HARMONIC TRADING | ENERGETYCZNA REWOLUCJA | TREND SELECT: JSW

# TREND

ISSN: 1899-4202

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 8 (41) GRUDZIEŃ 2012

Komentarze

## Chińska zmiana warty

Inwestycje

## Uśrednianie w portfelu

Gospodarka

## Zmierzch giganta

**ING International Talent Programme**
Now hiring!

ING BANK ŚLĄSKI
www.ingbank.pl/iitp

ING

NAJLEPSZE BIURO MAKLERSKIE 2011
NAJLEPSZE BIURO MAKLERSKIE 2012
BOŚ DOM MAKLERSKI BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.
Forbes
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Drugi rok z rzędu na pierwszym miejscu Rankingu Forbes/SII.
**Dziękujemy Inwestorom.**

0%

fundusze bez prowizji
– bogactwo informacji

BANKOWA GWARANCJA WIARYGODNOŚCI
BOSSAFUND

BOŚ DOM MAKLERSKI BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

STANDARD DLA **WYMAGAJĄCYCH**

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 504 3000 / 801 104 104, makler@bossa.pl, www.bossa.pl

BOSSA.PL | BOSSAFX.PL | BOSSAFUND.PL

# Od redakcji

## Czy ekonomiści są zbyteczni?

Grudzień to czas podsumowań, aczkolwiek to nie na nich skupiliśmy się w bieżącym wydaniu miesięcznika TREND. W ringu ekonomicznym spytaliśmy ekspertów o przyszłość – a dokładniej o ich propozycje inwestycyjne na 2013 rok. A więc w co warto zainwestować w nadchodzącym roku? Akcje, obligacje, a może surowce? O tym na stronie 8.

Naszej uwadze nie umknęły także bieżące sprawy: zmiana lidera Chińskiej Partii Komunistycznej, wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych, a także jedno z pierwszych wyzwań Baracka Obamy w nowej kadencji – konieczność zapobieżenia klifowi fiskalnemu. Z okazji giełdowego debiutu Alior Banku przyjrzeliśmy się także sytuacji na polskim rynku IPO.

Jednak pewnego rodzaju podsumowań i tak nie udało się nam uniknąć. Nie dotyczą one jednak bieżącego roku, lecz… całego dorobku ekonomistów. Marek Ignaszak w artykule „Koniec ekonomii?" próbuje odpowiedzieć na pytanie, dlaczego nie umiemy radzić sobie z obecną trudną sytuacją w gospodarce, mimo tak dużego dorobku naukowego w dziedzinie ekonomii. Czy ekonomiści są zbyteczni, a ich wiedza – zawodna, skoro w ciągu ostatnich kilku lat światowa gospodarka, zamiast dynamicznie brnąć do przodu, ciągle boryka się z zapobieganiem kolejnym katastrofom, a wypracowywane rozwiązania często są tymczasowe? Czy zamiast dofinansowywać projekty ekonomistów, lepiej przeznaczyć te środki na badania w dziedzinie medycyny? I co ekonomia ma wspólnego z lotnictwem? O przeszłości i przyszłości ekonomii piszemy na stronie 39.

*Zapraszam do lektury,*
*Dorota Sierakowska*

Reklama

TREND MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA
PRENUMERATA

Zamów papierowe wydanie do domu lub do firmy

Więcej infrormacji na:
www.gazetatrend.pl/prenumerata

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

**Wydawca:**
Trend Edukacja Finansowa sp. z o.o.
ul. Dobra 54/41
00-312 Warszawa
biuro@gazetatrend.pl

**Adres korespondencyjny redakcji**
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania
ul. Nowy Świat 41A
00-042 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
redakcja@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

**Koordynator w Krakowie, Dystrybucja prasy**
Anna Sierakowska
anna.sierakowska@gazetatrend.pl

**Autorzy artykułów**
Mikołaj Atanasow
Marcin Borsuk
Marek Bugdoł
Marta Czekaj
Piotr Dziadosz
Anna Grodecka
Tomasz Hałaj
Mateusz Hojdysz
Marek Ignaszak
Bartosz Jura
Szczepan Kita
Marcin Kowalski
Marta Kozakiewicz
Aleksandra Krajewska
Piotr Kuczyński
Bartłomiej Kutyła
Dominika Kuźdub
Katarzyna Ligęza
Piotr Murjas
Agata Mroczkowska
Anna Patek
Kamil Pruchnik
Maciej Pyka
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Damian Strzelczyk
Artur Szczepkowski
Przemysław Zając
Mateusz Zielinski
Paweł Ziółkowski

**Korekta**
Anna Grodecka
Katarzyna Dawidziuk

**Reklama**
reklama@gazetatrend.pl

**Skład i grafika**
Maciej Antoniewski
INSIDE PUBLISHING
www.insidepublishing.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.

Wersja elektroniczna dostępna również na www.gazetatrend.pl

**Dystrybucja**
Najlepsze uczelnie ekonomiczne w Polsce, instytucje finansowe, renomowane kawiarnie, restauracje i hotele. Szczegóły na stronie internetowej miesięcznika.

**Prenumerata**
Oferujemy prenumeratę dla firm. Zgłoszenia przyjmujemy pod adresem prenumerata@gazetatrend.pl

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

## Zmiana warty

14

## Uśrednianie w portfelu – tanie zakupy

Uśrednianie pozycji to na rynku giełdowym jedna z najczęściej wykorzystywanych metod zarządzania kapitałem. Jest ona głównie wykorzystywana w celu budowania portfela w dłuższym horyzoncie czasowym, w przeciwieństwie do jednorazowego nabycia walorów.

30

## Zmierzch giganta

Sony jeszcze parę lat temu było dla rynku elektronicznego wzorem, do którego wszyscy dążyli. Ikoną, na jaką patrzyło się z podziwem i uwielbieniem, marząc, żeby kiedyś być chociaż w połowie tym, czym jest ten kolos.

