BIURZE? PROSIMY O KONTAKT POD ADRESEM REDAKCJA@GAZETATREND.PL

PARTNERZY STRATEGICZNI



WYDARZENIA

- 6** Plus Minus - Katarzyna Gruszka
BZ WBK na sprzedaż
- Katarzyna Gruszka
Cutaty miesiąca- Mikołaj Atanasow
- 7** Powstanie polski rynek kontraktów terminowych na towary
- Katarzyna Gruszka
- 8** Odliczanie dni do największej prywatyzacji w Polsce
NewConnect wyłoniła liderów
Nie będzie rozszerzenia WIG20
- Katarzyna Gruszka

RING EKONOMICZNY

- 9** Ring ekonomiczny

WYWIAD

- 12** Inwestowanie długoterminowe przynosi więcej korzyści klientom niż krótkoterminowe mocowanie się z rynkiem - Wywiad z Sebastianem Buczkiem - Dorota Sierakowska

TEMAT NUMERU

- 16** Podatek od zysków kapitałowych - krótki przewodnik
- Małgorzata Kosiecka

- 18** Kalendarium podatku Belki
- Małgorzata Kosiecka

- 19** „Antybelki” w cenie
- Artur Szczepkowski

KARIERA

- 22** Certyfikowany doradca
- Katarzyna Włodarska

INWESTYCJE

Cynk - filar **25**

Budownictwa i przemysłu samochodowego

- Dorota Sierakowska

NOWOŚĆ

TREND SELECT

- Bogdanka - pierwsza kopalnia na GPW **28**
- Kamil Gemra

KOMENTARZE

- Zmieniający się fundament inwestycji - Paweł Cymcyk **30**

- Zbyt mocny złoty może zaszkodzić, ale czy tak będzie? **31**
- Marek Rogalski

- Co słyszać na Wall Street? Dobre dane makro wsparły giełdy **32**
- Adam Zaremba

KOMENTARZE

Kryzysy gospodarcze spowodowane carry trade. Co? Jak? i Dlaczego?

- Michał Bieńkowski

- Analiza zdarzeń jako narzędzie inwestycyjne - Szymon Okoń **36**

WIELCY INWESTORZY

- Marcus Goldman - Gentelman w cylindrze **38**
- Anna Grodecka

RECENZJE

- Forex dla bystrzaków **40**
- Kamil Gemra
Analiza fundamentalna, John C. Ritchie - Piotr Niewiadomski
Słownik inwestora - Maria Kuśka

KONFERENCJE

- Ogólnopolska Konferencja Naukowa Nieodkryte Przestrzenie Biznesu Międzynarodowa Konferencja **41**

- Akademia giełdowa **42**
Dni Alior Banku na SGH
Ekonomiczna Emerging Europe 2010



Źródło: Centrum Multimedialne Kancelarii Prezesa Rady Ministrów

„Panie Marszałku! Wysoka Izbo! Z ogromnym poczuciem odpowiedzialności obejmę dzisiaj funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego. Chciałbym z tego miejsca podziękować wszystkim tym, którzy w głosowaniu poparli moją kandydaturę, a tych z państwa, którzy nie byli gotowi obdarzyć mnie zaufaniem, postaram się przekonać swoim działaniem, że był to dobry wybór. Obiecuję, że wypełnię rotę ślubowania, że będę dbać o siłę polskiej złotówki i o rozwój gospodarczy, o ile nie pociągnie to za sobą inflacji.”

Sławomir Skrzypek (1963-2010)
Prezes Narodowego Banku Polskiego w latach 2007-2010



NA PLUS

Pierwszy debiut na głównym parkiecie

Zarządzająca siecią supermarketów grupa Eko Holding zadebiutowała na głównym parkiecie 24 marca, sprzedając wszystkie akcje w ofercie publicznej przy redukcji dla inwestorów indywidualnych na poziomie 68%. Był to pierwszy debiut w tym roku na warszawskiej giełdzie i należy go zaliczyć do udanych. Cena emisyjna i cena sprzedaży akcji Eko Holding była ustalona na 7,20 zł za walor i w dniu debiutu wzrosła o 10%. Wartość nowej emisji wyniosła 88,2 mln zł i była wyższa od zakładanej w prospekcie emisyjnym o 4,2 mln zł. Eko Holding zamierza wydać pozyskane z emisji środki na ekspansję sieci sklepów, akwizycję oraz zasilenie kapitału obrotowego.

Adamed przejął Pifę Pabianice

Na początku lutego producent leków nowej generacji, Adamed, podpisał z Polskim Holdingiem Farmaceutycznym umowę kupna 85 proc. akcji Polfy Pabianice. Po uzyskaniu zgody UOKiK, 2 kwietnia doszło do transakcji, w wyniku której firma Adamed Pharma kupiła należące do Skarbu Państwa 85 proc. akcji Pabianickich Zakładów Farmaceutycznych Polfa. Wartość transakcji oraz szczegóły umowy nie są znane. Celem przejęcia jest rozszerzenie działalności Adamedu na polskim rynku, przez włączenie do ofert leków wydawanych bez recepty.

Goldman Sachs otwiera oddział w Warszawie

Na miejsce biura tego legendarnego banku inwestycyjnego wybrano Pl. Trzech Krzyży. Będzie to już ósmy gigant inwestycyjny ze swoim oddziałem w kraju. Goldman Sachs został założony w 1869 przez niemieckiego imigranta Marcusa Goldmana, a po 13 latach do firmy dołączył jego zięć Samuel Sachs. Główna siedziba banku znajduje się w Nowym Jorku. Goldman Sachs postanowił o utworzeniu oddziału w Polsce skuszony możliwością osiągnięcia sporych zysków kapitałowych w tym regionie. Jesienią 2009 oferował już akcje PGE, a w tym roku przygotowuje debiut giełdowy PZU.

Są chętni do współpracy z GPW

Nasdaq OMX, NYSE Euronext oraz London Stock Exchange odpowiedziały na ofertę GPW dotyczącą partnerstwa strategicznego z warszawską giełdą, obejmującego m.in. wdrożenie dla GPW nowego systemu transakcyjnego. Tylko Deutsche Boerse nie wykazała zainteresowania w wyznaczonym terminie, który upłynął 6 kwietnia. Ostateczny wybór partnera dla warszawskiej giełdy ma nastąpić w lipcu 2010 roku, czyli przed zaplanowaną na czwarty kwartał tego roku publiczną ofertą akcji GPW. Warto wspomnieć, że w tym roku grupa kapitałowa GPW zarobiła ok. 98 mln zł, podczas gdy rok temu było to ponad 91 mln zł.

IKEA otworzy bank w Polsce

W sektorze bankowym może pojawić się nowy gracz - Ikano Bank, działający pod skrzydłami szwedzkiej Ikea. Do Komisji Nadzoru Finansowego wpłynęła już informacja o zamiarze rozpoczęcia działalności w Polsce. Ikano Bank działa w kilku krajach europejskich, oferując głównie kredyty konsumpcyjne dla klientów sieci. Na Polskim rynku może przejąć klientów szwedzkiej sieci handlowej, którzy do tej pory korzystali z usług innych banków, a także zachęcić inne koncerny do otwierania oddziałów swoich banków w Polsce.

BZ WBK NA SPRZEDAŻ

KATARZYNA GRUSZKA

KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

Główny akcjonariusz BZ WBK – irlandzki bank AIB (Allied Irish Banks) został zmuszony do wystawienia swoich aktywów na sprzedaż. Rząd Irlandii planuje przejąć kontrolę nad AIB, by ratować sektor bankowy przed załamaniem, jednak by do tego doszło, spółka przejmowana musi wzmocnić swoje aktywa o ok. 7,4 mld euro, by uzupełnić kapitały własne. Na koniec 2009 roku współczynnik wypłacalności banku wyniósł 5%, podczas gdy wymagany poziom wynosi minimum 8%. Wobec tak słabej kondycji AIB przystąpił do sprzedaży swoich aktywów w Polsce, USA i Wielkiej Brytanii.

BZ WBK ma ugruntowaną pozycję na polskim rynku i był postrzegany jako „doj-na krowa” przez dotychczasowych właścicieli, dlatego z pewnością znajdzie wielu chętnych do kupna. Warunkiem będzie możliwość zebrania w krótkim czasie gotówki na akwizycję, gdyż Irlandczycy nie będą akceptować innej formy zapłaty ani też przeciągać negocjacji. Wśród potencjalnych nabywców wymienia się głównie podmioty zagraniczne, które do tej pory nie były szczególnie aktywne na rynku polskim. Ale może to być także szansa dla PZU, które już wcześniej deklarowało chęć zakupu banku. ■

POWSTANIE POLSKI
RYNEK KONTRAKTÓW
TERMINOWYCH
NA TOWARY

KATARZYNA GRUSZKA

KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

W tym roku Warszawska Giełda Towarowa uruchomi rynek kontraktów terminowych na towary. Inwestorzy, a także producenci i handlowcy uzyskają dostęp do nowych instrumentów finansowych. Prace nad uruchomieniem rynku są bardzo zaawansowane. WGT powołała już spółkę Polski Rynek Terminowy (PRT), której działalność skoncentrowana będzie na rynku finansowych i towarowych instrumentów pochodnych. Natomiast jeszcze w kwietniu do Komisji Nadzoru Finansowego wpłynie wniosek o zezwolenie na prowadzenie pozagiełdowego rynku regulowanego. Na początku PRT umożliwi handel kontraktami na żywiec wieprzowy, pszenicę i rzepak, oraz dołączy rynek walutowych instrumentów pochodnych, któ-

ry był do tej pory prowadzony przez WGT.

W odróżnieniu od papierów wartościowych surowce nie przynoszą dochodu (nie wypłacają odsetek i dywidend). Osiągnięcie zysku będzie możliwe jedynie za pomocą kupna lub sprzedaży kontraktów terminowych futures na towary. Cena takiego kontraktu zależy przede wszystkim od: terminu wygaśnięcia, kosztu magazynowania oraz tzw. stopy użyteczności (odzwierciedla oczekiwania rynku dotyczące dostępności danego towaru na rynku w przyszłości). Obecnie oprócz firm wykorzystujących dane surowce do produkcji coraz większy udział na rynku towarowym stanowią inwestorzy finansowi. Jest to rezultatem niskiej korelacji surowców z pozostałymi klasami aktywów. Uzupełnienie portfela o aktywa nisko skorelowane pozwala na wzrost oczekiwanej stopy zysku w stosunku do podejmowanego ryzyka. ■



NA MINUS

Bank Millenium z gorszym ratingiem

Fitch obniżył perspektywę ratingów dla Banku Millenium ze stabilnej na negatywną. Swoją decyzję podjął na podstawie zmiany perspektyw dla spółki matki portugalskiego Banco Comercial Portugues, która obecnie posiada rating A+/negatywna/F1. Jednocześnie został podtrzymany długoterminowy rating Millenium (IDR) na poziomie A, krótkoterminowy rating banku na poziomie F1 oraz rating indywidualny C/D i ratnig podmiotu 1.

Kary za niewywiązywanie się z obowiązków informacyjnych

Komisja Nadzoru Finansowego ukarała dwie spółki notowane na GPW: Forte i Fota, oraz postawioną w stan upadłości likwidacyjnej Hutę Szkła Krosno za brak przekazania w ustawowym terminie poufnych informacji o zawarciu walutowych transakcji pochodnych. Zatajone informacje o transakcjach, które charakteryzują się wysokim ryzykiem, mogą mieć istotny wpływ na wyniki finansowe spółek. Forte i Fota zapłacą za przewinienie po 150 tysięcy zł, natomiast na Krosno nałożono karę w wysokości 70 tysięcy zł.

Tauron: debiut najwcześniej na przełomie 2011/2012

Druga pod względem wielkości (po PGE) spółka energetyczna w kraju zrezygnowała z debiutu rynkowego w tym roku. Zarząd, a także podmioty doradzające spółce podjęły decyzję o wyborze innej formy pozyskania kapitału – emisji obligacji krajowych, euroobligacji lub kredytów. Ze względu na łatwiejszy dostęp do dłużnych instrumentów i względnie tańszy koszt jego pozyskania postanowiono odłożyć emisję akcji. Prezes spółki Dariusz Lubera zapewnia, że harmonogram planowanych inwestycji nie zostanie zaburzony, a na decyzję nie miały wpływu względy polityczne lecz biznesowe.

Mediatel nie połączy się z Centernetem

Rada Nadzorcza NFI Midas nie zgodziła się na przeprowadzenie transakcji przejęcia kontroli nad Mediatelem i sprzedaży tej spółce Centernetu. Kontrolowany przez Romana Karkosika fundusz miał objąć 66% akcji Mediatela, o wartości minimum 264 mln zł. Brak zgody RN oznacza, że Mediatel i Centernet nie stworzą jednego operatora telekomunikacyjnego, który miał funkcjonować bez własnej marki i współpracować z operatorami, umożliwiając im świadczenie wszystkich usług telekomunikacyjnych. Do realizacji tego projektu firmy potrzebowały 200 mln zł.

Spór zarządu Orlenu z pracownikami

Spór pracowników z zarządem spółki PKN Orlen dotyczący podwyżek trwa od 10 marca, dnia, w którym wyszło zarządzenie z informacją o wysokości wskaźnika przyrostu przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia na poziomie 0 procent. Początkowe żądania pracowników oscylowały wokół 360 do 450 zł podwyżki, które w czasie negocjacji uległy zmniejszeniu, jednak nie zawarto porozumienia w tej sprawie. PKN Orlen nie wprowadzał podwyżek płac od 2008 roku.

CYTATY MIESIĄCA



WYBÓR CYTATÓW:

MIKOŁAJ ATANASOW

MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

„Inwestorzy postrzegali prezydenta Kaczyńskiego i prezesa Skrzypka jako wrogie postacie. W czasie spotkań z klientami wielu z nich uważało, że były to główne siły blokujące reformy rynkowe w Polsce.”
- Preston Keat, dyrektor Eurasia Group

„Naszym zdaniem od lipca nastąpią trzy podwyżki stóp procentowych.”
- Peter Attard Montallo, ekonomista rynków wschodzących, Bank Nomura

„Zdamy ten egzamin i wyciągniemy naukę, z tego, co się stało. Euro było i będzie „success story”. Decydenci muszą jednak działać odpowiedzialnie i zapobiegać jakimkolwiek greckim „pożarom lasów.”
- Olli Rehn, komisarz ds. gospodarczo-walutowych UE

„Model europejski nie przetrwa bez większego wzrostu gospodarczego, a Europa nie będzie mogła odgrywać ważnej roli na świecie bez silniejszej gospodarki”
- Herman Van Rompuy, prezydent Unii Europejskiej

„To wydaje się śmieszne, ale właśnie Międzynarodowy Fundusz Walutowy przyspieszył wybuch kryzysu w Europie Wschodniej. Chodziło mu o to, aby doprowadzić do ratowania całego regionu i znalezienie klientów.”

- Mojmir Hampl, wiceprezes czeskiego Banku Narodowego

„Gdybyśmy mieli jutro dokonać głębokich cięć tylko po to, by powiedzieć: „za dwa lata wejdziemy do euro”, to możemy zapłacić za to krwią, jak Litwini czy Łotysze.”

- Jan Krzysztof Bielecki, ekonomista, przewodniczący Rady Gospodarczej premiera Donalda Tuska

„Jest coś, czego powinniśmy się bać. To nadmierne umocnienie narodowych walut, które może uderzyć we wzrost gospodarczy w naszym regionie,”

- Marek Belka, dyrektor Departamentu Europejskiego MFW

„Bankierzy inwestycyjni z Wall Street wciąż są prześlęciani. Ich wynagrodzenia nie spadną jednak, gdyż firmy nie chcą tracić pracowników”

- John Mack przewodniczący rady nadzorczej banku Morgan Stanley



ODLICZANIE DNI DO NAJWIĘKSZEJ PRYWATYZACJI W POLSCE

KATARZYNA GRUSZKA
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

Już tylko tygodnie dzielą PZU od debiutu na warszawskim parkiecie. Ministerstwo Skarbu Państwa wyznaczyło termin na połowę maja, choć prospekt emisyjny ubezpieczeniowego giganta został złożony do KNF już 10 marca. Eureko wystawi na sprzedaż nie mniej niż 17% akcji spółki (z posiadanych 33%), bezpośrednio lub za pomocą spółki celowej Kappa. Z kolei Skarb Państwa rozważa oprócz 4,9% akcji PZU wniesionych do spółki specjalnego przeznaczenia Kappa, sprzedaż także dodatkowych 5% akcji (z posiadanych

50%). Łącznie może być do kupienia 20 mln sztuk akcji PZU po cenie 300zł każda (według nieoficjalnych wycień), co oznacza, że wartość oferty może wynieść nawet 6 mld zł. Skarb Państwa skłania się do zwiększenia pakietu akcji ze względu na dobrą koniunkturę na rynku. Jednak ostateczna pula akcji zależeć będzie od wyników analizy popytu i ceny, przy uwzględnieniu zamiaru utrzymania strategicznej kontroli nad spółką.

Debiut PZU na pewno nie pozostanie obojętny dla rynku, gdyż jego wartość może przekroczyć wcześniejsze oferty takich gigantów, jak PGE czy nawet PKO BP. Chętnych nie powinno brakować, choć nie

ma pewności zarobku. W uprzywilejowanej sytuacji są natomiast pracownicy spółki, którzy w 1999 roku otrzymali prawo do bezpłatnego objęcia 14,9 % akcji PZU podczas debiutu. Ze względu na konflikt z Eureko prywatyzacja została odłożona w czasie, a część 19-tysięcznej załogi pozbyła się akcji pracowniczych. Dziś wartość pakietu tysiąca akcji wynosi minimum 292 tys. zł, gdyż Eureko zagwarantowało sobie w ugodzie, że poniżej 292 zł za walor nie zgodzi się na ofertę publiczną. Wytrwali pracownicy, którzy zachowali prawa do akcji, mogą już czynić przygotowania do zainkasowania pokazywanych sum za swoje udziały. ■

NEWCONNECT WYŁONIŁA LIDERÓW

KATARZYNA GRUSZKA
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

GPW uczyniła krok w kierunku najlepszych spółek z NewConnect, które mają największe szanse spełnić kryteria dopuszczeniowe na główny parkiet Giełdy i utworzyła segment NewConnect Lead. 31 marca 2010 została wyłoniona lista 16 emitentów uwzględniając przyjęte 2 tygodnie wcześniej kryteria kwalifikacji. W ten sposób wyróżniono liderów rynku alternatywnego. Wśród kryteriów ilościowych największą wagę przypisano wielkości kapitalizacji, płynności ob-

rotu oraz długości okresu, który minął od dnia debiutu. Patrzono także na jakościowe aspekty, jak np. stosowanie Dobrych Praktyk czy rzetelne wykonywanie obowiązków informacyjnych.

Skład NewConnect LEAD będzie podlegał weryfikacji, a ewentualne zmiany będą dokonywane raz na kwartał – po ostatniej sesji marca, czerwca, września i grudnia. Oto lista 16 wyróżnionych spółek, które należą obecnie do segmentu NewConnect Lead:

- 1 ATON-HT
- 2 BLUMERANG PRE IPO
- 3 EUROIMPLANT

- 4 INTELIWISE
- 5 IQ PARTNERS
- 6 KRYNICKI RECYKLING
- 7 MERA SCHODY
- 8 PHARMENA
- 9 PHOTON ENERGY
- 10 PRAGMA INKASO
- 11 QUERCUS TFI
- 12 R&C UNION
- 13 READ-GENE
- 14 LST CAPITAL
- 15 WEALTH BAY
- 16 WDMAS ■

NIE BĘDZIE ROZSZERZENIA WIG20

KATARZYNA GRUSZKA
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

Prezes GPW Ludwik Sobolewski lubi zmiany – od utworzenia rynku alternatywnego NewConnect po ostatnio uruchomiony rynek obligacji Catalyst. Jednak zapowiedź rozszerzenia indeksu blue chipów o dziesięć nowych spółek nie każdemu przypadło do gustu. Do WIG30 mogłyby dołączyć między innymi duże przedsiębiorstwa, których debiut jeszcze nie nastąpił, jak np. PZU, Polkomtel i Tauron oraz kilka spółek już notowanych. Jednak zapowiadane debiuty są przekładane z miesiąca na miesiąc lub, jak w przypadku Tauronu, na kolejne lata. Natomiast rozszerzenie indeksu o akcje już notowanych firm niekoniecznie przyczyni-

łoby się do poprawy jakości samego indeksu.

GPW cierpi na dość niską płynność, a największe zainteresowanie, a co za tym idzie obroty, mają głównie akcje spółek z indeksu WIG20. Jednak skład tego indeksu jest bardzo zróżnicowany, gdyż znajdują się w nim także spółki o niskiej płynności. Po dokooptowaniu kolejnych mniejszych spółek, zjawisko niskiej płynności może się nasilić. Dlatego lepszym rozwiązaniem wydaje się być zastąpienie akcji mniejszych spółek z indeksu WIG20 – akcjami dużych przedsiębiorstw, debiutujących w najbliższej przyszłości. Co więcej, dla porównania, giełdy kilkakrotnie większe od polskiej posiadają indeksy blue chipów w składzie jedynie 30 (niemiecki DAX) lub 40 (francuski CAC) spółek.

Rosnące znaczenie warszawskiego parkietu w regionie i rozwój polskiej gospodarki stanowią argument za poparciem pomysłu prezesa Sobolewskiego, gdyż zwiększona liczba silnych przedsiębiorstw w indeksie odzwierciedlałaby siłę polskiej gospodarki. Dzięki temu inwestorzy, zarówno krajowi jak i zagraniczni, kierujący się płynnością spółek, mogliby rozważyć inwestycje w większą liczbę podmiotów. Jednak trudno jest oczekiwać znacznej poprawy zainteresowania spółkami w przypadku rozszerzenia indeksu przez duże zagraniczne podmioty, skoro przy obecnym składzie WIG20 mogą oni handlować akcjami jedynie kilku największych podmiotów, jeżeli chcą uniknąć znacznego wpływu na cenę. ■



RING EKONOMICZNY

PYTANIA:

1. Jak dużą przeszkodę w pozyskiwaniu inwestorów zagranicznych stanowi Pani/Pana zdaniem skomplikowany system podatkowy w Polsce?

