

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 7 (32) LISTOPAD 2011



Komentarze

**Czy insider trading
powinien być
zakazany?**

Inwestycje

Price action

Gospodarka

**Apple - od pestki
do jabłoni**



Pierwszy *blog maklerski*

Poblogujmy o inwestowaniu...

Inwestujesz? Zainwestuj trochę czasu w blog o ... inwestowaniu. Znani na rynku komentatorzy piszą nieoficjalnie, ale w pełni profesjonalnie m.in. o systemach transakcyjnych, psychologii inwestowania, rynkach surowców, meandrach analizy technicznej. Wejdź na **blogi.bossa.pl**.

blogi.BOSSA.PL

BOŚ | **DOM MAKLESKI**
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

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

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

Od redakcji



LOJALNY JAK POLAK

Polacy niechętnie zmieniają bank – taki wniosek od kilku lat można wysnuć z badań dotyczących zachowania polskich konsumentów. Mimo rosnącej świadomości finansowej wielu z nas przestaje być lojalnym wobec danego banku dopiero wtedy, gdy jego oferta staje się rażąco niekonkurencyjna. Nawet jeśli dostrzegamy

wady naszego obecnego konta, często przymykamy na nie oko, z braku czasu czy też z lenistwa. To przywiązanie do jednego banku często nas sporo kosztuje – im starsze konto, tym większe prawdopodobieństwo, że płacimy za usługi, które obecnie są już w zasadzie oferowane za darmo (prowadzenie konta, przelewy, wypłaty z bankomatów).

Z badań ośrodka badawczego Pentor wynika, że statystyczny Polak związany jest z jednym bankiem przez około osiem lat. Co więc skłania go do zmiany banku? Niezmiennie najważniejsza jest wysokość opłat i prowizji. Jednak konkurencja cenowa ma swoje granice, dlatego w coraz większym stopniu liczą się pozostałe cechy oferty, takie jak liczba bankomatów, funkcjonalna platforma internetowa, czy też profesjonalizm pracowników banku w kontaktach z klientem.

W listopadowym wydaniu zamieściliśmy ranking kont bankowych, w którym szczególny nacisk położyliśmy nie tylko na kwestie związane z kosztami, ale także na cechy jakościowe i funkcjonalne. Pod lupę wzięliśmy aktualne oferty 28 banków, prześwietlając ich tabele opłat i prowizji, systemy transakcyjne oraz poszczególne formy komunikacji z klientem. Zachęcam do zapoznania się z raportem, gdyż wnioski z niego mogą niektórych zaskoczyć.

DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA



Znajdź nas
na facebook'u



TREND - miesięcznik o sztuce inwestowania

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
przy Szkole Głównej Handlowej
ul. Piękna 68 II p.; 00-672 Warszawa
Tel. kom. 691 954 727
biuro@gazetatrend.pl

ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania
Pl. Trzech Krzyży 16, II piętro; 00-499 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
email: biuro@gazetatrend.pl

REDAKTOR NACZELNY
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl

PUBLIC RELATIONS MANAGER
Katarzyna Gruszka
katarzyna.gruszka@gazetatrend.pl

KOORDYNATOR W KRAKOWIE, DYSTRYBUCJA PRASY
Anna Sierakowska
anna.sierakowska@gazetatrend.pl

AUTORZY ARTYKUŁÓW
Mikołaj Atanasow
Michał Bieńkowski
Iwona Bochniak
Bartosz Boniecki
Marta Czekaj
Piotr Dziadosz
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Mateusz Hojdysz
Marek Ignaszak
Szczepan Kita
Małgorzata Kosiecka
Bazyli Kubacki
Piotr Kuczyński
Piotr Murjas
Aleksandra Panek
Anna Patek
Maciej Pyka
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski
Marta Włodarz
Michał Zieliński
Paweł Ziolkowski
Adam Zaremba
Agnieszka Żmigrodzka

KOREKTA
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

REKLAMA
Jakub Domagalski
reklama@gazetatrend.pl
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA
Maciej Antoniewski
www.grafik-komputerowy.com.pl

Redakcja miesięcznika Trend zastrzega 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
Wersja elektroniczna dostępna również na
www.gazetatrend.pl

DYSTRYBUCJA
Najlepsze uczelnie ekonomiczne w Polsce, renomowane kawiarnie, restauracje i hotele. Szczegóły na stronie internetowej miesięcznika.

PRENUMERATA
Oferujemy prenumeratę dla firm. Zgłoszenia przyjmujemy pod adresem prenumarata@gazetatrend.pl

Wszystkie materiały chronione są prawem autorskim. Przedruk lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek formie i jakimkolwiek języku bez pisemnej zgody wydawcy jest zabronione

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLESKI



RANKING KONT BANKOWYCH Nowoczesny Bank dla klienta indywidualnego



17

PROJEKTY PATRONACKIE

- 5 Jesienna niespodzianka „Grasz... tym razem nie o staż” – nagrody czekają!
5 Liczby miesiąca - Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA

- 6 Plus i Minus - Paweł Ziółkowski
6 Cytaty - Mikołaj Atanasow
6 Nowe regulacje dla europejskich banków - Paweł Ziółkowski
6 Ruszył ATTrader.pl
7 Occupy WallStreet - Michał Zieliński

RING EKONOMICZNY

- 8 Ring ekonomiczny

WYWIAD

- 10 Tylko reformy strukturalne są w stanie uzdrowić Grecję
Anna Patek

Z ANALITYKIEM PRZY KAWIE

- 13 Z Analitykiem przy kawie - Anna Patek

KOMENTARZE

- 12 Partnerstwo Wschodnie: straceni misja?
Maciej Pyka
14 Co słysać na Wall Street?
W październiku giełdami rządili politycy
Piotr Kuczyński
15 Czy insider trading powinien być zakazany?
Czesław Martysz

RAPORT

- 17 RANKING KONT BANKOWYCH
Nowoczesny Bank dla klienta indywidualnego

3 NAJ...

- 22 3 spółki najdłużej notowane na GPW
Małgorzata Kosiecka

FINANSE OSOBISTE

- 27 Programy regularnego oszczędzania
Paweł Cymcyk

INWESTYCJE

- 28 Price action - Bazyli Kubacki
30 Spready opcyjne - sposób na rynkową zawieruchę
Marcin Różowski

GOSPODARKA

- 33 Wikingowie zaciskają pasa
Kamil Pruchnik
35 Apple - od pestki do jabłoni
Piotr Dziadosz
37 Jak wyjść z recesji? - Marek Ignaszak
39 Harvard kuźnią noblistów
Anna Grodecka

TREND SELECT

- 41 Królewski Wawel
Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

WŁASNA FIRMA

- 41 Businesswoman - Damian Strzelczyk

INWESTOR PO GODZINACH

- 42 Maroko – perła Maghrebu
Bartłomiej Szaro, Patryk Świątek

RECENZJE

- 45 MFW od kuchni - Marta Kozakiewicz
45 Biznes jak wojna - Dorota Sierakowska
45 O życiu i pracy badawczej Milтона Friedmana
Anna Grodecka

Jesienna niespodzianka „Grasz... tym razem nie o staż” – nagrody czekają!

Konkurs „Grasz o staż” przez lata funkcjonowania umożliwił wielu młodym ludziom zdobycie pierwszych doświadczeń zawodowych, a firmom pozwolił pozyskać cennych studentów i absolwentów na praktyki, które niejednokrotnie przerodziły się w stałą współpracę stażysty z firmą. Każdego roku na wiosnę organizatorzy „Grasz o staż” prezentują zadania konkursowe i publikują listę fundatorów bieżącej edycji konkursu. Inicjatywa ta niezmiennie od 1996 r. cieszy się ogromnym zainteresowaniem ze strony studentów ostatnich lat studiów i absolwentów, którzy poprzez udział w „Grasz o staż” rozpoczynają ścieżkę profesjonalnej kariery oraz wygrywają cenne nagrody.

Organizatorzy konkursu już po raz drugi przygotowali dla wszystkich studentów i absolwentów jesienną niespodziankę – akcję specjalną „Grasz... tym razem nie o staż”. Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody – voucher na wycieczkę o wartości 5 000 zł od biura podróży TUI, szkolenia specjalistyczne w ramach Akademii PwC, szkolenia specjalistyczne organizowane m.in. przez Grupę training & consulting, a także ekskluzywne pióra wieczne NewellRubbermaid i zestawy książek biznesowych od Wydawnictwa Wolters Kluwer.

Aby wziąć udział w projekcie, należy zalogować się na www.grasz.pl i pomiędzy 21 a 28 listopada odpowiedzieć na krótkie pytania – dziewięć zamkniętych i jedno otwarte dotyczące konkursu „Grasz o staż” – jego przebiegu i zasad, co jest okazją do poznania zasad 17. edycji konkursu. Więcej informacji o konkursie i projekcie jesiennym dostępnych jest na www.grasz.pl. ■



LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

1. miejsce zajął koncern P&G w rankingu najskuteczniejszych reklamodawców (wg Effie Effectiveness Index).
3. tyle modeli aut Volkswagena znalazło się w pierwszej dziesiątce najpopularniejszych marek rynku europejskiego (były to modele Golf, Polo oraz Passat).
- 105 km długości ma mieć tunel pod cieśniną Beringa (jest to dwa razy więcej niż tunel pod Kanałem La Manche), który połączy wschodni koniec Syberii z Alaską.
- 29,7 tys. zł takie odpłaty otrzymają posłowie i senatorowie ubiegłej kadencji, którzy nie dostali się do parlamentu.
- 1,2 mln zł kary będzie musiał zapłacić Euro Bank za stosowanie niezgodnych z prawem działań windykacyjnych, zastraszanie oraz wywieranie psychicznej presji na klientach.
- 4 mln euro - tyle (w ujęciu dziennym) potencjalnie może wynosić kara dla Polski, jeśli do 2015 r. nasz kraj nie zdąży zmodernizować instalacji wodno-kanalizacyjnych i spełnić norm UE.
- 140 tys. sztuk - tyle wyniosła liczba kart zbliżeniowych w bankach komercyjnych na koniec trzeciego kwartału 2011.
- 7,6 mln



28

Price action

Podstawowym zagadnieniem dla każdego inwestora dokonującego transakcji na rynku walutowym lub derywatów jest system. Określa on momenty, w których należy zajmować pozycje, bądź też zamykać dotychczasowe. Posiadanie przez inwestora własnej, sprawdzonej strategii, której wytycznymi będzie się on kierować, jest jednym z warunków na drodze do przeprowadzania zyskownych transakcji.



35

Apple - od pestki do jabłoni

35 lat – tyle zajęło zbudowanie najbardziej wartościowej firmy na świecie. Z garażu rodziców na Wall Street i jeszcze dalej. Doprowadziła do tego iskra geniuszu, nienagannie zarządzanie, czy czysty przypadek? Oto losy naszego ulubionego owocu w pigułce.



NA PLUS

WIG20 najwyżej od września

Dzięki porozumieniu między szefami państw strefy euro a bankierami w czwartek (27.10), na rynkach zapanowała euforia. Pomimo faktu, iż czwartkowe decyzje nie rozwiązują problemu nadmiernego zadłużenia Grecji i innych krajów, to giełdy m.in. w Paryżu i Frankfurtzie osiągnęły 5-procentowy wzrost. Choć warszawska giełda reagowała spokojniej to i tak 3-proc. wzrost pozwolił osiągnąć najwyższą wartość indeksu od początku września.

Ropa najdroższa od 12 tygodni

W poniedziałek (24.10) za jedną baryłkę ropy na nowojorskiej giełdzie NYMEX trzeba było zapłacić 91,27 dolarów, co jest najwyższym poziomem od 3 sierpnia. Można wywnioskować, iż popyt na rynku surowców zwiększa się, a inwestorzy są chętni do podejmowania większego ryzyka. Gracze giełdowi liczą na opanowanie kryzysu zadłużenia w Europie, który zagraża postępowi gospodarczemu w strefie euro.

Zygmunt Solorz-Żak przejmie Polkomtel

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wyraził zgodę na przejęcie kontroli nad Polkomtelem przez należącą do Zygmunta Solorza-Żaka spółkę Spartan Capital Holding, którego całkowita wartość wynosi 18,1 mld zł. Do akcjonariuszy, którzy podpisali umowę sprzedaży należą: PGE, PKN Orlen, KGHM, Węgłokoks oraz Vodafone. Według ekspertów na największym przejęciu tego roku zyskać mogą głównie konsumenci, gdyż dzięki ofercie konwergentnej – telefon, telewizja, internet – w ich kieszeniach zostaną miliony. Oczywiście nie wszyscy zareagowali pozytywnie na tę informację. Zdaniem prezesa operatora sieci Play, Jorge na Bang-Jensena, decyzja będzie fatalna w skutkach dla zdrowej konkurencji na rynku. Czas zwerfikuje, kto ma rację.

Nowe regulacje dla europejskich banków

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

W czwartek nad ranem (26.10) zakończył się szczyt strefy euro. Przywódcy krajów strefy euro porozumieli się z sektorem bankowym w sprawie redukcji długu Grecji z 50-procentowymi stratami dla posiadaczy greckich obligacji. Rezultatem tego jest zmniejszenie długu Grecji o 100 mld euro. Wcześniej uzgodniono również dokapitalizowanie europejskich banków o kwotę 106,4 mld euro oraz zwiększenie do około biliona euro mocy kredytowej Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF). Ponadto podwyższono z 5% do 9% tzw. wskaźnik kapitałowy, który banki muszą przestrzegać,

aby sprostać nowym, bardziej rygorystycznym testom.

Wskutek wzrostu wskaźnika kapitałowego przewiduje się, że większość europejskich banków z powodu trudności związanych z pozyskaniem kapitału będzie ograniczać dostęp do kredytu w niektórych krajach. Analitycy podkreślają jednak, że podjęta decyzja nie będzie miała wpływu na uzyskanie kredytu w Polsce. Niestety w drugą stronę ta zasada już nie działa. Spodziewane spowolnienie gospodarcze w Europie może wpłynąć również negatywnie na sytuację w naszym kraju, czego efektem może być zmniejszenie popytu na kredyty zarówno ze strony przedsiębiorców, jak i gospodarstw domowych. ■

Ruszył ATTrader.pl

Dokładnie 23 października wieczorem wystartował serwis ATTrader.pl. Dzięki nowemu serwisowi analizy technicznej żmudna praca inwestora może zostać ograniczona do minimum, bo wszystko na gorąco zrobią za niego skanery. Wystarczy tylko obserwować i podejmować decyzje.

Opracowany w Polsce projekt jest unikatowy w skali światowej. Występują wprawdzie różne systemy, w mniej lub bardziej udany sposób próbujące automatyzować działania analityczne day tradera, ale żaden serwis jak dotąd nie powstał przy tak dużym udziale praktyków, którzy jednocześnie znają mechanikę obrotu, niedoskonałości giełdy, potrzeby informacyjne tradera oraz umieją oprogramować narzędzia, które pomagają im błyskawicznie ocenić, co się dzieje na rynku.

ATTrader.pl zawiera szereg autorskich wskaźników i metod przekrojowej analizy całego rynku na bieżąco, które pokazują czarno na białym, co się dzieje na parkiecie. Pomysłodawca serwisu to autor bloga ATinwestor.pl, a pozostali twórcy związani są ze StockWatch.pl ■

ATTrader.pl

CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW

„Pod wpływem największego kryzysu od czasu powołania Unia przestała najwyraźniej kierować swym interesem - to interes zaczął kierować nią. Gdzie to może doprowadzić Europę, strach pomyśleć.”
- Jacek Pawlicki, wyborcza.biz

„Nadszedł moment, żeby zmienić przyzwyczajenia. Czas, kiedy olej napędowy był tańszy od benzyny 95 prawdopodobnie mamy za sobą. Ceny oleju napędowego na trwałe mogą pozostać na poziomie cen benzyny 95 albo powyżej tego poziomu.”
- Urszula Cieślak, analityk BM Reflex

„Długi Grecji i kilku innych państw są tak duże, że w grę nie wchodzi inny wariant niż konieczność zredukowania ich zadłużenia o 1/2 czy co najmniej o 1/3. Sytuację tych państw można w dużym uproszczeniu porównać z firmami, które zaciągnęły tyle długów, że dalej nie są w stanie normalnie funkcjonować. Wówczas przeprowadza się zwykle postępowanie układowe i daruje (pod pewnymi warunkami) część długów.”
- Sebastian Buczek, prezes Quercus TFI



Occupy Wall Street

MICHAŁ ZIELIŃSKI

W ostatnich tygodniach Ameryką wstrząsnęła seria demonstracji. Tysiące ludzi zgromadzonych w Nowym Jorku zebrało się pod hasłem „Okupujmy Wall Street”, aby protestować przeciw decyzjom polityków i wielkiego biznesu. Ruch, który na początku był ignorowany przez rząd i media, zdołał zdobyć poparcie ponad połowy Amerykanów, przyciągnąć całą rzeszę celebrytów (m.in. Michaela Moore’a, Naomi Klein) i zdobyć poparcie wielu ekonomistów, takich jak nobliści z ekonomii Paul Krugman i Joseph Stiglitz.

Uczestnicy akcji protestują przeciw niesprawiedliwości w podziale majątku narodowego oraz sile i wpływowi przedsiębiorstw (szczególności z sektora bankowego) na działania rządu. Przekonania te ilustruje slogan „Jesteśmy 99%”. Protestujący chcą w ten sposób wskazać, że to oni stanowią przeważającą większość społeczeństwa, które ma jednak zdecydowanie mniejszy wpływ na sytuację niż uprzywilejowana mniejszość (według wielu badań 1% społeczeństwa USA kontroluje ok. 40% majątku narodowego).

Cechą szczególną ruchu Occupy Wall Street jest brak lidera. Protestujący chcą w ten sposób podkreślić egalitarność ruchu, jednak brak sformalizowanego przedstawicielstwa sprawia, że poglądy protestujących ukazywane są jako niespójne lub wręcz sprzeczne.

Pierwsze protesty zaczęły się w Parku



Zuccotti na dolnym Manhattanie, jednak demonstracje szybko rozszerzyły się na pozostałe części Nowego Yorku, Stanów Zjednoczonych jak również inne państwa. 15 października odbyła się seria demonstracji, m.in. w Hong Kongu, Londynie, Madrycie, Paryżu, Sao Paulo, Sydney i Tokio. Także ulicami Warszawy przeszedł Marsz Oburzonych, jednak akcja nie zgromadziła wielu zwolenników.

Oficjalna strona ruchu: <http://occupywallst.org/>. ■

„Z mojego doświadczenia wynika, że nadużywanie pozycji dominującej to najczęstsze naruszenia konkurencji w Polsce. W ubiegłym roku spośród blisko 100 decyzji antymonopolowych 68 dotyczyło tego rodzaju praktyk. Mam jednak wrażenie, że nadal nie każdy rozumie, dlaczego musimy przeciwdziałać takim zachowaniom przedsiębiorców.”
- Małgorzata Krasnodębska - Tomkiel, prezes UOKiK

„O przywództwie napisano już opasłe tomy, a podział na poszczególne typy przywództwa może śmiało konkurować z biologiczną systematyką gatunków.”
- Andrzej Klesyk, prezes PZU

„Decyzja unijnych polityków rozczarowuje, choć wpisuje się w ton poprzednich postanowień władz UE. Decydenci stawiają niewielki krok naprzód, lecz tym razem płacą za to wysoką cenę, ponieważ jest to ewidentnie ponowne odwołanie bardziej stanowczych działań.”
- Steen Jakobsen, analityk Saxo Banku

„Kto dziś nie jest obecny w Chinach, ten może zapomnieć o rynku globalnym.”
- Piotr Czarnecki, prezes Raiffeisen Bank Polska

„Możemy konkurować ze wszystkimi.”
- Franz Fuchs, prezes Vienna Insurance Group Polska



NA MINUS

Mocny jen szkodzi gospodarce Japonii

Ostatnimi czasy wartość japońskiej waluty osiąga nadzwyczajnie wysokie wartości. W obecnej chwili za 1 dolara zapłacimy mniej niż 76 jenów, co oznacza najwyższy kurs od czasów drugiej wojny światowej. Niestety Japończycy nie mają powodu do świętowania. Tak wysoka wartość waluty zmniejsza konkurencyjność firm oraz obniża eksport. Jakby tego było mało, Kraj Kwitnącej Wiśni wciąż boryka się z problemami związanymi z odbudową kraju po tsunami i trzęsieniu ziemi.

Duży Groupon – mało akcji

Firma Groupon z siedzibą w Chicago podczas swojego debiutu giełdowego oferuje mniej akcji niż jakakolwiek firma internetowa w ciągu ostatnich dziesięciu lat, podwyższając w ten sposób wartość firmy. Zdaniem analityków, Groupon wykorzystuje małą podaż akcji do zawyżenia wartości całej spółki, czego nie robiono do tej pory podczas debiutów giełdowych w Stanach Zjednoczonych. Zarząd planuje uzyskać wartość aż 11,4 mld dolarów, co sprawi, że uplasuje się przed takimi gigantami jak Amazon czy Microsoft według prognozowanych szacunków sprzedaży na rok 2012. Niewielka oferta podczas debiutu sprawia, że akcje są bardziej podatne na duże skoki cenowe, z powodu małej podaży i znacznie większego popytu.

Fitch grozi obniżeniem ratingu

Agencja ratingowa Fitch grozi obniżeniem wiarygodności kredytowej ośmiu dużym instytucjom finansowym, w tym Deutsche Bank. Oprócz niemieckiej spółki pilnie obserwowane są również amerykańskie banki, takie jak: Bank of America, Goldman Sachs i Morgan Stanley, a w Europie: Barclays, BNP Paribas, Credit Suisse oraz Societe Generale.



Ring ekonomiczny



PYTANIE:

1. Czy inflacja w Polsce w przyszłym roku ma szansę spaść?
2. Czy popyt wewnętrzny będzie w przyszłym roku wspierać polską gospodarkę, czy też konsumenci będą bardziej powściągliwi w wydatkach?
3. Czy nerwowa sytuacja w światowej gospodarce może odbić się negatywnie na polskim rynku pracy w przyszłym roku?



Maciej Reluga
Główny Ekonomista BZ WBK

1. W tym roku byliśmy świadkami gwałtownego wzrostu cen: w 2010 r. stopa inflacji CPI wyniosła średnio 2,6%, zaś w 2011 r. osiągnie według naszych szacunków średnio 4,1% ze szczytem na poziomie 5,0% w maju. Moim zdaniem w przyszłym roku nastąpi spadek inflacji, średnio do ok. 2,8%. Stać będzie za tym kilka czynników: statystyczne efekty bazy (brak podwyżki VAT), spadek presji inflacyjnej w wyniku spowolnienia gospodarczego oraz zaostrzenie polityki makroekonomicznej. Ponadto, wydaje się, że małe jest ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, ze względu na pogorszenie sytuacji na rynku pracy, które już obserwujemy: w ostatnich miesiącach w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło zmniejszenie liczby miejsc pracy.

2. W przyszłym roku przyrost zatrudnienia może być równie powolny. Dane oraz badania koniunktury wskazują na to, że przedsiębiorcy ograniczają swoje plany zwiększania liczby pracowników lub nawet planują redukcje ze względu na oczekiwane przez nich osłabienie popytu zarówno zagranicznego, jak i krajowego. W połączeniu z umiarkowanym wzrostem płac oznacza to niewielki wzrost dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym (2-3%). Co za tym idzie, można oczekiwać spowolnienia tempa wzrostu popytu zgłaszanego przez polskich konsumentów. Jednak wzrost popytu indywidualnego pozostanie dodatni i będzie wciąż czynnikiem stabilizującym tempo wzrostu gospodarczego.

3. Podczas kryzysu w 2009 r. widoczne było, że polscy konsumenci chcą utrzymać mniej więcej stały poziom konsumpcji i na spadek dochodów odpowiedzieli redukcją oszczędności, a nie zmniejszeniem popytu. Mocne spadki popytu prywatnego w krajach strefy euro wynikały m. in. stąd, że europejscy konsumenci w większym stopniu finansowali swój popyt kredytem, który został wówczas ograniczony. W scenariuszu dalszego wyraźnego spowolnienia w strefie euro ucierpi polski eksport, co odbije się również negatywnie na rynku pracy. Czynnikiem do pewnego stopnia wspierającym eksport będzie słabszy złoty, choć stwarza to również ryzyko dla inflacji.



Witold Orłowski
Główny Doradca
Ekonomiczny PWC

1. Tak, chociaż gdyby spadła zbyt mocno, nie byłbym zbyt szczęśliwy. Inflacja spada gwałtownie zwłaszcza wtedy, gdy mamy do czynienia ze spowolnieniem rozwoju. Wtedy tanieje na świecie ropa naftowa, surowce, a w ślad za tym inne towary. Szczerze mówiąc, wolałbym, aby popyt nie osłabł aż tak bardzo. Wtedy wprawdzie mielibyśmy do czynienia ze stosunkowo uciążliwą inflacją, ale za to rosłyby również płace i dochody. To jednak w sumie lepiej.

2. To bardzo zależy od tego, jak będzie się rozwijać sytuacja gospodarcza. Jeśli polska gospodarka będzie rozwijać się wolniej niż obecnie, a to niestety bardzo prawdopodobne, wzrośnie bezrobocie. Wyższe bezrobocie to z kolei wolniejszy wzrost płac oraz mniejsza skłonność ludzi do brania kredytów. Słowem, popyt wewnętrzny będzie pewnie w przyszłym roku wspierać polską gospodarkę, ale w mniejszym stopniu niż obecnie.

3. To zapewne nieuniknione. Jesteśmy częścią gospodarki światowej - jeśli tam jest źle, to oczywiście i u nas gospodarka rozwija się wolniej. Jeśli eksporterzy odczują spowolnienie sprzedaży, zapewne będą musieli ograniczyć zatrudnienie. To pociąga za sobą spadek zatrudnienia, a przynajmniej wolniejszy przyrost w innych firmach. A to oznacza pogorszenie sytuacji na rynku pracy.



Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista BOŚ

1. Prognozuję osłabienie popytu wewnętrznego w przyszłym roku. Wraz ze słabnącym popytem presja na wzrost cen osłabnie, sprzyjając spadkowi inflacji. Przewiduję, że w II połowie 2012 roku inflacja ukształtuje się w okolicach celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5%. Oprócz słabnącej presji popytowej do spadku inflacji przyczyni się spadek dynamiki cen żywności oraz spadek cen paliw wynikający ze spadku cen surowców na rynkach światowych.

2. W związku z oczekiwanym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach tempo wzrostu konsumpcji prywatnej osłabnie z notowanych obecnie 4% w kierunku 3% w przyszłym roku. Jednakże popyt konsumpcyjny pozostanie wciąż czynnikiem wspierającym krajowy wzrost gospodarczy, który według naszych szacunków wyniesie w przyszłym roku 3,3% wobec 4% w 2011 r.

3. Duża niepewność na rynkach finansowych i obawy o perspektywy gospodarki światowej, a przez to gospodarki polskiej moim zdaniem już dziś niekorzystnie wpływają na krajowy rynek pracy. Mimo ponad 4-procentowego tempa wzrostu gospodarczego w II kw. i wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej wskazującej na ok. 4-procentowy wzrost gospodarczy w III kw., wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach słabnie, a stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 11,8%, tj. wyżej niż przed rokiem. Wy tłumaczeniem dla tej sytuacji może być rosnąca niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej w kontekście bieżącej niepewnej sytuacji w gospodarce i na rynkach finansowych. Wg wyników badania NBP nt. sytuacji przedsiębiorstw w III kw. odnotowano wysoki wzrost odsetka przedsiębiorstw, które wstrzymywały się z zatrudnieniem pracowników właśnie z uwagi na niepewność co do przyszłego popytu. To oznacza, że przedsiębiorstwa z „wyprzedzeniem” zareagowały na oczekiwane problemy gospodarcze, ograniczając zatrudnienie (a także inwestycje) już teraz, mimo jeszcze stosunkowo silnego bieżącego popytu.



Krzysztof Grudzień
Dyrektor ds. Instrumentów
Dłużnych Quercus Towarzystwo
Funduszy Inwestycyjnych SA

1. W ciągu trzech kwartałów bieżącego roku mogliśmy zaobserwować podwyższone wartości inflacji (CPI) w naszym kraju. Głównie wynikało to ze wzrostu cen energii, żywności i surowców. Również podwyżka podatku VAT z pewnością przyczyniła się do większej dynamiki wzrostu cen. Szczyt osiągnęliśmy w maju, kiedy wskaźnik inflacji wyniósł 5% r/r. RPP, reagując na wzrost presji inflacyjnej, dokonała czterech podwyżek stóp procentowych o 25 pb. Koniec roku to raczej słabsze notowania złotego do głównych walut i negatywny wpływ osłabienia naszej waluty na wskaźnik inflacji.

W 2012 roku będziemy mieć do czynienia z pozytywnym zjawiskiem, jakim jest efekt statystyczny w postaci tegorocznej wysokiej bazy wskaźnika dynamiki cen. Niższy wzrost gospodarczy i słabsza strona popytowa pozytywnie wpłyną na kształtowanie się cen. Z kolei w dalszym ciągu zagrożeniem dla tendencji obniżania się inflacji będzie niestabilna sytuacja na rynkach walutowych i surowcowych. Początek roku może również przynieść podwyżki cen kontrolowanych, takich jak energia. Reasumując, w przyszłym roku oczekujemy spadku stopy inflacji.

2. W przyszłym roku gospodarkę polską czeka spowolnienie i związane z tym niekorzystne tendencje na rynku pracy. Niepewność co do zatrudnienia i pogorszenie się warunków płacowych mogą negatywnie wpływać na skłonność Polaków do konsumpcji.

3. Zakładając znaczące wyhamowanie gospodarki światowej i wzrost niepewności co do sfery realnej w gospodarce polskiej, można założyć co najwyżej stabilizację zatrudnienia w przyszłym roku. Ryzykiem dla takiego scenariusza jest wejście strefy euro w recesję wynikającą z kryzysu zadłużeniowego. Słabszy wzrost gospodarczy w Polsce niż oczekiwany przez NBP (3,2%) przyczyniłby się zapewne do nasilenia planów redukcji zatrudnienia przez przedsiębiorców. W takim otoczeniu gospodarczym presja płacowa ze strony pracowników istotnie słabnie. Chęci pracodawców do podnoszenia płac oczywiście również.

KURS NA DORADCĘ INWESTYCYJNEGO ZA 1970 PLN

WWW.PERK.COM.PL

Tylko reformy strukturalne są w stanie uzdrowić Grecję

O pracy w branży inwestycyjnej, a także kryzysie zadłużeniowym w strefie euro i sposobach jego rozwiązania rozmawiamy z Bogusławem Grabowskim, Prezesem Zarządu SKARBIEC AMH SA i SKARBIEC TFI SA.

Anna Patek: Posiada Pan bogaty багаż doświadczeń. Początki kariery to działalność naukowo-dydaktyczna na Uniwersytecie Łódzkim, później aktywność polityczna...

Bogusław Grabowski: To był bardzo krótki romans z polityką – z ramienia AWS byłem nominowany do RPP. Praca w RPP to idealny przykład tego, jak można połączyć teorię i praktykę w całość. Umożliwia ona aplikację pracy naukowej przy podejmowaniu kluczowych decyzji z dziedziny polityki gospodarczej. Jeżeli chodzi o działalność strictly polityczną, aż tak dużego doświadczenia na tym polu wtedy nie zdobyłem, za to do tej pory utrzymuję kontakt z politykami z bardzo różnych opcji. Miałem i mam możliwość oglądania polityki i polityków z bliższego dystansu, co znacznie ułatwia zrozumienie pewnych mechanizmów, zależności, często niedostrzegalnych, gdy znamy wielką politykę tylko przez pryzmat mediów.

AP: Następnie trafił Pan do sektora prywatnego...