35

**WYDARZENIA**
5 **Ponure prognozy gospodarcze dla eurolandu**
5 **Liczby miesiąca** - Mikołaj Atanasow
6 **Cytaty** - Mikołaj Atanasow
6 **Chińska gospodarka ma się coraz lepiej**
7 **Rząd USA sprzedał ostatnie akcje AIG**

**RING EKONOMICZNY**
8 **Ring ekonomiczny**

**WYWIAD**
10 **Najlepsze spółki zawsze znajdą miejsce na giełdzie - wywiad z Mateuszem Kacprzakiem** - Paweł Ziółkowski

**3 NAJ**
13 **3 najpopularniejsze reakcje gospodarcze na świąteczny szał zakupów**
Tomasz Hałaj

**KOMENTARZE**
14 **Zmiana warty** - Maciej Pyka
16 **Co słychać na Wall Street? Krajobraz powyborczy**
Piotr Kuczyński
17 **Początek energetycznej rewolucji?**
Sandra Piczak

**WŁASNA FIRMA**
19 **Firma wirtualna – korzyść realna**
Damian Strzelczyk

**KARIERA**
20 **Fakty i mity o pracy w korporacji**
Magdalena Drzewińska

**PROMOCJA**
22 **Zarządzamy inwestycjami na piątkę**
Iwona Wójcicka
24 **Jak zbudować automatyczny dziennik tradera? (cz. 1)**
Przemysław Juszczak
27 **Jak zostać traderem?**

**INWESTYCJE**
30 **Uśrednianie w portfelu – tanie zakupy**
Marcin Różowski
32 **Harmonic Trading – wiodący nurt współczesnej analizy technicznej**
Łukasz Fijołek

**TREND SELECT**
33 **Czarne złoto** - Marek Bugdoł, Mateusz Zieliński

**GOSPODARKA**
35 **Zmierzch giganta**
Piotr Cymcyk
37 **Klif fiskalny w USA -** Marcin Borsuk
39 **Koniec ekonomii?** - Marek Ignaszak

**INWESTOR PO GODZINACH**
41 **Miasto brudu i świętości**
Dorota Sierakowska

**RECENZJE**
44 **Nie tylko materialne bogactwo**
Anna Grodecka
45 **Model Minsky'ego w narracyjnym wydaniu**
Marta Czekaj
45 **Historia lubi się powtarzać. Na tropie finansowych kryzysów**
Marta Czekaj
45 **Biblia analizy technicznej**
Jakub Domagalski

**KRZYŻÓWKA**
46 **Krzyżówka**

# Ponure prognozy gospodarcze dla eurolandu

Europejski Bank Centralny na początku grudnia obniżył prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro. Szef banku, Mario Draghi, poinformował na konferencji prasowej, że w opinii tej instytucji przyszły rok przyniesie raczej spadek PKB eurolandu, podczas gdy we wcześniejszych prognozach zakładano większą możliwość dodatniej dynamiki PKB.

Według wyliczeń EBC, wzrost gospodarczy w strefie euro w tym roku ma wynieść od -0,9% do 0,3%. Jest to wyraźna obniżka względem poprzedniej prognozy zakładającej dynamikę przyszłorocznego PKB na poziomie pomiędzy -0,4% a 1,4%. Bank obniżył także szacunki tegorocznego wzrostu gospodarczego – o ile wrześniowe wyliczenia zakładały od -0,6% do -0,2%, to obecnie jest to od -0,6% do -0,4%.

Publikacja Europejskiego Banku Centralnego sprzyjała spadkom wartości euro względem amerykańskiego dolara. ■

## 123 LICZBY MIESIĄCA MIKOŁAJ ATANASOW

**2,1**
taki procentowy wzrost PKB w przyszłym roku prognozuje dla Polski „The Economist".

**5**
o tyle procent ma w latach 2013-2020 zmniejszyć się zatrudnienie w instytucjach unijnych.

**9,3**
na tyle (mln PLN) wycenione zostało 57 kg złota spółki Amber Gold przez rzeczoznawców NBP. Według śledczych jest to całość złota zakupionego przez spółkę, natomiast wg prokuratury Amber Gold mogła pozyskać z lokat ponad 500 mln PLN.

**15**
o tyle procent więcej niż przed rokiem wydadzą Polacy na prezenty, mimo spowolnienia gospodarczego, jak wynika z badania Deloitte.

**33**
to miejsce zajmuje Polska w rankingu miejsc, w których najlepiej się urodzić w przyszłym roku, jak wynika z analizy Economist Intelligence Unit.

**67**
taki odsetek gospodarstw domowych korzysta z szerokopasmowego Internetu w Polsce, jak wynika z danych GUS.

## NA PLUS

### Spadek bezrobocia w USA

Stopa bezrobocia w USA w listopadzie znalazła się na poziomie 7,7%. Jest to spadek w stosunku do października, kiedy to wskaźnik ten znalazł się na poziomie 7,9%. Liczba miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wzrosła w ubiegłym miesiącu o 146 tysięcy.

### Naftowy mariaż Chin i Kanady

Chiński gigant naftowy CNOOC uzyskał zgodę kanadyjskiego rządu na przejęcie kanadyjskiej spółki Nexen, również działającej w sektorze naftowym. Decyzja ta została podjęta po wielu miesiącach debat nad plusami i minusami wielkiej chińskiej inwestycji w Kanadzie.

### Uchylenie sankcji przez USA

Stany Zjednoczone przedłużyły wyłączenie spod sankcji niektórych państw utrzymujących relacje handlowe z Iranem. Uchylenie sankcji – oznaczające możliwość kupowania irańskiej ropy naftowej – dotyczy m.in. Chin, Indii i Korei Południowej, a więc dotychczasowych największych odbiorców surowca z Iranu.

# Chińska gospodarka ma się coraz lepiej

Bieżący rok był dla chińskiej gospodarki czasem wyraźnego zwolnienia obrotów – dynamika PKB zeszła w II i III kwartale br. poniżej 8% w ujęciu rdr. Jednak pojawiają się sygnały, że najgorszy okres spowolnienia Państwo Środka ma już za sobą.

Na początku grudnia w Chinach opublikowane zostały lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne z tamtejszej gospodarki. Pozytywnie zaskoczyły m.in. informacje o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W listopadzie zwiększył się także import do Chin kluczowych surowców, takich jak ropa naftowa czy miedź.