2. Czy wprowadzenie sprawnego, szybkiego i prostego w obsłudze systemu do składania wszystkich rodzajów formularzy PIT mogłoby przyczynić się do ograniczenia szarej strefy w Polsce?

3. Jak ocenia Pani/Pan tendencje do unifikacji przepisów podatkowych w UE? Czy to prawidłowy kierunek, czy może państwu członkowskiemu powinna być pozostawiona swoboda w tym zakresie?



Prof. dr hab. Witold Modzelewski
Prezes Instytutu Studiów Podatkowych

1. Opinie inwestorów zagranicznych, którzy zamierzają w naszym kraju zainwestować „realne pieniądze” znam często dzięki prywatnym kontaktom z zainteresowanymi. Proszę mi wierzyć, że ocena naszego systemu podatkowego nie ma dla nich istotnego znaczenia. Nasz system na tle rozwiązań państw chociażby „starej Europy” jest raczej dość prosty i nie stanowi dla inwestorów istotnego zagrożenia. Od paru lat dominują na ten temat poglądy wręcz bagatelizujące polskiego fiskusa, który tak naprawdę przestał być groźny. Powiem więcej: formalnie ma do zaoferowania więcej korzyści niż nasi sąsiedzi, czego najlepszym przykładem są zagraniczne inwestycje w specjalnych strefach ekonomicz-

nych, będących enklawami rozwoju w morzu marazmu i upadku. Inwestorzy najbardziej obawiają się natomiast powszechnie znanej niesprawności polskiego wymiaru sprawiedliwości, korupcji panującej w organach władzy oraz braku przyjaznych postaw wobec ludzi bogatych. Niestety wciąż dominuje u nas plebejsko – radykalna niechęć do tych, którym się udało więcej zarobić.

2. Jak dotąd w żadnym kraju nie powstał „sprawny, szybki i prosty w obsłudze” podatek dochodowy od osób fizycznych. Prawdopodobnie stworzenie czegoś takiego przekracza już umiejętności naszej klasy politycznej. Nie oznacza to jednak, że obecny stan tego

podatku mógłby zyskać jakiejkolwiek pozytywne oceny. Wręcz odwrotnie: ponad dziesięć lat politycznych harców związanych z tym podatkiem, a przede wszystkim jego ciągłe „upraszczanie” doprowadziło do katastrofy logistycznej całej konstrukcji, która co rok przynosi coraz mniej pieniędzy do budżetu. Prawie w każdym roku uchwalono jakiś nowy absurd powodujący bezzasadną utratę kolejnych pieniędzy. Przykładowo w lato zeszłego roku zwolniono po raz pierwszy od dwudziestu lat wypłaty pieniężne z funduszu socjalnego, przez co budżet stracił kolejne kilkaset milionów złotych. Należy jednak zauważyć, że nikt nie chce naprawy istniejącego stanu rzeczy, bo ponoć „nie da się” napisać porządnej ustawy o tym podatku.

3. Już od kilku lat pogłębia się kryzys procesu harmonizacji przepisów podatkowych UE. Powstają absurdalne pomysły, które powodują, że coraz łatwiej jest uchylać się od płacenia podatków. Można podejrzewać, że na kształt dyrektyw mają istotny wpływ grupy nacisku, lobbyści, a zwłaszcza tzw. biznes podatkowy, który rękami unijnych biurokratów stwarza warunki dla „optymalizacji podatkowych”. Niedawno dowiedziałem się, że jedną z najbardziej nieudanych dyrektyw, którą implementujemy od stycznia tego roku, napisano ponoć z udziałem przedstawicieli firmy będącej spadkobiercą tradycji zapisanej w najnowszej historii pod hasłem „kreatywnej księgowości”. Podejrzewam, że już od dawna nikt nie panuje nad całym procesem tworzenia wspólnotowego prawa podatkowego, które w coraz mniejszym stopniu chroni interesy państw członkowskich. Jest to przysłowio- wa stajnia Augiasza, która trzeba szybko posprzątać. Państwa członkowskie muszą odzyskać tu znacznie więcej suwerenności zwłaszcza, że grozi nie tylko nam załamanie wpływów budżetowych.



Beata Hudziak

Partner, Doradca Podatkowy Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o.

1. W pierwszej kolejności musimy sobie odpowiedzieć na pytanie, czy rzeczywiście w Polsce można mówić o tym, że mamy skomplikowany system podatkowy. W mojej ocenie, tak wcale nie jest. System jest dość prosty, problemem zaś jest ciągle zmieniające się, niestabilne prawo. Inwestor, który zamierza rozpocząć działalność w Polsce musi mieć świadomość, że na moment podjęcia decyzji o inwestowaniu mogą obowiązywać inne przepisy podatkowe niż w momencie zakończenia inwestycji. To jednak nie wszystko. W Polsce obowiązuje system tzw. interpretacji indywidualnych. Jeżeli podatnik ma wątpliwości, co do zasad opodatkowania określonego zdarzenia gospodarczego ma prawo zwrócić się z zapytaniem w tym zakresie do Ministra Finansów. Interpretacje prawa dokonywane przez Ministra Finansów bardzo często są sprzeczne z tym co orzekają sądy administracyjne w sprawach podatkowych. To zaś buduje niepewność, i niemożliwość zastosowania bezpiecznego rozwiązania podatkowego. Często też przepis podatkowy nie ulega zmianie, zaś zmianie ulega jego interpretacja. Przykładowo: 2 lata wcześniej rozliczyliśmy podatkowo określoną transakcję, i na tamten czas było to rozliczenie prawidłowe, natomiast po dwóch latach zmienia się interpretacja Ministra Finansów i okazuje się, że jednak popełniliśmy błąd. Zatem bardziej stabilne prawo i jego interpretacja z całą pewnością mogłyby przyczynić się do tego, że inwestorzy postrzegaliby nasz kraj jako bardziej bezpieczny podatkowo.

2. Trudno o jednoznaczną odpowiedź. Z całą pewnością jest tak, że wypełnienie formularzy zeznań podatkowych nie jest proste. Dodatkowo wprowadzenie prostego systemu składania deklaracji w formie elektronicznej mogłoby ułatwić wielu podatnikom życie. Czy jed-

nak ograniczyliby to szarą strefę? Myślę, że szara strefa nie powstaje z powodu trudności w obsłudze systemu do składania formularzy PIT. Problem leży gdzie indziej. Otóż: niejasne i skomplikowane przepisy, zbyt wysokie obciążenia podatkowe – to główne powody powstawania szarej strefy. Przy czym mówiąc o wysokich obciążeniach podatkowych nie mam na myśli stawek podatkowych, lecz faktyczne obciążenie, na które składa się przykładowo niemożliwość rozliczania wielu wydatków w kosztach podatkowych, co wpływa z kolei na wysokość efektywnej stawki podatkowej. Zatem w tym przypadku również bardziej stabilne prawo i jego interpretacja oraz zmniejszenie faktycznych obciążeń podatkowych, z całą pewnością mogłoby wpłynąć na zmniejszenie szarej strefy.

3. Należy jednoznacznie stwierdzić, że unifikacja jest potrzebna. Dlaczego? Praktyka pokazuje, że polski fiskus bardzo trzyma się pro fiskalnej wykładni prawa – często niezgodnej z wykładnią unijną. Podatnik, który nie zgadza się z wykładnią fiskusa, ma możliwość powoływania się na przepisy unijne w postępowaniu sądowo - administracyjnym. Sądy zaś kierują się przede wszystkim przepisami prawa unijnego, jeżeli polskie przepisy powinny być z nimi zgodne. Obecnie mamy wiele obszarów, w których polskie przepisy nie są dostosowane do przepisów unijnych, dotyczy to przykładowo podatku od towarów i usług, podatku akcyzowego, a także innych ustaw. Owa niezgodność jest z reguły na niekorzyść podatników. Możliwość powoływania się wprost na przepisy unijne z całą pewnością umożliwia podatnikom skuteczną walkę o swoje prawa.

Unifikacja może też wpłynąć na to, iż prawo w Polsce będzie bardziej stabilne.

Zatem unifikacji należy powiedzieć TAK.



Jarosław Chałas

Partner Zarządzający,
kancelaria Chałas i Wspólnicy

1. Skomplikowany system podatkowy może zniechęcać, ale głównie małych inwestorów, którzy nie mają odpowiedniego zaplecza związanego z obsługą prawną prowadzonej działalności. System podatkowy jest skomplikowany, jednak nie można postawić tezy, aby był on bardziej skomplikowany aniżeli obce systemy podatkowe. W rezultacie inwestorzy zagraniczni nie widzą bariery związanej z polskim systemem podatkowym, ponieważ jest on analogiczny do obcych systemów państw OECD. Barierą może być natomiast restryktywne podejście do stosowania prawa podatkowego przez aparat skarbowy, które jednak się zmieniło w ostatnich latach i niedługo pozostanie jedynie mitem.

2. Uważam, że nie ma większego związku, pomiędzy uproszczeniem systemu składania zeznań podatkowych, a szarą strefą. Osoby prowadzące działalność gospodarczą co do zasady korzystają z obsługi rachunkowej bądź osób zatrudnionych w firmie, bądź pracujących na zlecenie. Ciężar wynikający z formalności w wypełnianiu zeznań jest więc dla przedsiębiorców nieodczuwalny. Istotna jest natomiast wysokość finansowych obciążeń podatkowych. Znaną prawdą jest, iż obniżenie podatków zniechęca do wchodzenia w „szarą strefę” i jest to najlepszy kierunek jej zmniejszania.

3. Kierunek unifikacji jest powiązany z budową jednolitego rynku europejskiego. Jeżeli UE ma ujednoliconą taryfę celną, kolejnym etapem jest ujednolicenie zasad prowadzenia działalności gospodarczej we wszystkich państwach wspólnoty także w aspekcie opodatkowania. Uważam, że pewna swoboda powinna być pozostawiona, każda gospodarka potrzebuje czegoś w rodzaju „wentylu bezpieczeństwa”, którym można zmniejszyć np. deficyt budżetowy. Unifikacja następuje także drogą naturalnych przepływów ekonomicznych, dochodzi bowiem do wyrównywania się cen czynników produkcji, a powyższe zmusza do niwelowania różnic w wysokości podatków i zasadach opodatkowania. Jest to kolejny argument za pozostawieniem pewnej swobody.



Dr Arkadiusz Radwan

Instytut Allerhanda

1. Obecna sytuacja zgodnie z raportem **Paying taxes** 183 państw z całego świata Polska zajmuje niechlubne 151 miejsce. Jest to najgorszy wynik wśród wszystkich krajów UE. Przyczyny to: rozbudowana biurokracja, formalizm, nieudolny system administrowania (statystyczny polski podatnik musi poświęcić rocznie 395 h na wypełnienie formalności podatkowych; dla porównania: np. w Irlandii 76 h)

2. Wprowadzenie takiego systemu usprawniłoby administrację podatkową, zmniejszyło koszty i czas przeznaczany na wypełnianie formalności podatkowych, co niewątpliwie uatrakcyjniłoby sytuację podatników w Polsce. Jednakże prawdziwe powody rozwoju szarej strefy są inne (wysokie obciążenia podatkowe, znaczne koszty pracy).

3. Harmonizację podatków pośrednich (VAT, akcyza) należy ocenić pozytywnie: analogiczne zdefiniowanie transakcji podlegających opodatkowaniu w poszczegól-

nych krajach, a także zbliżone zasady odliczeń i zwrotu podatków upraszczają rozliczenia i kalkulację podatków, a także ułatwiają zrozumienie i interpretację przepisów podatkowych.

W zakresie podatków bezpośrednich (PIT, CIT) legitymowanym celem harmonizacji jest unikanie podwójnego opodatkowania, stąd regulacje Wspólnoty dotyczą dywidend, odsetek, należności licencyjnych, czyli dochodów, które mogłyby się charakteryzować podwójnym miejscem opodatkowania. Słuszne jest także ujednolicenie zasad podatkowych związanych z restrukturyzacją przedsiębiorców (fuzje, podziały, wniesienia majątku, wymiany udziałów).

Natomiast nie należy popierać harmonizacji wysokości stawek podatków dochodowych. Lepiej konkurować stawkami, niż je ujednolicać.



Stanisław Rachelski

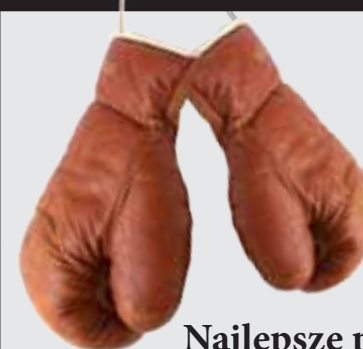
Radca Prawny,
kancelaria Rachelski i Wspólnicy

1. Ceny mieszkań znacznie spadły w okresie spowolnienia na rynku mieszkaniowym w 2008 roku. Obecnie jednak widzimy, że rynek stabilizuje się, a atrakcyjnych mieszkań w ciekawych lokalizacjach zaczyna brakować. Myślę, że nie ma już miejsca na spadek cen, raczej będziemy obserwować ich wzrost, szczególnie w ciekawych inwestycjach.

2. Należy zadać sobie pytanie, na ile problem szarej strefy uzależniony jest od braku umiejętności niezbędnych do złożenia rozliczenia podatkowego, a na ile od złej woli przedsiębiorców uchylających się od tego obowiązku. Upraszczanie procedur ułatwia życie uczciwym przedsiębiorcom, którzy poświęcają na rozliczenie mniej czasu, a co za tym idzie obniżają związane z tym koszty. Szarą strefę ograniczyć może jedynie nieuchronność kary.

3. Ujednolicony system podatkowy bez wątplenia byłby korzystny dla przedsiębiorców prowadzących działalność w kilku krajach Unii jednocześnie, którzy obecnie są zmuszeni dokonywać rozliczeń na odmiennych warunkach. Patrząc na problem z perspektywy gospodarki krajowej, pojawia się obawa, że unifikacja podatków i przepisów faworyzuje kraje starej Unii.

STAŃ DO WALKI!!



Możesz mieć wpływ na zawartość merytoryczną miesięcznika TREND.

Zaproponuj swoje pytanie do RINGU EKONOMICZNEGO wysyłając je pod adres ringekonomiczny@gazetatrend.pl.

Najlepsze pytania zadamy wybitnym specjalistom z branży.

INWESTOWANIE DŁUGOTERMINOWE PRZYNOSI WIĘCEJ KORZYŚCI KLIENTOM NIŻ KRÓTKOTERMINOWE MOCOWANIE SIĘ Z RYNKIEM

Wywiad z Sebastianem Buczkiem, Prezesem Quercus TFI

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: Co skłoniło Pana do założenia własnego TFI?

Sebastian Buczek: Pracowałem dla Grupy ING przez 11 lat i po prostu przyszedł moment, w którym zacząłem się zastanawiać, czy kontynuować pracę dla dużej organizacji, czy nie spróbować własnej działalności. Po kilku miesiącach refleksji, razem z kilkoma innymi osobami, wybrałem ten drugi wariant, czyli założenie własnej firmy – wyzwanie, próbę sił na rynku.

DS: A dlaczego zdecydowali się Państwo na skierowanie oferty do osób zamożnych?

SB: Ponieważ jest to relatywnie otwarta część rynku. W Polsce największy dystrybutorzy funduszy inwestycyjnych – banki – prowadzą niekorzystną dla klientów politykę sprzedawania wyłącznie swoich funduszy. Tak jest szczególnie w przypadku klientów detalicznych. Natomiast w przypadku klientów zamożnych coraz częściej banki zachowują się rozsądnie (tak jak to jest w Europie Zachodniej) i dopuszczają do sprzedaży nie tylko swoje fundusze, lecz także i fundusze zewnętrzne – nazywa się to otwartą architekturą. Natomiast inwestora instytucjonalnego w Polsce nie ma i w związku z tym nie było sensu tworzyć funduszy pod tego typu klientów. Segment osób zamożnych był więc najrozsądniejszym wyborem.

DS: W swojej ofercie mają Państwo także zarządzanie aktywami od wartości 5 mln zł. Czy w Polsce jest popyt na tego typu usługi?

SB: Core biznesem są fundusze inwestycyjne, zaś zarządzanie aktywami traktujemy jako usługę dodatkową. Faktycznie, jest w Polsce grupa osób, która dysponuje środkami liczącymi dziesiątki czy nawet setki milionów złotych – te osoby często nie chcą korzystać z funduszy, lecz z produktów dopasowanych do ich preferencji. Dlatego też w produkcie, jakim jest zarządzanie aktywami, za-

wsze stosujemy indywidualnie negocjowane strategie inwestycyjne, oparte o instrumenty, jakich życzą sobie inwestorzy.

Pod tym względem wizja naszego biznesu różni się od wielu innych firm na rynku – stawiamy na to, żeby klientów nie było dużo, ale żeby mieli duże portfele. Przyczyną jest przede wszystkim fakt, że usługa zarządzania aktywami – jeśli chce się ją wykonywać dobrze i bazować na indywidualnych strategiach inwestycyjnych – jest bardzo pracochłonna, a nie możemy pozwolić sobie na dobrą obsługę setek klientów. Inwestorom, którzy przynoszą nam kwoty na poziomie ok. 100 tys. zł oferujemy więc fundusze inwestycyjne – w tym także nowe fundusze, które planujemy niedługo wprowadzić na rynek.

DS: A jakie nowe fundusze planują Państwo wprowadzić?

SB: W kwietniu swój debiut będzie miał fundusz inwestycyjny zamknięty o nazwie QUERCUS Absolute Return FIZ i minimalnym wkładzie na poziomie 200 tysięcy złotych. Jest on adresowany do klientów poszukujących alternatywy dla zwykłych funduszy otwartych. Fundusze otwarte mają bowiem dość prostą strategię inwestycyjną, mogą korzystać z ograniczonej liczby instrumentów finansowych – natomiast FIZ mogą wykorzystywać całe spektrum możliwości, które daje ustawa o funduszach inwestycyjnych. Celem nowo powstałego funduszu ma być uzyski-

wanie dodatnich stóp zwrotu bez względu na panującą koniunkturę. Zamierzamy to osiągnąć, bazując zarówno na akcjach notowanych na polskiej giełdzie, jak i na giełdach zagranicznych, w tym także dzięki inwestycjom w spółki niepubliczne. Jeśli zajdzie taka potrzeba, to będziemy także zabezpieczać pozycję za pomocą instrumentów pochodnych. QUERCUS Absolute Return FIZ będzie więc funduszem quasi-hedgingowym.

DS: Czy zamożny inwestor, przychodząc do Państwa, ma zazwyczaj nakreślony swój profil inwestycyjny, czy zostawia to Państwu?

SB: Różnie to bywa. Oczywiście najczęściej klienci chcieliby zarabiać dużo, nie ponosząc przy tym ryzyka – a to nie jest możliwe. Podczas rozmowy z inwestorem staraliśmy się wyłuskać, czego on tak naprawdę chce, na jakie ryzyko jest w stanie się zgodzić i – w związku z tym – jakie instrumenty powinny wchodzić w skład jego portfela inwestycyjnego. Bierzymy też pod uwagę inne inwestycje, jakie dany klient już posiada, bo z reguły klienci powierzają swoje środki kilku asset managerom, dywersyfikując w ten sposób ryzyko.

DS: Na jakie przeszkody natknął się Pan podczas zakładania własnego TFI?

SB: Nie mam co narzekać, bo na razie wszystko idzie dość dobrze. Jednak war-

„Wizja naszego biznesu różni się od wielu innych firm na rynku – stawiamy na to, żeby klientów nie było dużo, ale żeby mieli duże portfele. ”

to wspomnieć o dwóch ważnych barierach. Po pierwsze, proces uzyskiwania zgody na nowe fundusze mógłby być w Polsce szybszy. Po drugie, dystrybutorzy powinni być bardziej otwarci, czyli rozszerzać ofertę nie tylko o własne produkty (bo własne niekoniecznie są najlepsze – na własnych po prostu dystrybutor najwięcej zarabia), lecz także na produkty zewnętrzne. Pojawia się tu konflikt pomiędzy jak najlepszą obsługą klienta a chęcią zysku instytucji finansowej – i często właśnie ten drugi czynnik wygrywa. To jest działanie krótkowzroczne i na dłuższą metę i tak nie uchroni polskiego rynku przed tendencjami, obowiązującymi we wszystkich cywilizowanych krajach – czyli przed dążeniem do otwartej architektury. Być może na początku ta otwartość będzie dotyczyła jedynie klientów zamożnych, ale w końcu powinni skorzystać na tym wszyscy.

DS: Czy planują Państwo dalsze rozszerzanie sieci dystrybucji?

SB: Tak, stopniowo rozszerzamy naszą sieć dystrybucji o kolejne instytucje finansowe. W ostatnim czasie do grona dystrybutorów dołączył Deutsche Bank. Podpisaliśmy

także ważną umowę z towarzystwem ubezpieczeniowym AEGON.

DS: Jak ocenia Pan dotychczasowe wyniki finansowe Quercus TFI, a jak wyniki państwa funduszy?

SB: Jesteśmy firmą młodą stażem – obchodzimy dopiero dwulecie operacyjnego działania – a zwykle w pierwszym etapie najważniejsze dla spółki jest dotarcie do breakeven, czyli momentu, w którym biznes zaczyna generować zyski. My już do tego poziomu dotarliśmy – mimo niesprzyjających okoliczności, w jakich zaczynaliśmy działalność. Firma jest już więc rentowna – co więcej, przewidujemy, że w tym roku będziemy mieli zysk (mam nadzieję, że niemały).

Natomiast jeśli chodzi o wyniki inwestycyjne naszych funduszy, to te dotychczasowe – z dwuletniej perspektywy – mogą uznać nieskromnie za bardzo solidne. Na tle rynku wyróżniają nas szczególnie produkty, które zawierają akcje. Był taki moment w ubiegłym roku, kiedy najlepszym funduszem na rynku był QUERCUS Bałkany i Turcja, a obecnie najlepszą stopą zwrotu z ostatnich 12 miesięcy może pochwalić się QUERCUS Agresyw-

ny. Dobrze radzi sobie też fundusz o umiarkowanym poziomie ryzyka – QUERCUS Selektywny, czyli fundusz okazji. Wyniki są więc naprawdę dobre i to dzięki nim – szczególnie w ostatnich tygodniach – przyrost aktywów przynoszonych przez klientów jest bardzo szybki (można nawet powiedzieć, że w marcu był on trochę za szybki).