BG: Z sektorem prywatnym miałem do czynienia jeszcze trochę wcześniej. W międzyczasie byłem doradcą prezesa, a następnie prezesem banku komercyjnego. Przez krótki czas piastowałem stanowisko wicewojewody łódzkiego.

AP: To już zaliczyłam do wątku politycznego.

BG: Można powiedzieć, że te trzy wątki (przyp. red.: naukowo-dydaktyczny, polityczny, sektor prywatny) przewijają się w moim życiu od samego początku. Pojawienie się wątku naukowo-dydaktycznego na początku kariery to konsekwencja tego, że w owym czasie w Polsce nie było gospodarki wolnorynkowej i demokracji, a o transformacji nikt nie słyszał. Kiedy otrzymałem szansę spróbowania sił na polu praktycznym w gospodarce wolnorynkowej, podjąłem to wyzwanie – stąd właśnie praca w bankowości w sektorze komercyjnym. Te trzy wątki w mojej karierze to zapewne rezultat posiadanych zdolności oraz braku zdecydowania. Zarówno umiejętności dydaktyczne, jak i menedżerskie można wykorzystać w zarządzaniu podmiotami gospodarczymi. Krótki romans z polityką nauczył mnie sztuki logicznej argumentacji. Zdolność do racjonalnego przekonywania, byleby nie za duża, przydaje się w każdej branży.

AP: Początkowo był Pan związany z PTE Skarbiec - Emerytura, aktualnie zasiada Pan na stanowisku prezesa w Skarbiec Asset Management Holding. Dlaczego wybór padł właśnie na branżę inwestycyjną?

BG: Chyba dlatego, że można w niej wykorzystać wszystkie umiejętności, które posiadam wcześniej, zarówno jako pracownik naukowo-dydaktyczny, prezes banku komercyjnego, jak i członek RPP. Daje możliwość ciągłego uczenia się, pogłębiania swojej wiedzy. Pozwala na współpracę z zespołami ludzkimi na najwyższym poziomie intelektualnym i merytorycznym. W sektorze finansowym, w szczególności w dziale zarządzania aktywami, pracują najlepsi fachowcy. Mam cały czas kontakt z rynkiem - z dopływem nowych danych, informacji, które trzeba na bieżąco interpretować. Kontakt z aktywnymi, a zarazem wymagającymi uczestnikami rynku kapitałowego, m.in. zarządzającymi funduszami, sprawia, że jestem zmuszony na bieżąco rewidować moją wiedzę.

AP: Podsumowując, praca w branży inwestycyjnej to ciągły rozwój własnych umiejętności, poszerzanie wiedzy, odkrywanie nowych obszarów rynku - a co z presją czasu i wynikiem?

BG: W sektorze finansowym jest o wiele większa niż w innych dziedzinach działalności gospodarczej presja psychiczna - wynikająca z tego, że cały czas trzeba być na topie w zakresie poziomu wiedzy i umiejętności miękkich. W ogóle świadczenie usług, zwłaszcza usług finansowych, jest bardzo wymagającą i stresogenną pracą. Nie można tutaj ustalić żadnych procesów i dozorować sposobu ich realizacji. Uwarunkowania do podejmowania decyzji, takie jak dane makroekonomiczne, dane z przedsiębiorstw oraz poszczególnych rynków, za każdym razem są inne. Ponadto reguły, którym się one poddają również cały czas ewoluują, zwłaszcza po ostatnim kryzysie finansowym. Cały czas trzeba w napięciu śledzić, co dzieje się na rynku. Zarządzanie aktywami to również permanentne podejmowanie trudnych decyzji, na które ma się relatywnie bardzo mało czasu.

Mają one przełożenie zarówno na zadowolenie klientów, jak również na standing finansowy firmy, która nimi zarządza.

AP: A propos kryzysu finansowego z 2008 r. - czego nauczył on branżę inwestycyjną?

BG: Każdy kryzys uczy finansistów czegoś nowego. Uczy, jak podejmować decyzje w nagle zmieniających się warunkach, w stresie. Zarządzający, który nie przeżył pełnego cyklu koniunkturalnego i nie poniósł strat na własnych inwestycjach, nie jest pełnokrwistym zarządzającym. Kryzys z pewnością dał lekcję pokory wobec innych uczestników rynku i utarł nosa zwłaszcza tym, którzy ponosili nadmierne ryzyko. Jednocześnie pokazał skalę globalizacji i unaoczniał potrzebę nowych regulacji na rynkach finansowych. Tak naprawdę można powiedzieć, że przyczynami kryzysu jest niedostosowanie nadzoru i regulacji: po pierwsze, do stopnia skomplikowania instrumentów finansowych oraz po drugie, do globalnego charakteru podmiotów, które na tym rynku funkcjonują. Pomimo, iż mamy trzy lata po kryzysie, problem nadal nie został rozwiązany. Mamy wciąż narodowy charakter instytucji nadzorczych - nawet nie istnieje wspólny organ, który sprawowałby funkcje kontrolne w Unii Europejskiej. Jest to narastający problem, a jego skutki odczuwamy aktualnie...

AP: Czyli u podstaw kryzysu zadłużeniowego krajów peryferyjnych strefy euro leży również niedopasowanie regulacji i instytucji do skali globalizacji gospodarek?

BG: To jest nowa faza tego samego kryzysu, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, w sektorze bankowości i nieruchomości. Jego podstawę stanowiło nadmierne zadłużanie się, zarówno sektora prywatnego, jak i bankowego. Bliźniaczym odbiciem tego procesu były złe modele kursów walutowych w największych krajach rozwijających się, głównie w Chinach. One pozwalały na nadmierny pęd do zadłużania się gospodarki amerykańskiej. Generowane na skutek złej polityki kursowej nadwyżki wa-



Jedynym rozwiązaniem dla Grecji jest kontrolowana upadłość. (...)

Natomiast wystąpienie Grecji ze strefy euro jest niemożliwe, ponieważ zapoczątkowałoby to proces domina i poważne perturbacje.



lutowe, przede wszystkim w Chinach i innych krajach Azji, znajdowały ujęcie w kraju, który pożył tych inwestycji, czyli USA. Narastająca bańka musiała w którymś momencie pęknąć. Stało się to właśnie na rynku kredytowym subprime w sektorze prywatnym. Bardzo szybko przełożyło się to na problemy sektora finansowego, głównie bankowego i ubezpieczeniowego, które były nadmiernie lewarowane. Dla ratowania stabilności na rynkach finansowych, musiały interweniować poszczególne państwa, nadmiernie obciążając swoje budżety. Oprócz tego kraje te przez ostatnie kilka lat realizowały zdecydowanie zbyt duże wydatki w stosunku do dochodów, borykały się ze strukturalnymi deficytami. I stąd nadmierne zadłużenie w Grecji, Włoszech czy Japonii. Inne państwa mocno nadszarpnęły swoje budżety poprzez interwencje na rynku w celu załagodzenia kryzysu, wykupując akcje upadających instytucji finansowych. Dobrym przykładem tego zjawiska może być Irlandia czy Wielka Brytania. To wszystko spowodowało przeniesienie się kryzysu zadłużenia z sektora prywatnego na sektor państwowy. W Europie wystąpił on ze szczególnym nasileniem z uwagi na to, że strefa euro ma niedostosowany stopień integracji polityki fiskalnej do obszarów wspólnej waluty. I stąd problemy Grecji, Włoch, Irlandii, Portugalii i innych krajów europejskich.

AP: Coraz częściej mówi się o obniżeniu ratingu Francji, co jest dosyć zaskakujące dla inwestorów.

BG: W międzyczasie Francuzi również interweniowali w sektorze finansowym. Wspólnie z Belgami ratowali KBC. Wyraźnie widać sprzeczność pomiędzy utrzymywaniem stabilności finansowej a zarządzaniem wspólną walutą bez niezbędnych narzędzi polityki fiskalnej. Sytuacja w Europie jest podbramkowa - za duże są koszty, by cofnąć się krok wstecz w zakresie integracji monetarnej, jednocześnie nie będąc w stanie przyspieszyć kroku w integracji polityk budżetowych, bo to wymaga decyzji o integracji politycznej strefy euro, na co tak naprawdę nie ma przyzwolenia społeczeństwa.

AP: W takim razie, czy istnieje jakieś medium na grecki kryzys?

BG: Rozwiązania teoretycznie - istnieje i jest proste. Problem polega na tym, jak dla tego relatywnie prostego rozwiązania znaleźć

przyzwolenie społeczne, a co za tym idzie - polityczne. Jedynym rozwiązaniem dla Grecji jest kontrolowana upadłość. Grecja przy wspólnej walucie euro nie jest w stanie rozwijać się tak dynamicznie, żeby jej tempo wzrostu umożliwiałoby obsługę ponad 170 proc. długu do PKB. W związku z powyższym, gdyby nie była w strefie euro, mieliśmyby do czynienia z bardzo gwałtowną deprecjacją waluty, która poprawiłaby konkurencyjność gospodarki na tle innych krajów i przyspieszyła jej rozwój, z jednoczesnym ogłoszeniem niewypłacalności i redukcji zadłużenia. Grecja zresztą wielokrotnie to w swojej historii przechodziła. Natomiast wystąpienie Grecji ze strefy euro jest niemożliwe, ponieważ zapoczątkowałoby to proces domina i poważne perturbacje. Proszę sobie wyobrazić, że któregoś dnia rozpoczynamy dyskusję o wycofaniu Grecji ze strefy euro. Co powinien zrobić każdy racjonalny Grek? Wiedząc, że jego aktywa ułożone w rodzimych bankach mogą być przeszacowane w sile nabywczej, będzie się starał je wyjąć i przenieść do innych, bardziej bezpiecznych, zagranicznych instytucji finansowych. Daje to asumpt to upadku sektora bankowego w Grecji. Wtedy stanie pod znakiem zapytania cała strefa euro, która dotychczas była uważana za niezniszczalną. Portugalczyk, Włoch czy Irlandczyk, którzy również borykają się z nadmiernym zadłużeniem, będą chcieli pójść tą samą drogą. Spowoduje to załamanie w sektorze bankowym w skali ogólnoświatowej, czyli kataklizm dla całej gospodarki.

AP: Czyli jeszcze raz: jak Grecja może poradzić sobie ze swoim długiem, bez deprecjacji waluty i bez wystąpienia ze strefy euro?

BG: Tylko poprzez reformy strukturalne, które poprawią jej konkurencyjność z jednoczesną redukcją zadłużenia zagranicznego. Jednak nie może dojść do tego bez instytucji i instrumentów, które zapewniłyby bezpieczeństwo i stabilność krajom, które są w bardzo złej sytuacji i stoją przed potencjalnym atakiem spekulacyjnym bądź ewentualnym runem na banki. Normalnie w sytuacji zagrożenia taką rolę odgrywa bank centralny, który pomaga utrzymać odpowiednią płynność i stabilizuje sytuację. W Stanach Zjednoczonych miało to miejsce już nieraz, w postaci tzw. luzowania ilościowego. Niestety Europejski Bank Centralny nie może przeprowadzać tego typu operacji. Dopóki nie będzie odpowiednich wspólnych instytucji i in-

strumentów zapewniających stabilność finansową i, w razie potrzeby, wsparcie, dopóty kryzys Grecji pozostanie nierozwiązany. Musimy pamiętać, że nawet jeżeli Europejski Bank Centralny miałby mandat na tego typu działania, musiałaby mieć miejsce redystrybucja dochodu narodowego, np. z gospodarki niemieckiej do greckiej czy z gospodarki polskiej do włoskiej. A nie sądzę, żeby to się spotkało ze społeczną akceptacją i zrozumieniem. Proszę sobie wyobrazić, że parlament polski głosuje nasz udział w wysokości 130 mld zł w EFSE. W czasie, gdy mamy niedofinansowaną służbę zdrowia czy zamrożenie płac w budżetówce, podejmujemy decyzję, że przeznaczymy deklarowane 130 mld zł na ratowanie finansów publicznych Grecji, Włoch, czy banków francuskich. To pokazuje miarę niezbędnego stopnia integracji ekonomicznej, za którą nie podąża poziom integracji politycznej. Odpowiedzmy sobie na pytanie, czy my jako naród podjęlibyśmy decyzję o asygnowaniu 130 mld zł innym krajom europejskim, sami zaciskając pasa?

AP: Z pewnością powiedzielibyśmy „nie” i co wtedy?

BG: Łączne straty w naszej gospodarce z uwagi na załamanie się struktur finansowych w Europie byłyby większe aniżeli nasz wkład do EFSE. Jednak społeczeństwo nie jest na to przygotowane i ciężko wytłumaczyć, że w aktualnej sytuacji warto poświęcić sześciokrotność rocznych wydatków na Narodowy Fundusz Zdrowia na ratowanie systemów finansowych innych członków Unii Europejskiej, od nas bogatszych. Na skutek powołania strefy euro i niedokończenia jej budowy doszło do takich uwarunkowań gospodarczo-finansowych pomiędzy gospodarkami, które wymagają przyspieszenia integracji politycznej, na którą społeczeństwa są nieprzygotowane. Nie oczekujemy, że Europa upora się z kryzysem w ciągu najbliższych dni, tygodni, miesięcy. Jest to proces o horyzoncie długoterminowym. Wyjście z kryzysu wymaga przedsięwzięcia szeregu działań, często niepopularnych politycznie. Od polityków nie tylko należy wymagać polotu intelektualnego, lecz również pewnego rodzaju odpowiedzialności społecznej i politycznej.

AP: Dziękuję za rozmowę. ■

Narastająca bańka musiała w którymś momencie pęknąć.



Partnerstwo Wschodnie:



straceńcza misja?

Pod koniec września w Warszawie miał miejsce szczyt Partnerstwa Wschodniego noszący wszelkie znamiona Istotnego Wydarzenia. Wszystko, co charakteryzuje się ryzykiem powstania korków na głównych trasach jest z założenia istotne. Mimo to cała sprawa przeszła nieco niezauważona – większość serwisów informacyjnych nie akcentowała tego tematu i, co więcej, żadna opcja polityczna nie wykorzystała spotkania jako elementu kampanii wyborczej. A to już powinno skłaniać do refleksji.

MACIEJ PYKA

Partnerstwo Wschodnie jest częścią Europejskiej Polityki Sąsiedztwa, projektem zainicjowanym w 2008 przez Polskę i Szwecję, który miał być swoistym wyciągnięciem ręki do Armenii, Azerbejdżanu, Białorusi, Gruzji, Mołdawii i Ukrainy – sześciu poradzieckich republik, które zostały uznane za istotne dla unijnej polityki. Inauguracja Partnerstwa odbyła się w 2009 w Pradze, zaś w jej ramach przewidywano ułatwienia wizowe, stworzenie strefy wolnego handlu, podpisanie układu o stowarzyszeniu oraz wart 600 mln euro program pomocy. Ostatecznym celem tych działań miało być przygotowanie wspomnianych sześciu państw do akcesji do UE. Tak niestety wygląda to tylko na papierze (oraz na stronie Wikipedii), w rzeczywistości Partnerstwo Wschodnie jest wydającą się z każdym mniej realną dniem mrzonką, którą unijni oficjele nieformalnie nazywają „bękartem UE”.

Blizsza analiza poszczególnych państw Partnerstwa zdaje się jedynie potwierdzać tę tezę. Armenia jeszcze w marcu 2008 wydawała się tak odległa od unijnych standardów, jak to tylko możliwe – opozycja oskarżyła premiera Serga Sarkisiana o sfałszowanie wyborów, które wyniosły go na urząd prezydenta, w odpowiedzi na co rząd wprowadził stan wyjątkowy, zakazał zgromadzeń i ocenzurował media, zaś

ustępująca głowa państwa, Robert Kocharian, zagroził że władze nie będą tolerować masowych demonstracji nawet, gdy sytuacja się unormuje. Kolejny kraj – Azerbejdżan – również ma poważne problemy z demokracją. Władzę w ogarniętym chaosem kraju przejął w 1993 Hajdar Alijew (były wicepremier ZSRR), który rządził do 2003, kiedy to na następnego prezydenta nawiązał swojego syna İlhamu. İlham Alijew nie może jeszcze zrobić tego samego (jako, że jego syn ma jedynie 13 lat), więc przeprowadził w 2009 roku referendum, w wyniku którego zniósł limit 2 kadencji prezydenckich, co da jego następcy czas dorosnąć do objęcia dziedzicznej w tej rodzinie pozycji. Problemy ma również Gruzja, gdzie Micheil Saakaszwili wykorzystuje rosyjskie zagrożenie do walki z opozycją.

Wszystkie powyższe przykłady błędą jednak w zestawieniu z Białorusią. Ostatnia prawdziwa dyktatura Europy boryka się chyba z każdym możliwym problemem na polu ustroju politycznego, o gospodarce nie wspominając. Tylko w tym roku inflacja wyniosła 70%, państwo walczy z kryzysem za pomocą 52-procentowych dewaluacji, zaś Rosjanie odcinają dostawy prądu z powodu niezapłaconych rachunków. Co więcej, władze tego kraju nie są nawet Partnerstwem zainteresowane – na warszawskim szczycie zabrakło oficjalnych przed-

stawicieli administracji Łukaszenki; Herman Van Rompuy (przewodniczący Rady Europejskiej) i Donald Tusk przyjęli natomiast białoruskich opozycjonistów.

Mimo to najbardziej bolesna (z unijnego punktu widzenia) jest przypuszczalnie sytuacja Ukrainy. Kraj ten, liczący 45 milionów mieszkańców i posiadający ponad dwukrotnie wyższy PKB niż druga w grupie państw Partnerstwa Wschodniego Białoruś, mógłby dla Unii być nową jakością. Co więcej, ponieważ Ukraina, która w latach 2004-2005 wskutek pokojowej Pomarańczowej Rewolucji jednoznacznie zwróciła się w kierunku Zachodu, wiele krajów, z Polską na czele, spodziewało się rychłej integracji z UE. Wszystko to jednak zmieniło się w obliczu zapaści gospodarczej, która spotkała kraj w następnych latach. Obywatele Ukrainy zostali przez kryzys na tyle ciężko doświadczeni, że postanowili zwrócić się z powrotem w kierunku, w którym ich kraj podążał dotychczas, co znalazło swój wyraz w zwycięstwie Partii Regionów oraz wyborze na prezydenta w 2010 roku jej przewodniczącego – Wiktora Juszczenki. Tego rodzaju zwrot w kierunku bardziej zachowawczych i mniej skłonnych na integrację z resztą świata opcji politycznych jest typowy dla społeczeństw dotkniętych kryzysem, czego dowodem niech będzie to, że tajne służby USA zakładały dla tego kraju nawet scenariusz Niemiec z roku 1933. Nic tak radykalnego nie miało naturalnie miejsca, jednak aresztowanie byłej premier Julii Tymoszenko w październiku tego roku z pewnością nie jest znakiem zbliżenia się Ukrainy do zachodnich standardów.

Kończąc przegląd państw, do których skierowane zostało Partnerstwo, należy uczciwie wspomnieć, że Mołdawia radzi sobie nawet nieźle i szybko dostosowuje swoje prawo do unijnych norm. Mimo to, jeden kraj na sześć to nie najlepszy wynik, zwłaszcza, że Mołdawia ma w tej grupie najmniejsze PKB i drugą (po Armenii) najmniejszą populację.

Odpowiedzialna za problemy Partnerstwa Wschodniego jest jednak również ogólna kondycja, w której znalazła się Unia Europejska. Patrząc dzisiaj na zjednoczoną Europę, można by pomyśleć, że wszelkie pomysły o poszerzeniu Wspólnoty nie mają najmniejszych szans na powodzenie. Plany zakładające ekspansję UE pochodzą bowiem z czasów ogólnego dobrobytu, kiedy wszystko zdawało się jeździć nie idealnie działać, to przynajmniej współgrać w stopniu wystarczającym, aby snuć jakieś zamierzenia odnośnie przyszłości. Obecna Unia skoncentrowana jest przede wszystkim na tym, żeby mieć jakąkolwiek przyszłość, zaś dotychczasowe procedury decyzyjne coraz częściej sprowadzają się do tego, czy Angela Merkel dogada się z Nikolasem Sarkozym w kwestii wpompowania kolejnych miliardów w gospodarkę jakiegokolwiek kraju z grupy PIIGS nękanego niepokojami społecznymi, deficytem budżetowym i obniżeniem ratingów. Rola innych państw może z czasem stre-

ścić się do słów, które David Cameron usłyszał ostatnio od prezydenta Francji – czyli uprzejmej prośby, żeby się zamknął. Innymi słowy, Unia ma obecnie problemy znacznie istotniejsze od tego, jak kształtuje się polityka fiskalna na Kaukazie lub czy Łukaszenko łaskawie odda władzę, czy będzie rządził do końca życia (co w świetle losu, który spotkał Kadafigę może być krótszym okresem niż by tego chciał).

Partnerstwo Wschodnie wydaje się być wręcz luksusem, na który obecnie nie można sobie pozwolić, przez co nieuchronnie zejść musi ono na dalszy plan. Nawet w naszym kraju, który był inicjatorem tego projektu, zainteresowanie całą sprawą jest niemalże żadne. W kampanii parlamentarnej rządząca partia nie chwaliła się sukcesami związanymi z Partnerstwem, zaś opozycja nie zarzucała popełnionych przy niej błędów, co stanowi jedynie dowód na to, że dla Polaków najważniejszy jest obecnie kryzys i jego implikacje dla standardów życiowych. Tym samym nasi rodacy osiągnęli wreszcie absolutną mentalną integrację z resztą UE – liczy się przede wszystkim to, żeby za miesiąc mieć pracę i być w stanie spłacić zaciągnięty kredyt, na resztę przyjdzie czas później.

Co więcej, przykład Grecji pokazał, że w przeciwieństwie do tego, czego spodziewała się stara Unia, nie wszystkie kraje grają fair. Grecy fałszowali swoje wyniki finansowe zgodnie z zasadą, że „jakoś to będzie”, przez co reszta Wspólnoty – z Niemcami i Francją na czele – musi ich teraz ratować, za co nagradzana jest kolejnymi strajkami i happeningami przyrównującymi kanclerz Niemiec do Adolfa Hitlera. W tych warunkach każdy kraj, który chciałby wstąpić do UE, będzie z pewnością dokładnie prześwietlany, żeby uniknąć podobnych błędów w przyszłości. Dodatkowo mogą zostać zaostrzone warunki ewentualnej akcesji. Ostatecznie nie można zapominać, że z każdym miesiącem Unia staje się klubem, do którego coraz mniej opłaca się należeć. Strefa euro już bywa ogłaszana porażką, co z czasem może być metką, która przylgnie do całej Wspólnoty.

Podsumowując, Partnerstwo Wschodnie, mimo niewątpliwie słusznej idei, która za nim stoi, w dzisiejszych warunkach musi zakończyć się fiaskiem. Unia Europejska jest obecnie w sytuacji podobnej do bankrutującej firmy i ciężko się po jej członkach spodziewać, żeby myśleli o ekspansji. Co gorsza, problemy Partnerstwa Wschodniego są symptomem poważniejszych problemów nękańcych zjednoczoną Europę – w momencie kryzysu więzi łączące poszczególne kraje trzeszczą, a jedyne, co utrzymuje je razem, to wspólny interes, którym w tym wypadku jest uniknięcie szkód, jakie spowodowałby upadek Grecji czy innego państwa z grupy PIIGS. Nic więc dziwnego, że nowi członkowie wolą zastanowić się dwukrotnie, zanim w ogóle wejdą na ścieżkę integracji. ■

Aktualnie możemy obserwować odwrót od ryzykownych aktywów. Inwestorzy coraz chętniej sięgają po obligacje skarbowe, które wydają się być bezpieczniejsze. Instrumenty dłużne osiągnęły zawrotne ceny i tym samym ich rentowność plasuje się na najniższych poziomach od kilkadziesiąt lat. Z Grzegorzem Zatrzybem, głównym strategiem Skarbiec TFI, rozmawiamy o rynku długu, który zna on od podszewki. Grzegorz Zatrzyb rozpoczął swoją ścieżkę zawodową w 1991 r. od stanowiska dealera rynku pieniężnego, kolejno zajmując stanowiska menedżerskie w czołowych instytucjach finansowych (TUIR Warta S.A., BRE Asset Management S.A., PTE Skarbiec - Emerytura S.A.).

Anna Patek: Co poleciłby Pan inwestorowi, który w natłoku informacji i pod presją ciągłych doniesień o recesji, kryzysie, krachu giełdowym, niewypłacalności strefy euro itp. zupełnie nie wie, jak zabezpieczyć swoje finanse?

Grzegorz Zatrzyb.: Zachować spokój. A poważnie, w takich sytuacjach należy przesunąć środki w stronę inwestycji obciążonych niższym ryzykiem. Obecna sytuacja makroekonomiczna stwarza akurat doskonałe warunki do inwestowania w obligacje. Z uwagi na wejście globalnej gospodarki w fazę spowolnienia należy oczekiwać obniżek stóp procentowych, tam, gdzie to jest jeszcze oczywiście możliwe. Także przepływy kapitału będą sprzyjały obligacjom. Obligacje pozwolą więc nie tylko ochronić wartość kapitału, ale także mogą przynieść niezłą stopę zwrotu. W szczególności dotyczy to polskich obligacji skarbowych.

A.P.: Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich i brytyjskich wynosi kolejno 2,15 i 2,6 proc, rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich oscyluje wokół 2,2 proc. Co stoi za tak niskimi rentownościami, a tym samym – wysokimi cenami instrumentów dłużnych?

G.Z.: Odpowiedź jest prosta: popyt. Turbulencje na światowych rynkach spowodowały odpływ kapitału do bezpiecznych instrumentów, a za takie uważane są wspomniane obligacje. Nie bez znaczenia są tu także ogromne zakupy obligacji skarbowych prowadzone przez banki centralne w ramach podtrzymywania płynności systemów bankowych.

A.P.: Nie od dziś wiadomo, że rynki w dużej mierze sterowane są emocjami, a chciwość i strach najsilniej oddziałują na decyzje inwestorów. Czy można rozpatrywać aktualną sytuację na rynku długu przez pryzmat psycho-



**Z ANALITYKIEM
PRZY KAWIE**

logii inwestowania?

G.Z.: Rzeczywiście, w sytuacjach takich jak obecna, kiedy nad rynkami wisi ogromne ryzyko, niektórzy ich uczestnicy mają tendencję do podejmowania decyzji pod wpływem emocji. To dotyczy jednak raczej inwestorów indywidualnych. Inwestorzy instytucjonalni zachowują się w większości racjonalnie, co jest także wymuszane pewnymi mechanizmami i prawami ekonomicznymi.

A.P.: Jak wygląda proces zarządzania funduszami dłużnymi? Jakże czynniki najsilniej determinują decyzje zarządzającego?

G.Z.: Skupię się raczej na czynnikach, opisywanie samego procesu zanudziłoby czytelnika. W przypadku funduszy dłużnych kluczową rolę odgrywają czynniki makroekonomiczne, jako że one decydują o poziomie stóp procentowych. Ważna jest także polityka gospodarcza, w szczególności decyzje banków centralnych. W przypadku polskiego rynku bardzo ważne są także zachowania inwestorów zagranicznych, którzy dysponują nieporównanie większymi środkami niż inwestorzy krajowi.

A.P.: Ostatnio na topie są obligacje korporacyjne. Oferują relatywnie wysokie stopy zwrotu przy mniejszym ryzyku aniżeli w przypadku inwestycji w akcje spółek. Na co należy zwracać uwagę przy zakupie tego typu instrumentów?

G.Z.: Tu wskazana jest najwyższa ostrożność. Musimy pamiętać, że im wyższa rentowność, tym większe prawdopodobieństwo bankructwa emitenta takiej obligacji. Z tego względu tak naprawdę należy dokonać dokładnej analizy finansowej takiego podmiotu, o nieco innym profilu niż analiza akcji, ale podobnie szczegółowej. Nie jest to raczej zadanie, któremu może sprostać przeciętny indywidualny inwestor. Ponadto dochodzą tu problemy z płynnością, nawet w przypadku papierów notowanych na rynku Catalist. ■





CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

W październiku giełdami rządzą politycy

PIOTR KUCZYŃSKI

W poprzednim komentarzu pisałem, że jest tylko jedno wyjście z błędnego koła, w którym znalazła się Europa. Trzeba dać Grecji upaść (zrestrukturizować dług) i wnieść naokoło Hiszpanii i Włoch mur obronny w postaci potrojonego funduszu EFSF (z 440 mld euro na ponad 1,3 bln euro). Pisałem też, że jeśli politycy nie podejmą takich decyzji, to czekać nas będą dalsze przeceny (być może z chwilową przerwą po uratowaniu Grecji). Okazało się, że dług nie trzeba było czekać.

W końcu września, po szczycie MFW (skończył się 24 września) pojawił się w brytyjskim „The Telegraph” bardzo ciekawy artykuł, którego autor twierdził, że liderzy wcześniej kończącego się szczytu G-20 zadecydowali o rozwiązaniu do następnego szczytu (4 listopada) problemu zadłużenia krajów PIIGS. Miałby to być plan z trzema filarami. Pierwszym filarem byłoby pilne dokapitalizowanie banków europejskich (za pomocą funduszy zarówno prywatnych, jak i państwowych). Drugim filarem byłoby zlewarowanie europejskiego funduszu pomocowego (EFSF),

czyli stworzenie nawet dwubilionowego muru naokoło Hiszpanii i Włoch. Trzecim filarem byłaby upadłość Grecji. Upadłość rozumiana jako restrukturyzacja długu, czyli w tym przypadku po prostu redukcja długów o na przykład 50 – 60 procent.

Okazało się, że dziennikarze mieli rację. Taki właśnie plan opracowywany był przez cały październik. Czekanie na jego materializację z założenia musiało bykom pomagać. Nic więc dziwnego, że indeksy rosły jak na drożdżach, a euro zyskiwało w stosunku do dolara. Bardzo pomagało też to, że w październiku rozpoczął się czwarty kwartał. Fundusze po fatalnym trzecim kwartale bardzo chciały dobrze zakończyć rok.

W końcu października kolejne szczyty europejskich polityków wypracowały konsensus. Zgodzono się, że kapitały banków mają wzrosnąć do współczynnika Tier 1 (ważone ryzykiem aktywa/specjalnie liczony kapitał banku) w wysokości 9 proc. Banki muszą szukać kapitału w kolejności: u inwestorów prywatnych, w państwach, w funduszu ESFS. Zgodzono się też, że konieczne będzie poniesienie większych niż zakładane 21 procent strat na greckich ob-

ligacjach. Ustalono „dobrowolną redukcję” o 50 procent.

Najważniejsza sprawa, czyli zlewarowanie EFSF, nie doczekała się rozstrzygnięcia. Fundusz EFSF ma być zlewarowany do 1 biliona euro (to niewiele jak na obronę Włoch i Hiszpanii). Metodą zlewarowania ma być ubezpieczanie zakupu obligacji lub/i utworzenie spółki celowej, która zbierałaby fundusze na ten cel. Prezydent Sarkozy obiecał podjęcie rozmów z Chinami na temat udziału w tej spółce. Szczegóły techniczne zlewarowania EFSF mają być ustalone ... do końca listopada. A przecież to, jak będzie działał EFSF, jest najważniejsze.

Podsumowując: dwa filary planu (redukcje długu Grecji i dokapitalizowanie banków) zostały uzgodnione tak, jak powinny być uzgodnione. Uważam, że zlewarowanie EFSF jest za małe, a jego sposób bardzo mglisty. Nie jest jednak ważne, co ja uważam, tylko to, jak odbiorą to rynki. Po ogłoszeniu porozumienia na rynku walutowym i akcji zapanował potężny optymizm.