Lepsze dane z gospodarki Chin to po części efekt polityki tamtejszych władz, która forsuje w ostatnim czasie liczne dodatkowe projekty infrastrukturalne (nowe linie metra, rozbudowa kolei, itd.), pobudzające m.in. popyt na surowce w tym kraju. Jednak o ile państwowe przedsiębiorstwa mają pełne ręce roboty, to mniejsze, prywatne spółki nadal są w trudnej sytuacji i m.in. borykają się z problemami z uzyskaniem finansowania. ■

## CYTATY

WYBÓR CYTATÓW: MIKOŁAJ ATANASOW

*„Taka prosta zasada (wprowadzenie przez Kongres 30 proc. podatku dla osób o dochodach od 1 mln USD do 10 mln USD oraz 35 proc. dla osób, których dochody są wyższe - przyp. red.) zablokuje wszelkie zabiegi lobbystów, prawników i innych grup wpływów, by ultrabogaci płacili znacznie poniżej tego, co płacą osoby o dochodach stanowiących jedynie ułamek tego, co my zarabiamy. Tylko wprowadzenie minimalnych podatków pozwoli zapobiec nadużyciom."*

Warren Buffett, inwestor giełdowy

*„Wszystkie znaki na niebie i ziemi sugerują, że przynajmniej przez najbliższy rok powinno być dobrze. Jeśli rynek zachowa się podobnie jak w przeszłości, to najpóźniej od marca powinien rozpocząć się proces przerzucania aktywów z depozytów i rynku obligacji na rynek akcji."*

Wojciech Białek, analityk CDM Pekao

*„Czy klient, który ma umowę o pracę na czas nieokreślony, jest bardziej wiarygodny, niż ten, który osiąga wysokie dochody z umowy o dzieło, albo zlecenia? Większość banków wychodzi z takiego właśnie założenia. Co gorsza, bankowcy są święcie przekonani, że mają rację."*

Maciej Samcik, GW

*„W przyszłym roku nie widzę więc większych szans na poprawę koniunktury giełdowej, a ewentualnej hossy spodziewałbym się w 2014 r."*

Przemysław Kwiecień, główny ekonomista XTB

*„Warto mieć dobre relacje z Francją, ale naszym kluczowym partnerem są Niemcy i to stosunki z Niemcami powinny być dla nas priorytetem. Francja nie jest kluczową gospodarką strefy euro z punktu widzenia wymiany handlowej, bo nasz eksport do Francji stanowi tylko 6 proc. całego eksportu Polski. To czterokrotnie mniej niż eksport do Niemiec."*

Jakub Borowski, Kredyt Bank

*„Grecja zrobiła, co do niej należało, teraz to Eurogrupa i MFW muszą wywiązać się ze swoich obowiązków."*

Olli Rehn, komisarz ds. gospodarczych i walutowych UE

*„Jeśli chodzi o przyszły rok na rynkach kapitałowych, jestem umiarkowanym optymistą. W Polsce obawiam się jednak spowolnienia gospodarczego, które jest ewidentne, i tego, że nie będzie wyraźnego odbicia od dna. Trudno jest dostrzec czynnik mogący wyciągnąć naszą gospodarkę. Według mnie obecnie zbyt wiele osób widzi optymistycznie przyszły rok. Giełda lubi wspinać się po ścianie strachu, a tego jednak nie widać."*

Łukasz Bugaj, analityk DM BOŚ

Źródło: en.wikipedia.org.

# Rząd USA sprzedał ostatnie akcje AIG

Kończy się największy bailout w historii Stanów Zjednoczonych. Departament Skarbu USA sprzedał ostatni pakiet posiadanych przez rząd amerykański akcji American International Group (AIG). Departament ma zamiar sprzedać pakiet 234,2 mln akcji po cenie 32,50 USD, co przyniesie przychód 7,6 mld USD. Na całym bailoucie rząd amerykański zyskał 22,7 mld USD.

Ratunek przed bankructwem AIG był najdroższą akcją pomocy państwowej dla amerykańskiego przedsiębiorstwa. Amerykański rząd po udzieleniu pomocy ubezpieczeniowemu gigantowi, a więc w 2008 roku, wszedł w posiadanie 92% akcji AIG. Spółka jeszcze 4 lata temu wykazywała straty wynoszące kilkadziesiąt miliardów dolarów, jednak dzięki państwowej pomocy wyszła na prostą. Bailout AIG obejmował linię kredytową z Fedu, wykup aktywów hipotecznych przez nowojorski oddział Rezerwy Federalnej oraz inwestycję Departamentu Skarbu. ■



## NA MINUS

### Zamieszanie polityczne we Włoszech

Premier Mario Monti ogłosił zamiar złożenia dymisji ze stanowiska po tym, jak Silvio Berlusconi wycofał poparcie dla rządu technokratów. Ta decyzja powoduje niepewność co do kierunków dalszej polityki gospodarczej Włoch, zwłaszcza że głoszący populistyczne hasła Berlusconi zapowiedział chęć ponownego ubiegania się o stanowisko premiera Włoch.

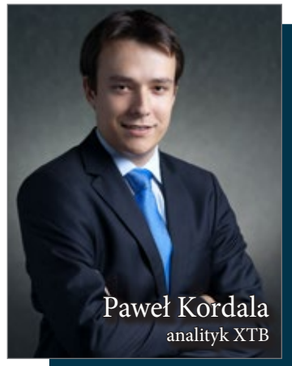
### Susza w USA szkodzi uprawom pszenicy

Na wielu terenach uprawnych w Stanach Zjednoczonych nadal dokuczliwym problemem są susze. Prawdopodobnie niedostatek deszczu znacząco obniży ilość i jakość zasianej pszenicy. Znaczna część farmerów (szacuje się, że nawet 25%) może zupełnie zrezygnować ze zbiorów, bo będą one mniej opłacalne niż odebranie odszkodowania.

### Polska dalej od wprowadzenia euro

Rząd wstrzymał prace nad Narodowym Planem Wprowadzenia Euro. Resort finansów podał, że wpływ na podjęcie tej decyzji miały zmiany zachodzące w strefie euro. Prace nad NPWE rozpoczęły się po uchwaleniu przez rząd dokumentu w tej sprawie w październiku 2010 r.

## PYTANIE:
**W jakiego typu aktywa czy instrumenty finansowe warto zainwestować w 2013 r. (akcje, obligacje, surowce, itp.)?**




Jedną z lepszych strategii inwestycyjnych na rok 2013 może okazać się wykorzystanie zmian zachodzących na globalnych rynkach surowców, przede wszystkim tych najmocniej powiązanych z gospodarką Chin. Okres ostatnich blisko 10 lat (z przerwą na kryzys 2008-2009) obfitował w ogromny wzrost popytu na surowce energetyczne i metale przemysłowe. W przypadku takich surowców, jak: miedź, aluminium, stal, czy rudy żelaza, wzrost zapotrzebowania w ponad 90% związany był tylko z samą gospodarką Państwa Środka (!). Wraz z rosnącym popytem, na giełdach towarowych obserwowaliśmy również gigantyczny wzrost cen większości surowców, głównie w wyniku bardzo dużego wzrostu krańcowych kosztów wydobycia większości z nich. Na fali hossy surowcowej znacznie wzrosły również notowania największych koncernów wydobywczych, w tym także polskiego KGHM-u. W szczycie hossy zyski zaczęły wykazywać nawet polskie spółki wydobywające węgiel kamienny na Śląsku.