DS: Wspomniał Pan o funduszu QUERCUS Bałkany i Turcja. Czy ze względu na obecne kłopoty finansowe Grecji region ten nadal jest atrakcyjny dla inwestorów?

SB: Na pewno jest to rynek, który warto obserwować – dużo zależy jednak od tego, jak dalek potoczą się losy Grecji. My od początku mieliśmy pewną ekspozycję na greckie aktywa, jednak udział Grecji był mocno niedoważony, czyli niższy niż wynikałoby to z benchmarku. Być może teraz warto stopniowo zwiększać udział greckich aktywów, bo podczas kryzysowych sytuacji wyceny akcji mogą okazać się atrakcyjne i jeżeli Grecy poradzą sobie ze swoimi problemami, to rynek akcji może przynieść bardzo dobre stopy zwrotu.





DS: Czyli obecna sytuacja może być swojego rodzaju okazją?

SB: Być może jest to okazja, chociaż według mnie nie doszło jeszcze do punktu przełomowego.

Zaznaczę jednak, że najważniejszym obszarem działania wspomnianego funduszu jest rynek turecki, który dotarł do swojego rekordu wszechczasów. Wierzymy w rynek turecki bardzo mocno, bo ceny spółek wcale nie są wygórowane. Poza tym, jest to kraj dynamiczny, z bardzo dobrymi perspektywami wzrostu gospodarczego w tym roku i w latach następnych. Jest to więc rynek trochę podobny do rynku rosyjskiego, który też według nas jest godny uwagi.

DS: Pojawiają się głosy, że Turcja pod względem inwestycyjnym przypomina obecnie Polskę sprzed kilku lat. Czy zgodziłby się Pan z tym stwierdzeniem?

SB: Nie do końca. Turcja jest i prawdopodobnie nadal będzie rynkiem bardziej ryzykownym niż rynek polski, zwłaszcza po wejściu Polski do Unii Europejskiej. Turcja jest państwem bardzo dynamicznym i odmiennym kulturowo od państw zachodnich. Warto wspomnieć o fakcie, że Turcja przez długi czas borykała się z wysoką inflacją, która przyhamowała dopiero niedawno. To pozwoliło bankowi centralnemu na obniżenie stóp procentowych i powrót oprocentowania depozytów do wielkości jednocyfrowych – to też jest istotna różnica w porównaniu do rynku polskiego, gdzie jesteśmy przyzwyczajeni do depozytów na poziomie 5%.

DS: Wspomniał Pan, że zainteresowanie inwestorów funduszami się odradza i po

okresie strachu wpłaty zaczęły przeważać nad wypłatami. Pokazują to zresztą także statystyki. A czy polscy inwestorzy są obecnie zainteresowani ochroną kapitału czy też podchodzą do inwestowania bardziej agresywnie?

SB: W ostatnich miesiącach popularnością cieszyły się fundusze obligacji ze względu na wzrost cen obligacji i bardzo dobre stopy zwrotu tychże funduszy. Jednak z naszej perspektywy obserwujemy znaczne zainteresowanie funduszami akcyjnymi. Można wręcz powiedzieć, że staramy się ten popyt tonować, ponieważ często inwestorzy mają rozbuchane nadzieje dotyczące przyszłych wyników funduszy ze względu na wysokie stopy zwrotu funduszy agresywnych w ostatnim czasie. Dlatego też obecnie staramy się bardziej kierować uwagę inwestorów na fundusze okazji, nie zaś na produkty czysto akcyjne.

Na pewno po okresie bessy zainteresowanie zaczyna się odradzać – ale to dopiero początek. Jeżeli okaże się, że ożywienie gospodarcze jest trwałe i nie będzie drugiej odsłony kryzysu, to środki inwestorów – przy obecnym oprocentowaniu depozytów powracającym w okolice 5% – będą szukały lepszych okazji, wyższych stóp zwrotu. A przecież główną alternatywą dla depozytów są fundusze. Znając życie, powtórzę się sytuacja z poprzedniej hossy z lat 2003-2007, kiedy to na początku zainteresowaniem cieszyły się fundusze obligacji, później fundusze stabilnego wzrostu, a wraz ze wzrostem cen akcji na giełdzie zainteresowanie zaczęło przenosić się na agresywne fundusze akcji. Dla wielu inwestorów, którzy na szczycie hossy zainwestowali środki właśnie w

fundusze akcyjne, było to tragiczne w skutkach.

DS: A czy według Pana druga fala spadków jest obecnie prawdopodobna?

SB: Od wielu miesięcy mówi się o możliwości korekty, tymczasem nadal obserwujemy wzrosty. Giełdowe indeksy rosną już czternasty miesiąc, więc z formalnego punktu widzenia obecną sytuację można nazywać już hossą. Teraz wszystko zależy od tego, czy odradzająca się światowa gospodarka będzie w stanie wrócić do poziomu rozwoju zbliżonego do tego sprzed kryzysu. Jeśli nie, to możliwe, że ugrzęźniemy na niskich poziomach dynamik wzrostu PKB na świecie, które będą niewystarczające do podtrzymania dobrej passy na rynkach finansowych.

My wierzymy raczej w umiarkowanie optymistyczny scenariusz – w to, że gospodarka wraca do normalności, do znacznie lepszych dynamik PKB niż obserwowane w ostatnich kwartałach. Jeśli ten scenariusz się zrealizuje, to fala wzrostów na giełdach, oczywiście z korektami, powinna jeszcze potrwać. Cały czas namawiamy jednak inwestorów do ostrożności w inwestowaniu.

DS: Quercus TFI weszło ponad półtora roku temu na rynek NewConnect. Czy uważa to Pan za dobrą decyzję?

SB: Zadebiutowaliśmy na rynku NewConnect 11 września 2008 r., czyli w siódmą rocznicę ataku na World Trade Center i tuż przed upadkiem banku Lehman Brothers. To był niefortunny moment i tuż po debiucie nasze akcje zanotowały spory spadek – w ciągu kilku miesięcy akcje zostały przeceńnione niemal o połowę. Ale mimo wszystko dobrze oceniamy debiut i późniejsze zachowanie naszego kursu (obecnie akcje kosztują ponad 2 zł).

Wejście na giełdę było dla nas ważne, ponieważ naszymi partnerami są duże instytucje finansowe, które oczekują od nas transparentności, przejrzystości prowadzonej działalności – a najlepiej osiągnąć ten cel poprzez status spółki publicznej. Ponieważ byliśmy firmą o charakterze start-up, to rynek podstawowy nie był jeszcze dla nas dostępny i postanowiliśmy wejść na NewConnect. Jesteśmy z tego zadowoleni – a jeśli wszystko dobrze pójdzie, to w drugiej połowie tego roku, czyli praktycznie po dwóch latach obecności na rynku NewConnect, spróbujemy przenieść notowania na rynek główny GPW. Będzie to służyło dalszemu budowaniu wartości firmy i podkreślaniu naszej transparentności, przewidywalności i wiarygodności.

DS: Jest Pan zadowolony z obecnej wyceń rynkowej Quercus TFI?

SB: Jest ona powodem naszej satysfakcji. W tej chwili kapitalizacja spółki znaczą-

co przewyższa 100 mln zł, co oznacza, że inwestorzy wierzą, że nadal jesteśmy w stanie dynamicznie się rozwijać i dostarczać coraz lepszych wyników finansowych. Wszystko wskazuje na to, że wyniki finansowe za ten rok będą bardzo dobre – ale nie chcę zapowiadać, w końcu jest dopiero kwiecień. Ogólnie rzecz biorąc – uważam, że obecna cena akcji w dużej mierze oddaje możliwości rozwoju firmy.

DS: Czy są jakieś żelazne zasady, których się Pan trzyma przy zarządzaniu funduszem?

SB: Przede wszystkim staram się skupiać na odpowiednim doborze akcji do portfela, a nie na odgadywaniu krótkoterminowych trendów. Wiem z doświadczenia, że z trafnością krótkoterminowych prognoz bywa różnie. Dużo lepsze jest według mnie dokonanie wyceny spółki i na tej podstawie ocena, czy warto kupować jej akcje, czy nie. Wierzę, że to ma głębszy sens, a inwestowanie długoterminowe przynosi więcej korzyści dla naszych klientów niż mocowanie się z rynkiem i odgadywanie krótkoterminowych ruchów.

DS: A co jest najtrudniejsze w zarządzaniu funduszem?

SB: Najtrudniejsza jest dyscyplina – ściśle trzymanie się wcześniej podjętych postanowień. Często bowiem na początku podejmuje się dobre decyzje, ale ich wykonanie nie jest dokładne, zmienia się je pod wpływem emocji, itp.

DS: Czyli trudność polega głównie na okiełznaniu emocji?

SB: Tak, najtrudniej jest, gdy w grę wchodzi strach i chciwość – czyli elementy w dużym stopniu decydujące o sytuacji na rynkach finansowych. Samodyscyplina jest naprawdę ważna.

Drugą trudnością jest odpowiednie ulokowanie dużej ilości kapitału – gdy napływ

„ W zarządzaniu funduszem najtrudniejsza jest dyscyplina – ściśle trzymanie się wcześniej podjętych postanowień. ”

„ Jeśli wszystko dobrze pójdzie, to w drugiej połowie tego roku, czyli praktycznie po dwóch latach obecności na rynku NewConnect, spróbujemy przenieść notowania na rynek główny GPW. ”

do funduszy są spore (a jest tak ostatnio), to pojawia się pytanie, jak sensownie te środki zainwestować. Najśluszniesze z krótkoterminowej perspektywy jest zazwyczaj kupno akcji bez zbyt długiego zastanawiania się, jednak przez to, że mamy mocno fundamentalne podejście i staramy się kupować akcje po dobrych cenach, taka sytuacja oznacza dla nas szczególnie wyężoną pracę.

DS: Czy zdarzyło się Panu przegapić jakąś wyjątkową okazję albo kupić akcje, które okazały się szczególnie kiepską inwestycją?

SB: Oczywiście. Błędy zdarzają się wszystkim zarządzającym. Są spółki, które przykładowo sprzedaliśmy za wcześniej. To oczywiście boli, bo zawsze ma się świadomość, że można było zarobić jeszcze więcej. Na szczęście jako firma nie zanotowaliśmy dotychczas żadnej spektakularnej wpadki, ponieważ staramy się zawsze dywersyfikować nasze portfele. Unikamy bardzo skoncentrowanych pozycji, bo wtedy błąd dużo więcej kosztuje.

DS: Jest Pan przykładem osoby, która jest praktykiem, a jednocześnie nie zaniebądała kariery naukowej. Czy sądzi Pan, że wykształcenie pomaga w karierze na rynkach finansowych?

SB: Na pewno wykształcenie daje szersze spojrzenie. Ja swoje pierwsze kroki na giełdzie stawiałem, gdy nie miałem jeszcze żadnej wiedzy o rynkach kapitałowych. Tak czyżni zresztą większość inwestorów – i najczęściej rynek prędzej lub później daje im bolesną nauczkę. W przypadku inwestowania wiedza jest niezbędna. Oczywiście potrzebna jest także ciężka praca i łut szczęścia, jednak wiedza na temat rynków kapitałowych się bardzo przydaje.

W przypadku doktoratu zająłem się obligacjami zamiennymi, które są obecnie bardzo ciekawym instrumentem finansowym na naszym rynku i interesującą formą pozyskiwania kapitału przez spółki. Natomiast praca habilitacyjna poświęcona była efektywności rynków kapitałowych i finansom behawioralnym – a więc tematowi, które przydaje się w praktyce.

DS: Na koniec proszę jeszcze o jakieś rady dla początkujących inwestorów, którzy stawiają pierwsze kroki w zarządzaniu – na razie własnym – kapitałem.

SB: Trudno o ogólne rady, bo każdy inwestor jest inny – jedni wolą ryzykowne inwestycje, a inni jedynie ochronę kapitału. Ja osobiście preferuję mniej ryzykowne transakcje – godzę się na mniejsze zyski w zamian za unikanie możliwości dużej straty.

Na ogół, aby uzyskiwać lepsze od przeciętnych stopy zwrotu, wystarczy trzymać się kilku bardzo prostych reguł. Można o nich zresztą przeczytać w każdej porządnej książce o inwestowaniu – autorstwa np. Benjamina Grahama czy Warrena Buffeta. Przede wszystkim warto interesować się kupnem akcji wtedy, gdy mówi się o nich źle i wydaje się, że nie ma dobrych perspektyw. Natomiast trzeba unikać nabywania akcji podczas owczego pędu – gdy inwestorzy, zachęcani wysokimi historycznymi stopami zwrotu, masowo wchodzi na rynek. Pilnowanie momentu wejścia na rynek jest bardzo ważne, bo wiele osób robi to w złym czasie. Oczywiście jeśli ktoś ma długi horyzont inwestycyjny, to nie warto próbować celować dokładnie w dołek. Nawet jeśli kupimy akcje w pobliżu dołka, to mamy szansę na wysokie zyski.

DS: A więc, krótko mówiąc, warto inwestować w wiedzę i trzymać się określonych zasad.

SB: Tak, trzymanie się zasad jest ważne. Często warto działać kontrarianie – w sprzeczności z tym, co myśli i robi większość.

DS: Dziękuję bardzo za wywiad. ■

Sebastian Buczek - doktor habilitowany nauk ekonomicznych, Prezes Zarządu i główny akcjonariusz Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, były Prezes Zarządu ING TFI, pracownik naukowy Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, autor lub współautor kilku książek oraz kilkudziesięciu publikacji naukowych, w latach 1998-2002 Członek Zarządu Związku Maklerów i Doradców.



PODATEK OD ZYSKÓW KAPITAŁOWYCH KRÓTKI PRZEWODNIK

Podatek od zysków kapitałowych, nazywany inaczej podatkiem Belki, jest rodzajem zryczałtowanego podatku dochodowego od osób fizycznych. Stawka wynosząca obecnie 19% pobierana jest od wszystkich dochodów kapitałowych, czyli na przykład zysków z funduszy inwestycyjnych, akcji, obligacji i lokat bankowych. Najważniejsze uregulowania dotyczące podatku Belki znajdują się w art. 30a i 30b ustawy o podatku od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 roku.

MAŁGORZATA KOSIECKA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Podatek Belki trzeba zapłacić od każdej zrealizowanej inwestycji, ale nie zawsze w ten sam sposób. Obowiązek obliczenia i pobrania podatku z tytułu naliczonych odsetek z lokaty terminowej bądź konta oszczędnościowego należy do banku. Po-

dobnie jest w przypadku funduszy inwestycyjnych – podatek oblicza i odprowadza TFI, a klient otrzymuje dochód pomniejszony o kwotę należnego podatku, dzięki czemu nie musi wykazywać tego rodzaju dochodów w zeznaniu podatkowym.

Sprawa nieco komplikuje się w przypadku dochodów wynikających z odpłatnego zbycia papierów wartościowych. W

tym wypadku to inwestor wykazuje zyski bądź straty w specjalnym zeznaniu podatkowym PIT-38, które składa przed 30 kwietnia we właściwym Urzędzie Skarbowym. Podstawowym dokumentem, na podstawie którego dokonuje się rozliczeń, jest PIT-8C, wystawiany przed końcem lutego przez biuro maklerskie prowadzące rachunek inwestycyjny. Dokument ten za-

wiera informacje o zysku bądź stracie, jakie podatnik uzyskał w poprzednim roku podatkowym. Podatek naliczany jest od dochodów uzyskanych z inwestycji między innymi w akcje, kontrakty terminowe, obligacje lub kontrakty Forex. Zyski i straty wynikające z prowadzenia inwestycji giełdowych rozliczane są tylko dla pozycji zamkniętych.

Obliczanie kwoty podatku Belki

Do prawidłowego wyliczenia kwoty podatku od zysków kapitałowych konieczne jest określenie podstawy opodatkowania, czyli kwoty, od której zostanie naliczony podatek. W przypadku lokat bankowych jest ona równa wysokości odsetek od lokaty, ale zaokrąglonej do pełnych złotych. Kwoty z końcówkami mniejszymi niż 50 groszy zaokrąglane są w dół, natomiast te z wyższymi – w górę. Od tak obliczonej sumy odlicza się 19%, które również zaokrąglane jest do pełnych złotych.

Przykładowo, jeżeli odsetki z naszej lokaty wyniosą 10,47 PLN, to podstawą opodatkowania będzie kwota 10 PLN. Obliczone na jej podstawie 19% podatku wyniesie 1,90 PLN co, zgodnie z zasadami, zaokrąglamy do pełnych złotych. Otrzymana kwota 2 PLN jest rzeczywistą kwotą podatku, którą bank odprowadzi do Urzędu Skarbowego.

Zaprezentowany sposób wyliczania podatku od zysków kapitałowych pokazuje, że realna kwota odprowadzonego podatku może różnić się od ustawowych 19%. Możliwe są przypadki, w których oddamy ponad 30% zarobionych środków. Jednocześnie w przypadku niskich zysków, nieprzekraczających poziomu 2,49 PLN, rzeczywisty podatek wyniesie po obliczeniu 0%.

Obniżenie podatku dzięki odpisom

W odróżnieniu od zysków z lokat i funduszy inwestycyjnych, inwestycje w papiery wartościowe niosą ze sobą możliwość odpisania kosztów uzyskania przychodu. Zalicza się do nich koszty prowizji i opłat maklerskich, opłaty poniesione w danym roku związane z założeniem lub prowadzeniem rachunku, wszelkie koszty transferu i zdeponowania papierów oraz odsetki od kredytów zaciągniętych na zakup papierów wartościowych. Dodatkowo w przypadku poniesienia straty w danym roku, istnieje możliwość odpisania jej od zysków w roku kolejnym, co przyczyni się do obniżenia podstawy opodatkowania. Zabieg ten może być wykonywany w ciągu 5 kolejnych lat, poczynając od roku, w którym odnotowano łączną stratę. Co ważne, w każdym kolejnym roku odpisać można nie więcej niż 50% straty.

Wyobraźmy sobie inwestora, który poniósł stratę na akcjach w wysokości

500 PLN, a poniesione przez niego koszty opłat i prowizji wyniosły 100 PLN. W roku kolejnym osiągnął natomiast zysk w wysokości 750 PLN. Podczas rozliczenia za rok drugi obliczy, więc podstawę opodatkowania następująco: $750 - 50\% \cdot (500 + 100) = 450$ PLN. Należny podatek wyniesie: $450 \cdot 0,19 = 85,5$ PLN, co po zaokrągleniu daje kwotę w wysokości 86 PLN, którą trzeba odprowadzić do Urzędu Skarbowego.

Czy podatku Belki można uniknąć?

Obecnie instytucje finansowe prześcigają się w oferowaniu produktów umożliwiających ominięcie podatku od zysków kapitałowych. Przedstawiony wcześniej sposób obliczania podatku pokazuje, że kwoty poniżej 2,49 PLN są nieopodatkowane. Dzięki tej prostej zależności możliwa jest kontrola osiąganych zysków, pozwalająca na ustrzeżenie się od konieczności zapłaty podatku. W praktyce możliwe jest to w przypadku lokat o stałym oprocentowaniu i kont oszczędnościowych, wymaga jednak dokładnego analizowania ich parametrów. W 2009 roku popularne stały się lokaty jednodniowe, tzw. „anty-Belki”. Dzięki dziennej kapitalizacji i wypłacaniu odsetek następowała ich redukcja, co ułatwiało osiąganie zysków na poziomie zbyt niskim, aby były one opodatkowane.

Alternatywą dla lokat bankowych są produkty oparte o ubezpieczenia, takie jak polisy lokacyjne bądź polisy inwestycyjne. Zgodnie z prawem generowany przez nie zysk stanowi nie odsetki, ale premię za dożycie do końca ubezpieczenia, dzięki czemu produkty te zwolnione są z podatku Belki. Poliso-lokaty łączą w sobie możliwość inwestowania środków w wybraną lokatę bankową „opakowaną” w ubezpieczenie na życie. Podobnie działają polisy inwestycyjne, które są połączeniem ubezpieczenia

na życie z funduszem inwestycyjnym. Od podatku Belki zwolniony jest również zysk ze struktury „ubranej” w ubezpieczenie.

Na odroczenie zapłaty podatku Belki pozwalają fundusze parasolowe. Ich funkcjonowanie opiera się na zgromadzeniu pod jednym „parasolem” kilku subfunduszy (z których każdy cechuje się inną strategią inwestycyjną), pomiędzy którymi klient może przemieszczać środki bez konieczności płacenia podatku Belki. Dłużej pracujące pieniądze działają na korzyść klienta, należy jednak pamiętać, że fundusze parasolowe nie zwalniają z podatku, lecz gwarantują jedynie jego odroczenie oraz zmniejszenie podstawy opodatkowania o poniesione w innych subfunduszach straty. Działanie takie nie jest możliwe w przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, gdzie każda zmiana funduszu wiąże się z koniecznością zapłacenia podatku. Jednocześnie podstawy opodatkowania z funduszu przynoszącego zyski nie można zmniejszyć o straty wygenerowane w innym. Podatek Belki nie dotyczy natomiast funduszy luksemburskich, do czego przyczyniła się umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania zawarta pomiędzy Polską a Luksemburgiem.

Metodami pozwalającymi na całkowite uniknięcie podatku Belki jest oszczędzanie w formie otwartych funduszy emerytalnych, uczestniczenie w pracowniczych programach emerytalnych bądź posiadanie Indywidualnego Konta Emerytalnego. W przypadku IKE ulgę uzyskać można tylko w momencie „dotrzymania” środków do emerytury. Każda wcześniej dokonana wypłata wiąże się z koniecznością odprowadzenia podatku. Z podatku dochodowego od osób fizycznych zwol-

nione są również środki ulokowane na książeczkach mieszkaniowych. ■



KALENDARIUM PODATKU BELKI

Podatek od zysków kapitałowych, potocznie nazywany od nazwiska jego twórcy podatkiem Belki, od samego początku budził wiele kontrowersji i zmuszał do dyskusji polityków, ekonomistów oraz zwykłych obywateli.