Takie wytyczenie mapy drogowej może na pewien czas uspokoić rynki. Przypominam jednak o tym, o czym już wielokrotnie wcześniej ostrzegałem: uspieni sukcesem (zwywkami na rynkach) politycy mogą znacznie zwolnić marsz po wytyczonej przez tę mapę drodze. To zaś doprowadzi z całą pewnością do katastrofy, tyle że może dopiero w przyszłym roku i po hosię kończącej ten rok. Jeśli bardzo szybko fundusz EFSF nie zostanie zlewarowany, to rynki zaatakują Hiszpanię i Włochy.

Jeśli zakłada się (a ja tak zakładam), że trwa walka dolara z euro, to obniżenie we właściwym momencie ratingu Francji wbi je ostatni gwóźdź do europejskiej trumny. Niedawno agencja ratingowa Standard&Poor's ostrzegła, że będzie rozważała obniżkę ratingu wielu krajów strefy euro o jeden lub dwa poziomy. Chodzi o Hiszpanię, Włochy, Irlandię i Portugalię oraz Francję. W tym gronie szczególnym zagrożeniem jest Francja. Co prawda rynki ostatnio lekceważą decyzje agencji ratingowych, ale jeśli sytuacja się na nich pogorszy, to strach powróci. Trzeba o tym pamiętać.

Mam nadzieję, że politycy o zagrożeniach wiedzą i będą działali bardzo szybko (jest z tym jednak problem). I jeszcze mały aneks: nawet zwielokrotnienie siły uderzeniowej EFSF nie zapewni zakończenia kryzysu. Zapewni tylko odroczenie kolejnej fazy o rok czy dwa, ale to (jak pisał Rudyard Kipling) już zupełnie inna historia. ■

Czy insider trading powinien być zakazany?



O insider tradingu mówi się, gdy pewna osoba (insider) wykorzystuje posiadaną przez siebie informację, która nie jest powszechnie dostępna. Jest ona zatem uprzywilejowana względem innych inwestorów i przewagę tę może błyskawicznie przekuć w pewną korzyść. Co nader istotne, w przeciwieństwie do manipulantów dążących do zmiany kursu danego instrumentu finansowego, insider nie tworzy żadnego negatywnego zjawiska, a jedynie wykorzystuje na swoją korzyść już zaistniałą asymetrię informacyjną. Insider trading jest pojęciem nacechowanym negatywnie, ale nie wolno zaliczać do niego takich transakcji dokonywanych przez insiderów, które są już z prawem zgodne. Na wszystkich rozwiniętych rynkach finansowych insider trading jest zakazany, ponieważ godzi w jeden z fundamentów rynku kapitałowego, jakim jest powszechny i równy dostęp do informacji wszystkich jego uczestników.

CZESŁAW MARTYSZ

Przewaga informacyjna kluczem sukcesu

Przypadek 1: Henryk Owczarek, prezes giełdowej spółki SUWARY, tuż przed publikacją danych za II kwartał 2004 roku kupił na swoje własne konto 20 000 akcji tej spółki. W ciągu dwóch dni kurs wzrósł o prawie 50%, a kupiony pakiet akcji przyniósł blisko 200 000 złotych zysku. Kiedy sprawa wyszła na jaw, oskarżony tłumaczył się „zbiegiem okoliczności” i zapewnił, że kupionych akcji nie zamierza sprzedawać. 8 marca 2005 roku KPWiG nałożyła na prezesa karę 100 000 złotych grzywny, co było wyrokiem bezprecedensowym w historii giełdy warszawskiej.

Przypadek 2: 18 czerwca 1815 roku miała miejsce bitwa pod Waterloo, w której wojska brytyjsko-pruskie pod wodzą Wellingtona pokonały armię napoleońską. Tuż po bitwie gołąb pocztowy nowinę o zwycięstwie dostarczył osiadłemu

w Wielkiej Brytanii bankierowi Nathanowi Rothschildowi. Żydowski bankier sprzedał dużą liczbę obligacji rządu brytyjskiego, nadając temu spory rozgłos i powodując panikę na rynku. W pewnym momencie odkupił tanio obligacje i gdy wieść o klęsce francuskiego cesarza stała się powszechnie znana, zarobił fortunę.

Przypadek 3: W początkowym okresie działania giełdy pewien makler publicysta zaczął publikować w prasie analizy po każdej sesji giełdowej⁴. Posługując się własnym wskaźnikiem i używając sugestywnych wyrażen („najatrakcyjniej wyglądają”, „największe szanse ma”) wskazywał te spółki, które miały niebawem urosnąć. Sam po publikacji swoich analiz wystawiał zlecenia sprzedaży tych samych spółek i zgarniał niezły zysk. Prokuratura po długotrwałym śledztwie uznała analizy za nierzetelne a makler-publicysta trafił do sądu.

3. Tamże.

4. Chodzi tutaj o Krzysztofa D., dziennikarza Gazy Giełdowej oraz Nowej Europy, śledztwo prowadziła wówczas Prokuratura Wojewódzka w Warszawie (sygn. V Ds. 267/94).

We wszystkich przypadkach główni bohaterowie uzyskali **przewagę informacyjną** (choć nasz makler-publicysta stworzył ją niejako sam) nad pozostałymi uczestnikami rynku, dzięki czemu osiągnęli korzyść finansową. Patrząc z perspektywy dzisiejszych przepisów, postąpili wbrew zasadom rynku i w sposób społecznie szkodliwy, ale właściwie dlaczego?

Szeregując powyższe przykłady pod kątem uczciwości względem pozostałych inwestorów, należałoby uznać maklera-publicystę za osobę dokonującą czynów powszechnie uznanych za nieakceptowane. Poprzez scalping, bo tak właśnie nazywa się ta manipulacja, postępując wbrew etyce zawodowej, namawiał innych do wątpliwych inwestycji, wobec czego jego wina wydaje się być potwierdzona. Nathan Rothschild nie rozpowszechniał nieprawdziwych informacji, choć ostentacyjnie przeprowadzona sprzedaż obligacji była zabiegiem celowym służącym zmyleniu innych. Będąc ówczesnym „guru”, wiedział, że jego inwestycje będzie kopiować rzesza naśladowców. Ocena jego winy wydaje się być jednak problematyczna. Z kolei Henryk Owczarek nikogo nie informował. Warunkiem „sukcesu” było po prostu kupienie akcji w obliczu pewnych zysków, a nie przekonanie w żaden sposób innych do swoich racji. Prezes SUWARÓW został jednak skarcony, bo nie „podzielił się z rynkiem” dobrymi informacjami o swojej spółce i to była jego jedyna wina.

Racjonalny, choć zakazany

Według norm etycznych insider trading nie jest działaniem niemoralnym, ponieważ nie ma takiej zasady, która każe dzielić się nam z innymi tymi informacjami, które mogą nam przynieść pewną korzyść. Źródeł zakazu insider tradingu należy bowiem szukać nie w racjonalności, lecz w moralności. Traktując tę kwestię nieco humorystycznie, wyobraźmy sobie pewną atrakcyjną dziewczynę, która właśnie wprowadza się do nowego mieszkania. Pewien mężczyzna mieszkający od dawna w okolicy spostrzega piękną blondwłosą dziewczynę podczas przeprowadzki. Szybko decyduje się rozpocząć znajomość, wiedząc o kilku sąsiadach z klatki obok, którzy również nie pozostaliby becznymi. Czy uczynił coś złego, nie obwieszając innym o jej przybyciu? Taki chwalebny akt dobroczynności nie powinien być wymuszany przez prawo, ponieważ pomaganie innym to cnota, która powinna wynikać z wykonania takiego uczynku w sposób nieprzymuszony⁶. Penalizacja insider tradingu może zatem wynikać z dążeń do rozładowywania napięć społecznych, nasilających się szczególnie w okresach bessy.

Analiza ekonomiczna pozwala wysunąć kilka argumentów pochwalających legalizację insider tradingu. Insider trading „przyspiesza” proces tworzenia się ceny równowagi, tj. ceny dyskontującej wszystkie informacje na rynku

1. Prezes skorzystał i ... stracił, Parkiet, 09.03.2005.

2. J. W. Wójcik, Oszustwa Finansowe, JWW, Warszawa 2008,

5. T. R. Machan, J.E. Cheshier, A primer on business ethics, Rowman & Littlefield Publishers, 2002.

6. M. Bitner, Insider trading – z czym tak naprawdę walczymy?, Parkiet, 17.11.2009.

(zgodnie z teorią rynków efektywnych), polepszając **efektywność alokacji kapitału**⁷. Innymi słowy, reakcja cenowa w przypadku „nowych informacji” byłaby mniej gwałtowna – osoby wtajemniczone, zawierając odpowiednie transakcje, odegrałyby tu rolę arbitrażystów. Wy mierną korzyścią byłoby uniknięcie skutków spektakularnych ataków podaży (np. ENRON) lub popytu (np. A.D. Drągowski) i możliwość lepszego „prognozowania” cen. Inwestorzy chętniej kupowaliby akcje, nie bojąc się ujawnienia zniecka zatrważającej ich tajnej informacji. Przykładowo, zgodnie z zasadami obrotu giełdowego, na polskiej giełdzie publikacja raportów okresowych dla spółek notowanych w sposób ciągle dopuszczalna jest wyłącznie przed i po sesji - możliwość zarobienia na takiej informacji jest dla „uczciwego” inwestora z technicznego punktu widzenia znikoma, ponieważ kurs następnego dnia z dużym prawdopodobieństwem otworzy się wysoką luką, tj. kilkadziesiąt punktów powyżej / poniżej kursu zamknięcia.

Nieuczciwa motywacja pracowników?

Za legalizacją insider tradingu przemawia również teza, że byłby on doskonałym bodźcem dla pracowników i kierownictwa spółki, stając swoisty bonus za zaangażowanie i pracę dla dobra przedsiębiorstwa. Zgodnie z **teorią przełożonego-agenta**, współcześnie następuje rozdział kontroli i własności nad spółką. Powstaje potrzeba tworzenia czynników stymulujących efektywność zarządzających, do których insider trading bezapelacyjnie należy⁸. Pracownik firmy posiadający jej akcje powinien być zmotywowany do wyteżonej pracy, bo jej efekty znalazłyby odzwierciedlenie we wzroście wartości przedsiębiorstwa i cen jej akcji.

W warunkach dopuszczalnej krótkiej sprzedaży (pozwalająca zarabiać na spadkach) natychmiast pojawia się obawa, że działania insidera nie będą już miały na uwadze dobra firmy, lecz wyłącznie powodzenie jego prywatnych transakcji. Powód jest prosty – znacznie łatwiej jest wywołać spadek niż wzrost cen akcji. Ale i tutaj zasadniczym kontrargumentem jest długoterminowa nieopłacalność manipulacji akcjami własnej spółki, porównywalna do „odcinania gałęzi, na której się siedzi”. Manipulacja prowadzi bowiem do zachwiania mechanizmu kształtowania cen, mających przecież odzwierciedlać bieżącą wartość spółki. Insider-manipulant nie dość, że niszczy bezpośrednie efekty swojej pracy, to dodatkowo naraża się akcjonariuszom, ryzykując utratę posady i wiarygodności. Manipulacja polegająca na celowym wywołaniu spadków cen akcji własnej spółki nie może zatem stanowić systemu zachęt dla zarządzających, natomiast możliwość kupowania akcji w momencie ich niedowartościowania już tak. Z drugiej strony, jak pokazują badania przeprowadzone w USA, pracownicy spółki posiadający instrumenty pochodne (oparte o ceny akcji

spółki) są silnie zmotywowani do dokonywania manipulacji ceną instrumentu bazowego⁹.

Wracając do przykładu pewnej blondynki, trzeba zauważyć, że nikt nie zmusił nas do podzielenia się informacją o jej przyjeździe, ale wcześniej nie powstała tutaj również żadna więź między mężczyzną a jego sąsiadami. W przypadku przedsiębiorstwa jest nieco inaczej, bowiem akcjonariusze początkowo, np. kupując akcje w ofercie pierwotnej, oddali swój kapitał przedsiębiorstwu i w zamian oczekują rzetelności i uczciwości ze strony emitenta. Ryzyko niesione przez inwestycję w daną spółkę powinno być całkowicie rozpoznane, czemu służyć ma wypełnianie obowiązku informacyjnego. Zmienność cen zależy od oczekiwań inwestorów, a te z kolei są kształtowane dzięki napływającym do nich informacjom. Z tego wynika, że ograniczenie kręgu osób mających dostęp do informacji o spółce doprowadzi do zniekształcenia ceny jej akcji¹⁰.

Walka z wiatrakami?

Sensowność legalizacji insider tradingu można także rozpatrywać w kontekście kosztów jego przeciwdziałania. Jeżeli w pewnej firmie zastosujemy tzw. mechanizm negatywnej selekcji, polegający na dodatkowym wynagradzaniu części menedżerów w zamian za powstrzymanie się od wykorzystywania tajnych informacji, z pewnością znajdą się osobnicy łasi na pokusę osiągnięcia dodatkowego zysku. Koszty utrzymania nieuczciwych menedżerów staną się zbyt wysokie, a ponieważ nie będzie można ich łatwo zidentyfikować - wyjściem będzie obniżenie pensji wszystkim bez wyjątku¹¹. Jedynym rozwiązaniem wydaje się wprowadzenie zakazu insider tradingu na poziomie całego rynku i tak też się stało.

Widząc spektakularne akcje aresztowań

9. J. M. Vanden, *Digital Contracts and Price Manipulation, The Journal of Business, Chicago, IX 2005*.
10. M. Gimnich, *Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen - Bestandsaufnahme und Ausblick nach der Marktmissbrauchsrichtlinie und dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln, Köln 2007*.

11. M. Bitner, *op. cit.*



Przestępczość giełdowa to działalność związana z instrumentami finansowymi, która, stojąc w sprzeczności z prawem, może generować straty dla uczestników rynku. Podzielić ją można na trzy grupy: insider trading, manipulacje kursami oraz pozostałe przestępstwa. Według prawa polskiego za insider trading rozumieć należy bezpodstawne ujawnianie lub wykorzystywanie informacji poufnych i tajemnicy zawodowej w obrocie papierami wartościowymi¹. W istocie pojęcia te krzyżują się, ponieważ treści stanowiące informację poufną są także tajemnicą zawodową i odwrotnie². Informacją poufną jest precyzyjna informacja dotycząca emitenta instrumentów finansowych, która nie była przekazana do publicznej wiadomości, ale po jej ujawnieniu mogłaby znacząco wpłynąć na cenę danego waloru. Tajemnica zawodowa to informacja uzyskana w trakcie czynności służbowych w ramach stosunku pracy. W głównej mierze chodzi tu np. o chronione prawem dane osobowe strony umowy, treść tej umowy czy opis sytuacji majątkowej. Wykorzystywać tajemnicę zawodową mogą choćby maklerzy podglądający rachunki swych klientów.

1. artykuły 147-161 oraz 172-184 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.
2. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003.

dokonywane przez amerykański nadzór (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) i poprzedzające je prowadzone akcje podsłuchowe poprzedzone donosami (w USA „donosiciel” otrzymuje 10% zasądzonej insiderowi kary), wielu z nas przypomina się orwellowski świat Wielkiego Brata. Pomimo takiej wręcz psychozy i armii ludzi walczących z „nieuczciwością”, insider tradingu nigdy nie uda się ostatecznie wyeliminować. Jak przykładowo można udowodnić komuś, że nie kupił lub nie sprzedał akcji, i że jego bierność wynikała z posiadania tajnych informacji? Jak znaleźć takich inwestorów, którzy mimo pewnej przewagi informacyjnej ponieśli jednak straty?

Amerykańskie przepisy są bardziej restrykcyjne od polskich, ponieważ zaliczający się do insiderów posiadacze co najmniej 10% kapitału mają silnie ograniczone prawa do zawierania transakcji. Efektem jest znaczne rozdrobnienie akcjonariatu, ponieważ nikt nie chce wiązać sobie rąk walorami, których nagła sprzedaż byłaby przestępstwem. Taka regulacja sprzyja niestety osłabieniu kontroli nad spółką i kształtuje nieuczciwe zachowania kadry zarządzającej. Powszechne dziś i dość radykalne ograniczenie insiderom swobody do zawierania transakcji, związane chociażby ze wspomnianymi już okresami zamkniętymi, stawia tę grupę inwestorów w dużo gorszej pozycji wyjściowej.

Podsumowanie tego tekstu wypada jednak na korzyść przynajmniej częściowej legalizacji insider tradingu. Ze względu na niemożność 100-procentowej eliminacji tego zjawiska, angażowanie publicznych pieniędzy w skomplikowany aparat kontroli wydaje się alegoryczną walką z wiatrakami. Wartościowanie insider tradingu zależeć powinno również od zamiarów i „przekonań” samego insidera. Z jednej strony kupno akcji poparte przeświadczeniem o ich niedowartościowaniu będzie postrzegane pozytywnie, stanowiąc wyraźny sygnał kupna dla akcjonariuszy. Z drugiej strony handel akcjami mający na celu zmylenie akcjonariuszy, stworzenie „sztucznej ceny” i zgarnięcie premii manipulacyjnej, jest bardzo szkodliwy. ■

Idealny rachunek bankowy? Tani w utrzymaniu, funkcjonalny i z dobrą jakością obsługi. Rachunek taki będzie można z pewnością polecić znajomym. Prześwieltiliśmy zatem 28 banków i sprawdziliśmy, który spełni oczekiwania wymagającego Klienta. Wyniki zaskakują...

MATERIAŁ PRZYGOTOWANY
PRZEZ REDAKCJĘ MIESIĘCZNIKA TREND

Technika idzie szybko do przodu. Dziś większość podstawowych operacji bankowych można wykonać siedząc wygodnie w domowym fotelu. Dostęp do rachunku przez internet bezsprzecznie jest standardem. Za kilka lat standardem będzie zaciągnięcie pożyczki bez konieczności wizyty w placówce. Zresztą już dziś oferuje to kilka banków. Trochę później zapewne będzie można wyklikać kredyt hipoteczny. Wydawać się może, że relacje Klient – Doradca powoli zanikają, nic jednak bardziej mylnego. Fakt, internetowy rachunek jest zazwyczaj tani w użytkowaniu, niemniej cena w usługach finansowych nie jest jedynym wyznacznikiem. Klienci coraz częściej kierują się do placówki lub dzwonią na infolinię nie po to by zrobić przelew, a po to by uzyskać poradę. Stąd kompetencje pracowników i jakość obsługi są niezmiernie ważne.

Założeniem rankingu jest wybranie banku dla nowoczesnego klienta. Wykonuje on większość operacji przez internet, stąd ceni sobie jakość i funkcjonalność systemu transakcyjnego. Ponieważ nie angażuje pracowników do wykonywania operacji, wymaga aby rachunek nie był drogi w utrzymaniu. Nowoczesny klient doskonale wie, że nie jest ekspertem od bankowości i finansów. Zamiast sam podejmować trudne decyzje, woli pytać o radę ekspertów. Stąd wymaga aby bank umożliwiał mu szybki kontakt z pracownikiem z najbliższej placówki lub na infolinii. Oczywiście pracownicy ci muszą być kompetentni, inaczej trudno byłoby uważać ich za ekspertów w swojej dziedzinie. Dla takiego właśnie przysłowiowego Kowalskiego powstał nasz ranking.

Oczekiwania klienta wobec banku podzieliśmy na trzy kategorie: kosztową, jakościową oraz funkcjonalną. Ranking kosztowy prezen-

tuje banki, którym przysłowiowy Kowalski zapłaciłby najmniej za korzystanie przez rok z rachunku. Wyniki zaskoczyły, nawet bardzo. Okazuje się, że na rynku jest bardzo mało kont za zero. O ile bowiem darmowe przelewy są standardem, to już bezpłatne bankomaty niekoniecznie. Część z banków każe sobie płacić za zlecenia stałe czy sprawdzenie stanu konta w bankomacie. Jedynie kilka banków zaś nie pobierze opłaty za przyjęcie dyspozycji na wypadek śmierci. Stąd też, po podsumowaniu rocznych prowizji bankowych, negatywnie zaskoczył mBank (eKonto) i PKO BP (PKO Konto za Zero). Zwycięzcami zaś okazali się Deutsche Bank (dbNET), Eurobank (Konto online), ING Bank Śląski (Konto z Lwem Direct) i Kredyt Bank ze swoim Ekstrakontem Plus.

Niespodzianką są także wyniki w rankingu jakości obsługi. Badaliśmy tu zarówno kompetencje pracowników infolinii, jak i szybkość i merytorykę odpowiedzi na zapytania Klientów kierowane drogą mailową. Wygrało Inteligo (co ważne, nie tylko w tej kategorii!), gratulujemy. Niewiele gorzej wypadły w naszym rankingu mBank, Meritum Bank oraz

Jak przygotowaliśmy ranking?

Dokładnie prześwietliliśmy 28 polskich banków posiadających ofertę dla klienta indywidualnego. Niezbędne do oceny informacje pochodzą bezpośrednio od banków (część z nich wypełniła specjalne formularze), z ich stron internetowych oraz oficjalnych dokumentów (m. in. taryfy prowizji i opłat oraz regulaminy). Przeprowadziliśmy także audyty telefoniczne oraz mailowe. W razie wątpliwości, uzyskiwane informacje były dodatkowo weryfikowane w innych źródłach. Zebrane dane podzieliśmy na trzy kategorie: kosztową, jakościową oraz funkcjonalną. Wyniki uzyskane w poszczególnych kategoriach miały wpływ na pozycję w rankingu głównym. Zebrane dane są aktualne na początek października 2011 roku.

Polbank. mBank ponadto okazał się bankiem, którego pracownicy najszybciej odpowiadają na pytania klientów wysyłane pocztą elektroniczną – na szybką odpowiedź można liczyć także w weekend. Klient Inteligo zaś najmniej czasu spędzi na infolinii, czas oczekiwania na połączenie jest bardzo krótki a pracownicy bardzo dobrze wyszkoleni, szybko odpowiadają na nawet trudne i niestandardowe pytania.

Ostatni ranking dotyczy jakości i funkcjonalności internetowych systemów transakcyjnych. Nowoczesny klient chciałby jak najmniej czasu spędzać w placówkach i na infolinii. Szuka zatem banku, który udostępni mu platformę pozwalającą wykonywać zarówno wszystkie podstawowe operacje, ale także te bardziej skomplikowane. Zaletą będzie zatem poczta wewnętrzna, chat lub video-chat z pracownikiem banku, integracja z platformą obsługującą fundusze inwestycyjne i rachunek maklerski czy też możliwość sprawdzenia raportu BIK w kilka minut. Coraz więcej banków spełnia te wymagania, konkurencja była zatem spora.

Zwycięzcą naszego rankingu nowoczesnego banku dla klienta indywidualnego został ING Bank Śląski. Bank ten nie zajął pierwszego miejsca w żadnej z analizowanych przez nas kategorii. Jednakże dzięki temu że w każdej z nich należał do czołówki, w rankingu głównym okazał się najlepszy. Jest zatem idealnym przykładem na to, że nie zawsze należy być najlepszym w każdej dziedzinie by ogólnie wygrywać. Nie należy skupiać się jedynie na wybranych obszarach działalności bankowej. Sukces zapewnić może bowiem trzymanie trzymanie wysokiego poziomu w każdym z nich. I taki jest ING Bank Śląski. Posiada nie tylko bardzo funkcjonalny internetowy system transakcyjny i tani w użytkowaniu rachunek osobisty (Konto z Lwem Direct), ale także reprezentuje bardzo dobrą jakość obsługi Klienta.

Drugie miejsce zajął Meritum Bank, co jest sporą niespodzianką. Jest to stosunkowo młoda marka na polskim rynku finansowym, po takich zaś nie oczekuje się królowania w rankingach. Małe banki zazwyczaj konkurują cenowo, wprowadzając do oferty bezpłatne rachunki osobiste i tanie kredyty. Meritum Bank z Kontem Zarabiającym zajął zaś dopiero 10-te miejsce w kategorii kosztowej. Drugie miejsce w rankingu głównym jest zaś przede wszystkim zasługą dobrej jakości obsługi oraz jednego z najbardziej funkcjonalnych systemów transakcyjnych na polskim rynku.

Różnica między pierwszym i drugim miejscem rankingu okazała się minimalna. Trochę dalej uplasowała się kolejna trójka - Eurobank, Citi Handlowy i Deutsche Bank. Eurobank kiepsko poradził sobie w kategorii funkcjonalnej, ale dzięki niskim kosztom prowadzenia rachunku (Konto online) oraz przyswoitej jakości obsługi sumarycznie zajął trzecie miejsce. Citi Handlowy zaś nie poradził sobie w kategorii jakości obsługi. Uzyskany wynik jest zasługą dużej funkcjonalności systemu transakcyjnego, jak i niskich kosztów posiadania rachunku. Deutsche Bank zaś ma do zaoferowania najtańszy rachunek na rynku (dbNET) i jednych z najlepszych pracowników na rynku. Wiele do życzenia pozostawia zaś samo użytkowanie konta. Niemniej klienci, którzy wykonują jedynie podstawowe operacje bankowe, będą w pełni usatysfakcjonowani ofertą Deutsche Banku.

W rankingu głównym rozczarowało Inteligo. Zajął pierwsze miejsca w kategoriach kosztowej i jakości obsługi, ale niestety, przez wysokie koszty funkcjonowania rachunku, ogółem uplasowało się dopiero na 9-tej pozy-

cji. Warto jednak zaznaczyć, że niska pozycja jest głównie spowodowana pobieraniem przez bank opłat za korzystanie z „obcych” bankomatów. Klienci, którym wystarczy sieć bezpłatnych maszyn oferowana przez bank, powinni być w pełni usatysfakcjonowani z jego usług. Rozczarował także MultiBank. Podobnie jak Inteligo, dobrze wypadł w rankingach, niemniej koszt prowadzenia rachunku (Multi-Konto ja) okazał się zdecydowanie wyższy niż u konkurencji.

Co banki powinny zmienić aby lepiej spełniać oczekiwania klientów? Przede wszystkim powinny otworzyć się na mniej standardowe formy komunikacji. Sama infolinia bowiem nie wystarczy. Skype, chat, czy nawet video-chat powinny odgrywać w komunikacji większą rolę. Podobnie poczta elektroniczna, która ponadto ma tę zaletę, że przygotowując odpowiedź na maila pracownik banku może się dokładnie zastanowić nad jego treścią. Dziwią zatem wyniki uzyskane w tym obszarze przez niektóre banki. Miejmy jednak nadzieję, że w przyszłości ulegną one poprawie. Banki mogłyby także popracować nad komunikowaniem czasu oczekiwania na połączenie z konsultantem na infolinii. Klient, który czeka 10 minut na linii nie wie bowiem czy system się zawiesił, czy też faktycznie musi jeszcze czekać (i jak długo). Klienci coraz częściej wybierają rachunki internetowe. Instytucje zatem już nie tylko powinny, ale i muszą stale zwiększać funkcjonalność systemów transakcyjnych. Różnica między najlepszymi i najgorszymi w tym obszarze bankami jest jednak bardzo duża.

Nowoczesny bank dla klienta indywidualnego – wyniki rankingu

Miejsce	Bank	Rachunek	Jakość	Koszty	Funkcjonalność	Suma
1	ING Bank Śląski	Konto z Lwem Direct	45,60	72,51	37,50	155,61
2	Meritum Bank	Konto Zarabiające	50,40	60,53	44,00	154,93
3	Eurobank	Konto online	44,40	78,00	26,50	148,90
4	Citi Handlowy	CitiKonto Direct	42,00	70,01	36,00	148,01
5	Deutsche Bank	dbNET	46,80	80,00	19,50	146,30
6	Bank Millennium	Dobre Konto	42,60	64,52	27,00	134,12
7	Alior Bank	Konto osobiste	43,20	48,04	39,50	130,74
8	Kredyt Bank	Ekstrakonto Plus	33,60	72,51	24,50	130,61
9	Inteligo	Konto Inteligo	52,20	28,51	47,00	127,71
10	Raiffeisen Bank	Konto osobiste Comfort Direct	40,20	57,53	27,50	125,23
11	mBank	eKONTO	50,40	27,82	44,50	122,72
12	BOŚ Bank	e-Konto	30,00	65,02	27,50	122,52
13	Bank Zachodni WBK	Konto Wydajesz & Zarabiasz	43,20	32,67	38,50	114,37
14	Bank BPH	Konto Sezam Direct	28,80	47,43	34,50	110,73
15	MultiBank	MultiKonto ja	44,40	20,27	44,50	109,17

Pozostałe banki objęte badaniem: Getin Online (Konto swobodne), Nordea (Nordea Spektrum), Bank BGŻ (Konto Plus), Getin Bank (Konto Uniwersalne Plus), PKO BP (PKO Konto za Zero), Toyota Bank (Konto osobiste), Polbank EFG (Mistrzowskie Konto Osobiste), Bank Pekao (Eurokonto Net), Credit Agricole (1 Konto), Volkswagen Bank direct (Konto e-direct Standard), Bank Poczty (Pocztowe Konto Standard), BNP Paribas (Konto z pakietem L), INVEST-BANK (Invest-Konto LIDER)



Jakość obsługi przede wszystkim

Klient zadowolony poleci ofertę znajomym, niezadowolony zaś skutecznie zniechęci do skorzystania z niej. Tę prawdę doskonale znają banki, są bowiem instytucjami zaufania publicznego. Wyniki naszego rankingu są jednoznaczne – banki bardzo dużo pracy wkładają w zapewnienie wysokiego poziomu jakości obsługi klienta.

Reputacja w bankowości odgrywa niezmierznie ważną rolę. Łatwo można ją utracić, odbudować zaś bardzo trudno. Szczególnie w czasach, gdy informacje o wypadkach poszczególnych instytucji rozchodzą się w internecie z prędkością światła. Przekonać się mogą o tym ci, którzy nie zawsze oferowali najlepszą jakość swoich usług. Do dziś panuje przekonanie, że na połączenie z konsultantem infolinii mBanku czeka się bardzo długo a umiejętności pracowników i ich chęć pomocy klientom nie są pierwszorzędowe. Przekonanie to jest zdecydowanie błędne, mBank okazał się bowiem w kategorii jakości obsługi jednym z liderów naszego rankingu. Warto zatem zapoznać się z poniższymi wynikami i skończyć ze stereotypami.

Kowalski z rachunku korzysta głównie przez internet. Czasem jednak dzwoni na infolinię lub udaje się do placówki by zasięgnąć rady od kompetentnej osoby. Wybranie się do placówki wymaga zazwyczaj trochę wolnego czasu, Kowalski nie zawsze go ma. Wymaga zatem by bank umożliwiał mu także kontakt mailowy z pracownikami, jeśli nie placówki to przynajmniej infolinii. W teorii te trzy formy komunikacji nie powinny sprawiać instytucjom finansowym problemów, w praktyce różnie z tym bywa.

Jakość obsługi w polskich bankach sprawdziiliśmy bardzo dokładnie. Do banków kierowane były zapytania od potencjalnych klientów. Mierzyliliśmy m. in. czas oczekiwania na połączenie z konsultantem, czas samej odpowiedzi oraz kompetencje pracowników. Sprawdziliśmy jak banki odpowiadają na zapytania klientów kierowane drogą mailową oraz czy łatwo skontaktować się z pracownikiem najbliższej placówki. Czynnności powtarzane były kilkakrotnie by maksymalnie wyeliminować ryzyko błędu. Uzyskane wyniki zaskakują. Liderem jakości jest Inteligo. Gratulujemy, wynik ten nie było łatwo osiągnąć. A Inteligo okazało się najlepsze praktycznie pod każdym względem. Niemniej zaczniemy od mniej przyjemnych rzeczy.