Wiara inwestorów w niekończącą się hossę i model rozwoju gospodarki Chin oparty na dużych inwestycjach w infrastrukturę i rynek nieruchomości była ogromna. Pozwalali oni tanio finansować największym koncernom wydobywczym ogromne programy inwestycyjne. Giganci paliwowi bez większych problemów zdobywali środki na wydobycie ropy z piasków bitumicznych w Kanadzie oraz na morzu na dużych głębokościach u wybrzeży Brazylii i wielu krajów afrykańskich. Takie koncerny jak BHP Billition czy Rio Tinto z ogromnym impetem rozwijały wydobycie metali przemysłowych w swoich kopalniach w Australii oraz na nowych ryzykownych koncesjach w Afryce i Mongolii. W Stanach Zjednoczonych wysokie rentowności w sektorze upstreamu pozwoliły na rozwój technologii taniego, niekonwencjonalnego wydobycia węglowodorów, czego efektem jest duży spadek cen gazu i silnie rosnące od 3 lat wydobycie ropy.

Wiele wskazuje na to, że rok 2013 może być początkiem końca hossy na rynku surowców. Wzrost podaży ropy i metali przemysłowych powinien doprowadzić do ustabilizowania się kosztów krańcowych ich wydobycia lub nawet do ich spadku. Hamowanie chińskiej gospodarki powinno doprowadzić do pierwszego od czasów kryzysu silnego wzrostu zapasów surowców na wielu rynkach. Pierwsze symptomy tych wydarzeń obserwujemy już od początku 2012 r.

Z tej perspektywy jednymi z najciekawszych inwestycji wydają się pozycje krótkie w kontraktach terminowych na surowce energetyczne i przemysłowe, spółki wydobywcze o najwyższych kosztach produkcji, czy też indeksy giełd gospodarek uzależnionych od wydobycia i cen surowców (Rosja, Kanada, Australia).

Moim zdaniem nadchodzący rok także będzie należał do rynku akcji. Nie spodziewałbym się ponadprzeciętnych stóp zwrotu, gdyż nic nie wskazuje na to, że w globalnej gospodarce sytuacja miałaby dramatycznie się poprawić. Jednak w porównaniu z innymi aktywami walory spółek są bardzo konserwatywnie wycenione. Obiecująco wyglądają perspektywy dla akcji europejskich, które wciąż wyceniane są z dyskontem do swoich odpowiedników za oceanem. Gdy strefa euro na dobre wyjdzie z recesji i zniknie obawa o rozpad wspólnego obszaru walutowego, walory spółek ze Starego Kontynentu wrócą do łask. To, że na przecenionych spółkach europejskich można sporo zarabiać, pokazała w tym roku giełda grecka. Niewykluczone, że Ateny powtórzą ten sukces i w kolejnym roku. Nadal atrakcyjne wydają się też akcje amerykańskie oraz te z Azji Południowo-Wschodniej i Ameryki Południowej (zwłaszcza Brazylii i Meksyku). Z dużym sceptycyzmem patrzę za to na giełdę w Szanghaju – bez zmiany modelu gospodarczego trudno w długim okresie zarabiać na chińskich akcjach, nawet jeśli przyszły rok przyniesie jakieś odbicie po korekcie.

Z kolei inwestorzy o mniejszej skłonności do ryzyka powinni zainteresować się krajowymi obligacjami skarbowymi. Dziesięciolatki mają bardzo atrakcyjne oprocentowanie (2% ponad inflację) i są korzystne podatkowo, gdyż „belkowe" płacimy dopiero na koniec okresu oszczędzania, a nie co rok czy dwa, jak przy odnawianiu lokaty. Warto o tym wspomnieć, gdyż są podstawy, by obawiać się, że może być to ostatnia szansa na tak korzystne oprocentowanie. Inwestorzy zagraniczni bowiem sprowadzili rentowności nominalne poniżej 4%, co przy oczekiwanej inflacji na poziomie 2,5-3% oznacza, że Ministerstwo Finansów wkrótce skoryguje w dół także ofertę dla inwestorów detalicznych.

To, że inwestorzy zagraniczni w tym roku bardzo mocno docenili nasze obligacje, sprowadzając rentowności dziesięciolatek do rekordowo niskich poziomów, dobrze wróży też warszawskiej giełdzie. Myślę, że rewaluacja rynku obligacji poprzedza zmianę postrzegania również polskich akcji – ich wyceny zbliżą się do zachodnich odpowiedników. Jeżeli znowu uda nam się uniknąć recesji, a rząd dalej będzie pilnował, by dług publiczny był pod kontrolą, spokojnie możemy na WIG-u 20 w przyszłym roku zobaczyć dwucyfrowe wzrosty.

Nie spodziewałbym się wysokiego zarobku na rynkach surowcowych. Większość towarów jest bardzo droga, zaś globalny wzrost gospodarczy nie będzie dostatecznie wysoki, by zrównoważyć rosnącą prawie na wszystkich rynkach podaż. O kupnie ropy czy miedzi warto pomyśleć tylko po głębszej, co najmniej kilkunastoprocentowej, korekcie.