MAŁGORZATA KOSIECKA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Podatek Belki wprowadzony został w 2002 roku przez rząd Leszka Millera. Początkowo jego stawka wynosiła 20% i obejmowała zyski jedynie z oszczędności (depozyty i lokaty bankowe). Zmiana nastąpiła w 2004 roku, kiedy zdecydowano się na opodatkowanie dochodów kapitałowych pochodzących z innych form inwestycji, takich jak na przykład inwestycje w papiery wartościowe. Zdecydowano również o obniżeniu stawki podatku do 19%.

O podatku od zysków kapitałowych najczęściej mówi się w czasie wyborów parlamentarnych. W ramach idei obniżania i upraszczania podatków kolejni politycy obiecują jego zniesienie, jednak po dojściu do władzy wycofują się z własnych przyrzeczeń, tłumacząc, że byłoby to niekorzystne dla budżetu państwa.

Obietnice zniesienia podatku Belki

Jako jeden z pierwszych, o zniesieniu podatku Belki mówił premier Kazimierz Marcinkiewicz podczas swojego exposé. Zakładał on jego całkowitą likwidację przed końcem roku 2006, co miało być jednym z głównych zadań koalicji PO-PiS. Obietnicę tę ponowiła na początku 2007 roku była minister finansów Zyta Gilowska, argumentując, iż podatek ten nie jest niezbędny dla prawidłowego funkcjonowania budżetu i może zostać zlikwidowany przez rok 2009. Kilka miesięcy później okazało się jednak, że rząd nie ma zamiaru tracić dodatkowych kilkumiliardowych wpływów do budżetu.

Po raz kolejny opowiedziano się za zniesieniem podatku Belki na początku 2008 roku. Pomysł ten spotkał się z szerokim poparciem między innymi premiera Donalda Tuska, wicepremiera Waldemara Pawlaka, szefa klubu PO Zbigniewa Chlebowskiego czy Hanny Gronkiewicz-Waltz. Zmiany były zasadne w szczególności w czasie kryzysu, kiedy to wielu inwestorów znalazło się w niekorzystnej sytuacji, a spadki na giełdzie, które bezpośrednio wpłynęły również na wartość jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, zmniejszyły szansę państwa na osiągnięcie znacznych zysków z tytułu podatku od zysków kapitałowych. Ambitne plany zniesienia go zostały jednak zatrzymane wobec stanowczego sprzeciwu ministra finansów Jacka Rostowskiego, któ-

ry obawiał się nawet najmniejszego osłabienia budżetu państwa oraz narastania w społeczeństwie podziałów – w przypadku zniesienia lub obniżenia stawki podatku Belki najwięcej zyskaliby najbogatsi.

W kwietniu 2008 roku pojawiła się idea obniżenia stawki podatku Belki z 19 na 18 procent, dzięki czemu zrównałby się on z wprowadzaną od 2009 roku najniższą stawką podatku dochodowego od osób fizycznych. Wiceminister finansów Elżbieta Chojna-Duch zapewniała wtedy, że zmiany wejdą w życie w 2010 roku, jeśli nie zostanie wprowadzony podatek liniowy.

Z kolei w czerwcu 2008 roku miała w Sejmie miejsce debata dotycząca wprowadzenia zmian zaproponowanych przez posłów PiS i Lewicy, w obu przypadkach dotyczących zniesienia podatku od oszczędności zgromadzonych w bankach i SKOK-ach, co uszczupliłoby budżet państwa o około 2,5 mld złotych. Żaden z projektów nie zakładał zniesienia podatku od inwestycji giełdowych i zysków z funduszy inwestycyjnych. Pomysł nie spotkał się z entuzjazmem ze strony koalicji rządzącej, ekonomistów oraz przedsiębiorców. W ich mniemaniu wprowadzone zmiany dyskryminowałyby inwestorów oraz faworyzowały sektor bankowy.

Rozwiązanie sporu mogłyby przynieść zmiany proponowane przez posła Janusza Palikot, który zaproponował, aby podatek Belki przyjął formę progresywną, przez co osoby zarabiające na swoich oszczędnościach i inwestycjach kwoty do 100 tysięcy złotych byłyby z niego zwolnione. Inny pomysł PO zakładał, że wpływy z tytułu podatku od zysków kapitałowych miałyby nie być automatycznie zabierane przez państwo, lecz zasilałyby konta emerytalne podatników.

Na początku 2009 roku debata o podatku Belki powróciła, rząd postanowił jednak, że nie będzie wprowadzał jakichkolwiek zmian aż do całkowitego zakończenia spowolnienia gospodarczego. Jak przekonywał wiceminister finansów Maciej Grabowski, niezbędne było posiadanie każdego możliwego zabezpieczenia dochodów budżetowych i utrzymanie w ryzach deficytu budżetowego. Kolejne odłożenie decyzji w czasie, aż do momentu ustabilizowania się sytuacji gospodarczej, poparli ekonomiści.

Kwestia likwidacji bądź obniżenia podatku Belki będzie jeszcze zapewne powracać. Czy zmiany są realne? Jeśli wierzyć obietnicom polityków, podatek Belki powinien być już zniesiony kilkakrotnie. ■

2002

wprowadzenie podatku Belki - 20% od zysków z oszczędności

2004

rozszerzenie zakresu opodatkowanych inwestycji; zmniejszenie stawki podatku do 19%

2005

zapowiedź Kazimierza Marcinkiewicza dotycząca zniesienia podatku do końca 2006 roku

2007

obietnice PO dotyczące likwidacji podatku Belki przed końcem 2009 roku

2008

powrót do dyskusji o podatku Belki; odrzucenie proponowanych zmian wysokości stawki i zakresu opodatkowanych inwestycji

2009

„chwilowe” zakończenie debaty na temat zniesienia podatku Belki



„ANTYBELKI” W CENIE

Produkty antypodatkowe zyskują coraz większe uznanie na rynku. Osoby, które nie chcą się dzielić z fiskusem zyskami ze swoich inwestycji, mają coraz więcej możliwości do wyboru. Instytucje finansowe zauważyły bowiem, że na produktach antypodatkowych niewielkim kosztem mogą sporo zarobić.

ARTUR SZCZEPKOWSKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Hitem ostatnich miesięcy na polskim rynku usług i produktów finansowych stały się lokaty i konta oszczędnościowe z dzienną kapitalizacją odsetek. Dzięki temu, że bank odsetki dopisuje raz dziennie, Klienci mają możliwość ominięcia podatku Belki. Dzieje się tak w przypadku, gdy jednorazowy zysk nie przekracza 2,49 zł. Przy tej kwocie bowiem podstawę opodatkowania stanowi kwota 2 zł a należna

fiskusowi taksa jedynie 0,38 zł, która po zaokrągleniu wynosi 0 zł. Taksa byłaby płacona, gdybyienne odsetki przekroczyły 2,49 zł. Powyżej tej kwoty bowiem podstawę opodatkowania stanowiłyby 3 zł a należny fiskusowi podatek wyniósłby 1 zł (po zaokrągleniu z 0,57 zł).

Konta i lokaty z dzienną kapitalizacją odsetek w ofercie mają aktualnie m. in. Alior Bank, BGŻ, Bank BPH, Eurobank, Kredyt Bank, mBank, Meritum Bank czy też MultiBank. Zapewne i inne banki w

najbliższym czasie wprowadzą podobne produkty do swojej oferty. Są one bowiem dobrym wabikiem na nowych Klientów i niekoniecznie wiążą się ze sporymi kosztami. Gdyby bowiem przeanalizować ofertę, okazuje się, że nominalne oprocentowanie lokat z dzienną kapitalizacją odsetek jest często niższe niż standardowych lokat. Banki jednak w reklamach zwracają uwagę na oprocentowanie realne, które jest korzystniejsze dla produktów „antybelkowych”.

Alior Bank pierwszy na szeroką skalę wprowadził produkt z dzienną kapitalizacją odsetek, dzięki czemu zyskał uznanie w branży finansowej, a przy okazji spory rozgłos. Pozwoliło to nowopowstałemu bankowi już na samym początku działalności przyciągnąć sporą rzeszę Klientów. Konto z lokatą nocną okazało się jednak mieć wady, o których bank nie informował równie intensywnie. Odsetki bowiem były naliczane jedynie od połowy środków znajdujących się na rachunku. Do dzisiaj Alior Bank oferty znacząco nie zmienił. Nominalne oprocentowanie rachunku spadło i obecnie wynosi 5 proc., co efektywnie daje niewiele ponad 2,5 proc. oprocentowania rzeczywistego. Oczywiście pod warunkiem, że dzienne odsetki nie przekroczą 2,49 zł, co ma miejsce w przypadku kwot nie wyższych od 36 426 zł.

O tym, że oferta ofercie nie jest równa, przekonują się Klienci analizujący podobne produkty w innych bankach. Ciekawie wygląda rachunek oszczędnościowy w Eurobanku. Oprocentowanie na poziomie 4,55 proc. nie jest najwyższe na rynku, ale Klienci mają za to możliwość otwarcia do 15 takich rachunków. Eurobank umożliwia zatem uzyskiwanie odsetek bez konieczności płacenia podatków od łącznie niespełna 300 000 zł. Co więcej, środki te można w każdej chwili wypłacić bez ponoszenia dodatkowych kosztów. Jest to rzadkością na polskim rynku. Częściej bowiem są oferowane terminowe lokaty z kapitalizacją dzienną, których zerwanie przed zadeklarowanym czasem oszczędzania nierzadko związane jest z koniecznością uiszczenia sporych opłat.

Lokaty i konta oszczędnościowe z dzienną kapitalizacją odsetek nie są jedynymi produktami, które pozwalają ominąć podatek Belki. Na znaczeniu zyskały w ostatnich latach również lokaty opakowane w formę ubezpieczenia, potocznie nazywane polisami-łokatami. Z punktu widzenia Klienta lokaty takie nie różnią się zbyt od tradycyjnych lokat terminowych.

Klient wpłaca bowiem określoną kwotę na z góry określony okres. Wie także, jaki zysk taka lokata mu przyniesie. Aktualnie w ofercie mają je m. in. Getin Noble Bank i Lukas Bank. Ich oprocentowanie jest niższe od oprocentowania standardowych lokat, ale dzięki antypodatkowemu charakterowi rzeczywisty zysk dla Klienta jest wyższy. Banki mają zatem możliwość zaoferowania Klientowi niższym kosztem produktu zyskowniejszego.

Formę grupowego ubezpieczenia na życie i dożycie mają zazwyczaj produkty strukturyzowane, które mocno zyskały na znaczeniu w chwili załamania na światowych rynkach finansowych. Forma taka pozwala bowiem znacząco zwiększyć potencjalne zyski, co idealnie wkomponowuje się w przekazy marketingowe. Przykładowo potencjalny zysk ze standardowej struktury wynoszący 50 proc. rośnie do 61,7 proc. w przypadku opakowania tej samej struktury w formę polisy ubezpieczeniowej.

Podatek Belki pozwalają odsunąć w czasie polisy typu unit-linked, czyli fundusze inwestycyjne opakowane w polisę ubezpieczeniową, zwane także ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi. Produkty te to nic innego jak portfele funduszy inwestycyjnych z minimalną ochroną ubezpieczeniową. Portfele te nie muszą składać się z funduszy zarządzanych przez jedno TFI, wręcz przeciwnie. Duża konkurencja na rynku sprawiła, że oferenci tego typu polis konstruują je z najlepszych rynkowych funduszy inwestycyjnych. Ma to niemałe znaczenie dla efektywności inwestycji. Produkty tego typu przyczyniły się w dużej mierze do spadku zainteresowania funduszami parasolowymi, które pozwalały uniknąć podatku Belki w przypadku konwersji

subfunduszy wchodzących w skład parasola konkretnego TFI.

Zysk generowany z polisy typu unit-linked podlega 19-procentowemu podatkowi Belki. Warto jednak mieć na uwadze, że podatek ten płacony jest tylko raz, po zakończeniu oszczędzania. W trakcie trwania polisy możemy jednak dokonywać konwersji funduszy inwestycyjnych i zmieniać profil inwestycyjny bez konieczności uiszczenia taksy fiskusowi. Dzięki temu zyski uzyskane w trakcie oszczędzania nie są pomniejszane o 19-procentowy podatek. Pozwala to uzyskać lepsze wyniki inwestycji dzięki efektowi tzw. procentu składanego. Produkty tego typu są bardzo popularne wśród Polaków i równie chętnie wprowadzane do oferty instytucji finansowych. Większość z nich ma bowiem konstrukcję regularnych wpłat. Gwarantuje to instytucjom przywiązanie Klienta na wiele lat i stabilizację prowadzonego biznesu.

Produktów „antybelkowych” na polskim rynku usług i produktów finansowych jest coraz więcej. Alior Bank, wchodząc na rynek, pokazał, że można w krótkim czasie zdobyć dużą ilość lojalnych Klientów. Trzeba im jednak zaproponować nowatorski produkt, niedostępny dotąd na rynku, niosący ze sobą wartość dodaną, którą łatwo im przekazać. Takie było konto z lokatą nocną. Można się zatem spodziewać, że w najbliższym czasie pojawią się kolejne ciekawe rozwiązania. Banki oraz inne instytucje coraz ostrzej zaczynają bowiem walczyć o Klienta. ■

inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników
portalu **Inwestycje.pl**

Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce. Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo". Więcej informacji na: www.inwestycje.pl/reklama lub reklama@inwestycje.pl

CERTYFIKOWANY DORADCA

Audytor wewnętrzny jest osobą niezwykle istotną dla efektywnego funkcjonowania organizacji. Zadaniem audytora jest m.in. ocena procesu zarządzania ryzykiem, który ma istotny wpływ na prowadzoną działalność. W odróżnieniu od biegłego rewidenta, audytor wewnętrzny nie skupia się na sprawozdaniach finansowych, ale gros czasu poświęca ocenie sytuacji i faktów zagrażających realizacji celów operacyjnych i strategicznych organizacji. Rekomenduje również co i jak należy poprawić.



KATARZYNA WŁODARSKA
FCCA, CIA, SENIOR MANAGER
W ERNST & YOUNG AC ADEMY OF BUSINESS

Audytora wewnętrznego można inaczej nazwać „wewnętrznym doradcą” zarządu organizacji. Audytor bada i ocenia procesy, za których wdrożenie i działanie odpowiada kierownictwo. Zna się na procesach kształtujących ład organizacyjny, procesach zarządzania ryzykiem i kontroli. Potrafi zidentyfikować słabe ogniwa w działalności organizacji, ocenić jakość i efektywność działań, poprawić przepływ informacji, zidentyfikować potencjalne elementy ryzyka oraz zaproponować ich zminimalizowanie. Jest to zawód interdyscyplinarny, wymagający połączenia myślenia analitycznego i kreatywności w poszukiwaniu nowych rozwiązań. Do jego wykonywania niezbędne są też poświadczone kwalifikacje, najlepiej o charakterze międzynarodowym.

Najbardziej znane kwalifikacje dla audytorów wewnętrznych to CIA (ang. Certified Internal Auditor). Posiadanie dyplomu CIA jest świadectwem zarówno odpowiedniego przygotowania teoretycznego, jak i doświadczenia zawodowego w audycie wewnętrznym lub pokrewnych dziedzinach. Tytuł CIA jest nadawany od 1974 roku przez Instytut Audytorów Wewnętrznych (The Institute of Internal Auditors) i jest uznawany na całym świecie. Dotychczas przyznano ponad 45 tysięcy certyfikatów. W naszym kraju oddział IIA działa od 2002 roku.

Zarówno referencje o postawie moralnej, jak i formularz dokumentujący doświadczenie zawodowe, są podpisywane przez przełożonego kandydata.

Egzaminy obejmują cztery części, każda z nich to 100 pytań jednokrotnego wyboru. Kandydat sam podejmuje decyzję o kolejności przystąpienia do poszczególnych części egzaminu (przykładowo może rozpocząć od części ostatniej). Osoby z dyplomem ACCA są zwolnione z części IV egzaminu – „Umiejętności zarządzania przedsiębiorstwem”.

Egzaminy odbywają się w ponad 200 miejscach na świecie, również w Polsce. Od maja 2008 roku zdaje się je w formie testów

Pięć kroków do dyplomu

By zdobyć dyplom CIA należy:

- 1 zdać egzaminy, sprawdzające wiedzę kandydata oraz jego umiejętności w zakresie aktualnej praktyki audytu wewnętrznego;
- 2 legitymować się wyższym wykształceniem (minimum dyplomem licencjata);
- 3 udokumentować dwuletni staż pracy w audycie wewnętrznym, ze wewnętrznym, zapewnieniu jakości, ocenie wewnętrznej, kontroli wewnętrznej lub zgodności z przepisami;
- 4 uzyskać referencje zaświadczające o postawie zawodowej i moralnej oraz zobowiązać się do przestrzegania Kodeksu Etyki IIA.

komputerowych (CBE - Computer Based Exams), organizowanych przez cały rok, w dowolnie wybranym przez kandydata terminie. Każdy z czterech egzaminów trwa 2 godziny 45 minut i można go zdawać w języku polskim.

Nieoficjalny wynik otrzymuje się tuż po zakończeniu egzaminu, na oficjalny trzeba poczekać kilka dni i jest to czas na złożenie ewentualnej reklamacji dotyczącej przebiegu egzaminu. Maksymalna liczba punktów do zdobycia to 750, ale już uzyskanie 600 punktów jest równoznaczne ze zdaniem egzaminu. Jeżeli kandydat uzyska negatywny wynik, musi odczekać 90 dni, zanim będzie mógł przystąpić ponownie do tej samej części egzaminu. Podejście do powtarzanych egzaminów nie jest limitowane.

Taktyka równie ważna jak wiedza

Do zdobycia tytułu CIA można przygotować się, studiując wytyczne IIA (Standardy, Kodeksy etyki oraz pozostałe wytyczne), podręczniki egzaminacyjne, oraz uczest-

nicząc w dedykowanych szkoleniach. Po polsku dostępne są wszystkie cztery części podręcznika Irvina N. Gleima przetłumaczone przez IIA Polska Ernst & Young Academy of Business. Kilka razy do roku organizowane są też szkolenia przygotowujące do zdobycia tytułu CIA.

Aby zdać egzamin CIA, nie wystarczy bowiem solidna wiedza i doświadczenie. Niezbędnym elementem przygotowań jest przerobienie odpowiedniej liczby pytań podobnych do egzaminacyjnych, a tym samym zapoznanie się z pułapkami, które mogą czyhać na zdających. Dobrą praktyką jest wyselekcjonowanie 100 pytań i próba odpowiedzi na nie w warunkach zbliżonych do egzaminacyjnych, pilnując czasu i nie robiąc przerw. W ten sposób sprawdzimy własne tempo udzielania odpowiedzi. Warto również zdawać sobie sprawę z tego, że dużo trudniej udzielić poprawnej odpowiedzi, jeśli odpowiadamy na zestaw pytań z różnych dziedzin, niż odpowiadając na

pytania odpowiadające zawartości konkretnego rozdziału w podręczniku.

Zanim przystąpimy do rozwiązywania testów, warto zapoznać się z sylabusem, czyli zakresem materiału, który obowiązuje na danym egzaminie. Przy każdym zagadnieniu jest wskazanie procentowe, które pokazuje, jaki procent wszystkich pytań stanowi pytanie z danego obszaru. Jest to szczególnie ważne, gdyż ta proporcja nie jest zachowana w liczbie pytań, które znajdują się w podręcznikach przygotowujących do egzaminów CIA.

Nieustanna edukacja

Praca na stanowisku audytora zapewnia stały rozwój, co wymaga jednak ciągłego podnoszenia swoich kwalifikacji. Po uzyskaniu dyplomu należy przestrzegać wymogu kontynuowania rozwoju zawodowego, co wiąże się z koniecznością odbycia i raportowania 80 godzin szkoleniowych tzw. CPE (Continuing Professional Education) w okresie każdych dwóch lat. W przeciwnym przypadku certyfikat CIA traci ważność.

Investowanie w podnoszenie kwalifikacji zawsze się opłaca, szczególnie zaś w tym zawodzie. Dzięki temu po kilku latach spędzonych w audycie wewnętrznym bardzo często obejmuje się kierownicze stanowiska w organizacji. ■

PARTNER MERYTORYCZNY:



Część I: Rola procesu audytu wewnętrznego w zakresie ładu organizacyjnego, ryzyka i kontroli		Część III: Analiza przedsiębiorstwa i technologie informatyczne	
A.	Przestrzeganie standardów atrybutów IIA (15-25%)	A.	Procesy zachodzące w przedsiębiorstwie (15-25%)
B.	Tworzenie planu oraz określanie priorytetów działania audytu wewnętrznego w oparciu o ryzyko (15-25%)	B.	Rachunkowość finansowa i finanse (15-25%)
C.	Rozumienie roli audytu wewnętrznego w zakresie ładu organizacyjnego (10-20%)	C.	Rachunkowość zarządcza (10-20%)
D.	Wypełnianie pozostałych ról i obowiązków audytu wewnętrznego (0-10%)	D.	Zagadnienia regulacyjne, prawne i ekonomiczne (5-15%)
E.	Podstawy wiedzy o ładzie organizacyjnym, ryzyku i kontroli (15-25%)	E.	Technologie informatyczne (30-40%)
F.	Planowanie zadań (15-25%)		
Część II: Wykonywanie zadań audytu wewnętrznego		Część IV: Umiejętności zarządzania przedsiębiorstwem	
A.	Wykonywanie zadań (25-35%)	A.	Wykonywanie zadań (25-35%)
B.	Wykonywanie szczególnych zadań (25-35%)	B.	Wykonywanie szczególnych zadań (25-35%)
C.	Monitorowanie wyników zadań (5-15%)	C.	Monitorowanie wyników zadań (5-15%)
D.	Podstawy wiedzy o oszustwach (5-15%)	D.	Podstawy wiedzy o oszustwach (5-15%)
E.	Narzędzia audytowe (15-25%)	E.	Narzędzia audytowe (15-25%)

Konsultea.pl

Nowy serwis konsultantów i menedżerów

WIĘCEJ>>

Dołącz do społeczności ludzi biznesu



INWESTYCJE



CYNK – FILAR BUDOWNICTWA I PRZEMYSŁU SAMOCHODOWEGO

Cynk zajmuje czwarte miejsce pod względem powszechności wykorzystania metali w różnych gałęziach gospodarki – wyprzedzają go jedynie żelazo, aluminium i miedź. Znaczenie tego metalu jest nieocenione zwłaszcza w sektorze budowlanym i samochodowym, jednak szczególne właściwości fizyczne i chemiczne cynku sprawiają, że wachlarz jego zastosowań jest wyjątkowo szeroki.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Skorupa ziemna obfituje w cynk – szacuje się, że wierzchnia warstwa naszej planety, do głębokości 1 mili, zawiera w sobie aż 224 000 000 milionów ton tego metalu. Szacunki te dotyczą jednak zarówno złóż, które oplaca się eksploatować, jak i tych, przy których wydobywanie nie jest uzasadnione z ekonomicznego lub środowiskowego punktu widzenia.