W dzisiejszych czasach poczta elektroniczna jest jedną z podstawowych metod komunikowania się, także z klientami. Niezrozumiały jest zatem fakt, że nie wszystkie banki o tym wiedzą. Jeśli już zaś kontaktowy adres e-mail jest podawany, to warto byłoby odpowiadać na wysyłane zapytania. Niestety 20 proc. potencjalnych klientów najpewniej poszuka innego banku, tyle bowiem odpowiedzi nie nadeszło. Część z banków zamiast adresu e-mail dla klientów umieszcza na stronie internetowej formularz kontaktowy. Zapewne z oba-

wy przed SPAMem. Cóż, są banki które sobie z tym radzą. Tylko dlaczego by zadać pytanie poprzez taki formularz należy wyrazić zgodę na przetwarzanie danych osobowych w celach marketingowych? Tak jest chociażby w Banku Millennium, Inteligo oraz Raiffeisenie. Świadomy klient widząc taką konieczność może zrezygnować z zadania pytania, lub nawet poszukać innej instytucji. Wiedzą o tym w Banku BGŻ, Getin Banku a nawet w PKO BP – klient jest informowany, że podane dane posłużą jedynie do celu realizacji zgłoszenia. I to nasz nowoczesny Kowalski akceptował.

Kolejną rzeczą, która negatywnie odbiła się na pozycji niektórych banków w rankingu jest brak danych kontaktowych do placówek. Sam adres to zdecydowanie za mało. Dobrą praktyką jest umieszczenie mapy z zaznaczonymi miejscami lokalizacji placówek. Robi tak większość banków. Niemniej brak numeru telefonu jest niezrozumiały. Tym bardziej, że jak już klient trafi pod wskazany adres, pracownicy chętnie go podają. Dzwoniąc na infolinię także można otrzymać numer telefonu do placówki lub nawet bezpośrednio do Doradcy. Dlaczego zatem nie ma ich na stronach internetowych? Zupelną rzadkością jest natomiast umieszczanie adresów e-mail do placówek. Pod tym względem wyróżnia się mBank – adresy e-mail są i działają. Klient zatem nie będzie miał problemu by wieczorem po pracy wysłać zapytanie do placówki o możliwość zarezerwowania terminu spotkania na kolejny dzień.

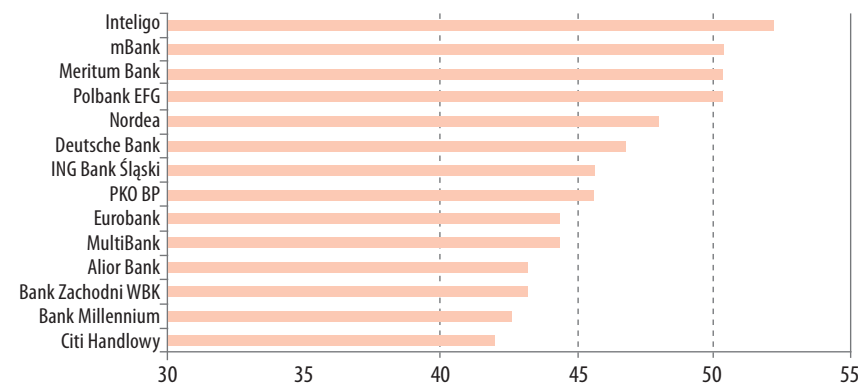
Zaskoczyły także niekiedy bardzo proste błędy pracowników odpowiedzialnych za odpowiedzi na zapytania klientów kierowane drogą mailową. Jeśli bowiem klient pyta o dwie rzeczy, należałoby odpowiedzieć na nie obie a nie jedynie na pierwszą lub drugą. Początkowo wydawało się, że kiepski dzień musiał mieć pracownik jednego z banków, który odpowiedział klientowi krótko – proszę o zapoznanie się z regulaminem. I kropka. Ale to było jedynie początkowe wrażenie, później okazało się, że taki jest standard obsługi. Na kolejne zapy-

tania przychodziły odpowiedzi w stylu – proszę zadzwonić na infolinię, a jeśli już poruszane były kwestie merytoryczne, to z merytoryką nie miały dużo wspólnego. Na szczęście jedynie kilka banków ma problemy z komunikacją mailową. Najlepiej pod tym względem radziły sobie: Inteligo (lider rankingu w kategorii jakości obsługi), PKO BP (klienci otrzymują praktycznie idealne odpowiedzi) oraz mBank i MultiBank (oba z grupy BRE).

Ranking ma nagradzać najlepsze banki, stąd też szczególne uznanie należy się wspomnianemu PKO BP. Nie tylko za profesjonalizm w komunikacji mailowej. Wydawać by się bowiem mogło, że tak wielka instytucja będzie mieć problemy z zachowaniem odpowiedniej jakości obsługi klientów. Jest wręcz odwrotnie. W kategorii jakości obsługi PKO BP zajął 7 miejsce, niewiele jednak rzeczy należałoby poprawić by awansować do ścisłej czołówki. Merytorycznie pracownicy są dobrze przygotowani do pracy, jedyne co można by jeszcze poprawić to szybkość odpowiedzi na e-maile oraz czas oczekiwania na konsultanta infolinii. Jeśli zaś chodzi o infolinię to zaskoczył Alior Bank, którego średni czas oczekiwania na połączenie z konsultantem należy do najdłuższych na rynku. Niemniej bank informuje o powodzie takiego stanu rzeczy, co jest bardzo miłym akcentem. Sama rozmowa z pracownikiem zaś należała do tych przyjemniejszych.

Ranking w kategorii jakości obsługi wygrało Inteligo, za wszystko – kompetencje pracowników, szybkość a nawet przyjazność procedur. Nieznacznie gorzej uplasował się mBank, Meritum Bank i Polbank. mBank sporo pracy wkłada w zapewnienie klientom jakości obsługi na bardzo wysokim poziomie. Dość powiedzieć, że kompetentną odpowiedź na maila można otrzymać w kilkadziesiąt minut również w weekendowy wieczór. Dobry wynik Meritum Banku jest sporym zaskoczeniem. Bank ten bowiem dopiero zaczyna funkcjonować na szerszą skalę na polskim rynku finansowym. Może właśnie dlatego na połączenie z konsultantem infolinii praktycznie się nie czeka. Bardzo dobrze poradził sobie także Polbank. Warto byłoby zatem, aby po zmianach właścicielskich jakość została utrzymana na dotychczasowym lub nawet wyższym poziomie.

Zwycięskie rachunki w kategorii jakości obsługi (maksimum 60 pkt.)





Bezpłatne rachunki bankowe to mit

W chwili gdy banki zaczęły dokładniej badać potencjalnych kredytobiorców, na znaczeniu zyskały rachunki osobiste. To one dostarczają bowiem informacji dotyczących historii klienta, przede wszystkim dokładnych danych o jego dochodach i wydatkach. Rozpoczęła się zatem wojna marketingowa na RORy, oczywiście bezpłatne. Tyle że jak pokazują wyniki naszego rankingu, z tą bezpłatnością różnie bywa.

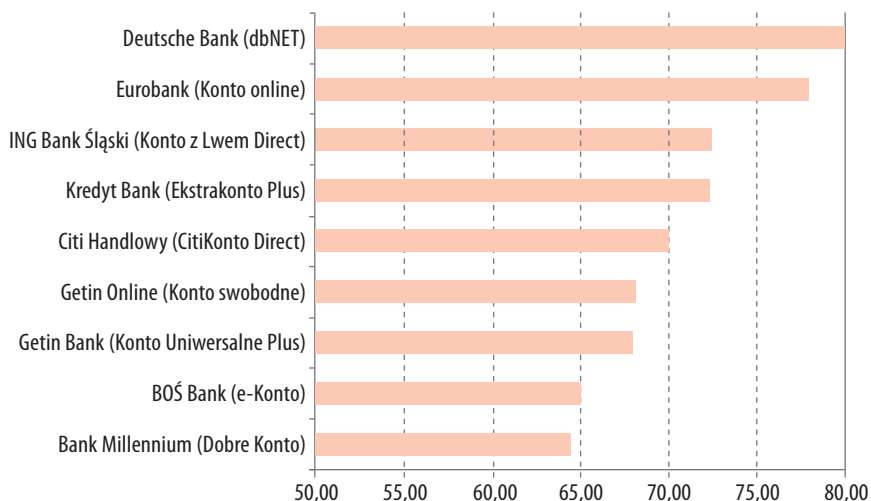
Sprawdziliśmy, ile nowoczesny Kowalski musiałby zapłacić bankowi za roczne użytkowanie rachunku. Oczywiście im mniej, tym lepiej, stąd też zwyciężyły banki, które preferują zarobek na innych produktach. Przy ocenie wzięliśmy pod uwagę zarówno podstawowe operacje bankowe, jak i te mniej standardowe. Nie braliśmy zaś pod uwagę różnorodnych promocji banków mających za zadanie pozyskanie klienta. Promocje te są bowiem zazwyczaj ograniczone czasowo, my zaś liczyliśmy całkowity koszt użytkowania rachunku osobistego (ROR) przez Kowalskiego w ciągu 12 pełnych miesięcy.

Nasz hipotetyczny klient z rachunku korzysta głównie przez internet. Tak też wykonuje kilkanaście przelewów miesięcznie, a od czasu do czasu ustanawia i modyfikuje zlecenie stałe. Na co dzień aktywnie korzysta z karty debetowej. Płaci nią głównie w sklepach, ale też kilka razy w miesiącu wypłaca pieniądze z bankomatu. Ceni wygodę, nie szuka zatem swojej sieci. Zresztą z przekazów marketingowych wie, że bezpłatne bankomaty to praktycznie standard rynkowy. Raz na kilka miesięcy zdarza mu się sprawdzić stan konta w „ścianie z pieniędzmi”. Niestety konieczne będzie także zastrzeżenie i wymiana karty – najprawdopodobniej zagubienie. W końcu Kowalski składa dyspozycję na wypadek śmierci. Nasz klient nie oczekuje, by ROR był oprocentowany, do oszczędzania służyć bowiem inne produkty. Zarabia ponad 2 500 zł netto i cała ta kwota wpływa na rachunek w jego banku.

Co oferują polskie banki? Bezpłatne otwarcie i prowadzenie rachunku faktycznie można uznać za standard. Standardem są też bezpłatne przelewy. Prawdą jest, że niektóre banki idą trochę pod prąd, wprowadzając płatne pakiety (np. BNP Paribas i MultiBank), niemniej obiecują że w ramach jednej zryczałtowanej opłaty miesięcznej klient otrzyma wiele darmowych usług. Jak się okazało, podejście to niekoniecznie jest właściwe. Banki te zajęły jedno z ostatnich miejsc w rankingu koszt-

towym. Znalazły się bowiem takie, które bez zryczałtowanej opłaty miesięcznej proponowały taki sam, a nawet większy, zakres bezpłatnych usług. W tym miejscu wypadałoby także zaznaczyć, że bezpłatny przelew niekoniecznie będzie kosztować 0 zł. Dlaczego? Okazuje się, że czasem (na szczęście bardzo rzadko) należy zapłacić za przesłaną wiadomość SMS z hasłem jednorazowym. Tak jest chociażby w Banku Zachodnim WBK (Konto Wydajesz & Zarabiasz), gdzie w danym miesiącu tylko pięć pierwszych wiadomości autoryzacyjnych jest bezpłatnych. Jest to zdecydowanie za mało dla aktywnego klienta. Dodatkowo fakt, że bank nie pobiera opłaty za otwarcie rachunku, nie oznacza, że nie pobierze jej za... jego zamknięcie. Warto zatem dokładnie czytać taryfy. Te zaś też nie zawsze są przyjazne klientowi. Niektórym bankom wystarczy bowiem kilka stron na wypisanie wszystkich kosztów, ale są też banki, które obarczają klienta koniecznością przeczytania kilkudziesięciostronicowej książeczki przed podpisaniem umowy. Najprawdopodobniej nikt tego nie robi. Nawet pracownicy infolinii kiepsko się w nich odnajdują, ale to było przedmiotem badania w rankingu jakości obsługi.

Zwycięskie rachunki w kategorii kosztowej (maksimum 80 pkt.)



Liderem rankingu kosztowego nieoczekiwanie został Deutsche Bank. Rachunek dbNET można uznać za rzeczywiście bezpłatny. Bank przewiduje miesięczną prowizję za posiadanie karty debetowej, ale nie jest ona pobierana, gdy klient wykona nią choćby jedną transakcję - warunek banalny do spełnienia. Jedynie nieznacznie gorzej wypadły w naszym zestawieniu Eurobank (Konto online), ING Bank Śląski (Konto z Lwem Direct) oraz Kredyt Bank (Ekstrakonto Plus). Różnice są minimalne, dotyczą jedynie drobnych opłat za, np. sprawdzenie stanu konta w bankomacie czy też złożenie dyspozycji na wypadek śmierci. Deutsche Bank kieruje swoją ofertą jedynie do klienta internetowego, stąd też, mimo że droższe, korzystniejsze mogą okazać się rachunki wiceliderów rankingu. Dodatkową ich zaletą jest zdecydowanie większa sieć placówek. Jednak zwycięzcą jest dbNET, gratulujemy.

Niestety kilka banków także rozczarowało. Drogie w użytkowaniu okazało się m. in. eKONTO mBanku, głównie za sprawą płatnych bankomatów. Jego klienci mogą wypłacać swoje środki w bardzo dużej sieci ok. 4 400 bezpłatnych maszyn. Nie zmienia to jednak faktu, że nie zawsze klient będzie miał czas, by szukać bankomatu wybranej sieci, np. Euronetu. A za wypłatę z obcego zapłaci aż 5zł. Bank oferuje usługę bezpłatnych wszystkich bankomatów, ale trzeba ją dodatkowo aktywować (i w ogóle o niej wiedzieć). Instytucje z czołówki rankingu inaczej podeszły do tematu. Rozczarowały także banki, które nie tylko ograniczają dostęp klientów do gotówki, rozróżniając bankomaty własne od obcych, ale i próbują na tym zarabiać. Bo jak inaczej potraktować procentową prowizję za wypłatę środków z obcej maszyny? Dla przykładu Kowalski zapłaci 3% za wypłatę z bankomatu niewskazanego przez Credit Agricole (1 Konto). Przy kwocie 1 000 zł jest to aż 30 zł prowizji!



Banki internetowe liderem innowacyjności

Funkcjonalny i innowacyjny system transakcyjny to taki, który pozwoli klientowi na aktywne korzystanie z rachunku bez konieczności częstych wizyt w oddziale. Nie dziwi zatem fakt, że pierwsze miejsca naszego rankingu w tej kategorii zajęły banki internetowe.

Prosty system transakcyjny pozwalający na wykonywanie przelewów i sprawdzanie stanu konta to w dzisiejszych czasach zdecydowanie za mało by usatysfakcjonować wymagającego klienta. Nieograniczony dostęp do historii transakcji, pełna obsługa zleceń stałych, możliwość zlecenia przelewu zagranicznego, dostęp do wniosków produktowych oraz wewnętrzna poczta są podstawą dobrze funkcjonującej bankowości elektronicznej. Na znaczeniu zyskują także zyskiwać inne usługi, np. pełna integracja z rachunkiem maklerskim, platformą do funduszy inwestycyjnych, możliwość pobrania raportu BIK czy też płatności BILIX. Nie bez znaczenia są także kwestie bezpieczeństwa, autoryzacyjne hasła „karteczkowe” powoli są wypierane przez hasła SMS, tokeny a nawet podpisy elektroniczne. Ponadto niektóre banki umożliwiają ustawienie powiadomień SMS (niestety najczęściej jest to usługa płatna) lub e-mail o zdarzeniach na rachunku, co także podnosi poziom bezpieczeństwa rachunku.

Sprawdziliśmy zatem, które banki udostępniają klientom najbardziej innowacyjne i funkcjonalne systemy transakcyjne. Ponieważ nikt ich tak dobrze nie zna jak same banki, poprosiliśmy je o wypełnienie specjalnej ankiety. Lista funkcji jakie badaliśmy liczyła kilkadziesiąt pozycji. Niemniej zdając sobie sprawę z tego, że niektóre banki oferują znacznie więcej, przyznawaliśmy także dodatkowe punkty za innowacyjność. Wyniki nie zaskoczyły. Zwycięzcami tej kategorii rankingu są banki internetowe. Może lekko zdziwił fakt, że Inteligo wygrało z mBankiem, który jest największym bankiem internetowym w Polsce. Różnica jednak nie okazała się duża. Na drugiej pozycji, z tym samym wynikiem co mBank, uplasował się MultiBank. Oba z grupy BRE, gratulujemy. Warto także zaznaczyć, że Inteligo wygrało również w kategorii jakości obsługi. Za niespodziankę można uznać czwartą pozycję Meritum Banku. Do banków internetowych mu trochę brakuje, ale wyprzedził choćby Alior Bank, którego system transakcyjny również jest bardzo nowoczesny, przyjemny dla oka (także wykorzystuje technologię AJAX) i funkcjonalny.

Co ciekawego oferują systemy transakcyjne polskich banków? Na pewno są

znacznie przyjemniejsze dla oka niż jeszcze kilka lat temu. Bankowcy bowiem wiedzą, że choćby najbardziej funkcjonalny system, ale z toporną obsługą i wyglądem, nie przekona klientów. Stąd też umożliwiają klientom w mniejszym lub większym stopniu jego personalizację. Robi tak choćby Alior Bank, mBank i Pekao. Dobrym rozwiązaniem jest także łączenie dostępów do konta indywidualnego i firmowego - klient musi znać jedynie jeden login i hasło. Taką funkcjonalność znajdziemy w większości polskich banków. Ciekawie zapowiadają się płatności BILIX, które znacząco ułatwiają zarządzanie rachunkami i fakturami. Coraz więcej banków udostępnia tę funkcjonalność swoim klientom.

Przydatne dla klientów mogą być narzędzia do analizy wydatków i przychodów. Tego typu programy są już od dłuższego czasu dostępne na rynku, niemniej nie są „firmowane” przez banki. Znacznie bezpieczniejsze jest integrowanie tego typu narzędzi z systemami transakcyjnymi. Zrobił tak Meritum Bank, póki co jedyny na taką skalę. Jego narzędzie, Meritum Planner, pozwala na bardzo szczegółową analizę przepływów pieniężnych. Jednocześnie narzędzie zintegrowane jest z rachunkami oszczędnościowymi, pozwala tym samym odkładać nadwyżki finansowe na dowolnie wybrany cel.

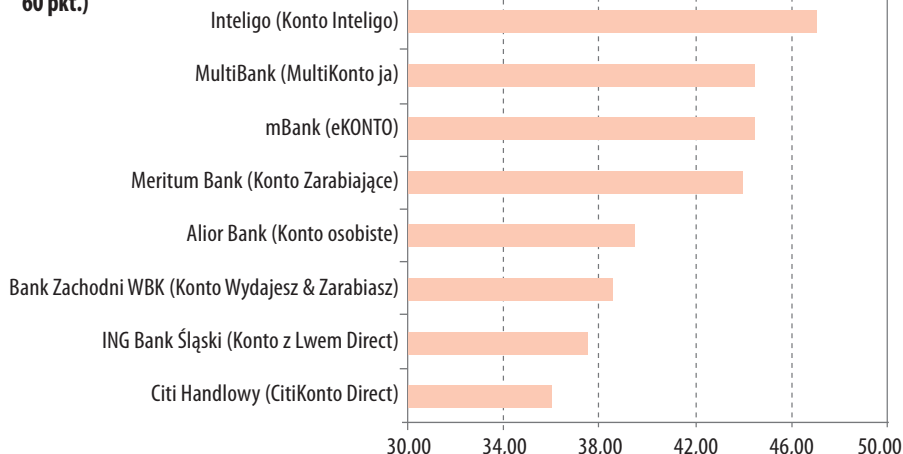
Bardzo ciekawą, i chyba niedocenioną usługę oferuje Inteligo. EmailMoney umożliwia realizację przelewów z wykorzystaniem poczty elektronicznej. Numer rachunku odbiorcy nie jest wymagany, wystarczy adres e-mail. Mankamentem jest

jednak to, że odbiorca, by odebrać przelew, musi posiadać rachunek w Inteligo. Jeśli nie posiada, będzie musiał je otworzyć. Równie ciekawe są przyznawane stałym klientom na podstawie historii rachunku limity kredytowe. Najbardziej znany pod tym względem jest mBank. Udostępnia on produkty kredytowe nawet w kilkanaście minut od złożenia internetowego wniosku. Niemniej inne banki też stopniowo wprowadzają tego typu oferty, choć nie reklamują ich w telewizji. Klienci mają zatem w czym wybierać.

Przyszłością systemów transakcyjnych będzie z pewnością większa integracja z programami typu Skype. Klient po zalogowaniu się będzie mógł uzyskać szybką pomoc od doradcy (może nawet specjalnie mu dedykowanym). Służyć temu może także chat lub video-chat. Wideorozmowę z doradcą umożliwia już zresztą ING Bank Śląski, choć poza systemem transakcyjnym. Tego typu innowacje mogą być w przyszłości bardzo pożądane przez klientów. Same banki też na tym skorzystają, gdyż zwiążą sobie ich ze sobą na dużej.

Niestety niektóre banki mocno rozczarowały. Systemy transakcyjne Invest-Banku, Banku Poczтового czy też Toyota Banku dzieli od liderów rankingu ogromny dystans. Dystans ten niestety będzie się najprawdopodobniej powiększał. Banki z czołówki rankingu mają bowiem zdecydowanie więcej środków i możliwości by doskonalić swoje systemy. Może się zatem okazać, że wkrótce najwartościowszych klientów będą pozyskiwać najnowocześniejsze banki, dzięki zdobytej przewadze technologicznej. Inne banki, nawet jeśli proponują lepszą cenowo ofertę, przegrają gdyż klienci bardziej będą cenić sobie wygodę jaką jest wykonywanie wszystkich operacji bankowych w domowym fotelu.

Zwycięskie banki w kategorii funkcjonalności i innowacyjności systemu transakcyjnego (maksimum 60 pkt.)



3 spółki najdłużej notowane na GPW

MAŁGORZATA KOSIECKA

Pierwsza sesja na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych odbyła się 16 kwietnia 1991 roku. Zadebiutowało wtedy pięć spółek: Próchnik, Exbud, Śląska Fabryka Kabli (Kable), Tonsil i Krośnieńskie Huty Szkła (Krosno). Wtedy również wprowadzony został indeks WIG. Przed końcem omawianego roku liczba spółek notowanych na krajowym parkiecie wyniosła łącznie dziewięć.

Obecnie spośród pierwszych pięciu debiutantów jedynie firmie Próchnik udało się pozostać na giełdzie. Spółki Exbud i Kable zostały wycofane z obrotu po zmianie głównego akcjonariusza: Exbud w 2002 roku przez firmę Skanska, natomiast Kable w 2010 roku przez duński koncern NKT. Mniej szczęścia miały spółki Tonsil i Krosno, które zmuszone były opuścić giełdę z powo-

du bankructwa. Dla Krosna zabójcze okazały się nie tyle słabe wyniki z działalności podstawowej, co spadek wartości instrumentów (w tym opcji) zabezpieczających hutę przed niekorzystnymi zmianami kursów walut obcych, przez co zbankrutowała ona w 2009 roku. Z kolei Tonsil, dawny producent m.in. głośników, pożegnał się z giełdą w 2005 roku. W pierwszym roku funkcjonowania gieł-

dy na parkiecie pojawiły się także Swarzędz (producent mebli notowany od 29 października 1991 roku do stycznia 2011 roku), Wedel (firma zajmująca się wyrobem słodczy, obecna na giełdzie od 26 listopada 1991 roku do momentu wycofania przez akcjonariusza PepsiCo w 1998 roku), Wólczanka (spółka z branży odzieżowej, która zadebiutowała 16 lipca 1991 roku, a w 2006 roku została połączona z Vistulą) oraz Żywiec. Trzy spółki, które oparły się zmianom sytuacji na rynkach i które obecnie są firmami najdłużej notowanymi na GPW to Próchnik, Żywiec oraz Mostostal-Export. ■

3 spółki najdłużej notowane na GPW (wykres wystandaryzowany do WIG)



1

Próchnik towarzyszy giełdzie od samego początku, a dzięki niedawno przeprowadzonej restrukturyzacji zaczyna znowu się rozwijać. Przedsiębiorstwo zajmuje się produkcją odzieży męskiej, głównie kurtki i płaszczy oraz garniturów, koszul i krawatów. Spółka działa i sprzedaje pod własną marką, intensywnie powiększając posiadaną sieć salonów firmowych. Część przychodów zapewnia jej produkcja na eksport, np. dla firmy Hugo Boss.

2

Żywiec notowany jest na giełdzie od 24 września 1991 roku i obecnie zasługuje na miano jednego z najbardziej rozpoznawalnych producentów piwa w Polsce. Spółka powstała w efekcie połączenia browaru Żywiec z browarami Elbrowery (marka EB), Warka i Leżajsk. Należą do niej takie marki, jak Żywiec, Warka, Heineken, Tatra i Strong. Spośród trzech omawianych firm to właśnie Żywiec posiada obecnie najwyższą wartość rynkową, a historycznie wzrost ceny jego akcji niejednokrotnie przewyższał wzrosty na GPW (wykres).

3

Mostostal-Export zadebiutował na giełdzie 28 maja 1992 roku. Przed nim na GPW pojawiły się Irena, Okocim i Elektrim, jednak ich akcje nie są już notowane. Spółka Mostostal-Export działa w branży budowlano-deweloperskiej, głównie na rynkach wschodnich, a na polskim rynku obecna jest od ponad pół wieku. Operuje w segmentach budownictwa biurowego, mieszkaniowego oraz użyteczności publicznej.

KPMG
cutting through complexity

Udany start na wysoką orbitę

Potężny pracodawca
to potężne perspektywy

www.kariera.kpmg.pl

© 2011 KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative („KPMG International”), podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa i logo KPMG oraz hasło „cutting through complexity” są zastrzeżonymi znakami towarowymi bądź znakami towarowymi KPMG International.

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

www.pwcacademy.pl

Studiuj CIMA
z Akademią PwC!

- Wiedza i doświadczenie,
- Sprawdzeni trenerzy,
- Nowa jakość na rynku.



pwc

Programy regularnego oszczędzania

Po pierwsze strategia

Rynki finansowe dają dziś nieograniczone możliwości inwestycji. Możemy kupować akcje, obligacje, waluty, surowce, a nawet kontrakty terminowe na ryż czy kukurydzę. Jednak jeżeli nie mamy strategii inwestycyjnej, to nieważne jest, w co inwestujemy, bo i tak prędzej czy później stracimy nasz kapitał. Dlatego też każdy inwestor musi mieć swoją strategię. Może częściowo inwestować zgodnie z analizą techniczną lub fundamentalną, a częściowo ufać swojej intuicji. Istnieje jednak strategia zarabiania uniwersalna dla wszystkich i choć krótkoterminowo nie daje ona oszałamiających rezultatów, to jej siłą jest stabilność i systematyczność, a więc dwa czynniki, które są najistotniejsze dla długoterminowego inwestora.

PAWEŁ CYMCIK

Tą strategią jest regularne inwestowanie, które zakłada, że przez dłuższy czas (nawet kilkanaście lat) w takich samych odstępach czasu (np. miesięcznych) inwestujemy równe kwoty pieniędzy. Takie podejście wymaga żelaznej konsekwencji, a ponieważ w długim okresie trudno utrzymać taki reżim finansowy, to aby pozbyć się tego problemu, można wykorzystać programy systematycznego oszczędzania (PSO) lub oferowane przez niektórych pracodawców Pracownicze Programy Emerytalne (PPE).

PSO lub PPE to programy, w których dostępne są normalne fundusze inwestycyjne. Dzięki temu, opłacając regularnie składkę, inwestujemy pieniądze w wybrane przez nas TFI. Różnorodność tego typu produktów na rynku jest spora. Różnice wynikają z liczby dostępnych funduszy, a także możliwości podziału płaconej składki, czyli tzw. alokacji środków.

Klasyczne fundusze, unit-link, a może PSO lub PPE

Same fundusze lub całe TFI dopiero od niedawna, w porównaniu do długości swojej działalności, są tworzone w sposób, aby uniknąć wczesnego opodatkowania. Stąd powstały fundusze parasolowe. I tu pojawia się korzyść z programów regularnego oszczędzania. Opłacając taki program, mamy dostęp do funduszy „pod parasolem”, czyli bez podatku - w przypadku PSO lub PPE do funduszy wybranego TFI, a w unit-linku do wielu różnych TFI. Naszymi

środkami dysponujemy swobodnie i możemy przechodzić pomiędzy TFI, nie płacąc ani podatku od wypracowanych zysków, ani opłaty za dystrybucyjnej w przypadku transferu środków.

Co ciekawe, znajomość produktów regularnych na rynku polskim jest dość niewielka. Wiele osób nie odróżnia UKF (Ubezpieczeniowy Fundusz Kapitałowy) od unit-linka, a jeszcze mniej słyszało o PSO czy PPE. W miarę rosnącej świadomości społecznej odnośnie zmian w działaniach OFE wiedza ta powinna stawać się coraz powszechniejsza, ponieważ bez tego trudno będzie oczekiwać godnej starości.

Elastycznie i długoterminowo

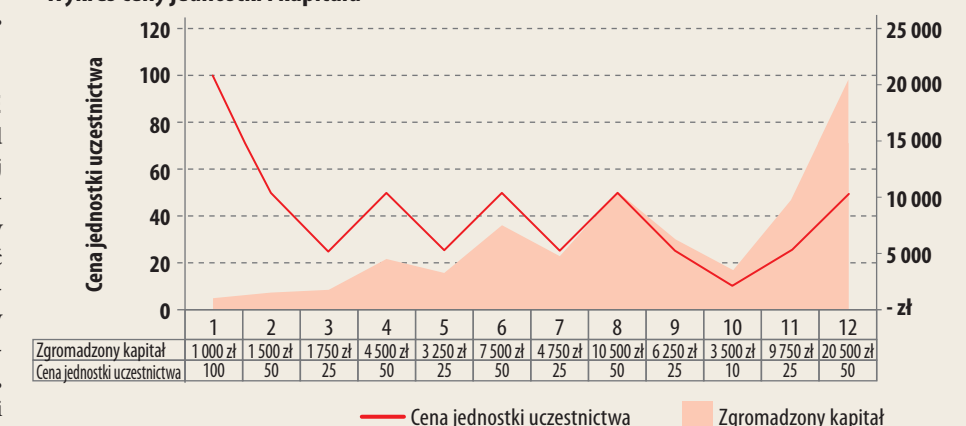
Decydując się na programy regularnego oszczędzania, na ogół na początku deklaruje-

my, jaką wysokość środków będziemy wpłacali w ciągu roku. Możemy robić to jednorazowo np. na początku roku, ale skuteczniejsze i bardziej zyskowne są wpłaty systematyczne (np. co miesiąc). Inwestycje w regularnych odstępach czasu gwarantują, że nasza inwestycja uśrednia cenę zakupu jednostek uczestnictwa w wybranych funduszach. Wtedy niestraszne są nam korekty czy bessy, bo dzięki nim za tę samą kwotę możemy kupić więcej, a więc w przyszłości więcej zarobić, kiedy na rynkach ponownie zagości hossa. Kolejny plus to konstrukcja takich produktów. Dobrze, aby pozwalała ona dowolnie manipulować naszą składką i dzielić ją na dowolnej wielkości wpłaty na różne fundusze. W tym samym czasie możemy wtedy inwestować na rynku polskim, chińskim i brazylijskim. Co więcej, w każdej chwili mamy też możliwość bezpłatnego przesunięcia środków na dowolny inny fundusz z dostępnych w ofercie. Jeżeli zatem oczekujemy giełdowych spadków, to bieżącą składkę powinniśmy wpłacać na fundusze akcyjne (żeby kupować właśnie na spadkach), a zgromadzone już środki bezpłatnie przenieść do funduszy bezpieczniejszych, takich jak pieniężne czy obligacyjne. Warto podkreślić, że decydując się na produkt regularny, trzeba sprawdzić wielkość ponoszonych kosztów administracyjnych, opłaty za zarządzanie oraz ile bezpłatnych transferów nam przysługuje. Na ogół jest to 12 w roku, co w zupełności wystarcza nawet dla aktywnego inwestora.