Przyszły rok, a przynajmniej jego pierwsza połowa, może być bardzo ciężki dla większości gospodarek, ale już niekoniecznie dla akcji i wydaje się, że to właśnie te instrumenty będą miały okazję zabłysnąć i zwyżkami swych cen zwiastować zbliżającą się poprawę w realnej sferze gospodarczej. Wydaje się jednak, że nie wszystkie rynki będą równomiernie uczestniczyły w możliwych wzrostach. Prym mogą bowiem wieść te parkiety, które od dłuższego czasu pozostawały słabe. Na szczególną uwagę zasługują więc silnie przecenione akcje chińskie, indyjskie czy europejskie. Większość tych rynków pozostawała słabsza od akcji amerykańskich, które za sprawą bardzo luźnej polityki monetarnej i fiskalnej przez ostatnie dwa lata wyróżniały się bardzo pozytywnie. Teraz role mogą się odwrócić i kapitał z dość drogo wycenionych akcji amerykańskich może popłynąć do wybranych rynków azjatyckich w oczekiwaniu na poprawę koniunktury w Chinach oraz na część rynków europejskich, gdzie w ostatnim czasie zauważalnie maleją obawy o rozpad strefy euro, a rentowności obligacji krajów peryferyjnych spadły. W tym środowisku całkiem nieźle powinna się zachowywać GPW, gdzie możemy definitywnie zakończyć męczący wielomiesięczny ruch boczny i wejść w cykliczną hossę. Jej siła będzie uzależniona od kondycji gospodarki. Ta oczywiście w tym momencie jest słaba, ale rynek wycenia przyszłość i poprawę wskaźników gospodarczych w perspektywie drugiej połowy przyszłego roku. Jeżeli ta poprawa rzeczywiście się pojawi, to krajowe akcje mają dużą szansę, by okazać się udaną inwestycją.

Aktywa, których należałoby unikać w przyszłym roku, to z pewnością wybrane obligacje skarbowe. Przykładowo amerykańskie papiery dłużne są bardzo drogie i przy aktualnych rentownościach należy je uznać za wyjątkowo nieatrakcyjne. Podobnie wygląda sytuacja obligacji niemieckich. Wnioskując z wieloletnich cykli rynkowych, można nawet dojść do wniosku, że na rynkach bazowych doszło do zakończenia wieloletniej obligacyjnej hossy, która rozpoczęła się z początkiem lat 80. Cykle na tych rynkach są bardzo długie i z reguły trwają około 30 lat, więc teraz należałoby oczekiwać wejścia rynku w długoletnią bessę objawiającą się spadkami cen obligacji oraz wzrostem ich oprocentowania. Początkowo te zmiany nie muszą być duże, ale z biegiem czasu zaczną nabierać tempa i nowe programy ilościowego luzowania wiele tutaj nie pomogą. Również nasze krajowe obligacje są rekordowo drogie i choć ich ceny mogą jeszcze przez pewien czas wzrastać, to hossa na tym rynku większość dobrych chwil miała już zapewne za sobą. Dlatego warto zachować czujność i być przygotowanym do sprzedaży papierów dłużnych jeszcze wtedy, gdy ich ceny są atrakcyjne, a nie czekać, aż pozytywny trend zmiany ceny definitywnie się zakończy. W przypadku surowców nie należy oczekiwać spektakularnych zmian, może poza cenami żywności, które mimo że są wyjątkowo drogie, to mogą w przyszłym roku wznowić trend wzrostowy po wielomiesięcznej przerwie. Warto również monitorować sytuację na metalach szlachetnych, gdyż wieloletnia hossa na złocie i srebrze mogła jeszcze nie powiedzieć ostatniego słowa i w przypadku dobrych globalnych nastrojów nie można wykluczyć przekroczenia psychologicznej bariery 2000 dolarów przez cenę uncji złota.

Reklama

# Najlepsze spółki zawsze znajdą miejsce na giełdzie

**O tym, jak wygląda obecnie rynek IPO, a także o tym, jak pracuje się w bankowości inwestycyjnej w Polsce i w Londynie, rozmawiamy z Mateuszem Kacprzakiem z IPOPEMA Securities.**

**Paweł Ziółkowski: Jak by Pan scharakteryzował rynek IPO w Polsce przed kryzysem w 2008 roku i po nim? Jakie są najbardziej zauważalne różnice?**

**Mateusz Kacprzak:** Jeśli chodzi o rynek ofert publicznych, szczególnie na rynku głównym, to trzeba go podzielić na cztery, a nie tylko dwa okresy: wielka hossa trwająca do 2008 roku, następnie okres recesji w latach 2008-2010, potem znowu boom trwający od 2010 roku do lipca 2011, podczas którego było bardzo dużo transakcji i większe zainteresowanie ze strony inwestorów, a potem znowu okres recesyjny od sierpnia 2011 roku aż do dziś. Być może sytuacja ta zmieni się po ostatnich dużych IPO Zespołu Elektrowni PAK oraz Alior Banku. Jeśli chodzi o charakterystykę i zmiany będące następstwem kryzysu, to rynek nie zmienił się jakoś specjalnie w kategoriach działania i pełnienia swoich funkcji. Jedyną dostrzegalną różnicą jest wycena nowych emisji akcji oraz pozostałych produktów, jak również osłabione zainteresowanie inwestorów potencjalnymi transakcjami. Jeszcze kilka lat temu nie trzeba było się aż tak starać, aby wprowadzić spółkę na giełdę, gdyż wśród inwestorów panował olbrzymi optymizm, a ilość kapitału w obrocie pozwalała alokować środki praktycznie we wszystkie formy inwestowania i to w dużej ilości. Obecnie inwestorzy stali się bardziej selektywni i angażują się wyłącznie w inwestycje, które w ich przekonaniu mają potencjał wzrostu w tych dość trudnych czasach.

> *Spółki wyróżniające się dynamiką wzrostu wyników i mające ciekawe perspektywy potrafią zainteresować inwestorów bez względu na panujące warunki rynkowe.*

**PZ: Ile można obecnie pozyskać kapitału w porównaniu do czasów sprzed hossy? Kto traci na tym najbardziej?**

**MK:** Obecnie rynek został zamknięty dla bardziej ryzykownych i mniej pewnych spółek. Dla tzw. blue chipów rynek jest nadal otwarty, tylko, tak jak wspomniałem, zmieniła się wycena w przeliczeniu na akcję czy stopę oprocentowania obligacji korporacyjnych. Jeśli w 2007 rynek wyceniał akcję spółki na 100 zł, to obecnie będzie to pewnie 20 zł niżej. Do tego trzeba również doliczyć dyskonto IPO. Dyskonto takie przed recesją wynosiło około 5 - 10%, choć też nie zawsze było wymagane - ludzie wychodzili z założenia, że skoro rynek i tak urośnie, to nie muszą się targować. Obecnie ta wiara została zachwiana, więc musimy kupować taniej i kalkulować, gdzie się opłaca alokować nasze środki. W związku z tym dyskonto wymagane w tej chwili waha się między 20-30%, choć w wyjątkowych sytuacjach zdarzają się przypadki, gdy dochodzi ono do nawet 40%.