Cynk występuje w przyrodzie głównie w postaci minerałów – blendy cynkowej oraz smitsonitu. Bardzo często rudy cynku występują w pobliżu zasobów innych metali, takich jak np. ołów, miedź czy srebro.

Znany od tysięcy lat

Mimo że odkrycie cynku w formie czystej datuje się dopiero na koniec XVIII w., ludzkość otaczała się tym metalem tysiące lat wcześniej. Na terenie Europy znaleziono figurki o dużej zawartości cynku, których wiek datuje się na kilka tysięcy lat. W starożytnej Grecji i Rzymie powszechnie znany i używany

był mosiądz – czyli stop miedzi z cynkiem. Natomiast już w pierwszym wieku p.n.e. na terytorium Indii działały kopalnie tego surowca, a wytopianiem metalu w tym regionie zajmowano się już w XII w. n.e.

Wyodrębnienie cynku w formie czystej datuje się na 1746 r. i przypisuje niemieckiemu chemikowi Andreasowi Marggrafowi, choć istnieją przekazy mówiące o otrzymaniu czystego cynku przez Szweda, Antona von Swaba, już cztery lata wcześniej.

Od metalowych konstrukcji po suplementy diety

Z punktu widzenia współczesnego przemysłu najistotniejsze są właściwości antykorozyjne cynku. Metalu tego używa się bowiem przede wszystkim do pokrywania stali ochronną warstwą, chroniącą ten metal przed negatywnymi skutkami różnych czynników atmosferycznych. Tzw. stal ocynkowana nie wymaga konserwacji często przez dziesięciolecia.

Proces cynkowania stali i żelaza pochłania połowę całkowitej podaży cynku i jest istot-

ny zwłaszcza w budownictwie oraz przemyśle samochodowym i lotniczym. Z około jednej szóstej wydobywanego metalu wykonuje się ciśnieniowe odlewy (np. obudowy silników, zabawki, elementy wzornicze). Taka sama część metalu jest zużywana w produkcji elementów z mosiądzu i brązu, takich jak rury czy krany. Cynku używa się także w produkcji baterii, pokryw dachowych oraz jako katalizatora w produkcji kauczuku.

Tlenek cynku, czyli tzw. biel cynkowa, jest składnikiem pigmentów stosowanych w produkcji farb i kosmetyków (także pigmentów fluorescencyjnych). Związek ten ma także działanie przeciwbakteryjne i przyspieszające gojenie ran, dlatego dodaje się go do maści i zasypek przeciw chorobom skóry. Cynk jest ważnym składnikiem suplementów diety, obecnym we wszelkiego typu tabletkach zawierających zestaw witamin i minerałów. Metal ten jest także wykorzystywany w mniej typowy sposób – jako paliwo do małych modeli rakiet czy też przy produkcji trumien (zwłaszcza w południowej Europie).



Większość produkcji w chińskich rękach

Chiny odpowiadają za ponad jedną czwartą całkowitego wydobycia cynku na świecie. Według United States Geological Survey, w 2009 r. produkcja tego metalu w Państwie Środka wyniosła 2,8 mln ton przy globalnej produkcji wynoszącej około 10 mln ton. Do ważnych krajów wydobywających cynk należą Australia i Peru, jednak produkcja metalu w każdym z tych krajów stanowi zaledwie połowę chińskiego wydobycia. Cynk produkuje się w dużych ilościach także w Stanach Zjednoczonych oraz w Kanadzie. Rudę cynku wydobywa się również w Polsce – największe kopalnie znajdują się w Olkuszu i Lubinie.

Spółki wydobywcze

Na świecie największą firmą produkującą cynk jest spółka Nyrstar, która powstała przez fuzję belgijskiej firmy Umicore, zajmującej się wydobyciem cynku, oraz australijskiego przedsiębiorstwa Zinifex, którego działalność operacyjna koncentrowała się na wydobyciu oraz przetwarzaniu cynku i ołowiu. Spółka ta jest notowana na giełdzie Euronext.

Kopalnie cynku i ołowiu posiada także szwajcarska spółka Xstrata, jednak jej działalność operacyjna skupia się głównie na wydobyciu miedzi. Xstrata jest notowana na trzech giełdach: London Metal Exchange, SIX Swiss Exchange, a po przejęciu innej wydobywczej firmy – Falconbridge – także na Toronto Stock Exchange.

Do ważniejszych spółek wydobywających cynk należą także: kanadyjskie Donner Metals Ltd. (notowana na TSX Venture Exchange), Teck Resources (notowana na NYSE i Toronto Stock Exchange) oraz szwedzka New Boliden (notowana na OMX). Warto zaznaczyć jednak, że żadna z powyższych spółek nie koncentruje swojej działalności operacyjnej tylko i wyłącznie na cynku. Wartość

ich akcji zależy więc również od sytuacji na rynku innych metali (miedzi, ołowiu, itd.), a także od czynników wewnętrznych w konkretnej spółce, takich jak np. kompetencje zarządu.

Przyszłość zależy od Azji

Szerokie wykorzystanie cynku w przemyśle sprawiło, że krach finansowy z jesieni 2008 r. dotknął także cen tego metalu. Spadki nie były tu jednak niczym nowym – cena cynku systematycznie spadała już od początku 2007 r., co wiązało się z dużą nadpodażą metalu. Zapasy cynku znalazły się na historycznie najwyższych poziomach właśnie na początku 2007 r. i od tej pory podejmowano kroki mające na celu wyrównanie poziomów popytu i podaży. W 2009 r. wiele kopalni cynku zamknięto lub poddano pracom konserwacyjno-remontowym, ponieważ niska cena metalu nie uzasadniała kontynuowania wydobycia.

Starania zmierzające w kierunku zrównania ze sobą popytu i podaży przyniosły rezultat w postaci spadku zapasów cynku na świecie, a cena tego metalu, która jeszcze w grudniu 2008 r. oscylowała w okolicach 1000 USD za tonę, dziś znacznie przekracza poziom 2000 USD za tonę. W wielu kopalniach myśli się więc o wznowieniu wydobycia – jednak powrót do produkcji jest uzależniony od tego, czy prawie półtoraroczny okres wzrostu cen cynku kopalnie uznają za trwały.

Nie ulega wątpliwości, że ożywienie gospodarcze w ostatnim roku doprowadziło do odrodzenia się popytu na cynk. Warto wspomnieć, że ponad połowę tego popytu generują Chiny i inne kraje Azji Południowo-Wschodniej, a zwłaszcza dynamicznie rozwijający się tam sektor budowlany i przemysł samochodowy. To właśnie szybki wzrost gospodarczy w tej części świata jest wymieniany jako główny warunek dalszych wzrostów cen cynku – a wiele wskazuje na to, że warunek ten będzie spełniony. ■

CIEKAWOSTKI

- Słowo „cynk” prawdopodobnie pochodzi od niemieckiego Zinke, oznaczającego ząbek, ostry koniec np. jakiegoś narzędzia (kryształki minerałów cynku mają właśnie taki zastrzony kształt).
- Cynk dorobił się przez wieki wielu określeń – nazywano go m.in. indyjską cyną i pseudo-srebrem. Japońska nazwa tego metalu oznacza „drugi ołów”, zaś arabska – „metal z chińskich kopalni”.
- Nazwa „galwanizacja” pochodzi od nazwiska włoskiego lekarza Luigi Galvaniego, który w 1780 r. dokonał słynnego odkrycia związanego z pobudzaniem elektrycznym narzędów. Uczony podłączył wówczas żelazny pręt do rdzenia kręgowego martwej żaby za pomocą miedzianego haka, sprawiając, że noga zwierzęcia się poruszyła.
- Od 1982 r. amerykańskie monety jednocentowe są robione z cynku, pokrytego cienką warstwą miedzi.

Nie pozostawiajmy ich samym sobie



Przekaż 1% na rzecz osieroconych dzieci

SOS Wioski Dziecięce to szansa na prawdziwe dzieciństwo dla dzieci osieroconych i zagrożonych utratą rodziny. Obecnie pomagamy 730 maluchom. Niestety w Polsce ponad 100 000 dzieci jest pozbawionych opieki rodzicielskiej. Mamy więc jeszcze wiele do zrobienia, ale razem możemy to zmienić. Dzięki środkom z 1% już w tym roku będziemy mogli otoczyć opieką dwa razy więcej dzieci.

Wystarczy, że wpiszesz nasze dane w odpowiednią rubrykę formularza PIT:

Stowarzyszenie SOS Wioski Dziecięce w Polsce, KRS 0000 056 901

Na stronie www.wioskis.org zamieściliśmy bezpłatny Program PITY 2009, który ułatwi rozliczenie.

 **SOS WIOSKI
DZIECIĘCE**



fot. z archiwum Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A.

BOGDANKA PIERWSZA KOPALNIA NA GPW

Bogdanka została pierwszą sprywatyzowaną kopalnią. Wszystko przebiegło sprawnie i bez zarzutów. Ponadto obyło się bez strajku górników. Ministerstwo Skarbu Państwa może uznać tę transakcję za sukces. Spółka zasłużyła, aby jej się bliżej przyjrzeć w Trend Select.

KAMIL GEMRA
KAMIL.GEMRA@GAZETATREND.PL

Przed sesją 9 marca Ministerstwo Skarbu Państwa poinformowało, że sprzedało 46,7 proc. akcji spółki Lubelski Węgiel Bogdanka za łączną kwotę 1,1 mld zł. Nabywcami były krajowe Otwarte Fundusze Emerytalne, które płaciły 70,5 zł za walor. W prywatyzacji wzięło udział 14 krajowych OFE, czyli wszystkie działające podmioty tego typu w naszym kraju. Prywatyzacja mogła być zaskoczeniem dla inwestorów, ponieważ do ostatniej chwili transakcja była utrzymywana w tajemnicy.

Górnicza perła

Lubelski Węgiel Bogdanka jest jedyną firmą działającą na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego. Była pierwszą spółką górnictwem, która zadebiutowała na giełdzie. Zajmuje się wyłącznie produkcją węgla energetycznego, który sprzedawany jest odbiorcom z Polski wschodniej i północno-wschodniej.

Większość sprzedaży (około 90 proc.) realizowana jest w oparciu o długoterminowe umowy handlowe ze stałymi odbiorcami, przede wszystkim Elektrownią „Kozienice”, Elektrownią Połaniec, ZA Puławy oraz ENERGA Elektrownie Ostrołęka SA.

Według szacunków Bogdanka w ubiegłym roku wydobyla około 5,5 mln ton węgla energetycznego. Firma wyróżnia się wydajnością wydobycia na tle branży górniczej w Polsce. Jest to firma lokalna, co może być z jednej strony jej wadą, z drugiej zaś zaletą. Wadą jest z pewnością to, że w sposób znaczący została ograniczona liczba potencjalnych odbiorców, ze względu na koszty transportu. Koszty transportu są jednak w pewnym sensie również zaletą Bogdanki, ponieważ relatywnie tańszy węgiel z Rosji nie jest dla niej zagrożeniem, właśnie ze względu na logistykę.

Skupianie się na wydobyciu tylko węgla energetycznego sprawia, że Bogdanka jest zaliczana do grona spółek defensywnych.

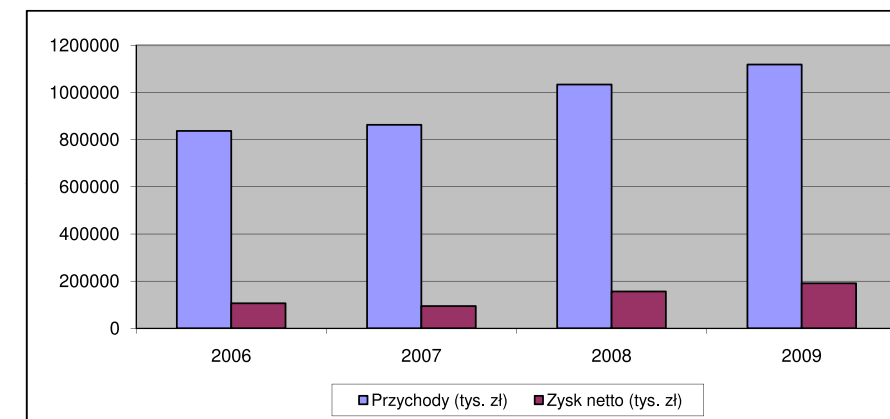
Ceny tego rodzaju węgla są bardziej stabilne niż węgla koksowego, który jest podatny na wahania w branży hutniczej. Długoterminowe umowy Bogdanki z odbiorcami sprawiają, że w czasie hossy na rynku surowców zarabia ona mniej niż rywale (np. giełdowy New World Resources). Jednak w czasie bessy zmniejszenie zysków jest dużo niższe.

Sytuacja finansowa

Struktura wydobycia sprawia, że finanse Bogdanki są stosunkowo stabilne. Jednak ich analiza jest utrudniona, ponieważ Bogdanka dopiero od kilkunastu miesięcy należy do grona spółek giełdowych. Poniżej wybrane dane finansowe

Przychody, zresztą podobnie jak zyski, na przestrzeni ostatnich kilku lat rosną. Nie widać tutaj cykliczności, tylko stabilną tendencję wzrostową. Ubiegły rok był zresztą rekordowy pod względem wielkości przychodów i zysków. Warto również głębiej wczuć się w sprawozdanie. Spółka w ubiegłym roku poprawiła swoje przepływy z działalno-

Dane finansowe



Opracowanie własne na podstawie raportów spółki

ści operacyjnej o ponad 10 procent. Dodatkowo ma niski wskaźnik zadłużenia, bo jedynie 30 procent. Na jej kontach znajduje się blisko 700 mln zł gotówki, którą pozyskała z debiutu. Taka sytuacja finansowa umożliwia spółce realizację planów inwestycyjnych o których więcej poniżej.

Świetlane plany na przyszłość

Bogdanka dzięki dobrym wynikom finansowym może pozwolić sobie na bogaty program inwestycyjny. Celem jest zwiększenie wydobycia do 7 mln ton w 2011 roku, a w 2014 roku ma to już być ponad 10 mln ton. Wydatki z tym związane szacowane są na ponad 900 mln zł. Zarząd firmy prognozuje, że w kasie spółki może jednak zabraknąć około 150 - 180 mln zł. Jednak nie powinno to być problemem, ponieważ firma ze względu na niski wskaźnik zadłużenia ma dużą zdolność kredytową.

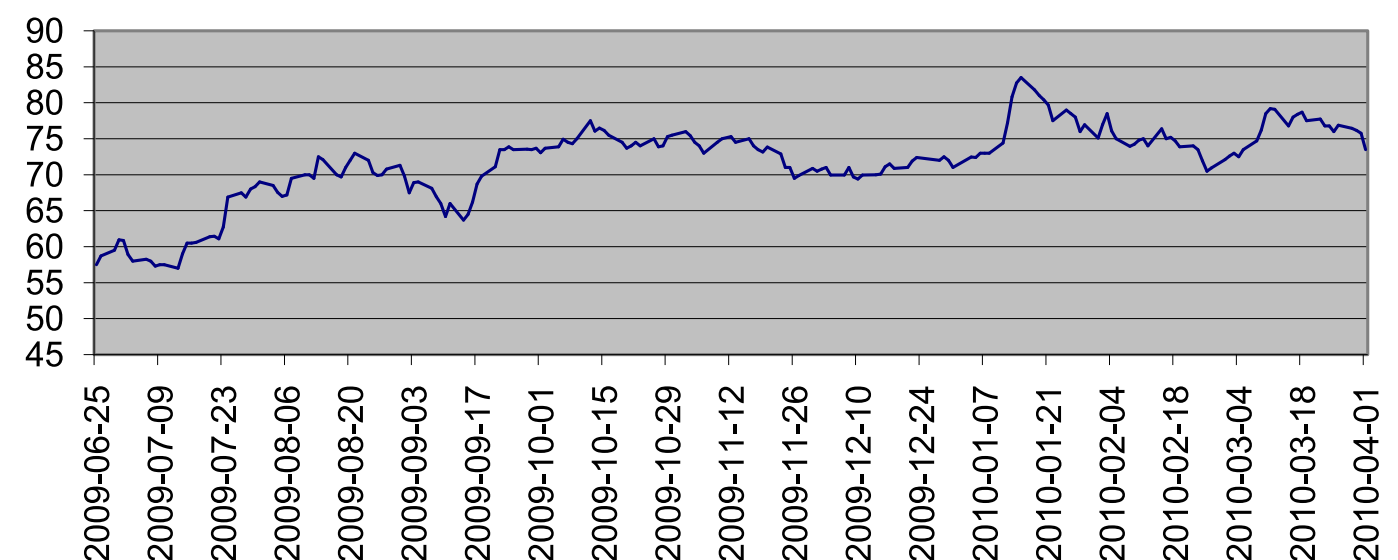
Ze względu na obniżki cen węgla energetycznego Bogdanka spodziewa się nieco gorszych wyników finansowych w tym roku. Pomimo tego spółka udowadnia, że na wydo-

byciu węgla można zarabiać. Jest to firma stabilna i dobrze zarządzana. Inwestorzy finansowi z pewnością będą kładli nacisk na jeszcze większą efektywność działania. W dłuższym terminie dokonana prywatyzacja powinna pozytywnie wpłynąć na wycenę.

Poniżej notowania Bogdanki od jej debiutu na GPW. W ostatnim czasie widać silny poziom oporu w okolicach 80 zł. Jego przebicie byłoby silnym sygnałem do kupna z punktu widzenia analizy technicznej. Przypominam jednocześnie, że każdy inwestor powinien sam przeanalizować dokładnie sytuację dane spółki i dopiero wówczas podjąć decyzję o zakupie akcji. ■

Artykuł jest opinią autora i redakcji. Nie stanowi on rekomendacji inwestycyjnej 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). Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie artykułu.

Notowania od debiutu



fot. z archiwum Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A.



ZMIENIAJĄCY SIĘ FUNDAMENT INWESTYCJI

PAWEŁ CYMCYK
ANALITYK
MAKLER PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
A-Z FINANSE

Do tego, że żyjemy w ciekawych czasach, nikogo nie trzeba przekonywać. Popularyzacja Internetu, dynamiczny rozwój gospodarek wschodzących, budowie ponad kilometrów wieżowców w Dubaju, były nie do pomyślenia jeszcze kilkanaście lat temu. Żeby nie opisywać zmian za bardzo optymistycznie, trzeba dodać też, że uczestniczymy w największym kryzysie gospodarczym od co najmniej 80 lat, projekt „jedna waluta w Europie” zaczyna trzeszczeć, a dodatkowo na naszych oczach następuje powolna dehegemonizacja pozycji Stanów Zjednoczonych na korzyść Chin i całej Azji, co może skutkować poważnymi napięciami geopolitycznymi. Nie są to jednak tematy, które byłby zaskakujące dla uważnego obserwatora. W końcu postęp wymaga nowych technologii, a walka o światowe wpływy trwa od zawsze.

Ostatnie tygodnie przynoszą natomiast prawdziwe nowości na rynku finansowym. Opisywane przeze mnie miesiąc temu problemy Grecji zostały już w 99% rozwiązane przez cięcia budżetowe i pomoc UE. Rządy Niemiec i Francji potwierdziły, że „jeżeli będzie taka potrzeba, to pomoc dla Grecji zostanie udzielona”, co sprawa, że temat można uznać za zamknięty. Tylko czy zasada „zawsze znajdzie się pomoc” obowiązuje również w skali mikro? Okazuje

się, że tak! Mimo że w książkach opisujących procesy inwestycyjne i sposoby na fundamentalne badanie wartości spółek podkreśla się negatywną rolę zadłużenia, to obecne praktyki pokazują, że inwestorzy postępują całkowicie odwrotnie. Informacja o wzroście zadłużenia przedsiębiorstwa powoduje wzmożone zakupy. Takie postępowanie inwestorów mógł odczuć przykładowo kilka tygodni temu Petrolinvest. Firma od kilku lat szuka ropy w Kazachstanie i na razie nie może jej znaleźć, co w praktyce sprowadza się do faktu, że od czasu debiutu jej kurs spadł o 98%. Dzisiejszy kurs (po ostatnim 50-procentowym spadku) wynosi 17,45 PLN, a trzy lata temu znajdowali się tacy, którzy płacili aż 840 zł za akcje. Co kwartał spółka informuje o nowych stratach i przez to trudno było oczekiwać, że znajdą się nowi chętni na akcje. Sytuacja zmieniła się jednak w środę 10 marca 2010 roku! Informacja, że EBOiR pożyczki firmie 50 mln USD przełożyła się na 20-procentowy wzrost cen. Kolejne dwa dni, to kolejne niemal 20% zwrotu. Fenomenalne! Absolutnie rozumiem spekulacyjne podejście do takich informacji i pęd krótkoterminowych graczy do zakupu akcji (co podnosi cenę), ale doprawdy trudno zrozumieć, jak niektórzy komentatorzy mogą mówić o zmieniającej się sytuacji spółki. Ciekawe, jak ci sami komentatorzy opisaliby sytuację standardowego Kowalskiego, który co miesiąc wydaje więcej niż zarabia, ale właśnie uzyskał nowy kredyt? Czy to powód do świętowania? Cóż, zapewne kupując za pożyczoną gotówkę kupony na Lotto, szanse spłaty po-

przednich kredytów rosną. Pytanie tylko, jakie jest prawdopodobieństwo takiego scenariusza. „O tempora, o mores” są na tych rynkach do-
prawdy ciekawe.