Przystąpić do programów regularnych może praktycznie każdy. Unit-linka, a więc polisę inwestycyjną, podpisujemy osobiście z ubezpieczycielem, PSO to umowa z Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych, a PPE to umowa z pracodawcą.

Istotny jest fakt, że w każdym programie regularnego oszczędzania środki tam wpłacone są całkowicie naszą własnością i nie dotyczą ich zamieszczenie wokół OFE, ZUSu, czy podatków bankowych lub finansowych. Nie uda się wprawdzie ostatecznie uniknąć podatku od zysków kapitałowych, ale zapłacimy go dopiero, gdy zdecydujemy się wycofać pieniądze z programu. Do tego czasu operujemy całymi zgromadzonymi pieniędzmi i dotychczas wypracowanymi zyskami.

Wykres ceny jednostki i kapitału



4 silniki skanujące! Najwyższy dostępny poziom ochrony antywirusowej

Bezpieczeństwo dla Twojej firmy

- Ochrona punktów końcowych
- Ochrona bramy
- Potężne silniki skanujące
- Efektywne filtrowanie spamu
- Silna ochrona danych
- Centralne zarządzanie

Zostań naszym Partnerem, zarejestruj się na stronie www.trustport.marken.com.pl/partner i skorzystaj z promocyjnych warunków dystrybucji.

Marken Systemy Antywirusowe
ul. Śląska 51/1 81-304 Gdynia
tel. +48 58 667 49 49
trustport@marken.com.pl, www.trustport.pl



TrustPort
Keep IT Secure

Marken
SYSTEMY ANTYPANUSZKI

Gdzie jest haczyk?

Czy są zatem jakieś wady programów regularnych? Przede wszystkim cechują się one podejściem długoterminowym. Podpisując umowę, decydujemy się na wpłaty przez co najmniej kilka lat. To bardzo długi okres, podczas którego może się wydarzyć wiele nieprzewidzianych okoliczności. W tym czasie nie możemy wycofać zgromadzonych środków, a w niektórych przypadkach (unit-link) nawet przerwać wpłat, ponieważ w występują opłaty likwidacyjne sięgające od 100 do 10 proc. kapitału. Z tego też powodu bardzo ważne jest, aby program oszczędzania został dobrze dobrany już na początku inwestycji - zgodnie z celem, jaki chcemy osiągnąć.

Występujące w unit-linkach opłaty likwidacyjne to ich największa wada, która często odstrasza potencjalnych inwestorów. Dla porównania, w PSO lub PPE nie ma podobnych warunków, chociaż trzeba powiedzieć, że z drugiej strony to właśnie opłaty likwidacyjne często powstrzymują nas przed wypłacaniem środków w trakcie trwania programu. A w ciągu 10 czy 15 lat na pewno pojawi się niejedna pokusa, aby skorzystać z uzbieranej kwoty. Dostępne na rynku produkty różnią się pod względem wysokości opłat likwidacyjnych i sposobu ich naliczania, więc można znaleźć odpowiadający nam system. Pamiętajmy, żeby zwrócić uwagę, jak będą się one kształtować w wybranym przez nas rozwiązaniu i czy przypadkiem nie są przeszkodą w realizacji założonego celu gromadzenia pieniędzy.

Największe różnice w programach oszczędzania stanowią opłaty. Pamiętajmy, że mówimy o wieloletnich zobowiązaniach, więc początkowo niewielkie różnice z czasem zmieniają się w gigantyczne rozbieżności. W przypadku unit-linka musimy wziąć pod uwagę wyższą od standardowej opłatę za zarządzanie, regularną opłatę administracyjną i koszt ryzyka składki ubezpieczeniowej. Łącznie może to stanowić nawet 10 proc. wpłacanej kwoty, więc trzeba najpierw przeliczyć, czy nasze inwestycje mogą przynieść zysk po tak dużych kosztach. W programach PSO czy PPE jest odwrotnie. Koszty zarządzania i dystrybucyjne są niższe od rynkowych, ponieważ TFI wie, że wiążemy się z nim na dłużej i może zaproponować niższą stawkę. Niezależnie od wybranego programu o długoterminowych oszczędnościach powinien myśleć każdy, ponieważ możliwe do uzyskania korzyści są spore, jeżeli tylko odpowiednio dobierzemy produkt do naszych potrzeb i celów.

Potencjalne korzyści obrazuje wykres ukazujący, ile środków można zgromadzić, inwestując przez okres roku 1000 zł miesięcznie w program systematycznego oszczędzania. Symulacja uwzględniła wahania ceny jednostki uczestnictwa i pokazuje możliwą do zgromadzenia na koniec roku kwotę (20 500 zł) przy sumie inwestycji 12 000 zł. Takiej strategii nie strasza jest żadna bessa. ■



Podstawowym zagadnieniem dla każdego inwestora dokonującego transakcji na rynku walutowym lub derywatów jest system. Określa on momenty, w których należy zajmować pozycję, bądź też zamykać dotychczasowe. Posiadanie przez inwestora własnej, sprawdzonej strategii, której wytycznymi będzie się on kierować, jest jednym z warunków na drodze do przeprowadzania zyskownych transakcji.

Przeglądając literaturę o tematyce inwestycyjnej, a także internet, można znaleźć setki różnorodnych systemów. Począwszy od tych bazujących na oscylatorach, poprzez średnie kroczące, harmonic trading, na teorii fal Elliotta skończywszy. Wymienione tu zostały oczywiście tylko niektóre, najbardziej popularne.

Systemem, który na pierwszy rzut oka sprawia wrażenie banalnego w swej istocie, jednak w rzeczywistości wymaga olbrzymiego doświadczenia i setek godzin spędzonych na obserwacji wykresów, jest price action.

BAZYLI KUBACKI

W najprostszy sposób price action zdefiniować można jako system określający sygnały kupna/sprzedaży na podstawie czystego wykresu, samych ruchów cenowych. Bazuje on na wykorzystywaniu poziomów wsparcia i oporu, które mogą stanowić potencjalne lokalizacje odwrócenia trendu lub przynajmniej korekcyjnego odreagowania. Strategia ta nie zakłada więc stosowania różnego rodzaju indyktorów sprawiających niekiedy, iż wykres staje się nieczytelny. Można wręcz zaryzykować stwierdzenie, iż jej ideą jest powrót do korzeni analizy technicznej, gdzie potencjalne obszary wystąpienia popytu i podaży wyznaczano za pomocą samych ruchów cenowych - w końcu to cena odzwierciedla kierunek, w którym podąża rynek i nastroje, jakie na nim panują.

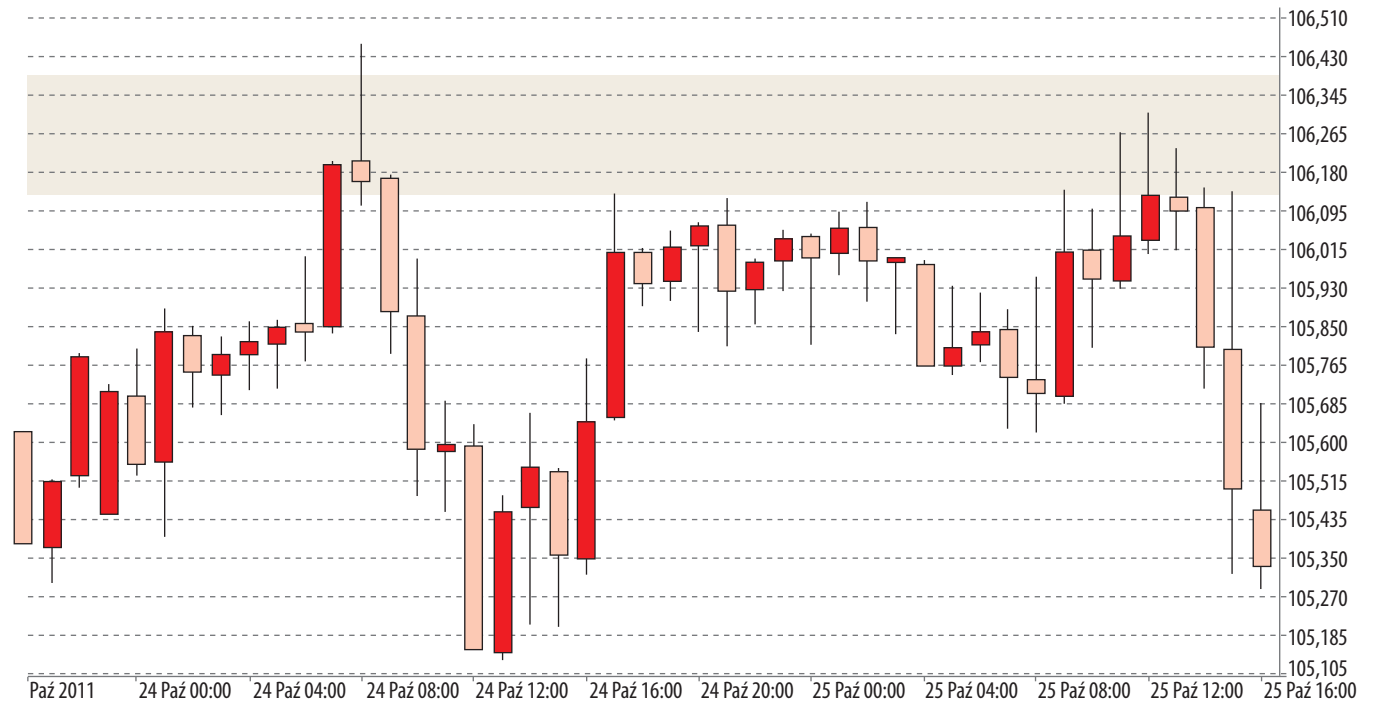
Swing low, swing high, konsolidacja

Dwa pierwsze z powyższych zagadnień są jednymi z kluczowych terminów dla price action. Swing low możemy zdefiniować jako kombinację trzech słupków (lub świec - w zależności od stosowanego przez inwestora wykresu), w której słupek poprzedzający i następujący mają wyższe dołki, natomiast

w swing high - słupek poprzedzający i następujący mają niższe szczyty.

Formacje te odgrywają szczególnie istotną rolę jako lokalizacja, a więc jeden z elementów, które trzeba wyznaczyć, zanim się dokona transakcji. Swing low mogą stanowić obszar potencjalnego wsparcia, natomiast swing high - oporu. Niewątpliwie są to miejsca, przy których należy szczególnie obserwować zachowanie rynku i w razie realizacji założonego scenariusza - podejmować odpowiednie działania. Z drugiej strony, przebieg tych formacji może świadczyć o wzmożonej sile popytu/podaży i także stanowić sygnał dla inwestora.

Zgodnie z price action, obszar konsolidacji można wykorzystać w tradingu na kilka różnych sposobów. Jednym z nich jest wyznaczanie za jego pomocą potencjalnych obszarów popytu/podaży, analiza reakcji rynku w momencie, gdy kurs przedostaje się w dane zakresy cenowe i szukanie ewentualnego momentu na zajęcie pozycji. Kolejną strategią wykorzystującą zakres konsolidacji jest zajęcie pozycji zgodnie z kierunkiem wybicia. Warto w tym momencie wspomnieć o takich systemach jak 1-2-3 breakout czy formacja wiadra (bucket pattern), które w swojej istocie także bazują na wybiciu z prostokąta.



Wiarygodny pin bar, który wystąpił w obszarze tworzącym opór.

Sygnały do zajęcia pozycji

W poprzednim akapicie zostało przedstawionych kilka popularnych formacji, które mogą stanowić potencjalną lokalizację, w której dojdzie do odwrócenia trendu bądź mocniejszej korekty. Należy jednak pamiętać, iż wyznaczenie lokalizacji stanowi dopiero pierwszy etap w procesie decyzyjnym poprzedzającym zawarcie transakcji.

Mając już wyznaczony potencjalny obszar wsparcia/oporu, w którym do głosu mogą dojść odpowiednio byki lub niedźwiedzie, trzeba obserwować, jak zachowuje się cena po dotarciu w okolice danych poziomów. Pomocne w tym zakresie mogą się okazać niektóre formacje świec japońskich (np. objęcie bessy/objęcie hossy) lub formacja pin bara. Pin bar jest jedną z najpopularniejszych formacji związanych z price

action. Korzystając z terminologii świec japońskich, można by przedstawić go jako świecę z długim cieniem i małym korpusem. Występując w pobliżu wsparcia lub oporu, sygnalizuje ona siłę odpowiednio popytu lub podaży, a zarazem mocny sygnał zwrotu na rynku. Na rynku akcji sygnałem dodatkowo potwierdzającym ważność formacji są znacznie podwyższone obroty, które świadczą o mocnej akumulacji bądź dystrybucji akcji (w zależności od miejsca wystąpienia). Osoby orientujące się w tematyce świec japońskich na pewno zauważą podobieństwo pin bara do formacji młota (w pobliżu wsparcia) lub spadającej gwiazdy (w pobliżu oporów).

Cena jest najważniejsza

Powyżej przedstawione zostały pokrótce jedynie niektóre zagadnienia związane z price action, mające na celu tylko wprowadzić czytelnika w obszar tego systemu - nie sposób bowiem go szeroko opisać w jednym artykule. Najważniejszym założeniem price action jest, iż to cena jest najważniejsza i stanowi klucz do zrozumienia rynku. To właśnie odpowiednie zachowania ceny wskazują inwestorom, gdzie mogą spodziewać się uaktywnienia siły popytu lub podaży, co pomaga im podjąć właściwą decyzję. Należy pamiętać, iż kluczem do zrozumienia tego systemu jest przede wszystkim obserwacja rynku i analiza tego, jak kursy reagują na odpowiednie poziomy. To właśnie doświadczenie w analizie wykresów jest kluczem do osiągnięcia sukcesu w stosowaniu price action. ■



Strefa konsolidacji, która stanowi przyszły poziom oporu. Okazja do sprzedaży z dobrym stosunkiem RR¹.

1. Stosunek RR -risk reward, czyli stosunek zysku do strat, jakie jest w stanie zaakceptować trader.

Spready opcyjne



sposób na rynkową zawieruchę

Na rynkach jedno zawsze pozostaje faktem – najlepiej sprawdzają się strategie najprostsze. Skomplikowanie najczęściej obraca się przeciwko samemu twórcy systemu. Jednak istnieje instrument, który dopiero przy rozbudowie strategii zaczyna pokazywać pełnię możliwości. Ten instrument to opcje, a niniejszy artykuł przedstawia najprostszą z bardziej złożonych strategii – spready opcyjne.

MARCIN RÓŻOWSKI

Lepsze nie zawsze wrogiem dobrego

Na łamach Trendu nr 04/2011 została zaprezentowana bardzo prosta strategia inwestycyjna, obrazująca przede wszystkim elastyczność opcji i sposób ich wykorzystania w trendzie bocznym. Sam jej wynik prezentował się atrakcyjnie, jednak mógł on zostać znacznie poprawiony przy minimalnym tylko wysiłku. Wadą strategii była niemożność sprzedawania opcji. Przypomina to próbę stworzenia filmu trójwymiarowego na tablicy szkolnej. W związku z tym czas wkroczyć w opcyjną dorosłość i otworzyć pierwsze krótkie pozycje w tym instrumencie. W tym miejscu mam jedną uwagę – w artykule nie będzie powtórzenia metodologii samych opcji. By poznać je lepiej, proszę sięgnąć do wspomnianego artykułu lub w przypadku niechęci do autoreklamy autora – odpowiednich książek. Wystawianie opcji w przeciwieństwie do ich kupowania jest strategią bardzo ryzykowną. W sierpniu 2011 najwięcej osób straciło kapitał nie na akcjach lub kontraktach, lecz na wystawionych bez pokrycia opcjach sprzedaży. Jeden z dyrektorów pewnego domu maklerskiego (przemilczmy jego nazwę) zasugerował nawet zakaz krótkiej sprzedaży opcji dla klientów nieprofesjonalnych. Na szczęście GPW nie podzieliła jego zdania i inwestorzy mogą nadal się cieszyć pełnym spektrum możliwości.

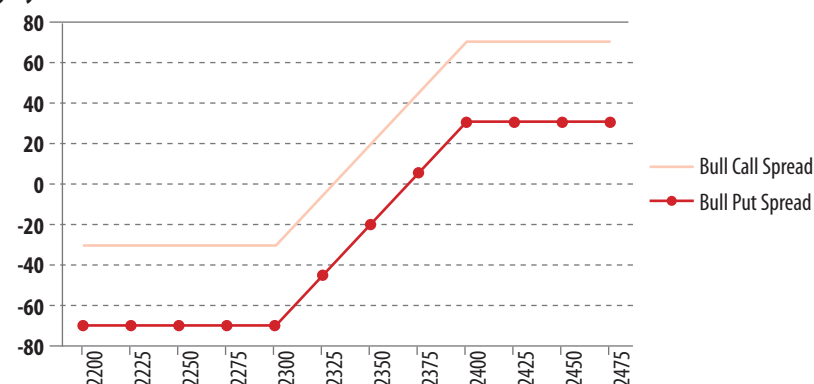
Faktycznie sprzedaż opcji może okazać się strategią niezwykle zyskową, szczególnie gdy jest elementem przemyślanej strategii. By jednak nie rozpoczynać ze zbyt wysokiego C, celowe wydaje się być przedstawienie prostszych

idei inwestycyjnych. Najczęściej jednak to, co proste, przynosi na rynku ponadprzeciętne rezultaty. Znakomitą ilustracją tej tezy są tzw. spready opcyjne. W artykule poruszę temat strategii składanych z opcji tylko o identycznym terminie wygaśnięcia (z ang. vertical spreads). Ich filozofia jest najprostsza do zrozumienia, a dobrze wykorzystana przypomina dobrze wycelowaną torpedę – dąży prosto do celu i charakteryzuje się efektywnym wybuchem na końcu. Jak doprowadzić do eksplozji zysków?

Byki i niedźwiedzie

Spready opcyjne to prosta kombinacja opcji kupionej oraz sprzedanej. Pamiętając o tym, że na rynku można zająć w opcjach aż 4 pozycje, a ceny wykonania rozłożone są co 100 punktów (standard na rynku polskim), kombinacji takich jest naprawdę wiele. Typowe spready opcyjne są omówione w każdej pozycji dotyczącej tematu, jednak zostaną przywołane i tutaj, by w artykule można było odnosić się już do konkretnych przykładów:

Spready byka



- Spread byka – nastawiony na wzrosty WIG20:
 - Złożony z opcji call – kupno call o niższej cenie wykonania (np. 2300) i sprzedaż call o wyższej cenie wykonania (np. 2400) – z ang. Bull call spread.
 - Złożony z opcji put – kupno put o niższej cenie wykonania (np. 2300) i sprzedaż put o wyższej cenie wykonania (np. 2400) – z ang. Bull put spread.
- Spread niedźwiedzia – nastawiony na spadek WIG20:
 - Złożony z opcji put – kupno put o wyższej cenie wykonania (np. 2200) i sprzedaż put o niższej cenie wykonania (np. 2100) – z ang. Bear put spread.
 - Złożony z opcji call – kupno call o wyższej cenie wykonania (np. 2200) i sprzedaż call o niższej cenie wykonania (np. 2100) – z ang. Bear call spread.

Mamy 4 podstawowe strategie. Uważny czytelnik pewnie zauważy, że oba rodzaje spreadów byka są do siebie bardzo podobne, podobnie jest w przypadku spreadów niedźwiedzia. Czy w związku z tym można by ograniczyć się tylko do dwóch rodzajów strategii – na wzrost przy wykorzystaniu opcji call oraz na spadek dla opcji put? Nic bardziej mylnego, ponieważ różnica między strategiami jest znaczna. Zanim przejdziemy do jej omówienia, w tym miejscu należy zaakcentować jedną bardzo ważną zależność spreadów. Otóż ceny opcji zależą od multum czynników, które w przypadku inwestycji w ten instrument inwestor musi mieć na uwadze. Tymczasem przy spreadzie opcyjnym czynniki te pośrednio znoszą się nawzajem. Jeśli zmienność jest wysoka, to choć za pozycję długą zapłacimy więcej, to także za krótką więcej otrzymamy. Jeśli czas do wygaśnięcia jest odległy, to ponownie ceny obu opcji będą wyższe. Świadczy to o dużej uniwersalności tej strategii i możliwości wykorzystywania jej w bardzo różnych warunkach rynkowych. Elastyczność w świecie finansów jest bezcenna, a lepszego instrumentu pod tym względem nie ma.

Prosty kurs księgowości

Kwotę w dniu wygaśnięcia najłatwiej przedstawić przy wykorzystaniu wykresów. Wstępny mechanizm najłatwiej przećwiczyć na przykładzie spreadu byka:

Strategie są bardzo klarowne. Maksymalny zysk w dniu wygaśnięcia inwestor osiągnie w momencie, gdy indeks znajdzie się powyżej wyższego poziomu wykonania opcji. Najprościej wynik obliczyć, pomniejszając zysk z pozycji długiej o zapłacone premie netto. Maksymalna strata powstaje, gdy na pozycji długiej zysku nie odnotujemy – wtedy równa jest ona zapłaconej premii netto. Z wykresu wynika, że wykorzystanie różnych typów opcji prowadzi do różnych typów funkcji wypłaty, mimo wykorzystania tych samych cen wykonania. Wynika to z faktu, że skorzystanie z opcji call wiąże się z koniecznością zapłaty premii wyższej niż otrzymujemy ze sprzedaży drugiej opcji w parze. To prosta pochodna tego, że opcje call o niższych cenach wykonania zawsze wyceniane są wyżej, niż ich odpowiedniki o wyższych cenach wykonania. Z kolei w przypadku opcji put sytuacja jest odwrotna i inwestor, decydując się na tę strategię, otrzymuje przepływ pieniężny równy różnicy premii otrzymanej i zapłaconej. Tu właśnie leży wspomniana wcześniej znaczna różnica między strategiami. Wersja dla opcji call wymaga nakładu początkowego, gdy wariant zbudowany z opcji put wiąże się z zastrzykiem gotówki dla inwestora. Angielska terminologia określa to mianem odpowiednio debit spread – dla ujemnego przepływu pieniężnego oraz credit spread – gdy przepływ pieniężny trafia do nas.

To oznacza, że maksymalny zysk inwestora decydującego się na credit spread jest równy maksymalnie otrzymanemu na starcie przepływowi gotówki. Jest on w praktyce zawsze niższy niż potencjalny zysk z debit spreadu. W takim razie po co w ogóle to wykorzystywać? Świat nie kończy się na spreadach i w arsenale grających na opcjach strategii jest nieskończenie wiele. Przy wykorzystaniu credit spreadu można część z nich zwyczajnie sfinansować lub rozbudować. Wniosek jest prosty – strategie nie zawsze służą zarabianiu sensu stricto, czasem są tylko drogą do innej strategii. Może to się wydawać skomplikowane, ale po nabyciu doświadczenia stanie się bardziej naturalne niż ręczne zasilanie rachunku.

Spready niedźwiedzia to lustrzane odbicie spreadów byka dla wariantu spadkowego. Spread tworzony z opcji put nastawiony jest na wyższy zysk w zamian za koszt początkowy, natomiast spread z opcji call skutkuje dodatnim przepływem pieniężnym. Strategie prospadkowe często ustawiane są agresywniej, ponieważ spadki charakteryzują się na ogół większą gwałtownością. Należy to wziąć pod uwagę, by nie ograniczyć zbyt wcześnie swoich zysków.

Depozyty – czyli sympatyczny telefon od maklera

W sytuacji gdy inwestor sprzedaje opcje, zobligowany on jest do wniesienia depozytu zabezpieczającego, tak jakby otwierał pozycję w kontrakcie terminowym. O ile depozyt liczony od kontraktu jest stosunkowo sztywny i wynosi określony procent jego wartości nominalnej, to z opcjami kwestia przedstawia się inaczej. Depozyt od opcji sprzedanej na ogół przekracza wartość otrzymanej premii i może wzrastać, jeśli przebieg wydarzeń rynkowych będzie dla nas niekorzystny. W skrajnej sytuacji z powodu niemożności uzupełnienia depozytu biuro maklerskie zamyka pozycję inwestora. Tajemnicą poliszynela pozostaje fakt, że rekordowy obrót opcjami w sierpniu 2011 zawdzięczamy właśnie hurtowemu zamykaniu pozycji przez biura. Na szczęście jeśli sprzedana opcja tanieje, to blokowany pod nią depozyt również spada.

Depozyty od opcji są obliczane w stosunkowo skomplikowany sposób, ale faktycznie metoda nie powinna inwestora szczególnie interesować. Natomiast użyteczny jest fakt, że pozycje skorelowane w odwrotny sposób zmniejszają wymagany depozyt. W związku z tym depozyty pobierane przy rozstawianiu spreadów są na ogół dosyć skromne i jeśli tylko nie przeceniliśmy możliwości naszego rachunku, to depozyt nie powinien spędzać snu z powiek.

Spread przerywany

Wiemy już, jak przedstawia się profil wypłat w dniu wygaśnięcia. Co jednak w sytuacji, gdy inwestor nie chce trzymać się strategii do rozliczenia? Zależność jest prosta – im dłuższy czas do wygaśnięcia serii, tym niższy zysk ze spreadu. Jest to spowodowane faktem, że na trzy

lub dwa miesiące do wygaśnięcia wartość czasowa opcji pozostaje wysoka. W efekcie zmiany kursów opcji nie są na tyle silne, by zagwarantować zysk podobny do tego w dniu rozliczenia. Dobrze przedstawi to niniejszy przykład:

Inwestor tuż po dniu rozliczenia serii wrześniowej, postanowił otworzyć spread niedźwiedzia na serii grudniowej. W związku z tym zakupił opcję put 220 oraz sprzedał opcję put 210 odpowiednio po kursach 121,25 oraz 93,25. Prosty rachunek wskazuje, że koszt strategii wyniósł 280 zł (bez prowizji), co oznacza, że w dniu wygaśnięcia inwestor liczy na zarobek ok. 720 zł. Stosunek zysku do ryzyka jest tu niezwykle korzystny, ponieważ na każdą zaryzykowaną złotówkę możemy zarobić 2,57zł. Przewidywania inwestora sprawdziły się niezwykle szybko, indeksy zanurkowały w okolice poziomu 2000 punktów. Jednak ceny opcji nie gwarantowały godziwego zarobku, inwestor czekał. Gdy przyszło odbicie, strategia została zamknięta w okolicach 2100 punktów – czyli swojego szczytu opłacalności. Opcję put 220 zamknięto po 193, a put 210 po 143. Bez prowizji oznacza to zarobek równy tylko 220 zł, mimo ponad 200-punktowego ruchu indeksu.

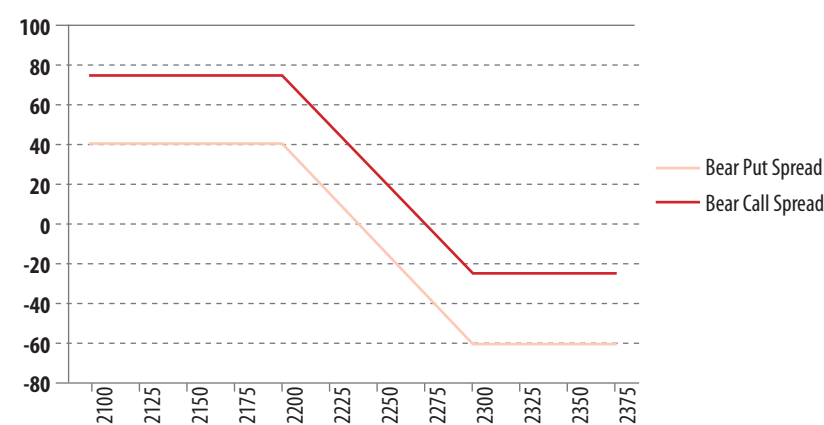
Ewidentne jest, że to nie ocena sytuacji rynkowej zawiodła, tylko moment wejścia na rynek. Gdyby spadki indeksu zdarzyły się miesiąc później, zysk byłby bardziej satysfakcjonujący. W związku z tym nasuwa się pytanie: kiedy jest najlepszy moment na budowanie spreadów?

Starość – jednak radość

Odpowiedź jest stosunkowo prosta – w momencie, gdy tempo spadku wartości czasowej zacznie przybierać na sile. Zostawiając teorię wyceny opcji na uboczu, optymalny moment na zajęcie strategii waha się od 6 do 2 tygodni przed wygaśnięciem serii. Wtedy opcje tracą wartość czasową istotnie szybciej, a jednocześnie inwestor daje indeksowi czas na to, by wykonały ruch w interesującym go kierunku. Jest to działanie ukierunkowane na maksymalne „wyciśnięcie” sprzedanej opcji, tak by otrzymana premia znacząco przyczyniła się do wyniku strategii. Kosztem jest naturalne ograniczenie potencjalnego zysku, ale doświadczenie uczy, że kilkusetpunktowe zmiany indeksów w krótkim terminie to raczej rzadkość niż norma. Należy się nastawić na ruchy rzędu 100-200 punktów i wykorzystywać je w najwyższym możliwym stopniu.

Trzeba jednak zaznaczyć, że otwieranie pozycji ok. miesiąca przed wygaśnięciem to tylko reguła kciuka. Ceny opcji zależą od zbyt wielu czynników, by nakładać na nie sztywne ramy. W związku z tym warto wcześniej dokonać kilku symulacji, jak będą zachowywały się kursy interesujących nas instrumentów w zależności od wariantów sytuacji rynkowej. Może wydawać się to przerostem formy nad treścią, ale dobre nawyki lepiej wyrobić sobie, zanim jeszcze zaczniemy tworzyć bardziej skomplikowane strategie.

Spread niedźwiedzia



Wykres WIG20 w skali tygodniowej za lata 2010-2011. Zaznaczono zajęcie i typ strategii

**Dwie sroki za jeden ogon**

Z czasem z pewnością w niejednym umyśle zagości chęć „poprawienia spreadu”, tak by pozycję długą zająć tanio, a krótką – jak najdrożej. Rozpoczyna się kombinowanie, oczekiwanie na lepszą cenę. Faktycznie jednak nie ma to większego sensu. Często prowadzi to do sytuacji, gdy transakcje zawierane są wręcz po cenach gorszych, byle tylko zdążyć zająć pozycję. Dlatego tworząc spread opcyjny, pozycje w obu opcjach należy zajmować w krótkim odstępie czasowym, a potem czekać na wyniki. Jeśli uznajemy, że obecne ceny rynkowe są dla nas nieatrakcyjne, to... wstrzymujemy się z działaniem. Czasem lepiej nie zarobić, niż stanowczo przepłacić. Drobną kosmetyką przy zawieraniu transakcji to naturalnie nic zdrożnego i miło jest upolować kilka punktów więcej dla siebie. Nie można tylko z tym przesadzić. Bo jeśli nie zdążymy z naszym spreadem, pociąg może odejść.

I zasada najważniejsza – najpierw zajmujemy pozycję długą, a potem krótką. To opcja wystawiona jest głównym źródłem strat i nie ma nic gorszego niż zostać z samotną krótką pozycją, ponieważ ceny dla pozycji długich nagle stały się nieatrakcyjne. Analogicznie, przy zamknięciu spreadu najpierw pod nóż idzie opcja wystawiona, a następnie pozycja długa. Problem ten można rozwiązać tworząc spread zleceniem koszykowym i to rozwiązanie jest silnie sugerowane.