**PZ: Ile firm obecnie ma realne szanse na pozyskanie kapitału z szerokiego rynku?**

**MK:** Hmm... Gdybym miał to przedstawić procentowo, to globalnie około 50-60% spółek, które rozpoczynają obecnie proces IPO, wejdzie na giełdę. Nie zawsze uda im się to przy pierwszym podejściu, ale po roku czy w późniejszym czasie osiągną one swój cel. U nas ten odsetek jest jeszcze niższy, bo nie wszystkie spółki mają potencjał do wzrostu, a zarząd często nie ma pomysłu, co z tymi pieniędzmi pozyskanymi na giełdzie zrobić. Jeśli firma jest w miarę rzetelna, posiada już pewną historię oraz tak zwane „investment story", to jej szanse na wejście na giełdę wynoszą obecnie ponad 50%.

**PZ: Dlaczego firmy zgadzają się na takie rozwiązanie? Nie mogą poszukać innych źródeł finansowania, jak kredyt bankowy lub emisja obecnie bardzo popularnych obligacji korporacyjnych?**

**MK:** Żeby zrozumieć, co skłania spółki do wchodzenia na giełdę, trzeba najpierw zrozumieć schemat rozwoju spółki. Przypuśćmy, że zaczynasz, będąc właścicielem małej lokalnej firmy zajmującej się typową produkcją i sprzedażą produktów. Żeby się rozwijać, potrzebujesz kapitału. Najczęściej zaczynasz od finansowania bankowego, gdyż jest ono najtańsze. Co prawda wiąże się ono z pewnymi kowenantami [autor. ograniczenia, których przekroczenie wiąże się z karami lub natychmiastowym wezwaniem do zapłaty np. dług w relacji do EBITDA na poziomie większym lub równym cztery], lecz różnica w cenie jest na tyle istotna, że zwykle właśnie od niego zaczynasz przygodę z „zaciąganiem długu". Udało Ci się pozyskać dodatkowe środki, Twoja spółka się rozwija, rozwinąłeś świetnie sieć dystrybucji, lecz potrzebujesz kapitału na rozwój kolejnej linii produkcyjnej. Kredyt już nie jest tak atrakcyjny, gdyż marża zdążyła urosnąć w następstwie poprzednich pożyczek. Z drugiej strony emisja akcji po tak niskiej wycenie jak ma to miejsce teraz Cię nie satysfakcjonuje, więc decydujesz się na emisję obligacji korporacyjnych, które również są tańsze od IPO. Udało Ci się rozbudować fabrykę, firma rozwija się prężnie i po kilku latach stoisz ponownie przed problemem: potrzebujesz dodatkowego kapitału na ekspansję w nowych regionach jak Unia Europejska lub Europa Wschodnia, a pozostałe źródła finansowania się wyczerpały. Wycena Twojej spółki Cię nie zadowala, kręcisz nosem, ale tak naprawdę stoisz przed wyborem: Wchodzisz na giełdę tanio, rozwadniasz się, ale dostajesz kapitał na rozwój, lub nie wchodzisz w ogóle. Moim zdaniem lepiej mieć chyba mniejszy procent dużej spółki niż duży procent małej spółki. Kolejnym aspektem jest to, co robią Twoi konkurenci. Ja się nie decyduję na rozwój, zaś konkurencja się decyduje i w kilka lat konsoliduje sektor i wypycha Cię z rynku. Możesz zaczekać z debiutem, to prawda. Możesz poczekać rok, dwa, może nawet kilka lat, ale nie możesz czekać w nieskończoność. Prędzej czy później będziesz musiał odsprzedać część swoich udziałów, jeżeli zależy Ci na rozwoju i nie chcesz stać w miejscu.

> *Jeśli firma jest w miarę rzetelna, posiada już pewną historię oraz tak zwane „investment story", to jej szanse na wejście na giełdę wynoszą obecnie ponad 50%.*

> *Prędzej czy później będziesz musiał odsprzedać część swoich udziałów, jeżeli zależy Ci na rozwoju i nie chcesz stać w miejscu.*

**PZ: Kiedy już rozmawiamy o transakcjach IPO w czasie dekoniunktury, chciałbym Panu gorąco pogratulować zakończonej wczoraj sukcesem oferty publicznej Alior Banku (rozmowa z dnia 05/12/12). Wartość transakcji wyniosła 2,1 mld złotych. Jakie wnioski z tej transakcji mogą wyciągnąć inne firmy, które poszukują kapitału na giełdzie?**

**MK:** Dziękuję bardzo, aczkolwiek gratulacje należą się całemu zespołowi IPOPEMY, który pracował nad projektem, wliczając w to również naszych analityków oraz maklerów, którzy wykonali kawał naprawdę dobrej roboty. Warto podkreślić, że IPO Aliora jest największą ofertą publiczną spółki prywatnej na rynku, zaś poprzednia największa oferta firmy LPP miała miejsce w szczycie hossy w 2007 roku, a jej wartość była dwukrotnie mniejsza. Nie wszyscy być może wiedzą, ale istnieje kilka dość znaczących różnic między ofertą publiczną spółki prywatnej a spółki należącej do Skarbu Państwa. Dlatego tak duże zainteresowanie inwestorów ofertą Aliora, zarówno polskich, jak i zagranicznych, świadczy o fakcie, że spółki naprawdę wyróżniające się dynamiką wzrostu wyników i mające bardzo ciekawe perspektywy przed sobą potrafią zainteresować inwestorów na całym świecie bez względu na panujące warunki rynkowe.