Wracając do szerszego ujęcia gospodarki, ostatni raport GUS o kondycji polskiego sektora bankowego w 2009 roku przedstawia nad wyraz dobrą sytuację w instytucjach finansowych. To z jednej strony dobra informacja, która potwierdza, że moment załamania kredytowego przeszliśmy suchą nogą, ale z drugiej strony taki brak ofiar może się zemścić w przyszłości, ponieważ łatwo wpaść w pułapkę genialności – „jesteśmy tacy dobrzy, że nic nam nie strasze”. W krótkim terminie takie podejście luzuje politykę kredytową, a w dłuższym doprowadza do jeszcze większego kryzysu. Na razie jednak informacja o 3,1% wzroście PKB w czwartym kwartale 2009 roku oraz pierwsze jastrzębie pomruki z RPP sprawiają, że zagraniczny kapitał postrzega nasz kraj jako wyspę szczęśliwości, gdzie trzeba inwestować. Przekłada się to niestety na duże tempo umacniania złotego, który ociera się już o poziom 3,80 za euro. Skala tego umocnienia i jednomyslność analityków rozważających, o ile jeszcze złoty się umocni, powinna skłaniać do wyjątkowej ostrożności. Zławsza, że nasza waluta testuje właśnie do 61,8% zniesienia (3,865 zł) całej fali ubiegłorocznego osłabienia. Technicznie to silny opór, który ma wszystkie atuty, aby powstrzymać aprecjację złotego i rozpocząć średnioterminowy ruch korekcyjny na walucie. ■

ZBYT MOCNY ZŁOTY MOŻE ZASZKODZIĆ, ALE CZY TAK BĘDZIE?

Za nami całkiem niezły okres dla polskich aktywów. Pierwszy kwartał 2010 r. nie przyniósł spodziewanej korekty wartości złotego, a korekta na giełdach okazała się płytka. Widać, że zagraniczni inwestorzy na poważnie potraktowali pozytywne rekomendacje analityków, którzy przedstawiali nasz kraj w jak najlepszym świetle. Trudno jednak ocenić, czy ich podejście nie zmieni się w drugim kwartale. Zwłaszcza, że silne spadki EUR/PLN wzbudziły falę krytyki i idące za nią konkretne działania...

MAREK ROGALSKI
ANALITYK
DOM MAKLECKI BOŚ

W styczniu 2010 roku, kiedy temat kryzysu w Grecji nadal ewoluował, spychając w dół notowania euro, pojawiły się obawy, iż problemy Eurolandu negatywnie przełożą się na postrzeganie rynków Europy Środkowej, z którymi inwestorzy tak „brutalnie” obeszlisi się na przełomie 2008/09 r. Jednym z częściej wymienianych argumentów było wtedy ryzyko nadmiernego zadłużenia, a nawet niewypłacalności. Tymczasem rok później doszło do pewnego kuriozum – to właśnie kraje takie jak Polska, Czechy, czy Węgry zaczęły być wskazywane jako te, których rządy podjęły walkę z nadmiernym deficytem i zadłużeniem i których sytuacja może być lepsza niż państw „starej Unii”. Można by tu jednak zapytać, czy aby nie dlatego, iż po prostu nie było ich stać na dość hojne programy pomocowe dla gospodarki?

Konsumpcja nadal niska

Tak czy inaczej, w połowie marca euro testowało okolice 3,85 zł, a dolar szedł poniżej 2,80 zł. Złoty zyskiwał w ślad za innymi emergentnymi rynkami, które zaczęły dostawać lepsze noty w skali „fiskalnego bezpieczeństwa”, mierzonej spadającą wyceną kontraktów CDS. Skala aprecjacji mogłaby być jeszcze większa, gdyby zagrożenia związane z nadmiernym umocnieniem polskiej waluty nie zauważyła część nowo powołanych członków Rady Polityki Pieniężnej (RPP). W rezultacie, w drugiej połowie marca złoty nieco stracił na wartości – euro podrożało i znalazło się w okolicach 3,91-3,93 zł. W pierwszych tygodniach kwietnia notowania wspólnej waluty wróciły jednak w okolice 3,8250 zł. Tymczasem głęboki spadek inflacji w cenach producentów w lutym (do -2,4 proc. r/r) pokazał, iż szybka aprecjacja złotego zaczyna przekładać się na silne wygaszanie presji inflacyjnej w gospodarce (należy tu dodać, że zbyt wyraźne). Już teraz niektórzy ekonomiści zwracają uwagę, iż w połowie roku inflacja konsumencka może spaść do poziomu 1,5 proc., a więc dolnej granicy odchylenia od celu ustalonego przez Narodowy Bank Polski (NBP).

Jeżeli firmy zmuszone są konkurować ze sobą poprzez niższe ceny, a wkład eksportu do wzrostu PKB zaczyna się zmniejszać, to sytuacja nie wygląda najlepiej. Zwłaszcza, iż jest na razie zbyt wcześnie na to, by głównym motorem polskiej gospodarki mógł stać się popyt wewnętrzny. Wprawdzie tempo wzrostu produkcji przemysłowej przyspieszyło w lutym do 9,2 proc. r/r, to jednak firmy, tnąc koszty, nie decydują się na zatrudnianie nowych pracowników. Jest raczej odwrotnie, czego odzwierciedleniem jest wzrost stopy rejestrowanego bezrobocia na koniec lutego do 13%. Nie ma też co liczyć na szybki wzrost akcji kredytowej – Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) zapowiada bowiem wprowadzenie kolejnych ograniczeń, zgodnie z którymi całkowite miesięczne koszty spłaty kredytów nie powinny przekraczać połowy zarobków zainteresowanego.

Jak skuteczna będzie interwencja NBP?

W pierwszej dekadzie kwietnia aprecjacja złotego w relacji do euro, zaczęła coraz bardziej „irytować” przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego, niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej, a także przedstawicieli resortu finansów. Ci ostatni wyrażali nadzieję, iż uda im się podjąć wspólne działania z bankiem centralnym w celu ograniczenia tej tendencji, z kolei ze strony NBP zaczęły padać opinie o technicznej gotowości do przeprowadzenia fizycznej interwencji na rynku. Jednak to, co jak początkowo wydawało się, zakończy się tylko na mocnych słowach, stało się faktem. Czarę goryczy mogła przechylić wypowiedź wiceprezesa NBP, Witolda Kozłowskiego, który w piątek, 9 kwietnia rano przyznał, iż nie wyobraża sobie sytuacji, w której euro miałoby spaść do poziomu 3,60 zł za euro. Kilka godzin później, bank centralny zdecydował się na zakup walut na rynku. W rezultacie złoty dość szybko stracił na wartości 1 procent. Notowania euro wzrosły do 3,88 zł. Interwencja spotkała się z aprobatą resortu finansów, który wyraził nadzieję, iż działania te ograniczą skalę aprecjacji złotego. Nie należy jednak zapominać, iż inwestorzy na rynku walutowym pamiętają stare powiedzenie, iż „interwencja potwierdza trend”,

a takie działania też kosztują. Czy zatem NBP będzie w stanie znów zadziałać, jeżeli notowania euro powrócą poniżej 3,85 zł? Tak czy inaczej, w jakimś stopniu są to działania w dobrym kierunku, gdyż ograniczą skalę aprecjacji złotego. W żadnym jednak stopniu nie zmienią trendu. Tym samym, w przeciwieństwie do wiceprezesa NBP, nadal uważam, iż poziom 3,60 zł za euro w perspektywie kilku miesięcy jest możliwy. Co zatem można jeszcze zrobić? Analitycy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) podpowiadali ostatnio, aby obniżyć stopy procentowe. Tyle, że w sytuacji, kiedy świat pomału przyspiesza się do podnoszenia stóp (zrobili to już kilka razy Austriacy i po raz pierwszy Hindusi), takie posunięcie mogłoby okazać się zbyt ryzykowne. Najlepszym rozwiązaniem wydaje się być odroczenie terminu pierwszej podwyżki stóp na koniec 2010 r. ■





CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET? DOBRE DANE MAKRO WSPARŁY GIEŁDY

Ubiegły miesiąc przyniósł na amerykańskich parkietach spore zmiany. Nie tylko przypomniwały o sobie mniejsze spółki, ale udało się również zażegnać długotrwały trend boczny.

ADAM ZAREMBA
DORADCA INWESTYCYJNY
SUPERFUND TFI

S&P500, portfel amerykańskich blue chipów zyskał w ubiegłym miesiącu 5,2 proc., czym przełamał trwającą od października uporczywą konsolidację. Co ciekawe, jeszcze lepiej zachowały się mniejsze spółki. Średnia S&P600 SmallCap Index dała w analogicznym okresie zarobić 6,8 proc. Powrót sentymentu do mniejszych spółek giełdowych nie jest bez znaczenia. Z jednej strony, zainteresowanie małuchami oznacza powrót inwestorów indywidualnych. Instytucje finansowe, które dominowały w pierwszej części hossy, analizują przede wszystkim duże i płynne spółki. Koncentracja na mniejszych wymagałaby nieproporcjonalnych nakładów pracy w stosunku do możliwości inwestycyjnych. Z drugiej strony, mniejsze przedsiębiorstwa zwykle gwałtowniej poprawiają rentowność i wyniki podczas ożywienia gospodarczego niż giełdowe giganty. Wzmożony popyt na nie to jasny sygnał, że gracze giełdowi uwierzyli w poprawę koniunktury. Podsumowując, na giełdzie panują coraz lepsze nastroje, co dla ważnym inwestorom powinno zapalić – może jeszcze nie czerwoną – ale już żółtą lampkę.

Ubiegły miesiąc przyniósł również szereg pozytywnych danych makro- i mikroekonomicznych. Z jednej strony uwaga inwestorów koncentruje się na raportach finansowych za pierwszy kwartał. Peleton rozpoczął JP Morgan, który jako pierwsza instytucja z sektora bankowego w USA pochwalił się swoimi osiągnięciami. Wyniki okazały się sporo lepsze od oczekiwanych, co jest dobrą prognozą dla całego sektora. Z drugiej strony, coraz lepiej prezentują się dane gospodarcze. Dynamika poprawy wskaźników nie jest już wprawdzie tak silna jak w 2009 roku, ale ciągle napawa optymizmem. Korzystny jest fakt, że rosną zarówno wskaźniki wyprzedzające, czyli takie, które stanowią swego rodzaju prognozę przyszłego stanu koniunktury, jak i opóźnione, czyli takie, które stanowią potwierdzenie ożywienia post factum. Wśród wskaźników wyprzedzających warto zwrócić uwagę na amerykański ISM dla sektora usług. Indeks kalkulowany przez Institute for Supply Management powstaje na podstawie ankiet rozprowadzanych wśród menedżerów logistyki w 375 przedsiębiorstwach usługowych. Oceniają oni zmianę sytuacji gospodarczej, udzielając odpowiedzi „lepiej”, „gorzej” lub „bez zmian”. Obecnie wartości wskaźnika ISM rosną praktycznie nieustannie od przełomu lat 2008 i 2009. Jego

ostatnie notowanie na poziomie 55,4 punktów to najwyższy poziom od kilku lat. Pozytywne tendencje potwierdzają również indeksy PMI w Europie oraz wskaźniki makro na całym świecie. Optymizmem wieje również z Dalekiego Wschodu, gdzie wielu analityków upatruje motoru napędowego ożywienia. Dość powiedzieć, że PKB Singapuru zwiększył się o 32 proc., a bezrobocie w Korei spadło najbardziej od 10 lat. Pozytywne wieści płyną również z kluczowego gracza w Azji, czyli Chin, gdzie PKB wzrósł o 11,9 proc.

Dobre publikacje makroekonomiczne mają niestety drugą stronę medalu. Im więcej optymizmu w gospodarce, tym wyższe ryzyko zaostrzenia polityki monetarnej. Pierwsze sygnały zmiany tonu już płyną z całego świata. Na Wschodzie wspomniany Singapur już zdecydował się na rewaluację waluty, a na Zachodzie z Fedu słychać coraz częściej głosy, że nie wszyscy członkowie czują się komfortowo z retoryką „bardzo niskich stóp przez wydłużony okres”. Największe obawy budzi jednak ewentualne zaostrzenie polityki pieniężnej w Państwie Środka. Zgodnie z maksymą, że co najbardziej rośnie, musi następnie najmocniej upaść, twarde lądowanie chińskiej gospodarki mogłoby mieć bolesne skutki dla rynków akcji i surowców. ■

KRYZYSY GOSPODARCZE SPOWODOWANE CARRY TRADE CO? JAK? I DLACZEGO?

Ubiegły miesiąc przyniósł na amerykańskich parkietach spore zmiany. Nie tylko przypomniwały o sobie mniejsze spółki, ale udało się również zażegnać długotrwały trend boczny.

MICHAŁ BIEŃKOWSKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Wprowadzenie

Jednym z najbardziej rozpowszechnionych zjawisk dających się zaobserwować na współczesnych rynkach finansowych jest carry trade. Oznacza to zadłużanie się inwestorów w walutach niskoprocentowanych, w celu lokowania kapitału w instrumentach o potencjalnie wysokiej stopie zwrotu, czyli denominowanych w walutach wysokooprocentowanych. Zgodnie z teorią parytetu stopy procentowej zwanej również Międzynarodowym Efektem Fishera, wykorzystywanie istniejących różnic stóp procentowych teoretycznie nie powinno dawać możliwości osiągnięcia zysku¹. Prawo to mówi, że stopa zwrotu ze środków uzyskanych w jednej walucie, a następnie zainwestowanych w instrumenty dłużne innej waluty - przy jednoczesnym nabyciu kontraktu forward na tę parę tak, aby zapewnić sobie kurs wymiany na koniec okresu inwestycji, powinna być równa stopie zwrotu z inwestycji w instrumenty dłużne pierwszej waluty. Bazując na tej teorii, można stwierdzić, że mechanizmy rynkowe powinny prowadzić do umacniania się waluty niskoprocentowanej w stosunku do waluty kraju o wysokich stopach procentowych. Jednak jedną z podstawowych cech rynków finansowych jest to, że zdają się one nie podlegać klasycznym teoriom ekonomicznym. W większości przypadków carry trade prowadzi do jeszcze większego średnioterminowego umacniania się walut wysokooprocentowanych, spowodowanego koniecznością wymiany walut przy dokonywaniu inwestycji. W praktyce carry trade osłabia - w dłuższej perspektywie - walutę kraju, w którym lokowane są oszczędności, ponieważ po zamknięciu pozycji inwestorzy powracają do walut wyjściowych². Stopniowa deprecjacja waluty, w której dokonywana była inwestycja, nie powinna stanowić większej przeszkody dla równowagi gospodarczej kraju. Problemy mogą się pojawić, gdy do przewalutowania docho-

dzi w bardzo szybkim tempie. Może to prowadzić do załamania notowań i dewaluacji pieniądza, co pociąga za sobą poważne skutki związane z szeroko pojętą stabilnością makroekonomiczną.

Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Jeffreya Frankela (Harvard University) i Andrew Rose'a (University of California) przyjęć można, że krach walutowy to deprecjacja waluty o przynajmniej 25%, przy założeniu że deprecjacja w roku badanym będzie wyższa o przynajmniej 10% od roku wcześniejszego³.

Modele wyjaśniające kryzysy walutowe

Duża ilość kryzysów walutowych pojawiających się na rynkach wschodzących i dojrzałych, zaowocowała powstaniem wielu teorii dotyczących ich powstawania. Dzieli się je na trzy generacje.

Pierwsza koncentruje się na fiskalnych i monetarnych przyczynach kryzysów. Modele te powstawały w celu wyjaśnienia kryzysu w Ameryce Łacińskiej w latach 1960-1970. Przyczyny kryzysów walutowych tłumaczone były w tych modelach przez nierównowagę w bilansie płatniczym kraju.

Modele drugiej generacji mają na celu wyjaśnienie problemów z początku lat 90. Główny nacisk położony jest w nich na skutki antycyklicznej działalności państwa oraz na samospełniające się kryzysy. Rząd musi utrzymywać niską inflację i podtrzymywać tempo wzrostu gospodarczego. Przy osiągnięciu pierwszego celu może pomóc usztywnienie kursu walutowego kosztem utraty konkurencyjności i doprowadzenia do recesji. Przy sztywnych cenach dewaluacja waluty poprawia konkurencyjność gospodarki w krótkim terminie, tym samym pomagając zmniejszyć bezrobocie. Jednak negatywny wpływ takiej polityki gospodarczej podczas recesji powoduje, że jeszcze ciężiej jest się z niej wydobyć. Przy interpretowaniu tego typu kryzysów należy zatem skupić się na eksporcie, imporcie, realnym kursie wymiany (odchyleniach od równowagi), terms of trade, produkcji i realnych stopach procentowych.

Kolejna fala kryzysów na rynkach waluto-

wych (tzw. „Azjatycka grypa” z 1997 roku⁴) przyczyniła się do powstania trzeciej grupy modeli, które koncentrowały się na pokusie nadużycia (moral hazard), niepełnej wiedzy o sytuacji rynkowej, nadmiernie ekspansywnej polityce kredytowej banków oraz bańce spekulacyjnej aktywów na światowych rynkach finansowych. Przy analizowaniu kryzysów trzeciej generacji brane są pod uwagę: zmienność stóp procentowych na świecie, wielkość przepływów kapitałowych oraz wielkości rezerw walutowych banków centralnych.

Ostatnio pojawiła się nowa interpretacja powstawania braku stabilności finansowej. Ma być spowodowana przez nagłe zmiany w przepływach kapitału. Na przykład kryzys meksykański (1994) i następujący po nim „efekt tequili”⁵ pokazują, że napływ

4. Jednym z głównych czynników odpowiedzialnych za silne wyhamowanie gospodarek azjatyckich był głęboki spadek eksportu tych krajów i w efekcie pogorszenia ich konkurencyjności. Przy stałym kursie walutowym wzrost inflacji w krajach azjatyckich, wywołany ekspansją kredytową, powodował realną aprecjację walut i spadek konkurencyjności gospodarek. Kryzys azjatycki miał ogromne znaczenie dla rynków finansowych, w szczególności w Azji. Najważniejsze zmiany, jakie dokonały się w państwach dotkniętych kryzysem, to dewaluacja walut, spadki cen nieruchomości, krachy giełdowe i znaczące zniżki produkcji przemysłowej, a wraz z tym wzrost stopy bezrobocia. (G. Maliszewski, Ł. Wojtkowiak, Nasza część Europy nie powinna zapaść na azjatycką gripę, „Parkiet”, Warszawa, 14.03.2009)

5. Kryzys walutowy w Meksyku na przełomie lat 1994 i 1995 wywołany był nagłą dewaluacją peso 20 grudnia 1994 r., niedługo po objęciu przez Ernesto Zedillo fotela prezydenta kraju. Krok ten spowodował szybką ucieczkę inwestorów zagranicznych, spadek PKB oraz wzrost inflacji. Kryzys został opanowany dzięki pomocy finansowej Stanów Zjednoczonych, Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozrachunków Międzynarodowych w pierwszym kwartale 1995, lecz jego konsekwencje gospodarcze odczuwane były w Meksyku i poza jego granicami przez wiele lat (tzw. „efekt tequili”). Szybki odpływ inwestorów zagranicznych zaszkodził nie tylko finansom państwa, lecz również sektorowi prywatnemu i całej gospodarce kraju. W 1995 r. PKB Meksyku spadło o 7%, a produkcja przemysłowa o 15%. Placę realną dopiero po 10 latach wróciły do poziomu z 1994 r., jeszcze więcej czasu potrzebowała meksykańska giełda, aby odzyskać wartość sprzed kryzysu. Przez 10 lat po kryzysie dochód narodowy Meksyku росł średnio w tempie 2,6% rocznie, co jest, jak podkreślają eksperci, znacznie poniżej potencjału tego kraju. Poprawie uległ natomiast bilans handlowy. Dzięki uwolnieniu kursu peso znacznie wzrosły dochody z eksportu. (K. Piech, Tequila crisis i tequila effect, „Polityka gospodarcza”, nr 5-6 (2001-2002), ss. 226-236).

1. M. K. Brunnermeier, S. Nagel, L. H. Pedersen, Carry trades and currency crashes, „NBER Working Paper”, No. 14473, Cambridge, Mass., November 2008.

2. P. Grzeliński, Carry Trade, „Deal”, Łódź, listopad 2009, nr 3 (8).

3. J. A. Frankel, A. K. Rose, Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, „Journal of International Economics”, January 1996, No. 3/4.

Tabela 1. Rodzaje i symptomy kryzysów walutowych.

Wyszczególnienie	Wskaźnik
Modele pierwszej generacji	Deficyt budżetowy w relacji do PKB Nadmierna podaż pieniądza
Modele drugiej generacji	Eksport, import, realny kurs walutowy, terms of trade, produkcja, krajowa realna stopa procentowa
Modele trzeciej generacji	Relacja kredytu krajowego do PKB, M2/re- zerwy, mnożnik M2, depozyty, kursy akcji, kryzys bankowy
Ograniczenie wypłacalności	Stosunek zadłużenia do eksportu Stosunek zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych
Ostre hamowanie	Światowa realna stopa procentowa, rezer- wy walutowe

Źródło : R. Barczyk, L. Kąsek, M. Lubiński, K. Marczewski, Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego, PWE, Warszawa, 2006, s.59

kapitału do kraju może ulec nagłemu zahamowaniu, a nawet odwróceniu⁶. Ten nagły odwrót przepływów jest powodowany przede wszystkim dużymi wahaniami stóp procentowych w krajach postindustrialnych, które są pewniejszymi miejscami lokowania kapitału. Zjawisko to utrzymuje się dłużej i jest poważniejsze w skutkach wtedy, gdy kraj pożyczający kapitał jest rynkiem wschodzącym, wysoko zadłużonym w papierach o długim terminie wykupu. W takich przypadkach zjawisko nagłego hamowania i odwrotu powoduje szybką i dużą deprecjację waluty krajowej.