Test wszystkich testów

Jak to działa w praktyce? Można pokusić się o test bardzo prostej strategii, która przedstawi właściwości spreadów na rodzimej GPW. Przyjmijmy, że spread zostanie otwarty miesiąc przed wygaśnięciem serii. Nie będziemy grać bardzo agresywnie – wybierzemy takie ceny wykonania, by prawdopodobieństwo osiągnięcia wymaganego poziomu było wysokie. Pozycję będziemy zajmować z kierunkiem średnioterminowego trendu, w praktyce jednak przydałoby się narzędzie z analizy technicznej lub fundamentalnej któremu ufamy i co do którego wiemy, że daje nam przewagę na rynku. Pozycję dla uproszczenia otworzymy po cenach średnich panujących na sesji, natomiast prowizje

odejmiemy dopiero od końcowego wyniku. Pozycję przetrzymujemy aż do rozliczenia w trzeci piątek ostatniego miesiąca kwartału. Na wykresie zostaną przedstawione miejsca, w których zajmujemy strategię.

Wynik, delikatnie określając, nie wygląda spektakularnie. Ciężko jednak oczekiwać od strategii, która wchodzi na rynek praktycznie bez sygnału, by charakteryzowała się wysoką trafnością. Także uśrednione ceny na sesjach charakteryzujących się podwyższoną zmiennością rzadko bywają atrakcyjne. Wyniki strategii poprawiają się znacznie w przypadku zastosowania najbardziej „zgranych” narzędzi, takich jak wskaźnik RSI etc. Artykuł ma jednak przedstawiać mechanizm, a nie optymalizować wynik poprzez dostosowywanie narzędzi do danych historycznych. W związku z tym zachęcam do przetestowania spreadów przy użyciu własnych pomysłów inwestycyjnych, a jeśli będzie taka sugestia, to zostanie to przeprowadzone także na łamach Trendu.

Należy też pamiętać, że tutaj pozycja była przetrzymywana do wygaśnięcia. W praktyce jest to mało rozsądne z dwóch powodów. Pierwszy z nich to fakt, że indeks po wykonaniu ruchu w stronę inwestora może zawrócić i finalnie zostawić go z niczym. Świetną ilustracją jest

ostatnia transakcja, gdzie indeks kilkakrotnie meldował się poniżej 2200 punktów, ale ostatecznie rozliczył się powyżej 2300. Czasami należy zadowolić się niższym zyskiem i uciekać z rozchwieanego rynku. Drugi powód jest jeszcze prostszy – straty należy ciąć. Gdy do rozliczenia zostało parę dni, a rynek „zasnął”, to stratną długą pozycję należy zlikwidować. Zawsze to oszczędność, a tej nigdy za dużo.

Kończ waść, wstydu oszczędź

Wykorzystywanie opisanych strategii nie jest proste. Potrzeba nieco doświadczenia oraz dobrych metod inwestycyjnych, by na nich zarabiać. Jednak ich uniwersalność oraz potencjał zarobkowy są fascynujące. Trzeba zauważyć, że w każdej z transakcji ryzykujemy względnie niewiele w porównaniu do oczekiwanych zysków. Tutaj leży przewaga tej strategii, ponieważ oznacza to, że nawet kiepska trafność sygnałów pozwoli nam na zarobek w długim terminie. A gdy już opanujemy spready, będziemy gotowi do wykorzystywania trudniejszych strategii.

W momencie gdy ten numer TRENDU trafi do rąk czytelników, do rozliczenia serii pozostanie około miesiąca. Może warto w związku z tym rozplanować własny spread, nawet tylko wirtualnie? Nie jest to czasochłonne, a duszy często bardzo miłe. ■

Strategia	Data zakupu	Całkowity koszt	Kurs rozliczeniowy	Wynik transakcji
Bull 2300/2400	15.02.2010	270 zł	2480	+ 730 zł
Bear 2300/2200	17.05.2010	220 zł	2349	- 220 zł
Bull 2500/2600	16.08.2010	380 zł	2542	+ 40 zł
Bull 2800/2900	15.11.2010	200 zł	2750	- 200 zł
Bull 2800/2900	14.02.2011	220 zł	2769	- 220 zł
Bull 2900/3000	16.05.2011	160 zł	2873	-160 zł
Bear 2300/2200	18.08.2011	310 zł	2301	- 310 zł
				- 620 zł*

* - uwzględnia 280 zł prowizji.

Wszystkie strategie wymagały inwestycji początkowej (kol. „Całkowity koszt”). Kursy rozliczeniowe pobrano ze strony www.gpw.pl.



Wikingowie zaciskają pasa

Kiedy w 2008 roku Islandia była na głównych stronach gazet przedstawiana jako przykład „krajubankruta”, wiele osób wierzyło w to, iż wikingowie jeszcze przez kilka dekad nie będą w stanie sprowadzić gospodarki na ścieżkę wzrostu. Skumulowane wydatki, składające się głównie na pakiety ratujące przerośnięty system bankowy oraz wypłaty części zagranicznych roszczeń wobec depozytów i ubezpieczeń, w ciągu kilku miesięcy spowodowały wzrost długu publicznego z 30% do 100% PKB na końcu 2009 roku. Ta często wybierana przez polskich emigrantów wyspa stała się nieatrakcyjna. Wielu z nich postanowiło wrócić do Polski, nie widząc przyszłości w krainie lodu i ognia.

KAMIL PRUCHNIK

Tymczasem, wbrew powszechnej opinii, Islandia ma się coraz lepiej. Uzyskane wyniki gospodarcze są zdecydowanie lepsze od tych prognozowanych przez MFW rok wcześniej. Rząd w Reykjavíku spodziewa się dodatniego wzrostu PKB już na koniec

2011 roku.

Przyczyną tak dobrych wyników jest głęboka i zdecydowana odpowiedź na kryzys w postaci redukcji wydatków publicznych uruchomionej przez nowy rząd Jóhann's Sigurðardóttir. Gdy w 2009 roku, w wyniku przyspieszonych wyborów, została utworzona koalicja Sojuszu Demokratycz-

nego i Ruchu Zielona Lewica, ogłoszono daleko idący plan restrukturyzacji wydatków publicznych na lata 2010-2015. Główne cele fiskalne to uzyskanie dodatniego salda budżetowego do końca roku 2013 oraz redukcja długu publicznego do 60% PKB w dłuższej perspektywie.

Pierwotnie całkowita redukcja wydatków w okresie 2010-2014 miała wynieść więcej niż 16% PKB. Jednak z powodu lepszych niż szacowane wyników ekonomicznych Islandii na koniec roku 2009 (spadek PKB 6,7% wobec szacowanych 10,6%) zdecydowano się obniżyć cięcia w wydatkach do 12%. Ogółem zaproponowana przez koalicję redukcja wydatków uchodzi

za najdrastyczniejszą w historii tego kraju.

Koalicja szuka oszczędności przede wszystkim w istniejącym Welfare State składającym się m.in. z bezpłatnego systemu zdrowotnego, rozbudowanych usług socjalnych i publicznej (bezpłatnej) edukacji. Rząd zapewnił obywateli, iż reformy, mimo cięć wydatków publicznych, nie przewidują spadku jakości usług oferowanych przez system edukacji czy system zdrowotny, a cięcia mają na celu dokonanie racjonalizacji wydatków w tych sektorach. Według analiz OECD, większość pieniędzy w sektorze publicznym jest źle wykorzystywana. Dodatkowo, zmniejszono nakłady inwestycyjne, dopłaty rolne oraz płace w budżetówce. Ogółem do tej pory rząd Islandii dokonał cięć wydatków budżetowych na poziomie centralnym w wysokości 3% PKB oraz 0,5% PKB na poziomie samorządów.

Doprowadzono również do reformy podatkowej. Przed rokiem 2010 całe społeczeństwo było objęte jednym podatkiem liniowym w wysokości 24,1%. Od 1 stycznia 2010 roku system podatkowy uległ zmianie na 3-stopniowy (24,1%, 27% oraz 33%). Podniesiono podatek VAT (wcześniej 24,5% obecnie 25,5%) oraz podatek od dochodów kapitałowych (wcześniej 10% obecnie 18%).

Równoległe z głęboką redukcją wydatków publicznych wdrażany jest nowy plan gospodarczy, który pozwoli przestawić się z gospodarki opartej na konsumpcji, spekulacji i zapożyczaniu na gospodarkę opartą na produkcji, eksporcie i dodatnim bilansie budżetowym (głównie poprzez zwiększenie eksportu geotermalnej energii elektrycznej oraz dorsza).

Reformom na Islandii ze szczególną uwagą przyglądają się nie tylko rynki finansowe, ale również inne kraje w Europie, w tym Irlandia, która ma bardzo podobne kłopoty finansowe. Kontrolowany upadek banków zredukował koszty finansowe związane z odbudową całego sektora, podczas gdy na ratowanie banków w Irlandii wydano przeszło 80 mld euro, powodując deficyt budżetowy na poziomie 20% PKB w 2010 roku (w Islandii w 2010 roku deficyt wynosił niecałe 10%).

Przypadek Islandii jest wyjątkowy również, dlatego, iż jest to jeden z nielicznych krajów, który do odpowiedzialności za kryzys finansowy wezwał konkretnych polityków. Od wybuchu kryzysu w październiku 2008 pojawiały się coraz silniejsze protesty ludności w Reykiawiku. W okresie między 20-23 stycznia 2009 około 3000 demonstrantów protestowało przed parlamentem, domagając się zmiany władzy. Kilukrotnie doszło do starć z policją. Doprowadziło to do rezygnacji premiera Geira Haarde oraz postawienia go przed sądem. ■



Reformom na Islandii ze szczególną uwagą przyglądają się nie tylko rynki finansowe, ale również inne kraje w Europie, w tym Irlandia, która ma bardzo podobne kłopoty finansowe.

Kontrolowany upadek banków zredukował koszty finansowe związane z odbudową całego sektora, podczas gdy na ratowanie banków w Irlandii wydano przeszło 80 mld euro, powodując deficyt budżetowy na poziomie 20% PKB w 2010 roku (w Islandii w 2010 roku deficyt wynosił niecałe 10%).

Przypadek Islandii jest wyjątkowy również, dlatego, iż jest to jeden z nielicznych krajów, który do odpowiedzialności za kryzys finansowy wezwał konkretnych polityków. Od wybuchu kryzysu w październiku 2008 pojawiały się coraz silniejsze protesty ludności w Reykiawiku. W okresie między 20-23 stycznia 2009 około 3000 demonstrantów protestowało przed parlamentem, domagając się zmiany władzy. Kilukrotnie doszło do starć z policją. Doprowadziło to do rezygnacji premiera Geira Haarde oraz postawienia go przed sądem. ■

Przypadek Islandii jest wyjątkowy również, dlatego, iż jest to jeden z nielicznych krajów, który do odpowiedzialności za kryzys finansowy wezwał konkretnych polityków. Od wybuchu kryzysu w październiku 2008 pojawiały się coraz silniejsze protesty ludności w Reykiawiku. W okresie między 20-23 stycznia 2009 około 3000 demonstrantów protestowało przed parlamentem, domagając się zmiany władzy. Kilukrotnie doszło do starć z policją. Doprowadziło to do rezygnacji premiera Geira Haarde oraz postawienia go przed sądem. ■

Apple - od pestki do jabłoni

35 lat – tyle zajęło zbudowanie najbardziej wartościowej firmy na świecie. Z garażu rodziców na Wall Street i jeszcze dalej. Doprowadziła do tego iskra geniuszu, nienaganne zarządzanie, czy czysty przypadek? Oto losy naszego ulubionego owocu w pigułce.

PIOTR DZIADOSZ

Budowa imperium Apple

Apple. Marka rozpoznawana na całym świecie. Symbol minimalistycznego stylu i elegancji. Przyniosła rewolucję najpierw w komputerach osobistych i oprogramowaniu, później w mobilnej rozrywce multimedialnej. Pierwsze dzieło partnerów Steve'a Wozniaka i Steve'a Jobsa ujrzało światło dzienne w 1977 roku w Cupertino w Kalifornii. Dziesiątki nowych produktów, lata wzlotów i upadków doprowadziły spółkę obecnie do statusu największej firmy technologicznej na świecie o rocznych dochodach powyżej 60 miliardów dolarów i marce wycenianej wg raportu Forbesa z 2010 roku na 57,4 miliardy dolarów – bijącej głównych rywali: Microsoft i Google.

Początki działalności były (jak zwykle) trudne. W 1976 roku Jobs zajął się kompletowaniem części z różnych źródeł, natomiast Wozniak wraz z przyjacielem Ronaltem Waynem - składaniem urządzeń. W zaciszu własnego garażu zbudowali łącznie 200 komputerów Apple I na zlecenie sklepu The Byte Shop. Urządzenia były relatywnie szybkie i proste w obsłudze. To, co je wyróżniało, to niesamowicie prosty design, wykorzystujący tak mało części, jak to było tylko możliwe. Kosztujący 666,66 dol. komputer znalazł wzięcie głównie wśród entuzjastów elektroniki i inżynierów.

Kolejnym kamieniem milowym był Apple II – pierwszy komputer domowy w plastikowej obudowie wyświetlający kolorową grafikę. Nowo powstała firma, Apple Computer, uzyskała kredyt w wysokości 250 tys. dol., a zamówienia na nowy produkt wzrosły kilkakrotnie. Następnym wynalazkiem był Apple III. Mimo że spółka zatrudniła kilka tysięcy nowych pracowników i zaczęła eksportować swoje wytwory, produkt nie spotkał się z rynkowym sukcesem ze względu na kłopotliwą konstrukcję systemu chłodzącego.

Rok 1980 przyniósł z sobą spektakularny debiut giełdowy przedsiębiorstwa. Oferta publiczna zebrała więcej środków niż największe do tej pory upublicznienie Ford Motor Company. Wraz z wejściem na rynek komputera osobistego firmy IBM (PC – Personal Computer) w 1981 konkurencja w branży zaczęła się zacieśniać. Jobs postawił na nowoczesne zarządzanie, zatrudniając Johna Sculleya, prezesa Pepsi Coli, na stanowisku

CEO. Po nieudanej premierze komputera Lisa, wyróżniającego się wprowadzeniem folderów i ikon, ale również zbyt wysoką ceną – 10 tys. dol., w 1984 roku nadszedł czas na debiut legendarnego Macintosha. Nowe aplikacje, MacWrite i MacPaint, współpraca z Adobe Systems (owocująca wydaniem pierwszej laserowej drukarki LaserWriter), prosty interfejs oraz przystępna cena ułatwiły konkurencję z branżowym liderem, IBM PC. Szeroką publikę przyciągnęła emisja 60-sekundowego spotu reklamowego podczas trzeciej kwarty pucharu Super Bowl. Wyreżyserowany przez Ridleya Scotta, zapowiadał premierę nowego Maca w konwencji książki „1984” George'a Orwelli.

Apple bez Steve'a Jobsa

Konflikt Jobsa ze Sculleyem o władzę w przedsiębiorstwie doprowadził do odejścia założyciela firmy ze spółki. Apple, pod

kierownictwem Sculleya, zaczęło dbać o interesy swoich akcjonariuszy, wypłacając im pierwszą dywidendę w maju 1987. Miesiąc później doszło do splitu akcji w stosunku 2:1. Kwartalne dywidendy dające zysk w wysokości w wysokości ok. 0,3% zostały utrzymane do 1995 roku. Końcówka lat 80. przyniosła również przejście pięciu spółek zajmujących się projektowaniem oprogramowania. Towarzyszyło temu wydanie serii nowych modeli Maca, m.in. Mac II (okrzyknięty przez magazyn Rolling Stone „ulubieńcem Wall Street”), MacSE, MacClassic oraz jednego z pierwszych laptopów – PowerBooka. Okres ten został nazwany przez magazyn MacAddict „pierwszą złotą erą” marki Macintosh.

Sprzedaż licencji systemów Windows 3.0 w 1990, a 5 lat później Windows 95, które dało się zainstalować na większości domowych komputerów, oznaczała dominację Microsoftu na rynku systemów oprogramowania. Apple stosowało restrykcyjną politykę licencjonowania, ✎



Legenda:

- 1 - premiera Macintosha (styczeń 1984)
- 2 - odejście Jobsa z firmy po konflikcie ze Sculleyem (maj 1985)
- 3 - wypuszczenie Apple IIGS (wrzesień 1986)
- 4 - Spindler zastępuje Sculleya na fotelu CEO (wrzesień 1993)
- 5 - wychodzi Microsoft Windows 95 (sierpień 1995), okres niskiej sprzedaży produktów
- 6 - przejście firmy NeXT oraz powrót Steve'a Jobsa (grudzień 1996)
- 7 - wystawa MacWorld Expo w Bostonie, ogłoszenie kontrowersyjnej ugody z Microsoftem (sierpień 1997)
- 8 - kłopoty ze sprzedażą drogiego nowego modelu PowerMac G4 Cube / bańka internetowa (drugą połowę 2000 roku)
- 9 - wprowadzenie do Maców napędu cd/dvd Superdrive, obniżka cen produktów (styczeń 2001)
- 10 - premiera pierwszego iPod'a (październik 2001)
- 11 - otwarcie iTunes Music Store (kwiecień 2003)
- 12 - wprowadzenie procesorów Intel do Maców (sierpień 2005)
- 13 - 30-lecie istnienia firmy, wydanie serii nowych iPodów (kwiecień 2006)
- 14 - premiera iPhone'a (czerwiec 2007)
- 15 - premiera iPada (kwiecień 2010)

**akademickie
inkubatory
przedsiębiorczości**

**Kompleksowe wsparcie
dla młodych
przedsiębiorców**

www.aipsgh.pl

Prowadzenie firmy
już od 250 zł miesięcznie



co dało Microsoftowi przewagę konkurencyjną w obliczu wysypu produkcji nowych pecetów na świecie. Kolejni dyrektorzy, Michael Spindler oraz Gil Amelio, nie zdołali powstrzymać lat olbrzymich strat. W ciągu czterech lat sprzedaż firmy spadła o 46%, a kwartalna strata została odnotowana 7 razy pod rząd.

Powrót firmy na drogę wzrostu

Na szczęście w 1997 nadeszło zbawienie w postaci powrotu na łono spółki założyciela – Steve’a Jobsa. Rok wcześniej Apple nabył założoną przez niego firmę informatyczną – NeXT, będącą właścicielem wytwórni filmów animowanych Pixar. Uprawnienia Jobsa szybko się rozszerzały. Na wystawie MacWorld Expo w Bostonie ogłosił zawarcie umowy z Microsoftem o wzajemnym licencjonowaniu technologii. Sojusz z odwiecznym wrogiem zażegnał też wzajemny spór o prawa autorskie do interfejsu graficznego użytkownika. Likwidacja klonów komputerów Apple oraz otwarcie sklepu internetowego Apple Store doprowadziło do pierwszego od dawna kwartalnego zysku. Rewolucje przyniosły premiery nowego sprzętu: iMaca z nowym systemem Mac Os X, PowerMaca G3 oraz iBooka – stylowego i taniego laptopa.

Zostając CEO firmy Apple w 2000 roku, Jobs wypuścił na rynek program iTunes oraz stworzył sieć sklepów detalicznych w całej Ameryce. Wydarzeniem kończącym pewną erę istnienia przedsiębiorstwa był debiut na jesieni 2001 roku przenośnego odtwarzacza muzycznego, wyposażonego w dysk twardy – iPod’a.

Innowacyjny odtwarzacz spotkał się z aprobatą spragnionych gadżetów Amerykanów i po paru latach jego udziały na tym rynku przekroczyły 75%. Nowym designem sprzętu został Jonathan Ive, a jego wytwory szybko stały się eksponatami nowojorskiego Museum of Modern Art. W 2003 iTunes stał się także internetowym sklepem muzycznym, oferując rozsądną alternatywę domowym złodziejom własności intelek-

Wybrane wskaźniki fundamentalne (7.10.2011):

C/Z – 14,63	Zysk na akcję – 25,28	Średni wolumen – \$22,5 mln.
C/P – 3,42	ROA – 22,3	EBITDA – \$19,317 mln.
C/WK – 74,81	ROE – 42	Kapitalizacja – \$349,86 mld.

tualnej. Jak się później okazało, inicjatywa ta przyniosła firmie krociowe zyski – 5 lat później sklep przekroczył barierę 4 mld sprzedanych utworów.

Innowacja goni innowację

W kolejnych latach rynek zalewały nowe modele iPodów (nano, shuffle) o większych pojemnościach, ekranach, wymyślnych kolorach i kształtach. MacBooki (następcy iBooków) oraz Macintoshe otrzymały szybsze procesory Intela na miejsce starej platformy PowerPC. Ich odbiorcami byli już nie tylko artyści i informatycy, ale dzięki obniżce cen, cała klasa średnia. Produkty firmy Apple stały się przedmiotami pożądania mas społeczeństwa – symbolami kultury zachodu, nowej mody i stylu.

Geometryczny wzrost wartości oraz udziałów w rynku spółki doprowadziły w 2007 roku do kolejnego przełomowego momentu – premiery multimedialnego, wielofunkcyjnego telefonu – iPhone’a. Okrzyknięty przez magazyn Time wynalazkiem roku, oznaczał on rewolucję na rynku telefonii komórkowej. Wyposażony w ekran dotykowy, odbiornik wi-fi, spory dysk twardy oraz masę aplikacji, których tysiące można pobrać ze strony Apple Store, zapoczątkował rynkową hegemonię urządzeń typu smartphone. Mimo relatywnie wysokiej ceny, społeczne pożądanie iPhone’a zapewniło dominację Apple w tym segmencie elektroniki oraz doprowadziło do premiery czterech nowych modeli.

W 2010 roku ukazał się tablet iPad będący przenośnym komputerem z ekranem dotykowym. Rozszerzył on funkcjonalności iPhone’a, osiągając sprzedaż rzędu 15 mln sztuk w ciągu 9 miesięcy. Rok później w czerwcu, Apple zaprezentował swoją

platformę cloud computingową, Cloud, przeznaczoną do darmowego gromadzenia danych w Internecie i ich przesyłu pomiędzy urządzeniami marki Apple.

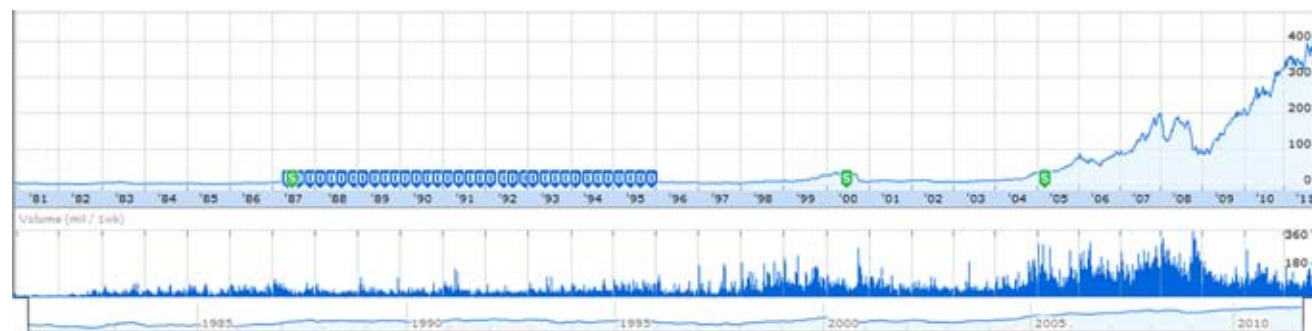
Choroba Jobsa

Już od 2004 roku lider i twarz marki, Steve Jobs, borykał się z kłopotami zdrowotnymi. Przeszedł wtedy operację z powodu raka trzustki, a 5 lata później przeszczep wątroby. Liczne urlopy zdrowotne spowodowały, że 24 sierpnia 2011 na stanowisku CEO zastąpił go Tim Cook, a sam Jobs objął stanowisko prezesa rady nadzorczej. 5 października 2011 Steve Jobs umarł w wieku 56 lat, pozostawiając po sobie najwyższą cenioną firmę na świecie. Zostanie zapamiętany jako charyzmatyczny lider, esteta, innowator, który zbudował potęgę przedsiębiorstwa w oparciu o kapitał intelektualny, setki patentów, pracę 50 tys. pracowników i wybitną kreatywność.

Apple na giełdzie

Akcje spółki Apple Inc. (NASDAQ: AAPL) wykazują dużą korelację z danymi fundamentalnych, wydarzeniami z historii spółki. Debiuty nowych urządzeń, podpisane strategiczne umowy oraz przejęcia znajdujące wyrazne odzwierciedlenie w wykresie cen akcji. Gdy założyciel firmy, Steve Jobs, stał się synonimem marki Apple, legendą branży nowoczesnej elektroniki, ceny udziałów stały się wrażliwe na doniesienia o jego stanie zdrowia, a nawet wypowiedzi.

11 sierpnia 2011 roku spółka Apple prześcignęła giganta naftowego Exxon Mobil, stając się najbardziej wartościową firmą na świecie o kapitalizacji ok. 350 mld dolarów. 20 września cena spółki osiągnęła historyczny rekord, dochodząc do 422,86 dolarów za akcję. ■



Legenda:

Split 2:1

Dywidenda, ok. 0,3%

Jak wyjść z recesji?

Osią dyskusji na poziomie międzynarodowym są obecnie sposoby przywrócenia gospodarce światowej trwałego, stabilnego wzrostu gospodarczego. Postarajmy się więc uporządkować tę burzliwą wymianę poglądów.

MAREK IGNASZAK

Czy warto zwalczać kryzysy gospodarcze?

Fundamentalną kwestią, od której powinnyśmy rozpocząć rozważania nad sposobami walki z kryzysami gospodarczymi, jest to, czy sama walka jest w ogóle uzasadniona. Duża grupa ekonomistów uważa, że recesje są czymś naturalnym i potrzebnym gospodarce, a ponadto starania mające na celu przeciwdziałanie spowolnieniu są obciążone istotnymi niedoskonałościami wynikającymi z zawadności rządów. Tym samym próby zaradzenia recesjom powodują jedynie szkody dla systemu ekonomicznego. Ich adwersarze są natomiast zdania, iż państwo powinno funkcjonować tak, jak na poziomie mikro pojedyncze gospodarstwo domowe, które może zwiększyć swój ogólny dobrobyt, wyrównując konsumpcję w cyklu życia poprzez pożyczanie środków finansowych w okresach, gdy uzyskuje niższe dochody, a następnie oszczędzanie oraz spłatę zaciągniętych zobowiązań, gdy zarobki się zwiększają. Według tego podejścia rząd powinien odnotowywać deficyty budżetowe w okresach złej koniunktury oraz nadwyżki, gdy sytuacja gospodarcza się poprawia. Ze strachu (chyba uzasadnionego) przed skutkami krachu oraz pod presją żądań opinii publicznej, politycy zajmujący się gospodarką w większości opowiedzieli się za tym drugim rozwiązaniem. Aktywna polityka fiskalna i pieniężna miała stać się poduszką, zapewniającą miękkie lądowanie gospodarce po wybuchu kryzysu finansowego. Należy jednak pamiętać, że rządy nie generują w ten sposób dodatkowego bogactwa, a jedynie przesuwają część jutrzejszego wzrostu, aby zatuszować dzisiejszą recesję. Strukturalne problemy gospodarek, będące przyczyną spowolnienia, nie znikają. Dlatego strategia ta nie może być narzędziem

budowania trwałego wzrostu gospodarczego. Na dodatek samo zadłużenie, czyli narzędzie służące państwu do przenoszenia produktu krajowego w czasie, w długim terminie powoduje pewne negatywne efekty zewnętrzne.

Do efektów tych możemy zaliczyć wypychanie kapitału przez dług publiczny, czyli zmniejszenie wartości kapitału posiadanego przez sektor prywatny, co podnosi realną stopę procentową oraz negatywnie wpływa na inwestycje. Zadłużone państwo musi pokrywać także koszty obsługi długu. Generuje to stratę, wynikającą z konieczności nałożenia dodatkowych podatków w celu pozyskania środków na obsługę zadłużenia. Ponadto zadłużony kraj staje się podatny na kryzys zaufania na rynkach pieniężnych powodujący wzrost rentowności obligacji skarbowych. To tylko najważniejsze z wielu zdiagnozowanych w literaturze długoterminowych kosztów wywołanych przez proces finansowania długiem swoich zobowiązań¹.

Jak zadłużanie się państw wpływa na wzrost gospodarczy?

Tyle teoria, a co z praktyką? Literatura dotycząca empirycznej weryfikacji wpływu zadłużenia na wzrost gospodarczy jest wbrew pozorom relatywnie niewielka i ogranicza

1. Dokładniej kwestie te omawiane są w przez Man-kiwa oraz Elmendorfa w pracy pt. „Government debt” z 1998 roku. Oprócz wspomnianych konwencjonalnych koncepcji wpływu zadłużenia na wzrost gospodarczy związanych z wypychaniem kapitału, istnieje wiele niestandardowych podejść. Do ciekawszych należy praca Rym Alui pt. „Deep habits and the macroeconomic effects of government debt” z 2010 roku, w której autor wykazuje, iż nawet w gospodarce bez fizycznego kapitału wzrost zadłużenia państwa prowadzi w długim terminie do obniżenia wzrostu gospodarczego.

się najczęściej do krajów rozwiniętych, rzadziej rozwijających się. Obraz wyłaniający się z tych publikacji jest następujący: relacja między wzrostem gospodarczym danego kraju a jego poziomem zadłużenia ma kształt odwróconego U. Powyżej pewnego poziomu, oszacowanego na około 70% - 90% i 40% - 50% procent długu w stosunku do PKB dla krajów rozwiniętych i rozwijających się odpowiednio, dalsze zwiększanie zadłużenia skutkuje mniejszym wzrostem gospodarczym. Do tego poziomu omawiana zależność jest dodatnia².

Zastanówmy się, w jakich przypadkach finansowane długiem wydatki rządowe mogą pobudzać wzrost gospodarczy? Państwo ze swojej natury jest organizmem bardzo zawodnym, jeśli chodzi o gospodarowanie finansami. Każda ingerencja państwa w mechanizmy gospodarcze jest kłódą pod nogami systemu ekonomicznego. Jednak także i rynki zawodzą. Wprawdzie na rynkach doskonale konkurencyjnych ukształtowana równowaga rynkowa jest zawsze efektywna w sensie Pareta³, ale w rzeczywistości na rynku rzadko panują warunki doskonałej konkurencji. W związku z asymetrią informacji, niekompletnością rynków, występowaniem kosztów transakcyjnych i efektów zewnętrznych równowaga kształtująca się na danym rynku może nie być optymalna. Dodatkowo sektor prywatny ma problemy z dostarczaniem pewnych dóbr o charakterze publicznym oraz społecznym. Co więcej, rynki mogą charakteryzować się występowaniem wielopunktowych stanów równowagi, z których nie wszystkie są Pareto efektywne. ➤

2. Więcej na ten temat na przykład w pracy C. Charita, P. Rother pt. „The impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the euro area” z 2010 roku.

3. Efektywne w sensie Pareta są takie rodzaje alokacji zasobów, w przypadku których niczyjej sytuacji nie da się polepszyć bez jednoczesnego pogarszania sytuacji kogoś innego.

Wśród ekonomistów nie ma jednak zgody co do tego, czy nawet po zdiagnozowaniu pewnych defektów rynkowych, państwo jest w stanie pozyskać wiedzę o tym, jaka równowaga jest społecznie efektywniejsza oraz w jaki sposób do niej dążyć. Jedynie w sytuacji, gdy państwo ingeruje w te obszary gospodarki, w których alokacja dóbr poprzez mechanizmy rynkowe jest nieefektywna i tylko wtedy, gdy jest ono w stanie zgromadzić informację o tym, jak tę alokację poprawić, może to prowadzić do zwiększenia dynamiki rozwoju gospodarczego.

Jeśli więc zdecydujemy się implementować antycykliczną politykę gospodarczą, musimy pamiętać o dwóch aspektach: transfery socjalne nie kreują dodatkowego bogactwa, a zadłużenie państwa generuje negatywne efekty zewnętrzne. Skuteczna polityka przeciwdziałająca spowolnieniu gospodarczemu powinna więc skupiać się na inwestycjach, których realizacja generuje pozytywne efekty rekompensujące koszty wynikające ze zwiększenia zadłużenia.