**PZ: Jak długo pracowaliście nad tą transakcją? Jak wyglądała współpraca z innymi bankami inwestycyjnymi? Czy nauczyły się czegoś ze współpracy z Wami?**

**MK:** Praca nad projektem trwała około 9 miesięcy, czyli prawie cały rok. Podczas tych 9 miesięcy współpracowaliśmy na bieżąco z trzema zagranicznymi bankami inwestycyjnymi, tj. Barclays, Morgan Stanley oraz JP Morgan. Współpraca z nimi, jak przy każdej dużej transakcji, była bardzo intensywna i wymagająca, lecz z pewnością wiele nas nauczyła. Napotkaliśmy wspólnie wiele przeszkód, ale za każdym razem udało nam się osiągnąć pewien kompromis, co jest też na pewno zasługą profesjonalnego podejścia wszystkich banków do transakcji oraz dobrego przepływu informacji między zespołami. Czy banki nauczyły się czegoś od nas? Wydaje mi się, że na pewno lepiej poznały polski rynek bankowości inwestycyjnej. Nie od dziś wiadomo, że największe banki inwestycyjne, tzw. bulge bracket, rekrutują specjalistów z całego świata, w tym również z Polski. Ta transakcja mogła im dać sygnał, że w Polsce również operuje wiele instytucji finansowych na bardzo wysokim poziomie, z którymi mogą współpracować w przyszłości. Jestem przekonany, że zagraniczne banki zaczynają powoli rozumieć, że w naszym kraju pracuje wielu najwyższej klasy specjalistów i jeśli chcą dotrzeć do polskich inwestorów, to muszą z nami współpracować. A taka współpraca z pewnością przyniesie korzyści obu stronom.

> *Jeszcze kilka lat temu nie trzeba było się aż tak starać, aby wprowadzić spółkę na giełdę. Obecnie inwestorzy stali się bardziej selektywni.*

**PZ: Jeśli już rozmawiamy o bankach inwestycyjnych, jak kryzys odbił się na nich? Pytam, ponieważ przed dołączeniem do IPOPEMY pracował Pan przez 3 lata w Citigroup w Londynie w dziale ECM (Equity Capital Markets), praktycznie od samego kryzysu. Już wtedy panowały kiepskie nastroje wśród bankierów?**

**MK:** Bankierzy w Londynie nie zamartwiają się kryzysem, bo nie mają na to czasu! [śmiech]. A tak na poważnie, to z pewnością zmieniły się nastroje wśród pracowników. Pamiętam, że gdy upadał Lehman, to akurat zatrudniali mnie w Citi. Wtedy jeszcze nikt nie spodziewał się skali kryzysu, jaką osiągnął on kilka lat później. Zresztą Barclays Capital przejął bankowość inwestycyjną Lehmana w Stanach Zjednoczonych, a Nomura wziął ramię europejskie, pozostawiając dziesiątki tysięcy bankierów na swoich stanowiskach. Jednak w obecnej chwili, gdy praktycznie większość banków inwestycyjnych zwalnia swoich pracowników, rynek nie jest w stanie ich wszystkich przyjąć. Ostatnio głośno było o UBS, który planuje zwolnienie 10 tysięcy pracowników, Citigroup jeszcze więcej, bo aż 11 tysięcy, zaś liczba bankierów w samym Londynie od czasu kryzysu spadła do poziomu drugiej połowy lat 90. Część z nich idzie do innych instytucji, część zmienia branże na takie jak private equity, hedge fundy czy asset management, ale nie oszukujmy się – wielu z nich będzie musiało poszukać innego sposobu na życie, a to przecież jeszcze nie koniec zwolnień.

**PZ: A jak wygląda sytuacja w Polsce? U nas też jest tak źle?**

**MK:** W Polsce bankowość inwestycyjna nie jest jeszcze rozwinięta do tego stopnia ☛

jak w Londynie, który jest de facto międzynarodowym centrum finansowym. W związku z tym największe kluczowe banki inwestycyjne reprezentują w Polsce pojedyncze osoby, najczęściej pokrywające cały region Europy Środkowo-Wschodniej, zaś za wprowadzenie spółki na giełdę lub emisję obligacji odpowiadają domy inwestycyjne połączone bezpośrednio z bankiem detalicznym jak np. Dom Inwestycyjny BRE lub domy maklerskie, takie jak IPOPEMA. Lecz to nie oznacza, że u nas nie ma w ogóle zwolnień. Ostatnio na przykład głośno było o redukcjach w polskim zespole Credit Suisse.

*Warszawska giełda*

**PZ: A jakie wskazówki ma Pan dla młodych osób zainteresowanych bankowością inwestycyjną? Z perspektywy czasu uważa Pan, że warto pracować w Londynie przez kilka lat na początku kariery? Czy różnica między pracą w Londynie a w Polsce jest duża?**

**MK:** Różnica między Londynem a Warszawą jest kolosalna. Osobiście bardzo polecam wszystkim zainteresowanym tą tematyką pracę w Londynie, bo to, czego można tam doświadczyć, jest niebywałe. Po pierwsze, już na samym początku wskakuje się na wyższe obroty: jedna transakcja za drugą. Ponadto szkolenia są na niesamowitym poziomie. Z perspektywy czasu przez 3 lata w Londynie człowiek rozwinie się tyle, co przez 6-9 lat w Polsce. Chociaż nie jest to regułą. Zachęcam do aplikowania do Londynu, ale trzeba to potraktować jako niezwykłe doświadczenie edukacyjne i starać się wyssać maksimum wiedzy. Warto angażować się we wszystkie projekty, zmieniać działy, aby dywersyfikować pozyskiwaną wiedzę, poznawać ludzi i wyciągać doświadczenie. Należy koniecznie zapisywać się na szkolenia, które prowadzone są przez specjalne firmy szkoleniowe!

> *Różnica między pracą w Londynie i Warszawie jest kolosalna. W Londynie już na samym początku wskakuje się na wyższe obroty: jedna transakcja za drugą.*

**PZ: Proszę powiedzieć coś więcej o tych szkoleniach.**

**MK:** Pamiętam, że w Citi na początku miałem 1,5-miesięczne szkolenie, a potem jeszcze 3-miesięczne. 12 godzin dziennie mieliśmy zajęcia i co poniedziałek egzamin, więc sobota i niedziela to była ostra nauka. Poza tym motywacja była duża, bo dwa niezdane egzaminy i bank dziękuje Ci za współpracę. Trzeba było mieć 70%, żeby zdać i były takie osoby, z którymi się żegnano. Egzaminy same w sobie nie były najłatwiejsze, każdego tygodnia inny moduł, ale po szkoleniu czułem, że w 3 miesiące nauczyłem się więcej niż na studiach. Przygotowywałem się z ludźmi z finansów, po najlepszych uczelniach, z różnymi certyfikatami i później żałowali, gdyż podczas szkolenia okazywało się, że nawet jeśli mieli pewną przewagę w wiedzy nad studentami z innych kierunków, to tylko na początku, a po kilku tygodniach materiał był całkowicie nowy dla wszystkich.