Rodzaje kryzysów walutowych

Kaminsky w swoich pracach zwraca uwagę na bogactwo form przejawiania się kryzysów walutowych. Wyodrębnia pięć rodzajów. Pierwsze cztery związane są z kruchością gospodarki narodowej, tj. pogorszeniem sytuacji na rachunku obrotów bieżących, nierównowagą fiskalną, nadmierną ekspansją na rynkach finansowych (financial excesses) oraz niezdolnością do obsługi zadłużenia zagranicznego. Piąta kategoria łączy się ze zjawiskiem nagłego zahamowania napływu kapitału lub też, w wersji bardziej radykalnej, z odwróceniem kierunków przepływów (sudden-stop phenomenon). Ten typ kryzysów przytrafia się nawet gospodarkom bez skazy.

Autorka przebadła 96 incydentów kryzysowych, które przytrafiły się 20 krajom, zarówno rozwiniętym, jak i rozwijającym się od stycznia 1970 r. do lutego 2002r. Na podstawie analizy ustaliła, że 42% kryzysów wynikało z trudności w obsłudze za-

dłużenia zagranicznego, 29% z nadmiernej ekspansji finansowej, 14% z napięć w bilansie płatniczym, 6% z nierównowagi fiskalnej oraz 5% z powodu nagłego zwrotu w przepływach kapitału. Kryzysy spowodowane nagłymi zmianami w przepływach kapitału występują zatem nieczęsto, jednak o ich powadze mogą świadczyć ciężka przewidywalność oraz skutki, jakie niosą dla gospodarki narodowej⁷.

Czynniki zapowiadające kryzys walutowy

Analizy przeprowadzone przez Jeffreya Frankela i Andrew Rose'a potwierdzają ogólnie akceptowane wytłumaczenie przyczyn krachów walutowych jakim są wysokie zagraniczne stopy procentowe. Ponadto kurs walutowy krajów doświadczających kryzysu walutowego jest przeszacowany z reguły o 10%. Kolejnymi prawidłowościami zapowiadającymi kryzys walutowy są nadmierne i ciągle wzrastające zadłużenie długoterminowe kraju oraz spadek rezerw walutowych do dyspozycji banku centralnego. Zadłużenie krótkoterminowe nie wydaje się znacząco wpływać na zagrożenie zaistnienia kryzysu walutowego. Istnieje jednak ciekawe zjawisko. Otóż deficyt na rachunku obrotów bieżących w badanych państwach przed kryzysem był niski i ciągle malał. Podobnie zachowywał się deficyt budżetowy. Wyniki tych badań stoją w sprzeczności z powszechnie dostępną literaturą sugerującą, że jednym z przyczyn występowania kryzysów walutowych są problemy ze zbilansowaniem rachunku obrotów bieżących oraz nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna.

Wiele wskaźników makroekonomicznych kraju (oprócz realnego kursu wymiany) nie ma silnej dynamiki w latach poprzedzających kryzys walutowy. Implikuje to istnienie problemów z wyznaczaniem momentu rozpoczęcia oraz czasu trwania potencjalnego kryzysu na podstawie większości dostępnych wskaźników makroekonomicznych. Ważnym wyjątkiem jest tutaj jednak realne tempo wzrostu produkcji przemysłowej per capita, które wyraźnie osłabia się przed kryzysem. Oczywiście może być to powiązane bezpośrednio z przewartościowanym kursem walutowym i mniejszym popytem zagranicy na dobra eksportowane, a także wzrostem importu. Stoi to jednak w sprzeczności z wcześniejszymi stwierdzeniami, jakoby problem zbilansowania rachunku obrotów bieżących nie był główną przyczyną kryzysu. Prawdą jest natomiast, że spadek produkcji w ujęciu realnym jest powodem spowolnienia dynamiki PKB lub - w skrajnie niekorzystnym przypadku - może prowadzić do recesji. To natomiast skutkuje pogorszeniem oczekiwań inwestorów względem możliwości gospodarki i ich nagłej ucieczki z danego rynku, co przy konieczności przewalutowania skutkuje krachem walutowym. Wyniki badań Frankela i Rose'a potwierdzają wysokie zróżnicowanie poziomu bezpośrednich inwestycji zagranicznych zaraz po nastąpieniu kryzysu.

Z drugiej strony, wysokie zadłużenie zagraniczne kraju finansowane przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne jest silnie skorelowane z ryzykiem wystąpienia kryzysu walutowego. Spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych o 1% wielkości długu zagranicznego powoduje wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia krachu o 3%. Konstrukcja długu zagranicznego ma słaby wpływ na możliwość wystąpienia kryzysu⁸.

Przewidywalność kryzysów walutowych

Jednym z problemów związanych z przewidywalnością kryzysów walutowych spowodowanych przez carry trade są warunki, jakie musi spełniać gospodarka kraju zagrożonego kryzysem. Podstawowym problemem dla inwestora chcącego użyć jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej jest ryzyko związane z daną inwestycją. W przypadku czystej formy carry trade - czyli lokowania kapitału w instrumenty dłużne - inwestor jest narażony na trzy rodzaje ryzyka: kredytowe, walutowe i stopy procentowej. Pierwsze nie wydaje się być największym problemem, ponieważ inwestycja oparta jest na zakupie bonów skarbo-

wych lub obligacji emitowanych i gwarantowanych przez rządy. Ryzyko stóp procentowych jest najważniejszym aspektem tego rodzaju inwestycji. Wiedząc, że zysk jest oparty na spreadzie, należałoby inwestować w krajach o największym dysparytecie stóp procentowych ponieważ w przypadku zmniejszenia dywergencji między stopami transakcja staje się mniej dochodowa⁹. Ryzyko walutowe związane jest ze zmiennością kursu wymiany w czasie. Nawet niewielkie odchylenie od pożądanego przez inwestora kursu może doprowadzić do utraty całego potencjalnego zysku z transakcji. Niekorzystną sytuacją będzie umocnienie się waluty, w której się zadłużyliśmy. Zatem warunki, które muszą zostać spełnione, aby inwestor zaczął rozważać carry trade, to istnienie dużej różnicy w stopach procentowych, stabilność makroekonomiczna kraju, wiarygodność gwarantów instrumentów dłużnych, dobre perspektywy rozwoju gospodarczego (najlepiej wejście w fazę ożywienia gospodarczego, co zwiększa prawdopodobieństwo podwyższenia stóp procentowych) oraz w miarę stabilny kurs walutowy¹⁰. Gospodarki które charakteryzują się powyżej opisanymi cechami, definiujemy jako stabil-

9. P. Grzebiński, Carry Trade, „Deal”, Łódź, listopad 2009, nr 3 (8).

10. C. Visteses, Carry trade Fundamentals and the financial crisis 2007-2010, „Journal of Applied Economic Science”, Craiova 2009.

ne. Zatem dlaczego miałyby dojść do kryzysu walutowego, jeśli, przynajmniej teoretycznie, wszystko funkcjonuje jak należy?

Nie do przecenienia w przypadku kryzysów walutowych wydaje się być aspekt psychologiczny inwestowania. Na międzynarodowych rynkach spotykają się inwestorzy o różnych interesach, doświadczeniu i horyzoncie czasowym inwestycji. Wpływa to bezpośrednio na kształtowanie się cen aktywów w różnych krajach. Często pojawia się zjawisko „owczego pędu”. Wielu inwestorów dowiaduje się, że pewne inwestycje mogą przynieść ponadprzeciętne zyski. Zaczynają lokować pieniądze w funduszach inwestujących w danym regionie, co powoduje gwałtowny napływ kapitału do kraju o wysokich stopach procentowych i aprecjację kursu walutowego. Wszystko działa doskonale, dopóki nie pojawią się negatywne informacje dotyczące danego regionu. Prowadzi to wzrostu awersji do ryzyka, masowego „domykania” transakcji i przewalutowywania kapitału na waluty stabilne. Przy małej wiarygodności banku centralnego i rządu oraz małej płynności rynku nie potrzeba wiele dla krachu walutowego.

Zakończenie

Tylko 5% kryzysów walutowych powstaje po zatrzymaniu napływu lub odwróceniu kierunku przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Jednak ich skutki dla gospodarki są w wielu przypadkach bardzo poważne. Głównymi czynnikami zwiększającymi ryzyko wystąpienia tego typu kryzysu są znaczne obniżenie rezerw walutowych banku centralnego; duży wzrost zadłużenia wewnętrznego; powstanie dużego dysparytetu stóp procentowych (w szczególności między krajem rozwijającym się a krajami postindustrialnymi); przewartościowanie realnego kursu wymiany w długim terminie; oraz wystąpienie długotrwałej recesji w gospodarce. Interesującym faktem jest, że ani deficyt na rachunku obrotów bieżących, ani dziura budżetowa, nie wydają się znacząco przyczyniać do powstawania krachu walutowego. Finanse behawioralne dają odpowiedź na problemy związane ze zjawiskiem hamowania i odwrotu. Można je wytłumaczyć zachowaniami stadnymi spekulantów na rynkach finansowych (tzw. „owczy pęd”). ■





ANALIZA ZDARZEŃ JAKO NARZĘDZIE INWESTYCYJNE

SZYMON OKOŃ
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Wstęp

W dzisiejszych czasach na rynki kapitałowe napływają codziennie setki informacji. Inwestor podejmujący decyzje o zakupie akcji danej spółki musi odróżnić informacje dla niego ważne od tych nie mających większego znaczenia. Dokonując analizy zdarzeń, inwestor może określić, jaki jest ogólny wpływ określonego zdarzenia na kształtowanie się cen na rynku kapitałowym. Inwestując pod informację, dzięki znajomości rozkładu stóp zwrotu dla danego zdarzenia może określić najlepszy dla niego moment do zakupu oraz kiedy powinien zrealizować zysk. Poniżej zostanie pokrótce omówiona metodyka analizy zdarzeń oraz jak ją wykorzystać w procesach inwestycyjnych.

Zdarzenie

Zastosowanie analizy zdarzeń do określenia wpływu danego faktu na kurs akcji wymaga, aby rynek był efektywny informacyjnie. Pomijając szczegółowe rozważania na temat efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, trzeba jedynie wskazać, iż jest to rynek, na którym informacja zostaje szybko i odpowiednio odzwierciedlona w poziomie cen akcji. Przyjmuje się, że każda informacja napływająca na rynek jest dyskontowana w cenach, które oddają rzeczywistą wartość spółek.

Pierwszym etapem badania powinno być określenie zdarzenia. Pod tym pojęciem należy rozumieć upublicznienie uczestnikom rynku nowej informacji dotyczącej podjętych lub planowanych działań spółki. Bardzo istotne staje się to, aby można było określić moment, w którym dana informacja została podana do publicznej wiadomości. Trzeba również prze-

analizować, czy w tym okresie nie została podana inna informacja mogąca mieć również wpływ na zmianę kursu akcji danej spółki. Powszechnie za pomocą analizy zdarzeń bada się reakcję inwestorów na publiczne wezwania do sprzedaży akcji, wpływ ogłoszeń dotyczących prognoz zysków, wpływ zapowiedzi ogłoszenia dywidendy, opinie analityków, informacje o rezygnacjach członków zarządu z zajmowanych stanowisk, ogłoszenia dotyczące konkretów sprawozdań finansowych i wiele innych. Przykładowo, w przypadku badania dotyczącego wezwania do sprzedaży akcji na rynku publicznym, można przyjąć, że dniem zdarzenia jest dzień ogłoszenia o wezwaniu w Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji (ESPI). Dokonując analizy zdarzeń, należy określić próbę badawczą. Przykładowo, możemy zbadać wpływ zapowiedzi ogłoszenia wypłaty dywidendy w latach 2002-2009.

Okno zdarzenia i okno estymacji

Mając już dobraną próbę badawczą, należy określić okno zdarzenia i okno estymacji. Pierwsze z nich określa okres, w którym dane zdarzenie wywiera wpływ. W oknie zdarzenia badane są zmiany cen akcji spółek zakwalifikowanych do próby. Okres ten nie powinien być zbyt długi, ze względu na to, aby nie znalazły się w nim inne zdarzenia mogące mieć znaczący wpływ na kształtowanie się cen danej spółki. Przykładowo, może być to okres 11 sesji, obejmujący 5 sesji przez zdarzeniem, sesję, w której nastąpiło zdarzenie oraz 5 sesji występujących po zdarzeniu. Okno estymacji jest natomiast okresem, na podstawie którego są szacowane parametry modeli wykorzystywanych do obliczania nadwyżkowych stóp zwrotu w oknie zdarzenia. Przykładowo, może być to okres 200 sesji poprzedzający bezpośrednio okno zdarzenia.

Nadwyżkowa stopa zwrotu

Kolejnym krokiem analizy jest określenie, w jakiej relacji pozostaje stopa zwrotu z akcji danej spółki w stosunku do stopy zwrotu z portfela rynkowego. Do obliczania nadwyżkowych stóp zwrotu może być stosowanych wiele modeli, np. model rynkowy, model wyceny aktywów kapitałowych, model średniej czy model indeksowy. Najczęściej jednak wykorzystuje się model rynkowy. Nadwyżkowe stopy zwrotu w tym przypadku wyliczane są zgodnie z następującym wzorem:

$$r_{AR} = r_{it} - (a_i + \beta_i r_{mt})$$

gdzie: r_{AR} – oznacza nadwyżkową stopę zwrotu, r_{it} – stopę zwrotu z akcji danej spółki, a_i oraz β_i – parametry szacowane w okresie estymacji za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów, o którym mowa była wyżej, r_{mt} – stopę zwrotu z portfela rynkowego.

Po obliczeniu nadwyżkowych stóp zwrotu, wyliczyć należy skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia dla każdej pojedynczej spółki z próby. Następnie, mając wyliczone skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu dla każdej ze spółek, obliczamy z nich średnią dla każdej sesji występującej w oknie zdarzenia, otrzymując przeciętne skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu.

Ze względu na to, że w późniejszym etapie dokonuje się

wnioskowania statystycznego, wymagane jest również zastosowanie odpowiednich testów statystycznych. Często ten etap przysparza badającym wiele problemów. Statystyczną istotność można sprawdzić za pomocą tradycyjnej statystyki t-Studenta, jednakże czasami statystyka ta nie jest wystarczająca, bądź w ogóle nie można jej zastosować i wymagane są bardziej zaawansowane metody, np. testy rangowe czy metody symulacyjne.

Analiza danych

Mając tak przygotowane dane, tworzymy wykres mający na osi rzędnych wysokości przeciętnych skumulowanych nadwyżkowych stóp zwrotu, natomiast na osi odciętych kolejne sesje występujące w oknie zdarzenia. Na podstawie tak skonstruowanego wykresu można określić wpływ danego zdarzenia na kształtowanie się cen rynkowych. Dokonując analizy, można wskazać, kiedy przeciętnie pojawia się pozytywna reakcja inwestorów na dane zdarzenie, kiedy ta reakcja jest najsilniejsza oraz kiedy kończą się korzyści w związku ze wzrastającymi stopami zwrotu. Na różnych rynkach kapitałowych można mieć do czynienia z różną reakcją inwestorów, dlatego wyniki badania prezentują swojego rodzaju rozkład stóp zwrotu dla danego rynku. Kształtowanie się tych stóp zwrotu może być w dużej mierze zależne od specyfiki określonego rynku kapitałowego, np. od regulacji prawnych

dotyczących obowiązków informacyjnych spółek. Dzięki znajomości tego rodzaju profilu dla określonego zdarzenia można usprawnić decyzje inwestycyjne. Choć w ograniczonym stopniu, to jednak możliwe staje się antycypowanie danych zjawisk, a co za tym idzie dobranie momentu zakupu akcji. Łatwiejsze również może stać się określenie momentu sprzedaży, w szczególności, gdy inwestorzy zakupują akcje wyłącznie dlatego, że spodziewają się wystąpienia pewnego zdarzenia. Znajac reakcję stóp zwrotu na dane zdarzenie, możemy określić, kiedy kończą się korzyści z nim związane.

Podsumowanie

Powyżej w skrócony sposób zarysowano metodykę analizy zdarzeń. Jej wykorzystanie w praktyce wymaga szczegółowego zapoznania się z każdym z jej etapów. Niezwykle istotne staje się zagadnienie określenia zdarzenia, doboru próby, wskazania okna zdarzenia i estymacji, a następnie wykonanie szeregu obliczeń, sprawdzenie istotności statystycznej i analiza wyników. Na każdym z tych etapów możliwe jest popełnienie błędów mających wpływ na ostateczny wynik. Poprawnie przeprowadzone badanie może jednak przynieść wymierne korzyści. Znajomość rozkładu nadwyżkowych stóp zwrotu występujących w okresie obejmującym zdarzenie na rynku kapitałowym może prowadzić do usprawnienia decyzji inwestycyjnych każdego inwestora. ■



MARCUS GOLDMAN

GENTELMAN W CYLINDRZE

W aktualnym numerze „Trendu” piszemy w wydarzeniach o otwarciu polskiej filii banku Goldman Sachs. W mojej rubryce opisywałam już paru ludzi, których nazwiska z pewnością przejdą do historii, gdyż stały się nazwami banków, przedsiębiorstw, stron internetowych (Bloomberg, J.P. Morgan). Tym razem zdecydowałam się opisać Marcusa Goldmanna, Żyda niemieckiego pochodzenia, który w połowie XIX wieku wyemigrował do Stanów Zjednoczonych i zaczął budować tam imperium finansowe.

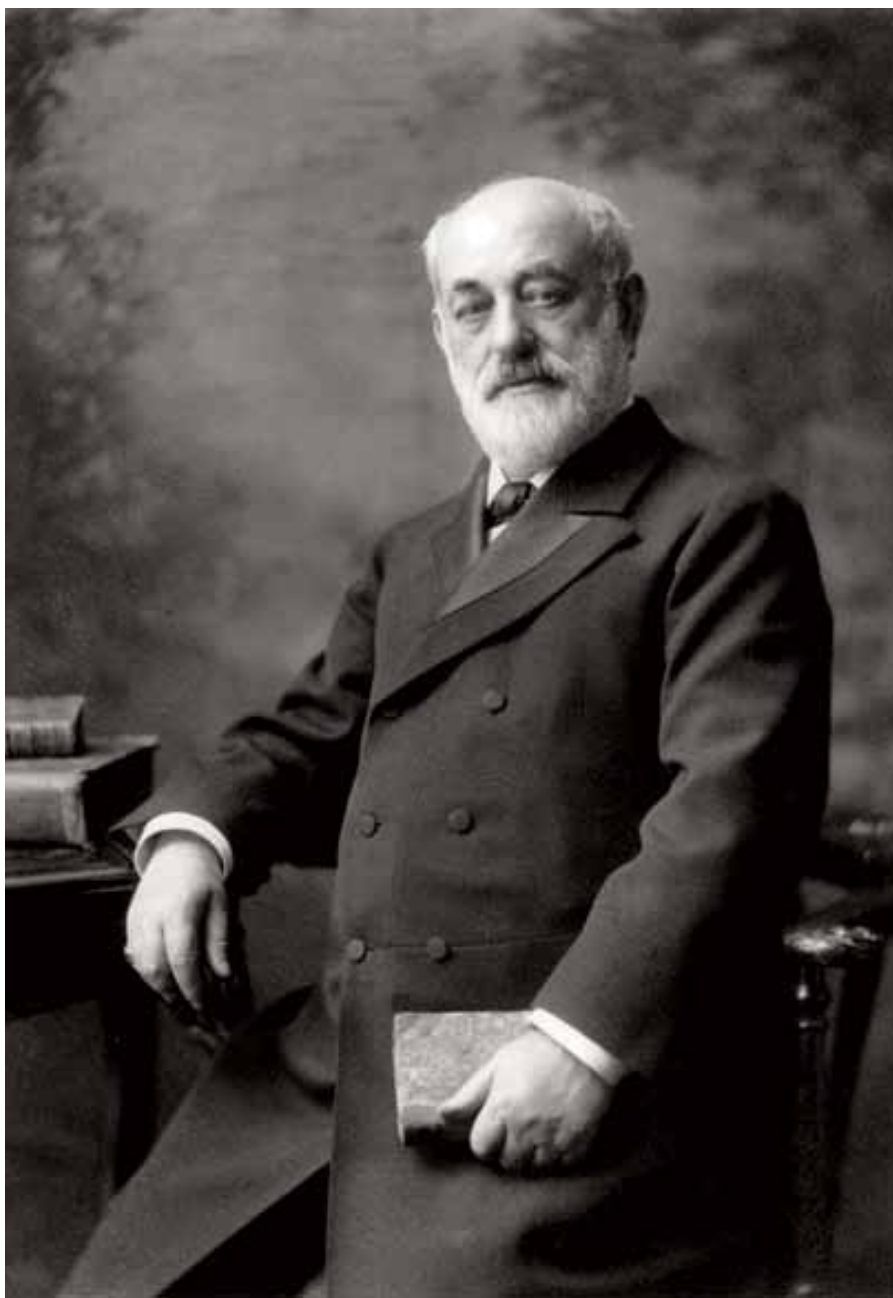
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Fala antysemityzmu przyczyną emigracji niemieckich Żydów

Marcus Goldmann¹ urodził się 9 grudnia 1821 roku w Trappstadt w Niemczech (jako Mark Goldmann), a właściwie na dzisiejszym terenie niemieckim, ponieważ w owym czasie istniał jedynie Związek Niemiecki, będący konfederacją ponad 30 państw. Był najstarszym synem z piętki dzieci Elli i Wolfa Goldmannów. Ojciec Marcusa był nauczycielem w szkole oraz handlarzem bydła. Ella Goldman była wdową, a ślub z nią umożliwił Wolfowi zmianę miejsca zamieszkania, co było w owym czasie zabronione Żydom, zgodnie z bawarskim edyktem żydowskim z 1813 roku. Jedynie śmierć jednego z członków gminy żydowskiej umożliwiała innemu Żydowi poślubienie kobiety z gminy i tym samym przeprowadzkę, więc można mówić, że Wolf Goldmann miał szczęście, spotykając Ellę.