Kapitał społeczny i ludzki motorami wzrostu PKB

Jak wygenerować wzrost gospodarczy w XXI wieku? Motorami wzrostu PKB są: przyrost liczby ludności, akumulacja kapitału, zarówno fizycznego, jak i ludzkiego, oraz wzrost produktywności czynników produkcji wywołany m. in. postępem technologicznym. Jednakże dziś, ze względu na starzenie się społeczeństwa oraz efekty wypychania kapitału przez rosnący dług publiczny, dwa pierwsze elementy zaczynają wpływać negatywnie na wzrost gospodarczy. Wiele wskazuje na to, że fundamentem rozwoju gospodarczego i wzrostu dobrobytu społeczeństw w nadchodzącym okresie stanie się więc rozwój kapitału ludzkiego oraz społecznego danego społeczeństwa, zarówno rekompensujący ubytki w fizycznym kapitale, jak i prowadzący do wzrostu produktywności czynników produkcji i postępu technologicznego, poprawiając efektywność wymiany gospodarczej. Szansy na skuteczną interwencję państwa mającą na celu wyjście z recesji upatrywałbym właśnie w działaniach tworzących kapitał społeczny i ludzki. Zastanówmy się teraz nad przykładem sytuacji, w której ze względu na słabości tego specyficznego rynku obecność państwa może być motorem wzrostu gospodarczego.

Wiele badań, m.in. praca zespołu Putnam, Leonardi i Nanetti pt. „Making democracy work: civic traditions in modern Italy” z 1993 roku oraz publikacja Słomczyński, Tomescu-Dubrow pt. „Friendship patterns and upward mobility: A test of social capital hypothesis” z 2005 roku, pokazują korzystny wpływ kapitału społecznego, czyli takich czynników, jak zaufanie, normy społeczne, sieci przyjaciół czy uczciwość, na efektyw-

ność funkcjonowania systemu gospodarczego w danym kraju. Im większy więc poziom kapitału społecznego, tym większy dobrobyt społeczeństwa. Co ciekawe, badania pokazują także, że społeczeństwa, w których dominują sieci społeczne zorientowane na rodzinę, czyli „między swoimi” (bonding social capital) funkcjonują pod względem ekonomicznym gorzej od społeczeństw zdominowanych prze sieci społeczne „między obcymi” (bridging social capital)⁴. Ważne jest więc, aby obywatele posiadali wysoki poziom kapitału społecznego o przewadze sieci „między obcymi”. Dana jednostka powiększa swój kapitał społeczny poprzez utrzymywanie kontaktów z przyjaciółmi, aktywność społeczną, etc. Jak pokazują jednak prace, takie jak na przykład badania zespołu Growiec, Growiec, których wyniki opublikowano w pracy pt. „Social Capital, Trust, and Multiple Equilibria in Economic Performance” z 2009 roku, powszechnym problemem jednostek, a tym samym i całych społeczeństw, jest wpadanie w tzw. „pułapkę biedy”. Aby zwiększyć swój poziom kapitału społecznego (KS), dana jednostka musi utrzymywać sieci społeczne. Jednak u niektórych osób początkowy poziom KS jest zbyt niski, aby utworzyć sieć. W celu utworzenia sieci społecznej taka osoba musi zwiększyć swój poziom kapitału społecznego. Odbija się to jednak poprzez tworzenie sieci społecznych. Błędne koło domyka się.

Bierzmy przykład od tych, którym się powodzi

Przykładem dobrego rozwiązania tego problemu jest Finlandia, w której system edukacji zapewnia uczniom jak najwięcej dodatkowych zajęć, niejako wyrwywając jednostki wykluczone z ich domów i przyłączając je do sieci społecznej wraz z dziećmi o wyższym poziomie kapitału społecznego. Jak pokazują badania konkurencyjności gospodarek, Finlandia jest światowym liderem pod względem poziomu wykształcenia oraz efektywności pracy siły roboczej. Kraj ten przez ostatnich 18 lat rozwijał się szybciej niż na przykład Czechy, kraj o porównywalnej liczbie mieszkańców (5% vs. 4% średniorocznego wzrostu PKB per capita mierzonego PPP). Finlandia w okresie 1993-2010, po głębokiej recesji wywołanej upadkiem ZSRR, z którym handel stanowił niemal 100% fińskiej wymiany międzynarodowej, zwiększyła swoją początkową, ponad 50-procentową przewagę w dobrobycie nad Czechami, mimo iż teoria ekonomii mówi o względnie szybszym wzroście gospodarek o niższych poziomach PKB per capita.

Kolejny dobry przykład płynie ze Stanów Zjednoczonych. Wiele prac, tak jak na przykład publikacja C. Goldin i L. Katz'a pt. „The

4. Więcej na ten temat m.in. w pracy Beugelsdijka i Smuldersa pt. „Bonding and bridging social capital: which type is good for economic growth?” z 2003 roku.

legacy of U.S. educational leadership: notes on distribution and economic growth in the twentieth century” z 2001 roku, udowadnia ogromny wpływ upowszechnienia systemu edukacji ponadpodstawowej w USA na zdominowanie światowej gospodarki przez Amerykę. Za Atlantykiem w latach 1910-1940 przeprowadzono zakrojony na szeroką skalę program włączenia jak największej części społeczeństwa do systemu edukacji ponadpodstawowej. W tym samym czasie ponadpodstawowe edukowanie szerokich mas uważano w Europie za marnotrawstwo zasobów. Gigantyczny powojenny postęp technologiczny w Stanach Zjednoczonych wynikał w dużej mierze z powszechniejszego systemu edukacji i umożliwił Ameryce zajęcie miejsca światowego hegemonu. Zaletą jest także sama architektura systemu edukacji w Stanach. Otóż do powszechnego liceum (junior high school i high school) uczęszczają wszyscy absolwenci szkół podstawowych, bez względu na wybraną specjalizację. I tak osoba chcąca zdobyć wykształcenie zawodowe zapisuje się do tego samego liceum co pasjonat filologii klasycznej, wybierając sobie jedynie w toku nauki zajęcia praktyczne i zawodowe zamiast lekcji łaciny (oba zdobywają podobne wykształcenie ogólne, tzw. „rdzeń”). Podczas gdy w Europie po szkole podstawowej następuje już specjalizacja i, tak jak w większości polskich zawodówek, tworzone są enklawy deprecjacji kapitału ludzkiego oraz społecznego, za oceanem stymuluje się młodzież do budowania sieci społecznych „między obcymi”, wpływając na poprawę efektywności systemu gospodarczego.

Istnieje wiele obszarów życia gospodarczego, w których przemysłowa obecność państwa odgrywa rolę bodźca dla dalszego rozwoju. Pamiętamy jednak o tym, że rząd nie wytwarza bogactwa, a jedynie je redystrybuuje. Żeby nim kogoś obdarować, musi najpierw kogoś innego tego bogactwa pozbawić. Jeśli więc decydujemy się na to, żeby państwo odgrywało aktywną rolę w walce ze spowolnieniem gospodarczym, to znacząco uważamy, że w warunkach kryzysu wywołanego marazmem konsumpcji sektora prywatnego państwo powinno uzupełnić swoimi wydatkami powstałą lukę popytową - róbmy to rozsądnie. Należy skupić się na tych fragmentach systemu gospodarczego, w których interwencja rządowa wygeneruje korzyści społeczne przewyższające nieodwołne koszty każdej takiej interwencji. Dobrymi kandydatami wydają się być wydatki związane z kapitałem społecznym oraz kapitałem ludzkim. Mimo iż efekty takich działań widoczne są najczęściej po dłuższym czasie, są one gwarantem stabilnego ożywienia gospodarczego. Doświadczenie pokazuje, że doraźne działania popytowe, jak na przykład ulgi podatkowe czy nieprzemyślane świadczenia socjalne, przynoszą więcej szkód niż pożytku. ■

Harvard kuźnią noblistów

Christopher A. Sims i Thomas J. Sargent laureatami Nagrody Nobla z ekonomii w 2011 roku

ANNA GRODECKA

Nagrody Nobla z różnych dziedzin nierzadko wywołują kontrowersje i dyskusje opinii publicznej. W przypadku Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie nauk ekonomicznych, zwanej potocznie Nagrodą Nobla z ekonomii, kontrowersje budzi sam przedmiot nagrody. Wielu argumentuje, że nie przypadkiem Alfred Nobel nie przewidział w swoim testamencie ekonomii jako jednej z nauk, jaką chciał wyróżnić. Według nich nagroda ta nie ma prawa bytu, bo w ekonomii nie da się jednoznacznie ustalić wkładu w naukę,

jak to się dzieje np. w przypadku fizyki czy chemii. Jednak nagroda jest przyznawana już od ponad 40 lat i nic nie wskazuje na to, aby miało się to w przyszłości zmienić. W przypadku jej laureatów z 2011 roku większość nie ma wątpliwości – Christopher A. Sims i Thomas J. Sargent bez wątpienia na nią zasłużyli, chociaż mało kto spodziewał się, że otrzymają wyróżnienie wspólnie.

Oficjalnie naukowcy otrzymali nagrodę za „empiryczne badania na temat przyczyn i efektów w makroekonomii”. Wielu polskich komentatorów podkreśla, że z dwójki nagrodzonych to Sargent jest bardziej

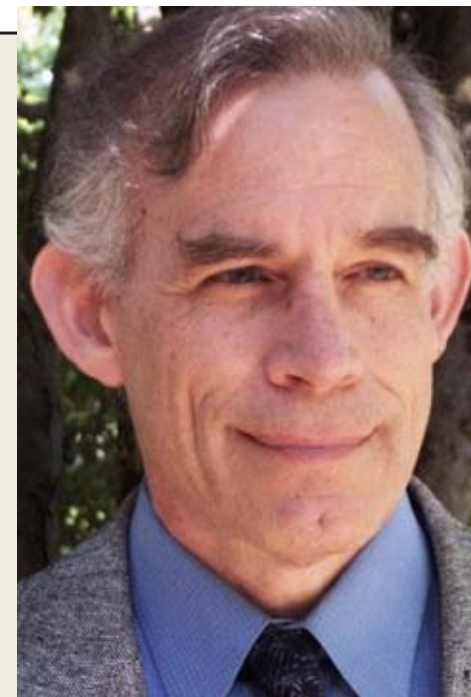
znany i doceniany. Wydaje się, że jest to wynik obecności na rynku podręczników do makroekonomii, których jest autorem. Jednak trudno dzisiaj wyobrazić sobie jakiś artykuł empiryczny, który nie korzystałby z ekonometrycznych metod zaproponowanych przez Simsa. Obserwując dzisiejszą debatę w świecie makroekonomii na temat przyszłości dyscypliny i krytykę dotychczas stosowanych modeli, wydaje się jednak, że to dorobek Simsa ma szansę dłużej przeżyć, ponieważ niektóre z teorii, nad których rozwojem pracował Sargent, już dzisiaj są passé.

Christopher A. Sims – twórca metody VAR

Christopher A. Sims urodził się w Waszyngtonie 21 października 1942 roku. Na studiach początkowo interesował się matematyką (ma licencjat z matematyki zdobyty na Harvardzie), dopiero później zaczął brać udział w zajęciach z ekonomii. Na specjalizację wybrał tę drugą dziedzinę, której studia rozpoczął w 1963 roku w Berkeley, aby po roku (z osobistych powodów) przenieść się na Harvard. Ukończył uczelnię z tytułem doktora w 1968 roku, tym samym, kiedy Tom Sargent. Już od początku studiów wykazywał silne zainteresowanie statystyką i ekonometrią, a jego poziom zaawansowania powodował, że mało kto był w stanie zrozumieć jego artykuły w prasie fachowej. W jednym z wywiadów Sims wspomina, że jedną z niewielu osób, które czytały i były w stanie zrozumieć jego teksty, był jego kolega Thomas Sargent. Obecnie Chris Sims wykłada na uniwersytecie Princeton. Oprócz wynalezienia metody VAR zajmował się w swojej karierze analizą Bayesowską (analiza, która bierze pod uwagę zarówno ocenę pewnych wartości ekonomicznych a priori przez badacza, jak i jej aktualizację uwzględniającą obserwację danych), jest również zwolennikiem fiskalnej teorii poziomu cen.

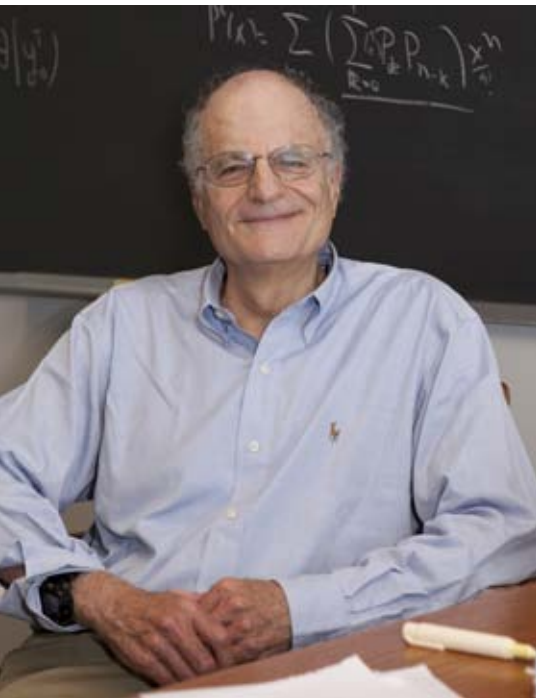
Christopher A. Sims zasłynął przede wszystkim jako badacz szeregów czasowych i empirycznej makroekonomii,

a zwłaszcza twórca metody VAR (value autoregression, model wektorowej autokorelacji), która pozwala na prognozowanie wartości zmiennych ekonomicznych, a także badanie zależności między nimi, wykorzystując wiele równań autokorelacyjnych, w których każda zmienna zależy od przeszłych wartości jej samej, przeszłych (czasem też teraźniejszych) wartości innych zmiennych modelu oraz zaburzeń losowych w formie zewnętrznych szoków. Model VAR jest stosunkowo oderwany od teorii, co często bywa krytykowane przez jego przeciwników. Jednak Sims wprowadził VAR w 1980 roku jako prostą alternatywę dla skomplikowanych modeli ekonomicznych opartych na teorii, które wymagały szeregu założeń i restrykcji i argumentował, że ekonometryczne badanie liniowych zależności może równie dobrze przewidywać wartości zmiennych. Oczywiście, VAR nie jest metodą całkowicie oderwaną od ekonomicznej rzeczywistości – przede wszystkim sam wybór zmiennych, jakie mają zostać przedstawione w formie równaniowej bazuje na wiedzy ekonomicznej. Model VAR przyjmuje dwie postaci – zredukowaną i strukturalną. Ta pierwsza pozwala na badanie przyczynowości zmiennych oraz prognozowanie, ta druga stosowana jest do analizy polityki ekonomicznej. Postać strukturalna umożliwia tworzenie funkcji odpowiedzi na impuls (impulse



Chris Sims:
<http://www.princeton.edu/~sims/>

response function). Wykres tej funkcji pokazuje zachowania poszczególnych zmiennych w odpowiedzi na rozmaite impulsy w niezależnych zaburzeniach modelu strukturalnego. Postać strukturalna modelu daje badaczom więcej możliwości, ale wymaga również większej zależności od teorii niż forma zredukowana, w tym pewnych założeń początkowych.



Tom Sargent: http://www.princeton.edu/pr/pictures/s-z/sargent_thomas

Thomas J. Sargent urodził się 19 lipca 1943 roku w Pasadenie w stanie Kalifornia. W 1964 roku otrzymał tytuł licencjata na Uniwersytecie Berkeley, natomiast tytuł doktora zdobył cztery lata później, kończąc Harvard. Pracował na kilku amerykańskich uczelniach, zaś od 2002 roku wykłada na uniwersytecie w Nowym Jorku. Jest znany praktycznie każdemu zaawansowanemu studentowi

Thomas J. Sargent – pionier teorii racjonalnych oczekiwań

ekonomii, ponieważ jego książki, m.in. pt. „Macroeconomic Theory”, czy napisana wspólnie z Larsem Ljungqvistem „Recursive Macroeconomic Theory” są podręcznikami uniwersyteckimi na wielu światowych uczelniach. Sargent współpracował z wieloma wybitnymi ekonomistami, efektem jego pracy z Nilem Wallacem był m.in. opublikowany w 1981 roku artykuł „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, który opisywał związek teorii fiskalnej i monetarnej na poziom cen.

W 80. latach Thomas Sargent wspólnie z Larsem Hansenem (niektórzy przepowiadali, że Nagroda Nobla zostanie przyznana jemu i Sargentowi, albo jemu i dwójgu tegorocznym laureatom wspólnie) zaproponował nowe metody ekonometryczne pozwalające na badanie modeli zawierających racjonalne oczekiwanie. Jego pole zainteresowań jest bardzo szerokie – pracował w wielu obszarach makroekonomii, zajmował się również historią gospodarczą. Jego badania były częściowo odpowiedzią na tzw. krytykę Lucasa, który w sławnym artykule z 1976 roku skrytykował ówczesne modele ekonometryczne stosowane do analizy polityki makroekonomicznej, które nie brały pod uwagę, że niektóre z parametrów w nich występu-

jących nie są wcale „głębokie” (ang. deep parameters), strukturalne, ale zmieniają się wraz ze zmieniającą się polityką gospodarczą. Krytyka Lucasa zapoczątkowała prawdziwą rewolucję w makroekonomii, która od jej czasu zwróciła się bardziej w kierunku mikroekonomii, wierząc, że jeśli opisane w modelu zachowania konsumentów, firm etc. będą oparte na mikroekonomicznych (tj. niezmiennych) przesłankach, takich jak preferencje czy dostępne zasoby i technologie, to identyfikacja głębokich parametrów stanie się możliwa¹.

1. Obecnie w makroekonomii najpewniej szykuje się nowa rewolucja. Doświadczenie (np. ostatni kryzys finansowy) pokazało, że makroekonomiczne modele oparte na mikroekonomicznych przesłankach niekoniecznie muszą prowadzić do najlepszych wyników. Jednak nim ta rewolucja nastąpi, większość badaczy kontynuuje prace nad tymi modelami. Również teoria racjonalnych oczekiwań, zakładająca, że ludzie podejmują racjonalne decyzje na podstawie analizy wszystkich im dostępnych informacji i wydarzeń z przeszłości, jest ostatnio poddawana krytyce. Prawdopodobnie autorów kolejnej „krytyki” ujrzymy w gronie laureatów ekonomicznej Nagrody Nobla za kilkadziesiąt lat (Sargent i Sims zostali nagrodzeni głównie za badania, jakich dokonali w latach 70. i 80., zaś Robert Lucas, autor sławnej krytyki, otrzymał Nagrodę Nobla w 1995 roku).

Badania obydwu laureatów z 2011 wybitnie pokazują, że teoretycy ekonomii czasami (a nawet często, jak powiedzieliby niektórzy) się mylą. Ekonomia jest nauką dynamiczną, mało jest w niej praw, które obowiązują absolutnie – zawsze i wszędzie. Wraz ze zmie-

nającą się gospodarką ekonomiści uczą się nowych rzeczy o świecie i ciągle są zaskakiwani nowymi zjawiskami (tak było np. ze stagflacją). Dlatego w ekonomii nie można jednoznacznie określić, że jeden uczony ma rację. To mają często na myśli krytycy Na-

grody Nobla z tej dziedziny. A jednak błędy należą do lekcji, jaka każda dyscyplina musi przerobić, a konstruktywna debata wymaga intelektualnych przywódców – Sims i Sargent bez wątpienia należą do przywódców swojego pokolenia. ■



Fiskalna teoria poziomu cen – widziana niejako jako alternatywa w stosunku do ilościowej teorii pieniądza. Zakłada, że poziom cen zależy od międzyokresowego ograniczenia budżetowego, zaś inflacja jest zjawiskiem fiskalnym. Z kolei ilościowa teoria pieniądza akcentuje wpływ zmian podaży pieniądza na ceny. Jej zwolennik, Milton Friedman, powiedział niegdyś, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem pieniężnym”.



Królewski Wawel

Dla większości z nas pierwszym skojarzeniem ze słowem Wawel jest Zamek Królewski w Krakowie – i właśnie od tego jednego z najcenniejszych zabytków Polski wzięła swoją nazwę krakowska firma, produkująca wysmienitą czekoladę.

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Dawno temu na Wawelu

Wawel SA jest jedną z najstarszych spółek notowanych obecnie na GPW. W 1898 roku świeżo upieczony czeladnik, Adam Piasecki, założył w Krakowie firmę cukierniczą. Pod nazwą A. Piasecki firma rozwijała się aż do 1951r., kiedy została połączona z dwoma innymi krakowskimi zakładami cukierniczymi i otrzymała nową nazwę: Zakłady Przemysłu Cukierniczego Wawel. Decyzja o prywatyzacji zakładów nastąpiła w 1992 roku, a 5 lat później – w 1997 roku – spółka Wawel SA zadebiutowała na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Podwawelski biznes

Wawel od lat produkuje czekolady i cukierki, które wszyscy znamy i lubimy. Sztandarym produktem firmy są przede wszystkim cukierki czekoladowe malaga, tiki-taki i kaszanki oraz karmelki kukulki i raczki (naład produkowane ręcznie). Ponad 50% produkcji Wawelu trafia prosto na półki hipermarketów i dyskontów w Polsce, kolejne 35% sprzedaży to sprzedaż hurtowa, a zaledwie 2% produkcji sprzedawane jest detalicznie w sklepach firmowych Wawelu (na przykład w otwartym przez założyciela firmy – Adama Piaseckiego - w 1904 roku sklepie na Rynku Głównym w Krakowie). Biorąc pod uwagę fakt, że ponad 75% przychodów ze sprzedaży spółki stanowi sprzedaż wyrobów czekoladowych, do głównych elementów mogących negatywnie wpłynąć na wyniki spółki należą: wzrost cen ziarna kakaowego oraz niekorzystne zmiany kursów walutowych, zwiększające cenę importowanego surowca. Wydatki z tytułu importu surowca w pewnej części zabezpieczone są wpływami z eksportu produktów, jednak spółka mimo wszystko narażona jest na ryzyko walutowe.

Finanse na Wawelu

Spółka konsekwentnie zwiększa swoje przychody oraz zyski – w 2010 roku Wawel zanotował ponad 47 mln PLN zysku netto przy 377,6 mln PLN przychodów netto ze sprzedaży. Zwiększanie przychodów i zysków w dużej mierze udaje się dzięki intensywnemu marketingowi, na który Wawel przeznacza około 50 mln PLN rocznie. Wypracowany w 2010 roku zysk został w części przeznaczony na wypłatę dywidendy (10 PLN na akcję, co w sumie dało niemalże 15 mln PLN), dzięki czemu Wawel znajduje się wśród spółek indeksu WIGdiv. Reszta zysku jest akumulowana w spółce lub przeznaczana na kolejne inwestycje – Wawel

ukończył w 2007 roku budowę nowego zakładu produkcyjnego w Dobczycach (krakowska SSE) na gruncie o powierzchni 6 ha praktycznie bez udziału zewnętrznego finansowania. W tym miejscu warto wspomnieć o rachunku przepływów pieniężnych spółki, w którym można zaobserwować rzadką sytuację – spółka finansuje całość swojej działalności inwestycyjnej ze środków wygenerowanych poprzez działalność operacyjną, natomiast pozostałe środki (działalność finansowa) przeznaczone są na wypłatę dywidendy. Obecnie spółka planuje rozbudowę zakładu w Dobczycach, która również będzie finansowana ze środków własnych. Finansowanie inwestycji z zysku wypracowanego przez spółkę z jednej strony cieszy (działalność firmy jest tak rentowna, że spółka nie ma problemu z finansowaniem inwestycji ze swoich własnych środków), z drugiej może martwić (czy zarząd nie wie, że kapitał własny to najdroższe źródło finansowania?). Nie da się jednak zaprzeczyć, że struktura bilansu i wszystkie wskaźniki na koniec 2010 roku robią wrażenie na potencjalnych inwestorach: rentowność operacyjna

15%, ROE 21,6%, ROA 16%, wypłacalność 75% - każdy z nich jest wyższy niż w roku poprzednim. Wskaźnik cena/zysk jest także na przyzwoitym poziomie 13,2, choć akcje Wawelu można uznać za drogą – jedna akcja spółki kosztuje 491 PLN.

Władcy na Wawelu

Spółką kieruje prezes Dariusz Orłowski, z wykształcenia finansista, który od 1999 roku jest członkiem zarządu spółki Wawel (na początku jako dyrektor ds. finansowych), a od 2001 roku pełni funkcję prezesa. Drugą ważną osobą w spółce jest przewodniczący Rady Nadzorczej - Hermann Opferkuch, który pośrednio – poprzez fundusz Hosta International AG z siedzibą w Szwajcarii - posiada 52,13% ogólnej liczby akcji spółki. Pan Opferkuch zdobył solidne wykształcenie i doświadczenie w dziedzinie finansów i cukiernictwa, zarządza grupą spółek zajmującą się produkcją i sprzedażą wyrobów cukierniczych.

Wysoka cena akcji oraz niski potencjał dalszego dynamicznego wzrostu dla wielu mogą być wystarczającym powodem do wstrzymania się z zainwestowaniem swoich pieniędzy w Wawel. Z drugiej strony, ugruntowana pozycja na rynku, bardzo dobre wskaźniki oraz coroczna wypłata dywidendy są poważnymi argumentami „za” dla inwestorów ostrożnie lokujących swoje środki w tak niespokojnych czasach - ich krakowska firma na pewno nie zawiedzie. ■

Struktura akcjonariuszy

Wyszczególnienie	Ostatnia zmiana	Liczba akcji	Procent udziału w kapitale akcyjnym	Liczba głosów na WZA	% głosów na WZA
Hosta International AG z siedzibą w Münchenstein (Szwajcaria)	16.05.2005	781 761	52.13	781 761	52.13
Amplico OFE	06.12.2010	199 741	13.32	199 741	13.32
Pozostali	06.12.2010	518 253	34.56	518 253	34.56
Suma		1 499 755	100.00	1 499 755	100.00



KOMENTARZ EKSPERTA

Wawel to firma szeroko znana konsumentom. Ponadto spółka jest weteranem rynku kapitałowego obecnym na giełdzie od blisko 14 lat.

Sytuacja finansowa spółki jest dobra. W drugim kwartale przychody wyniosły 85,32 mln złotych. Był to wzrost o 18,6 procent, licząc kwartał do kwartału. Ponadto zysk netto w tym okresie wyniósł 7,11 mln zł, co oznaczało wzrost 6,6 procent. Na korzyść spółki działa też to, że posiada ona blisko 30 mln zł gotówki po pierwszym półroczu oraz nie ma zaciągniętych kredytów.

Nie przeszkadza to spółce dobrze gospodarować posiadanym majątkiem. Zwrot z kapitału (ROE) według danych na pierwsze półrocze dla Wawelu wynosi 22,96 procent, podczas gdy dla rynku jest to 9,12 procent. Jeżeli chodzi o zwrot z aktywów, to spółka generuje z każdej złotówki majątku 17 groszy zysku. Dla porównania - dla całego rynku średnie ROA wynosi 6,06 procent.

Warto też zwrócić uwagę na rentowność sprzedaży na poziomie 42,8 procent wobec średniej rynkowej w wysokości 26,54 procent. Podobnie prezentuje się rentowność netto. W przypadku Wawelu wynosi ona 12,43 procent w stosunku do 6,62 procent średniej rynkowej. Ponadto spółka od czterech lat wypłaca dywidendę. Z zysku za 2010 rok stopa dywidendy wyniosła 2,06 procent.

Portal StockWatch wycenia trzynastoma automatycznymi metodami blisko 90 procent spółek notowanych na głównym rynku. Wartość wewnętrzną akcji Wawelu według naszych szacunków znajduje się w przedziale od 222,83 zł do 371,38 zł. Cena jednej akcji w połowie października na poziomie 485 zł wskazuje na przewartościowanie spółki wobec szacowanej wyceny. Kolejnym sygnałem sugerującym, że spółka jest droga, jest wskaźnik C/WK na poziomie 3,19 wobec 1,28 średniej wartości tego wskaźnika dla WIGu.

Kamil Gemra, Menedżer ds. rozwoju w Stockwatch.pl

Businesswoman

DAMIAN STRZELCZYK

Według najnowszych danych GUS już co trzecia firma w Polsce prowadzona jest przez kobietę. Czy to dużo? Biorąc pod uwagę uwarunkowania kulturowe oraz kwestię modelu rodziny w naszym społeczeństwie, to chyba niezły wynik. Obecnie bardzo wiele mówi się o sprawie parytetu, zarówno w środowisku biznesu, jak i w świecie polityki. Przedsiębiorczość jednak nie potrzebuje parytetu. Biznes rządzi się swoimi twardymi zasadami i różnica w uwarunkowaniach fizycznych tak naprawdę nie ma znaczenia dla klientów czy kontrahentów naszej firmy.

Postawienie tezy, że kobiety i mężczyźni absolutnie niczym się nie różnią w kwestii zarządzania firmą byłby zarówno naiwne, jak i kłamliwe. Różnimy się – to nie ulega najmniejszej wątpliwości. Warto jednak z tych różnic czerpać i dostrzegać w nich szanse dla rozwoju naszej firmy.

Bardzo często wydaje się, że kobiety starają się odrzucić swoją ewolucyjnie bardziej rozbudowaną sferę emocjonalną, by naśladować mężczyzn. To, że obecnie więcej firm zarządzanych jest przez mężczyzn, wcale nie oznacza, że ich styl zarządzania jest lepszy czy bardziej efektywny.

Ewa Wielgórska wraz ze współnikami prowadzi w ramach Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości przy SGH firmę „Purity”, która zajmuje się importem kosmetyków Health & Beauty z Izraela. Czym według Ewy wyróżnia się kobieta, jeśli chodzi o prowadzenie własnej firmy?

- Skupienie na „czystym biznesie”, a nie grze pozorów. Mężczyźni generalnie koncentrują się na budowaniu wizerunku swojej osoby i firmy, mimo że czasem nie mają się czym chwalić. Kobiety są za to bardziej przyziemne i skromne (bywa to postrzegane jako wada), ale za to budują biznes z całą starannością. Dbają o relacje z klientami, ulepszają produkt, dążąc do doskonałości. Chwalą się swoimi osiągnięciami dopiero wtedy, gdy, obiektywnie patrząc, jest się czym chwalić. Kobiety po prostu umieją budować biznes od samego początku - gdy jest to najtrudniejsze. Są wytrwałe, cierpliwe, nie liczą od razu na miliony, co procentuje w młodych firmach. Ponadto mają zmysł zarządczy i potrafią minimalizować ryzyko.

Ewa inaczej również postrzega strategię prowadzenia firmy przez kobiety i mężczyzn: - Kobiety charakteryzują się mniejszą skłonnością do ryzyka, przywiązują większe znaczenie do kapitału relacyjnego i znacznie bardziej koncentrują się na trzonie biznesu. Mężczyźni mają z kolei większą skłonność do podejmowania ryzykownych decyzji, ale w związku z tym mają większe prawdopodobieństwo osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników w swojej firmie.

Ewa jednak nie postrzega siebie jako przeciętnej kobiety z modelu, który podała – *Odnajduję u siebie skłonności wizjonerskie związane z długofalowym rozwojem, daleko mi jednak do nieuzasadnionej skromności i skrupulatności.*

Jaka jest motywacja Ewy do prowadzenia firmy Purity? – *Własna firma to super wyzwanie, możliwość robienia czegoś niezależnie. Korporacja frustruje pod tym względem, że nie mamy często wpływu na kierunki jej działania i tylko wykonujemy polecenia przełożonych, z którymi nie zawsze się zgadzamy. Jeśli umie się prowadzić własną firmę, to człowiek poradzi sobie ze wszystkim!*

Panie prowadzą samodzielnie lub w spółkach 25% ze 140 aktywnych firm, które działają w AIP przy SGH.