W 1848 roku, podczas rewolucji marcowej w Niemczech, zaczęły pojawiać się coraz silniejsze nacjonalistyczne głosy. Wielu mieszkańców Związku Niemieckiego żądało stworzenia jednego niemieckiego państwa. Oprócz szlacheckich haseł, takich jak dążenie do wolności prasy i reform w dziedzinie handlu i na wsi, nacjonalistyczne grupy szerzyły również niechęć do Żydów. Wołania o równouprawnienie Żydów upadły razem z rewolucją. Na fali antysemityzmu na emigrację zdecydowało się wielu wyznawców judaizmu, w tym Marcus Goldmann, który właśnie w 1848 roku wyemigrował do Stanów Zjednoczonych. Do jego decyzji przyczyniły się nie tyle konkretne występy przeciwko niemu, co brak zawodowych perspektyw, i, podobnie jak było to w przypadku jego ojca, brak zezwolenia na wstąpienie w związek małżeński i swobodne osiedlanie się, co było pozostałością jeszcze z czasów średniowiecznych, kiedy Żydów przepędzano z miast i zmuszano do życia w żydowskich gminach. Również brat Marcusa, Simon, oraz jego siostra Regina wyemigrowali w latach pięćdziesiątych XIX wieku z Niemiec.

1. W wersji angielskiej: Goldman.



Nowe życie w Stanach Zjednoczonych

Po przybyciu do Stanów Zjednoczonych Marcus Goldmann pracował jako handlarz obwoźny w Pensylwanii. W listach do rodziny pisał o tym, jak bardzo jest szczęśliwy z powodu emigracji i zachwycał się wolnością panującą w Stanach Zjednoczonych. W owym czasie w USA było dużo żydowskich imigrantów i przyjęło się, że poszczególne narodowości zajmują się kon-

kretnymi branżami. I tak np. Rosjanie opanowali przede wszystkim przemysł, a Niemcy sklepy oraz bankowość.

W Pensylwanii Marcus Goldmann poznał swoją żonę, Berthę Goldman (ślub wzięli w 1850 roku), która podobnie jak on w 1848 wyemigrowała ze Związku Niemieckiego. Bertha Goldman była z zawodu hafciarką i odnosiła sukcesy, co w owych

czasach nie było czymś codziennym. To z pomocą obrotnej żony Marcusowi udało się otworzyć sklep odzieżowy w Filadelfii. W 1869 roku para miała już pięcioro dzieci i przeprowadziła się do Nowego Jorku (również dzięki naleganiom żony, która wręcz nie znosiła Filadelfii, a w Nowym Jorku miała przyjaciół), gdzie Marcus Goldmann otworzył na Manhattanie firmę Marcus Goldman & Co, zajmując się przede wszystkim papierami dłużnymi. Od handlarzy diamentów i tabaki skupował dłużni klientów, a weksle sprzedawał bankom. Chociaż jego biznes dobrze się kręcił, jego majątek był nieporównywalny z fortunami innych Żydów, którzy w owym czasie rozpoczynali już de facto działalność profesjonalnych banków inwestycyjnych. Dzień Markusa Goldmana wyglądał tak, że początkowo wędrował po ulicach Nowego Jorku, skupując z dyskontem dłużni klientów od handlarzy, którzy gorączkowo potrzebowali pieniędzy. Zebrane papiery dłużne chował w swój cylinder. Po południu wędrował z tym samym cylindrem do bankowców i załatwiał interesy na ulicy Wall Street. Podobnie czynili inni żydowscy bankierzy, przykładowo bracia Lehman.

Tajemniczy drugi człon nazwy - Sachs

Biznes krótkoterminowych papierów dłużnych Marcusa Goldmanna dobrze się rozwijał, ale obserwując poczynania konkurentów (m.in. Arthura Salomon, twórcy późniejszych Salomon Brothers) zdał sobie sprawę, że prawdziwe pieniądze są na giełdzie i firma nie będzie się rozwijała, jeśli nie będzie w niej pracowało więcej osób.

Stąd wziął się drugi człon nazwy firmy Goldman Sachs? Otóż Sachs był zięciem Markusa Goldmanna, mężem jego młodszej córki, Louisy. Urodził się już w Stanach Zjednoczonych, w Maryland, jako syn żydowskich imigrantów z Bawarii. Rodzice Samuela Sachsa (którzy wyemigrowali mniej z powodów prześladowań, a bardziej z powodu braku zrozumienia rodziców dla ich małżeństwa) byli przyjaciółmi rodziny Goldmann. W 1882 roku broker zaproponował swojemu zięciowi wejście w spółkę, która od tej pory nazywała się M. Goldman i Sachs. Co ciekawe, to Marcus Goldman musiał pożyczyć zięciowi pieniądze, aby ten wykupił sobie partnerstwo w spółce. Jednak pożyczka ta opłaciła się. Bowiem to Samuel Sachs był pionierem operacji gwarantowania emisji akcji przedsiębiorstw i spopularyzował tę formę finansowania przedsiębiorstw, przyczyniając się do rozwoju firmy. Dostępnie szybko oprócz nowojorskiej filii pojawiły się oddziały w Chicago i St. Louis. Przez

następnych pięćdziesiąt lat (podobnie jak czyniono to w klanie Rothschildów) biznes był sprawą czysto rodzinną, a partnerami firmy zostawali jedynie ludzie z klanu Goldmann – syn Marcusa Goldmanna, jego zięć, itd. W 1894 roku Marcus Goldmann przeszedł na emeryturę, zostawiając firmę swojemu zięciowi oraz synowi, Henry'emu. W 1896 roku firma wkroczyła na parkiet nowojorskiej giełdy.

20 lipca 1904 roku Marcus Goldmann zmarł, pozostawiając firmę swoim potomkom. Przed śmiercią, już na emerytu-

rze, razem z rodziną odwiedził rodzime niemieckie strony. Goldman Sachs dynamicznie się rozwijał i został jednym z największych banków inwestycyjnych, ale poniósł duże straty w czasie Wielkiej Depresji. Jednak reputację udało się odbudować i do dzisiaj Goldman Sachs jest jednym z ważniejszych graczy na rynku kapitałowym. We wrześniu 2008 roku, na skutek kryzysu subprime, razem z Morgan Stanley, Goldman Sachs przestał być bankiem inwestycyjnym i stał się holdingiem bankowym. ■



CIEKAWOSTKI

- Marcus Goldman znany był jako gentleman, codziennie wędrujący do swojego biura w surducie i nieodłącznym cylindrze, do którego zbierał ważne dokumenty i weksle. Jego pierwsze biuro na Pine Street w Nowym Jorku było zwykłą komórką i silnie kontrastowało z jego nienagannym eleganckim ubiorem.
- Zbieżność nazwisk Marcusa i Berthy Goldman, oraz bawarskie pochodzenie obojga, pozwala przypuszczać, że byli spokrewnieni. Jednak mimo usiłowań ustalenia możliwości pokrewieństwa, nie udało im się znaleźć wspólnego ognia łączącego ich rodziny.
- W czasach, kiedy Goldman Sachs pracował w Nowym Jorku, rodziny żydowskich bankierów często umawiały się na wspólne kolacje, podczas których żony biznesmenów dyskutowały o tym co jest modne, co się nosi, itd. Jak mówi anegdota, podczas jednej z takich dyskusji Marcus Goldman wstał i chłodno oznajmił: „Pieniądże zawsze są w modzie” (Money is always fashionable), po czym sztywnym krokiem wyszedł z jadalni.

Książki do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

FOREX DLA BYSTRZAKÓW, WYD. DOM MAKLEPSKI X-TRADE BROKERS

KAMIL GEMRA
KAMIL.GEMRA@GAZETATREND.PL

Rynek walutowy staje się coraz bardziej popularny wśród inwestorów indywidualnych. Nie ma się zatem co dziwić, iż coraz częściej poszukują oni publikacji na temat zasad jego funkcjonowania. Sam jestem osobą, która dopiero zaczyna swoją przygodę z Forexem i również chciałem się dowiedzieć jak najwięcej o mechanizmach rządzących walutami. Na rynku wydawniczym obecnych jest wiele pozycji traktujących o analizie technicznej bądź fundamentalnej, jak również wiele poradników, w których autorzy piszą o tym, jak zarządzać ryzykiem. Książki, które do tej pory wpadały mi w ręce, miały jedną zasadniczą wadę – były one pisane na przykładach sprzed kilku bądź kilkunastu lat!

„Forex dla bystrzaków” jest całkowicie inny. Jest to aktualna publikacja dotycząca rynku walutowego. Książka przeznaczona jest zarówno dla inwestorów początkujących, jak i tych bardziej zaawansowanych. Składa się z pięciu części. Z pierwszej części dowiemy się, czym jest rynek walutowy, jak się handluje i kim są jego uczestnicy. Druga część jest według mnie najbardziej istotna. Przedstawiona zostaje charak-

terystryka głównych par walutowych oraz dowiadujemy się, co znaczą publikowane codziennie dane makroekonomiczne i jak wpływają na waluty. Wszystko jest jasno i klarownie przedstawione, z wypunktowaniem, na co zwrócić uwagę. Część trzecia i czwarta instruuja nas, jak zaplanować grę i konsekwentnie trzymać się założonej strategii. Ostatnia część jest również niezwykle ważna. Możemy się z niej dowiedzieć o „dekalogu inwestora walutowego” oraz o najczęściej popełnianych błędach przez początkujących. Nie bez znaczenia jest również podrozdział poświęcony zarządzaniu ryzykiem, co, jak wiadomo, na rynku walutowym z dźwignią finansową jest bardzo istotne. Nieumiejętne posługiwanie się dźwignią może przecież bardzo szybko pozbawić nas całego kapitału. Wskazówki zawarte w poszczególnych rozdziałach mają charakter bardzo praktyczny, bez zbędnych teorii.

Książka robi bardzo pozytywne wrażenie. Przykłady w niej zawarte pochodzą sprzed kilkunastu miesięcy, a język, jakim jest pisana, sprawia, że naprawdę dobrze się ją czyta. Warto również zwrócić uwagę na układ graficzny tej publikacji. Na marginesach zaznaczane są specjalnymi grafikami wskazówki, które czytelnik



ma zapamiętać oraz ostrzeżenia, dzięki którym inwestorzy mają większą szansę na sukces.

Jak już napisałem, książka jest dla każdego. Zarówno początkujący, jak i zaawansowany inwestor znajdą w niej ciekawe wskazówki. Czy „Forex dla bystrzaków” ma jakieś wady? Ciężko się ich doszukać, choć ja zwróciłem uwagę na wydawcę tej książki, którym jest dom maklerski. Warto o tym pamiętać i wiedzieć, że książka zawiera elementy reklamy. Zatem przeczytanie tylko tej publikacji i jak najszybsze rozpoczęcie gry z marzeniami na szybkie zostanie milionerem może skończyć się totalną kląpą. ■

ANALIZA FUNDAMENTALNA, JOHN C. RITCHIE, WYD. WIG-PRESS

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Recenzowaliśmy już na łamach Trendu wiele książek specjalistycznych, które są przeznaczone głównie dla bardziej zaawansowanych inwestorów. Tym razem prezentujemy lekturę dobrze znaną parkietowym ekspertom. „Analizę fundamentalną” Ritchiego można śmiało nazwać elementarzem każdego analityka finansowego.

Jej oryginalny podtytuł „A back-to-the-basics investment guide” dobrze oddaje charakter tej publikacji. Dla wielu Czytelników, którzy znają już bardziej zaawansowane tytuły, „Anali-

za fundamentalna” będzie właśnie pewnego rodzaju powrotem do korzeni. Po pierwsze, znajdują w niej wiele informacji, o których doskonale wiedz. Dodatkowo, większość notowań cytowanych w książce oraz przykładowych danych odnosi się do zamierzchłych jak na finansowe standardy czasów – miejscami nawet do początków XX wieku.

Co ciekawe, książka napisana w latach 90. XX wieku tłumacząca zasady inwestowania na przykładach sprzed kilkunastu lat, niewiele traci ze swojej aktualności. Może to właśnie jest najlepszy argument za tym, aby w ślad za Johnem C. Ritchiem zainteresować się „długotermi-



nowym wzrostem wartości kapitału, nie zaś spekulacjami związanymi z szybkimi zmianami zajmowanych pozycji” i sięgnąć po jego książkę? ■

PATRONAT MEDIALNY
MIESIĘCZNIKA TRENDOGÓLNOPOLSKA KONFERENCJA
NAUKOWA NIEODKRYTE
PRZESTRZENIE BIZNESU

Szukasz inspiracji na własny biznes? Masz pomysły na działalność handlową, ale nie wiesz jak się do tego zabrać? Konferencja Nieodkryte Przestrzenie Biznesu pomoże znaleźć Ci odpowiedź na Twoje wątpliwości.

Z inicjatywy Studenckiego Koła Naukowego Spraw Zagranicznych SGH i Koła Naukowego Handlu Zagranicznego z Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie realizowany jest projekt „Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej Nieodkryte Przestrzenie Biznesu”.

Projekt jest skierowany do studentów poszukujących pomysłów na własną działalność gospodarczą. Podczas konferencji zostaną omówione ekonomiczne, prawne, polityczne i kulturowe uwarunkowania wymiany towarowej z krajami, z którymi Polska ma względnie małe obroty handlowe. Część informacyjną konferencji przygotowaną przez członków obu kół naukowych wspierać będą znani goście związani z tymi krajami: przedstawiciele ambasad i organizacji pozarządowych, podróżnicy, przedsiębiorcy.

Chcemy pokazać praktyczną stronę transakcji handlowych z zagranicznymi partnerami. W jaki sposób nawiązać pierwszy kontakt? W jaki sposób się zabezpieczać, by nie zostać oszukanym? Jak budować trwałą relację z zagranicznym podmiotem? Jakie są koszty uruchomienia takiej działalności? Jak zwiększać szanse powodzenia naszego przedsięwzięcia? Jak wykorzystać nowe technologie w swojej działalności? Mamy zamiar przekonywać, że stworzenie własnej firmy importowej odnoszącej sukcesy nie jest tak trudne jak zwykle się sądzić.

Konferencja startuje 22 kwietnia w Krakowie, część warszawska odbędzie się we wtorek 27 kwietnia w Auli VI Budynku Głównego SGH. Podczas trzech paneli na naszej uczelni od 11:40 zaprezentowane zostaną kolejno Tajwan, Indie i Kanada. W Krakowie zostaną zaprezentowane możliwości współpracy z Rosją, Uzbekistanem, Kazachstanem.

Więcej informacji znajdziesz na stronie internetowej projektu: www.npb.com.pl ■

MIĘDZYNARODOWA
KONFERENCJA
EKONOMICZNA
EMERGING
EUROPE 2010

Emerging Europe 2010 to szósta edycja międzynarodowej konferencji ekonomicznej prowadzonej w języku angielskim, poświęconej tematyce inwestowania i stosunków gospodarczych w Europie Środkowo-Wschodniej. Pomysłodawcą i organizatorem konferencji jest SKN Klub Inwestora, który w ramach współpracy zaprosił na konferencję studentów z wielu szkół wyższych w Polsce jak i z zagranicy. W tym roku gościć będziemy reprezentacje prestiżowych uczelni z Rosji, Białorusi, Ukrainy i Niemiec. Patronem tego doniosłego przedsięwzięcia jest Fundacja Instytutu Studiów Wschodnich, która organizuje m.in. Forum Ekonomiczne w Krynicy.

Konferencja odbędzie się w dniach 10-11 maja 2010 na terenie Szkoły Głównej Handlowej. Grono prelegentów zaproszonych na konferencję stanowić będą znane osobistości z SGH oraz polskiego rynku finansowego, które pierwszego dnia konferencji poruszą tematy m.in. globalnej nierównowagi w bilansach płatniczych, długu publicznego, sposobach zarządzania funduszami oraz strategii inwestycyjnych na w Europie Środkowo-Wschodniej. Podczas drugiego dnia konferencji odbędą się warsztaty prowadzone przez praktyków środowiska finansowego z dziedzin ryzyka kursowego, PE/VC, M&A oraz strategii opcyjnych.

Zapraszamy wszystkich zainteresowanych powyższą tematyką do udziału w konferencji, która jest nie tylko szansą na poszerzenie wiedzy z powyższych zagadnień, ale także świetną okazją do poznania i nawiązania bliższych kontaktów ze studentami z różnych uczelni w Europie. Szczegółowe informacje o konferencji wraz z programem wykładów i warsztatów będą dostępne na stronie internetowej: www.emerging-europe.pl co najmniej 2 tygodnie przed konferencją. Natomiast rejestracja na warsztaty zostanie uruchomiona na tej stronie po 26 kwietnia. ■

SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

Contango – pojęcie związane z rynkiem instrumentów pochodnych; oznacza sytuację, w której ceny kontraktów futures na dane aktywa są wyższe niż ceny spot tych aktywów oraz im bardziej odległy termin rozliczenia kontraktu, tym wyższa cena, przy danych innych parametrach instrumentu. Jest to normalna sytuacja rynkowa dla instrumentów pochodnych na aktywa niepsujące się i wynika głównie z kosztów przechowania (cost of carry) towaru do terminu rozliczenia kontraktu.

Backwardation – pojęcie związane z rynkiem instrumentów pochodnych; oznacza sytuację przeciwną do contango, a więc taką, w której ceny kontraktów futures na dane aktywa są niższe niż ceny spot tych aktywów oraz im bardziej odległy termin rozliczenia kontraktu, tym niższa cena, przy danych innych parametrach instrumentu. Backwardation występuje częściej w przypadku towarów psujących się i może wynikać np. z niskich zapasów towaru. ■

AKADEMIA GIEŁDOWA

AKADEMIA GIEŁDOWA to organizowany przez SKN Klub Inwestora po raz szósty cykl wykładów poświęconych zagadnieniom związanym z inwestowaniem. W tym roku tematem przewodnim będą **regulacje na rynkach finansowych i ich wpływ na strategię inwestycyjną**.

Aby aplikować, rozwiąż test on-line, który sprawdza znajomość podstawowych zagadnień. Bądź w grupie 350 osób, które wezmą udział w konferencji i wykładach.

Projekt 15 kwietnia 2010r. (czwartek) otworzy konferencja „Wpływ regulacji na rynki finansowe po doświadczeniach zawirowań gospodarczych. Planowany rozdział bankowości kredytowo-depozytowej od inwestycyjnej. Nowa ustawa Glas-
sa-Steagalla”. Ostatni wykład odbędzie się 13 maja, a egzamin końcowy 20 maja.

Wszystkie wykłady będą odbywały się w czwartki o 19:00 w gmachu Szkoły Głównej Handlowej. Szczegółowy program Akademii Giełdowej VI dostępny jest na stronie: <http://www.akademiagieldowa.com>

Dzięki uprzejmości naszych partnerów, na laureatów czekają profesjonalne **WARSZTATY, PRAKTYKI ORAZ NAGRODY RZECZOWE**.

Przed każdym spotkaniem, w celu podniesienia poziomu merytorycznego Akademii, uczestnicy otrzymają zestaw materiałów do samodzielnego przestudiowania w domu. ■



DNI ALIOR BANKU NA SGH

Miesięcznik TREND i SKN Klub Inwestora zapraszają na udział w dwudniowym cyklu wykładów i warsztatów prowadzonych przez przedstawicieli Alior Banku. Tematem przewodnim wydarzenia będzie: Rynek kapitałowy a decyzje inwestycyjne. Wśród zaproszonych prelegentów gościć będziemy Pana Krzysztofa Polaka – Dyrektora Biura Maklerskiego Alior Bank, który opowie m.in. o budowaniu od podstaw nowoczesnego biura maklerskiego. Z kolei warsztaty dotyczące inwestowania na rynku kapitałowym poprowadzą: Marek Świętoń – zarządzający IPOPEMA TFI i Wiceprezes Zarządu IPOPEMA TFI SA, Marcin Brendota – analityk BM Alior

Bank oraz Marcin Mierzwa – Dyrektor ds. Sprzedaży Produktów Maklerskich i Inwestycyjnych BM ALIOR Bank.

Dni Alior Banku odbędą się 26 i 27 kwietnia 2010 roku w Szkole Głównej Handlowej. Udział w konferencji i warsztatach jest otwarty dla wszystkich. Uczestnicy będą mieli także szansę na zdobycie praktyk i staży w Alior Banku. Szczegółowe informacje oraz harmonogram będą dostępne na stronach: www.klubinwestora.edu.pl oraz www.gazetatrend.pl, a także na standzie w dniach konferencji. ■



KLIKASZ – INWESTUJESZ
BEZ OPŁAT

Szczegóły na: www.unifundusze.pl



Potężny pracodawca to potężne perspektywy

Reklama, rozrywka, FMCG, bankowość, ubezpieczenia, finanse, transport, turystyka, motoryzacja, nieruchomości, telekomunikacja... Zastanawiasz się, którą branżę wybrać, żeby dobrze pokierować swoją karierą? **Wybierz KPMG i pracuj dla nich wszystkich!**

KPMG to międzynarodowa sieć firm świadczących usługi z zakresu **audytu, doradztwa podatkowego i doradztwa gospodarczego**. Naszymi klientami są polskie przedsiębiorstwa, międzynarodowe koncerny, banki i instytucje finansowe. **Obsługujemy 2 400 firm ze wszystkich sektorów gospodarki**, wielu naszych klientów jest notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W KPMG tworzymy przyjazne miejsce pracy i środowisko, w którym pracownicy mogą w pełni rozwijać swój potencjał. Potwierdzają to wyniki naszego badania opinii pracowników: **86% osób zatrudnionych w KPMG uważa, że na obecnym stanowisku ma możliwość rozwoju osobistego i podnoszenia swoich kwalifikacji, zaś 70% uważa KPMG za dobre miejsce na rozwój kariery zawodowej.*** Przekonaj się, co mamy do zaoferowania Tobie.

www.kariera.kpmg.pl

* Źródło: KPMG Global People Survey, Poland, September – October 2008 (Badanie opinii pracowników KPMG w Polsce, wrzesień – październik 2008 r.)