Michał Zaród oraz Anna Juras w sierpniu 2010 roku założyli w ramach Inkubatorów firmę Amtec, która zajmuje się kompleksowym doradztwem w zakresie aplikacji i realizacji projektów z funduszy Unii Europejskiej.

Wspólnicy stanowią bardzo dobry przykład tego, jak pozytywne skutki dla rozwoju firmy płyną z synergii męskiego i bardziej kobiecego stylu zarządzania. Łączy ich wspólna wizja rozwoju przedsiębiorstwa, bez której nie wyobrażają oni sobie współpracy.

Ania opisuje siebie jako osobę emocjonalną, która bardzo często nie potrafi nabrać odpowiedniego dystansu do wydarzeń i problemów, jakie pojawiają się w codziennym życiu firmy. W takich sytuacjach nieocenione jest wsparcie Michała, który z zimną krwią potrafi dokładnie przeanalizować sytuację i wybrać najbardziej optymalny model rozwiązania problemu. Umiejętności analityczne i opanowanie Michała nie są jednak jedynymi czynnikami, które stanowią o sukcesie firmy Amtec.

Ania ma bardzo dobrą intuicję i tzw. „wyczucie ludzi”, co jest niesamowicie ważną umiejętnością podczas spotkań z klientami, kiedy należy dokładnie poznać ich potrzeby. - *Firmę staram się zorganizować jak sprawnie działające gospodarstwo domowe. Nie lubię korporacyjnej sztywności. Cenię sobie swobodę i możliwość samodzielnej organizacji czasu pracy. W firmie liczy się dla mnie rodzinna atmosfera, dużo uśmiechu, pozytywna energia i optymistyczne spojrzenie w przyszłość. Dzięki temu, że współpracuję ze swoim współnikiem, mamy możliwość dotarcia do szerszego grona klientów - Michał lepiej dogaduje się z kobietami, mi łatwiej zrozumieć mężczyzn. Bardzo cenimy sobie współpracę z AIP przy SGH. Obsługa księgowości czy możliwość dostępu do biura znacznie ułatwiają nam działalność. Jednak nie to jest najcenniejsze w Inkubatorze. Chyba najbardziej znaczącym czynnikiem, który decyduje o sukcesie wielu firm tu działających jest*

„przedsiębiorcza atmosfera”, która tu panuje. Codziennie spotykamy wielu młodych, dynamicznych, pozytywnie nastawionych do świata ludzi z głową pełną pomysłów. Jest to niesamowicie inspirujące doświadczenie, które pomaga w prowadzeniu własnej firmy – opowiada Ania.

Wspólnicy pytani o to, jak postrzegają mężczyzn i kobiety pod kątem prowadzonych przez nich firm w ramach AIP, podobnie jak właścicielka firmy Purity odpowiadają, że bardzo często u mężczyzn można zaobserwować większą skłonność do szpanu niemającego odzwierciedlenia w świecie rzeczywistym. Mężczyźni więcej mówią niż robią, a kobiety wręcz przeciwnie. Bardzo często odnoszą znaczne sukcesy w prowadzonych przez siebie firmach, jednak nie chwalą się nimi. Może być to postrzegane zarówno jako wada, jak i zaleta. W przypadku działalności firmy Amtec wszystkie te kwestie równoważą się i zachowana jest zdrowa proporcja.

Według danych Eurostat, w całej Unii Europejskiej zarobki kobiet są niższe niż zarobki mężczyzn zatrudnionych na tym samym stanowisku o około 17 proc. Kobiety jednak coraz częściej wykazują się odwagą i decydują się na otworenie własnej firmy. Kiedy prowadzi się własny biznes, nikt nie jest w stanie narzucić nam określonego poziomu zarobków – wszystko jest tylko i wyłącznie w naszych rękach. Mężczyzna, który otwiera własny biznes, nie może liczyć na wyższy poziom zarobków. W obliczu przedsiębiorczości wszyscy jesteśmy równi. ■



Nie sposób opisać wszystkich zalet wyjazdu do Maroka. Atrakcje przyrodnicze, zabytki architektury, całkowicie odmienna kultura, fascynujące zapachy, kolory oddziałujące na wyobraźnię jak nigdzie na świecie, niesamowicie bogata i smaczna kuchnia, egzotyczne gatunki zwierząt, bardzo niskie ceny, możliwość dotarcia tanimi liniami przez cały rok za kilkaset złotych i przygoda ciekawująca na każdym kroku - to tylko niektóre z zalet tego niezwykłego kraju. Poniżej opis zaledwie kilku miejsc, które warto odwiedzić, będąc w Maroku.

BARTEŁOMIEJ SZARO
PATRYK ŚWIĄTEK

Tetuan – starożytna Tamuda¹

Miasto zostało założone w kotlinie między szczytami gór Rif, wspaniale prezentuje się pośród otaczających go górskich stoków. Nie jest to bardzo popularne wśród turystów miejsce i to stanowi jego największą wartość. „Córka Jeruzolimy”, jak ponoć także określa się to miasto, słynie przede wszystkim z zabytkowej, wpisanej na listę światowego dziedzictwa UNESCO medyny. Medyna to część miasta zblizona lokalizacją i znaczeniem do europejskiej starówki, tyle że zupełnie inaczej zorganizowana. Jak wygląda medyna? To stara część miasta, otoczona murami. Wejście doń stanowią bramy, których postać sprowadza się czasem jedynie do łuku przerzuczonego nad ulicą, a czasem są to kilkusetletnie dzieła sztuki, wprawiające w zachwyt. W medynie znajdują się dzielnice handlowe, suki (bazyry) żydowskie czy andaluzyjskie (pozostałość po obecności Hiszpanów).

Specyficzny i niepowtarzalny jest w medynie układ budynków. Na tle środkowoeuropejskiego rynku ze studnią i ratuszem na środku placu otoczonych kamienicami, medyny przedstawiają się jak układ korytarzy w ogromnym kopcu mrówek. Kolejne domostwa czy warsztaty powstawały obok siebie spontanicznie, bez konkretnego planu. Owocem tego są wszystkie urokliwe zakamarki, miniplacyki, wąskie uliczki, ciasne przejścia i labiryntowy układ dróg. Warto się także dokładnie rozglądać, aby dostrzec ciekawe detale – liczące dziesiątki lat lampy, pozornie banalne łuki nad przejściami, czy

1. Mauretańskie miasto założone w III w. p.n.e., zniszczone w I w. n.e. przez Rzymian.

żelazne dekoracje. Gdzieniedzie wygląda to jak usychająca choinka ozdobiona bombkami z centrum Rockefellera. Widok tych wszystkich rzeczy wzbudza podziw, a czasem i uśmiech na twarzy, kiedy obok mocarnych, kolorowo ozdobionych wrót widzimy sprzedawcę handlującego wózkami dla inwalidów lub używanymi butami. Wzdłuż głównych ulic rozciągają się stragany - na pierwszy rzut oka bardzo chaotyczne. Po krótkim spacerze można się przekonać, że każda część dzielnicy handlowej w czymś się specjalizuje. Pierwszy odcinek to miejsce dla smakoszy ryb, na następnym placu targuje się o ubrania, a w północno-wschodnim rogu medyny swoje warsztaty mają stolarze. Główne arterie są bardzo tłoczne, pustoszeją tylko na chwilę, kiedy głos muezina wzywa na modlitwę. Mieszkańcy tetuańskiej medyny oddają cześć Allahowi w dwóch meczetach – Wielkim i Sidi Saidi.

Szafszawan – marokański Amsterdam

Szafszawan to niewielka miejscowość, położona gdzieś pomiędzy kolejnymi szczytami gór Rif. Turyści pojawiają się tutaj stosunkowo od niedawna, bo jeszcze kilka lat temu do tego świętego dla wyznawców Allaha miejsca wstęp mieli tylko muzułmanie. Miasto znane jest z bajecznej (to zdecydowanie najlepsze słowo) medyny, a także z uprawy i dystrybucji marihuany. My pojechaliśmy tam dla tej pierwszej atrakcji oraz by odróżnić splendor wielkiego miasta od małomiasteczkowej atmosfery.

Medyna Szafszawan to raj dla fotografów - ściany domów pomalowane na niebiesko, błękitne okiennice, lazurowe elementy fasad i masa odcieni indygo dosłownie na wszystkim. Zupełnie jakby człowiek-gigant, przechodząc tamtędy, wylał odrobinę niebieskiej farby, a ona trafiła

wprost na arabskie domostwa. Tak unikatowe miejsca jak to zapadają na długo w pamięci. Nie jesteśmy pewni, czy Szafszawan wywarłby na nas takie wrażenie, gdyby zabudowania Medyny były szare lub beżowe.

W Szafszawan można spróbować soku ze świeżo wyciskanych pomarańczy. Jest bardzo smaczny, orzeźwiający, zdrowy i... tani. Za równowartość normalnego biletu autobusowego można napić się takiego soku, jakiego w naszym kraju nie znajdziemy.

Drugi, nawet bardziej popularny napój w Maroku to ataj – mocno posłodzona, miętowa herbata. Dostępna dosłownie wszędzie, świetnie smakuje i, co najważniejsze, rewelacyjnie gasi pragnienie. Herbata jest spożywana wszędzie i o każdej porze. Już od samego rana w mini-barach siedzą panowie, sącząc ataj, można nim zostać poczęstowanym na bazarze bądź u kogoś w domu. Marokańczycy uwielbiają ten napój.

Godzinę drogi od miasta, w górach, znajdują się plantacje marihuany, które w Maroku są czymś tak normalnym jak pola buraków cukrowych w Polsce. Muzułmanie nie piją alkoholu, ale zaraz po zmroku (kiedy Allah już nie widzi) ciężko jest znaleźć mężczyznę, który nie paliłby kifu (marihuany) lub haszyszu.²

Fez – marokański Kraków

Dawna stolica Maroka, siedziba królów i miejsce, gdzie powstał pierwszy uniwersytet na świecie przyciąga turystów przede wszystkim dwiema medynami – ta starsza, Fas-al-Bali liczy sobie przeszło 1100 lat, ta nowa - Fas-al Dždid - powstała „dopiero” w XIIIw. Obydwie otoczone są dokładnie solidnymi murami, które kiedyś wyznaczały granice miasta.

Fas-al-Bali to żywy skansen i doskonałe miejsce na poznanie arabskiej architektury. W obrębie tej „najbardziej skomplikowanej mili kwadratowej na świecie” mieszka 2. Więcej na temat marokańskich plantacji można przeczytać tutaj: <http://www.paragonzpodrozy.pl/738/ketama---marokanska-stolica-haszyszu-i-marihuany/>.

200-250 tys. ludzi. Ulice medyn pośród rzędów straganów i warsztatów kryją wejścia do wyjątkowych obiektów. Prosto z dusznej od zapachu mięsa i wszelakich przypraw arterii można wejść do jednej z wypełnionych kontemplacyjną atmosferą XIII-wiecznych medres (medresa to szkoła koraniczna). Perfekcyjne rzeźbienia w cedrowym drzewie, płaskorzeźby, motywy florystyczne, czy koraniczne cytaty nie pozostawiają obojętnym żadnego laika. Na pierwszy plan wysuwają się tu medresy Bu-Inanijja i Al-Attarin. W samym sercu medyny znajduje się meczet Karawijin z IX wieku wraz z biblioteką.

Sakralne budowle chowają się w cień przed feską garbarnią. Zorganizowani w cechy rzemieślnicy pracują tu według średniowiecznych metod. Kadzie z barwnikami i amoniakiem, w których zanurza się skóry, stoją w tych samych miejscach od wieków. Kamieniarze dłutują na płycie słowa z Koranu, szewcy kleją kolejną parę tradycyjnych marokańskich babouches, kowale kują w żelazie elementy lamp, piekarnia dostarcza od rana świeżych, typowych dla tutejszej kuchni okrągłych chlebków, a sędziwy maestro wydłubuje z kości drobne rzeczy. Mnóstwo krawców, tkaczy, złotników, cukierników niemogących odpędzić się od os i wielu innych rzemieślników, którzy, sprzedając swoje produkty, mogą utrzymać swoje rodziny. Wieczorem pojawiają się tu skromne garkuchnie, gdzie spróbować można gotowanych ślimaków, marokańskiej zupy hariry, czy kanapki ze świeżo grilowaną rybą, popijając je sokiem ze świeżych pomarańczy i zagryzając świeżym kaktusem.

Marrakesz – miasto cesarzy i magii

Wizytówką tego miejsca jest plac Dżemaa al-Fna, zdecydowanie najbardziej zatłoczone miejsce po zmroku w Maroku. To ludzie są najbardziej ekscytującym i przyciągającym elementem placu. Najprzyjemniej czas spędza się tam wieczorną porą. Jak grzyby po deszczu na sporej części placu wyrastają garkuchnie. Kucharze i „kelnerzy” zachęcają do skorzystania z ich usług. Jedni są bardziej nachalni, inni mają spory dystans. Spróbować można wszystkich pierwszorzędných przysmaków: hariry, tadżinu, kuskusu, kozich głów i wielu, wielu innych egzotycznych potraw. Prędzej czy później każdy najedzony turysta przejdzie się po placu, żeby sprawdzić, skąd wydobywają się dźwięki towarzyszące mu przy posiłku. Formowane przez przyjezdnych i miejscowych kółka najczęściej otaczają trubadurów, kilkuosobowe grupy aktorskie przedstawiające skecze lub scenki, muzyków, niesamowitych tancerzy gnawa – każdego, kto posiada jakiś talent i chciałby go zaprezentować.

Dla aktywnych – Góry Atlas

Niespełna 80 km od Marrakeszu znajduje się najwyższy szczyt Maroka i całej Afryki północnej, Dżabal Tubkal (4167 m n.p.m.). Technicznie bardzo prosta góra stanowi wbrew pozorom spore wyzwanie i wymaga dobrej kondycji, ale

fantastyczne widoki i satysfakcja pokonania progu 4 km w pionie sprawiają, że, będąc w Maroku, grzechem byłoby nie spróbować podejścia.

Wodospady Ouzud

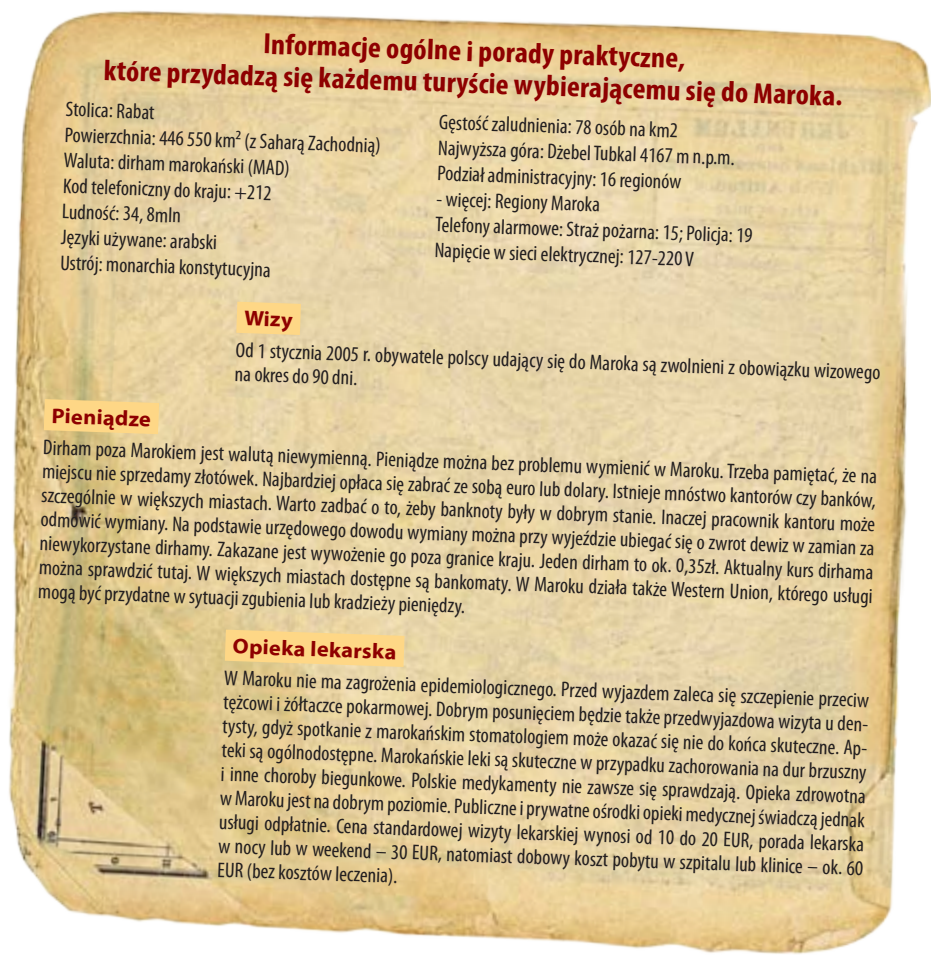
Wodospady Ouzud znajdują się niespełna 160 km na północny wschód od Marrakeszu i są wymarzoną miejscem na wypoczynek. Ponad 100-metrowe kaskady w otoczeniu ceglano-czerwonych skał i zielonej roślinności tworzą wręcz bajkowy krajobraz, więc mało kto może się oprzeć możliwości kąpieli w krystalicznie czystych basenach z licznymi mniejszymi wodospadami naturalnie utworzonymi na rzece. W dodatku wypoczynek urozmaica obecność żyjących tam w stanie wolnym makaków berberyjskich - małp, których figle i zabawy z turystami można obserwować godzinami. Dla miłośników egzotyki istnieje możliwość zakwaterowania w berberyjskich jurtach tuż przy rzece. Na niejednym campingu co wieczór odbywają się skromne imprezy z muzyką gnawa i (jak wszędzie) z tradycyjnym marokańskim jedzeniem. Chcący poczuć moc wodospadu intensywniej mogą za parę groszy wsiąść na prowizoryczną łódkę i podплыnąć bliżej strumienia lub wejść na skałę, z której spada woda. W pobliżu wodospadów można zobaczyć także jaskinie wyrzeźbioną przez nurt rzeki, udać się do źródeł tworzących wodospad lub odwiedzić wioskę zwaną Mexican Village, zawdzięczającą swoją nazwę dużym okrągłym kapeluszom noszonym przez jej mieszkańców.

Transport

Do Maroka najłatwiej dostać się samolotem bądź promem. Głównymi lotniskami w Maroku są lotniska w Casablance, Rabacie, Marrakeszu i Agadirze. Na popularności zyskuje także lotnisko feskie, na które można przylecieć, korzystając z tanich linii lotniczych. Czasami bardzo tanie połączenia zdarzają się w liniach Ryanair (od 200 – 500 zł w dwie strony, z przesiadkami). Najwięcej promów pływa z hiszpańskich miast Algeciras i Tarifa. Promy kursują do Tangeru oraz dwóch hiszpańskich enklaw – Ceuty i Melilly.

Po Maroku najłatwiej poruszać się koleją – ONCF lub autobusami. Najbardziej renomowane są dwie kompanie autokarowe – CTM i Supratours. Istnieją także prywatne firmy przewozowe. Przejazdy ich autobusami są tańsze, ale za to mniej komfortowe. Na terenie kraju nie ma problemu z wypożyczeniem samochodu. W zależności od klasy auta ceny wahają się od 25 do 40 euro za dzień. Wiele osób decyduje się na podróżowanie autostopem. Nie należy to do rzeczy niebezpiecznych. Można się jednak spodziewać, że niektórzy kierowcy mogą domagać się opłaty za podwiezienie.

Maroko to świetne miejsce zarówno dla turystów aktywnych, jak i dla spragnionych zwykłego odpoczynku na plaży w egzotycznej atmosferze. Polecamy odwiedzenie tego kraju każdemu, niezależnie od jego preferencji lub stanu portfela. Na stronie www.paragonzpodrozy.pl znajduje się więcej informacji o samym Maroku i innych kierunkach ciekawych podróży. ■



MFW od kuchni

Joseph Stiglitz, „Globalizacja”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004

MARTA KOZAKIEWICZ

Jak zapewne wielu czytelników, zwykle unikam książek reklamowanych jako „szokująca prawda”. Zawartość często sprawia zawód, ponieważ wcale nie jest szokująca oraz (co gorsza) ma niewiele wspólnego z prawdą. Sceptyków do sięgnięcia po „Globalizację” przekonać powinno nazwisko autora - Joseph Stiglitz, laureat Nagrody Nobla, od 1993 roku był doradcą ekonomicznym prezydenta Clintona, zaś w latach 1997-2000 pełnił funkcję głównego ekonomisty i wiceprezesa Banku Światowego. Pełnione funkcje pozwoliły mu przyjrzeć się „od wewnątrz” organizacjom międzynarodowym, takim jak MFW czy Bank Światowy, odpowiedzialnym za przebieg procesów globalizacji.

Biznes jak wojna

Sun Tzu, Sun Pin, „Sztuka wojny”, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2005

DOROTA SIERAKOWSKA

„Sztuka wojny” to pozycja popularna w świecie biznesowym i nie tylko. Książka ta jest bowiem znana jako zbiór uniwersalnych zasad postępowania, które nie dotyczą jedynie pola bitwy – jak może sugerować tytuł – lecz także prowadzenia biznesu oraz życia osobistego.

Pozycja doczekała się wielu wydań. Jednym z nich jest wersja ekskluzywna, bardzo ładnie wydana, zawierająca nie tylko zasady sztuki wojennej, autorstwa Sun Tzu, ale także „Metody wojskowe” spisane przez Sun Pin.

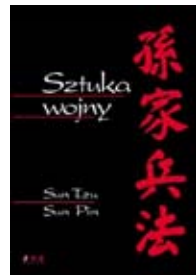
Stiglitz skupia się na ocenie działań Międzynarodowego Funduszu Walutowego w krajach rozwijających się, m.in. w Azji Wschodniej, a w szczególności działań podjętych w czasie ogólnoswiatowego kryzysu gospodarczego w latach 1997-1998. Poddaje krytyce decyzje podejmowane w oparciu o postanowienia porozumienia waszyngtońskiego, które sprawiły, że koszty globalizacji w wielu krajach nie tylko znacznie przekraczały korzyści, lecz wręcz stały się nie do udźwignięcia przez społeczeństwa słabiej rozwinięte. Błędy w kolejności i tempie przeprowadzanych zmian, stawianie ideologii ponad dowodami naukowymi, niezauważanie kontekstu społecznego, a także brak przejrzystości - to jedno z wielu zarzutów, które formułuje autor.

Stiglitz wprowadza czytelnika za kulisy spektaklu rozgrywającego się na najwyższych

szczeblach władzy, gdzie polityka wygrywa z teorią ekonomii, a większość decyzji podejmowana jest za zamkniętymi drzwiami.

Jego celem nie jest podważenie wiarygodności organizacji międzynarodowych, a jedynie konstruktywna krytyka wraz z propozycjami zmian. Reformy wydają się niezbędne, aby globalne instytucje mogły spełniać pokładane w nich nadzieje- sprawić, by globalizacja przyczyniła się do poprawy warunków życia każdego człowieka, a w szczególności tych żyjących dziś w skrajnej nędzy.

„Globalizacja” to bez wątpienia pozycja warta polecenia nie tylko pracownikom organizacji międzynarodowych, ale każdemu, komu nieobojętne są problemy dzisiejszego świata. ■



Całość jest gratką zwłaszcza dla pasjonatów strategii wojskowej, jednak między wierszami faktycznie można odczytać wiele rad, które mogą być wykorzystane np. w zarządzaniu przedsiębiorstwem czy też po prostu w realizacji zawodowych celów.

Opisane w książce strategię dotyczą m.in. roli przygotowania i wiedzy w osiągnięciu sukcesu, wykorzystania czasu na swoją korzyść, cech dobrego przywódcy grupy, czy też motywowania innych i zdobywania ich przychylności. Niektóre z rad autorów mogą się klócić z zasadami moralności (nastawienie na oszustwo i wprowadzanie przeciwnika

w błąd), jednak warto zaznaczyć, że książka powstała kilkanaście wieków temu, a jej dzisiejsza wymowa w bardzo dużym stopniu zależy od indywidualnej interpretacji.

„Sztuka wojny” należy do kanonu najpopularniejszych książek biznesowych. Można z niej wywnioskować, że najważniejsze zasady prowadzące do zwycięstwa są bardzo proste – sztuką jest jednak ich odpowiednie wprowadzenie w życie. ■

O życiu i pracy badawczej Miltona Friedmana

Lanny Ebenstein, „Milton Friedman. Biografia”, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009

ANNA GRODECKA

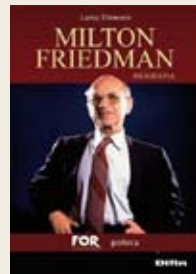
Milton Friedman to człowiek-legenda. Laureat Nagrody Nobla z 1976 roku, zagorzały libertarianin, propagator monetaryzmu, jest z dzisiejszej perspektywy jednym z najważniejszych ekonomistów XX wieku. Jednak nie zawsze tak było. Jego zaangażowanie w politykę oraz zdecydowane poglądy przysporzyły mu za życia wielu wrogów. Chociaż dzisiaj trudno w to uwierzyć, to przez długi czas Friedman był uważany przez część środowiska akademickiego za heretyka – w bibliotekach wielu uczelni nie można było znaleźć jego książek, zaś recenzja jego dzieła z 1962 roku pt. „Kapitalizm i wolność” ukazała się tylko w jednym amerykańskim czasopiśmie. Kiedy naukowiec do-

stał Nagrodę Nobla, w dniu wręczenia nagród w Sztokholmie protestowało kilka tysięcy ludzi.

Lanny Ebenstein w przystępny sposób przybliża czytelnikom postać Friedmana – przedstawia jego naukowe początki, życiowe wybory i drogę na szczyt. Pojedyncze rozdziały książki poświęcone zostały również życiu osobistemu naukowca, a zwłaszcza roli żony Rose w jego życiu. Jednak autor biografii noblisty skupił się głównie na naukowej ścieżce rozwoju Friedmana, prezentując ewolucję jego poglądów, fragmenty niektórych prac oraz ich znaczenie.

Lanny Ebenstein przedstawia w książce także wypowiedzi byłych studentów Friedmana oraz opisuje relacje naukowca z innymi ekonomistami (wielu z jego współpracowników i kolegów zostało również nagrodzonych Nagrodą

Nobla). Biografia Lannyego Ebensteina jest bardzo ciekawą pozycją o życiu i poglądach niezwykłego człowieka. Jedyne, co można jej zarzucić, to brak obiektywizmu – autor pozostaje pod ogromnym wrażeniem osoby Friedmana i to widać, ponieważ Ebenstein mało miejsca poświęca kontrowersyjnym wydarzeniom z życia ekonomisty – np. jego wpływie na poglądy chilijskiej junty. Mimo to lektura biografii Friedmana jest przyjemnością i dostarcza wielu informacji. ■



ROZWIĄŻ I WYGRAJ

Partner główny
i sponsor nagrody głównej:



1
miejsce



- Nagroda główna: iPod Shuffle 2GB
- książka „Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

2
miejsce



- 3 książki: „Szukaj”
- „Getting Things Done, czyli sztuka bezstresowej efektywności”
- „Rynkowe instrumenty finansowe”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

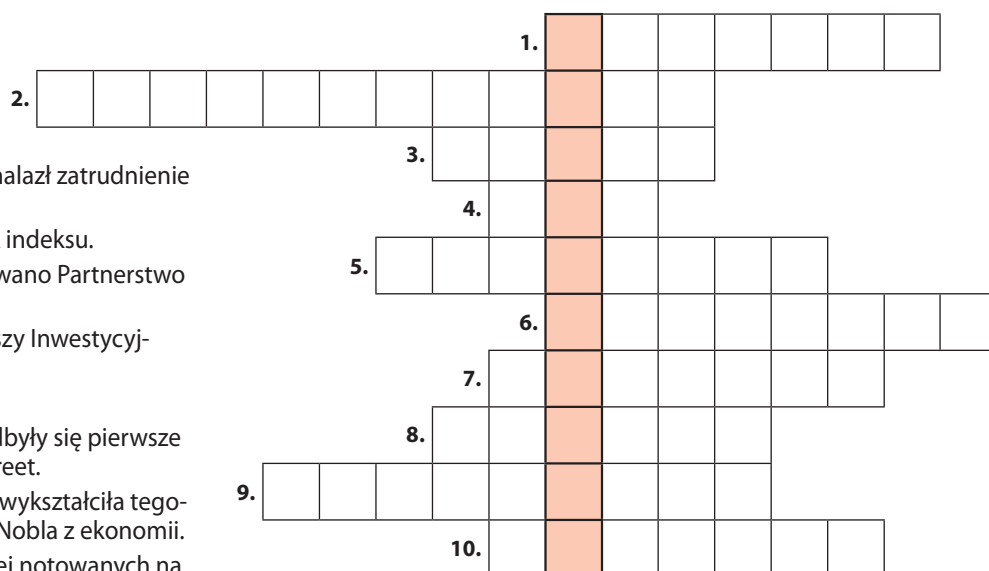
3
miejsce



- 2 książki: „Kompendium wiedzy”
- „Jakiego koloru jest Twój spadochron?”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

Zapraszamy do rozwiązywania naszej listopadowej krzyżówki,
bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz iPod-y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **30 listopada 2011r.** na adres konkurs@gazetatrend.pl



- Były prezes Coca Coli, który znalazł zatrudnienie w firmie Apple.
- Spread nastawiony na spadek indeksu.
- Miasto, w którym zainaugurowano Partnerstwo Wschodnie.
- Skrót od Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych.
- Założyciel firmy Wawel.
- Nowojorski park, w którym odbyły się pierwsze demonstracje Occupy Wall Street.
- Amerkańska uczelnia, która wykształciła tego-rocznych laureatów Nagrody Nobla z ekonomii.
- Jedna z trzech spółek najdłużej notowanych na GPW, związana z branżą piwowarską.
- Stolica Islandii.
- ... trading – jedna z form przestępczości giełdowej.

Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej
www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 05.12.2011r.

Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs

Sponsorami nagród w konkursie są:



xMobile pozwala na inwestowanie z urządzenia przenośnego w dowolnym miejscu na świecie.
Bądź na bieżąco ze zmianami rynkowymi i swoimi decyzjami, korzystając ze swojego telefonu.



ROPA

BAWELNA

CUKIER

SREBRO

ZŁOTO

KONKURS

KUPUJ I SPRZEDAWAJ ZŁOTO, SREBRO, ROPĘ I ZARABIAJ

konkurs.xtb.pl



EYe on Tax

Spójrz na podatki fachowym okiem. Weź udział w prestiżowym konkursie Ernst & Young. Zobacz, jak wygląda praca profesjonalnego Doradcy Podatkowego. Masz szansę zdobycia cennego doświadczenia i wygrania atrakcyjnych nagród. Zacznij poziom wyżej.

Nagrody w VII edycji konkursu:
20 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Podatkowego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 18 listopada 2011 r.

www.ey.com.pl/EYe_on_Tax



EY Financial Challenger

To najlepszy start, jeżeli rozpoczynasz karierę w świecie finansów. Rozwiązujesz zadania, z jakimi mają do czynienia profesjonalni Doradcy Finansowi. Sprzedajesz i kupujesz spółki, dokonujesz ich wyceny i przygotowujesz analizy finansowe. Przekonujesz partnerów biznesowych do swoich rozwiązań i zdobywasz praktyczne doświadczenie.

Nagrody w VIII edycji konkursu:
24 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Transakcyjnego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 18 listopada 2011 r.

www.ey.com.pl/Challenger

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do