**PZ: Dość sceptycznie wypowiedział się Pan o certyfikatach, jak np. CFA. Co by Pan polecił osobom, które chcą się dostać do tej branży? Wymiany studenckie, praktyki? IPOPEMA również prowadzi program praktyk przez cały rok dla studentów. Na co zwraca się uwagę podczas rekrutacji?**

**MK:** Na pierwszym miejscu stawiam na doświadczenie praktyczne, lecz nie jest to obowiązkowe. Jeśli ktoś wcześniej pracował w corporate finance, to znaczy, że interesował się tym już wcześniej i wykazuje pewne zaangażowanie w tej dziedzinie. Ponadto liczą się Twoje predyspozycje do danej pracy i chęć nabywania wiedzy. Jeśli jesteś osobą bystrą i chętną do pracy, to masz szanse dostać się do nas na praktyki. Osobiście wychodzę z założenia, że nie potrafisz wszystkiego. Nie nauczysz się naszego zawodu w szkole czy na kursach i zapewne przez pierwsze 2 lata też nie będziesz w tym biegły. Jeśli masz certyfikat, to świadczy on o tym, że się czegoś nauczyłeś, ale nie potwierdza Twojej umiejętności pracy pod presją czasu i zdolności nauczenia się zupełnie nowych rzeczy w krótkim czasie. CFA, o którym Pan wspomniał, jest przydatny bardziej w dziale analiz (research), natomiast w corporate finance jest to jedynie uzupełnienie wiedzy. Tak więc sam papier nie wystarczy, lecz jeśli w parze idzie motywacja i chęć nauki, to jak najbardziej będziemy taką osobą zainteresowani. Jeśli zaś mowa o Londynie, to wszystko zależy od tego, czy dostaniesz się na summer internship. Proces rekrutacji jest dosyć kompleksowy i składa się na niego szereg rozmów i testów. A to dopiero początek Twojej przygody. Jeśli jednak chcesz właśnie tam zacząć swoją karierę, to zrób wszystko, aby Twoje CV i list motywacyjny wskazywały na to, że investment banking jest rzeczywiście tym, co interesuje cię najbardziej.

**Bardzo dziękuję za rozmowę!** ■

**CV**

Mateusz Kacprzak zajmuje stanowisko Managera w Departamencie Rynków Kapitałowych w IPOPEMA Securities. Wcześniej pracował w Citigroup w dziale ECM oraz syndykatu transakcji akcyjnych, gdzie brał udział w przeprowadzeniu pierwotnych ofert publicznych dla Nomos Banku, BGŻ, Glencore, JSW, Statoil Retail&Fuel, GPW oraz innych. Ukończył University College London z tytułem magistra inżynierii.





# 3 najpopularniejsze reakcje gospodarcze na świąteczny szał zakupów

TOMASZ HAŁAJ

„Zakupy świąteczne 2012" – czas, start! Miesiąc grudzień z pewnością kojarzy nam się z białym krajobrazem, zjawiskowo ozdobionym miastem, rodzinnym klimatem i pełnymi galeriami handlowymi. W USA zielone światło do zakupowego szału dał jak co roku tzw. „czarny piątek", czyli tradycyjny dzień rozpoczęcia przedświątecznych zakupów. W Polsce takiego oficjalnego dnia jeszcze nie mamy, ale być może to tylko kwestia czasu. Jak w tym roku świąteczny „run" na sklepy wpłynie na wskaźniki gospodarcze, zależy od nas, drodzy konsumenci, bowiem przedświąteczny okres to z pewnością czas bardzo dużych obrotów w placówkach handlowych. Co najbardziej wpływa na gospodarkę w grudniu?

## 1 Sprzedaż detaliczna

Miesiąc grudzień i styczeń nowego roku to przełomowe miesiące, jeśli chodzi o ten wskaźnik. Z roku na rok obserwujemy coraz wyraźniejsze wzrosty. Okres świąt to czas, kiedy konsumenci zostawiają w sklepach swoje wynagrodzenia, oszczędności, a nawet zaciągane z tego tytułu zobowiązania w instytucjach finansowych. Według badań, jakie przeprowadziła międzynarodowa firma doradcza „Deloitte", tradycyjna polska rodzina w tym roku planuje wydać na świąteczne prezenty, żywność, czy spotkania z najbliższymi ok. 1280 zł, czyli niemal 12% więcej niż w ubiegłym roku. Polacy w obecne święta preferują podarować swoim bliskim głównie książki, kosmetyki oraz czekoladki. Krzywa popytu w czasie świąt co roku przesuwa się coraz wyżej, wyznaczając nowy punkt równowagi rynkowej. W parze z tym wzrasta cena oraz ilość kupowanych dóbr. To z kolei powoduje wzrost przychodów przedsiębiorców i finalnie wzrost sprzedaży detalicznej. Z miesiąca na miesiąc wskaźnik ten waha się w granicach kilku procent, ale grudzień i styczeń pod tym względem zdecydowanie się wyróżniają. W grudniu 2010 r. sprzedaż detaliczna w ujęciu miesięcznym wzrosła o 25,3%, rocznym: 12%. Z kolei w grudniu 2011 miesiąc do miesiąca sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 20,8% i rocznie 8,6%. Ten sezonowy skok jest już zjawiskiem stałym i tak naprawę w małym stopniu zależnym od koniunktury. Jak w tym roku ukształtuje się opisany wskaźnik, przekonamy się po Sylwestrze 2012.

## 2 PKB

Świąteczny czas nie wpływa już tak dobrze na główny miernik dochodu narodowego obrazujący rozwój ekonomiczny kraju. Sytuacja PKB jest też w pewnym stopniu zależna od kalendarza, bowiem stale ustanowiony dzień świąt Bożego Narodzenia – 25 grudnia oraz drugi dzień świąt (św. Szczepana) wypadają w weekend bądź dzień powszedni. W tym roku oba dni świąteczne wypadają w środku tygodnia, a to może skłonić pracowników do brania urlopu w poniedziałek 24 grudnia, aby zafundować sobie tzw. „długi weekend". Czy może to negatywnie wpłynąć na polską gospodarkę? Odpowiedź brzmi: zdecydowanie tak. Dni wolne od pracy owocują przede wszystkim spadkiem produktywności i w konsekwencji spadkiem dochodu przedsiębiorstw, a właśnie te wyniki wpływają na kształtowanie się PKB. Według analityków, aby okres Bożego Narodzenia negatywnie wpłynął na ten wskaźnik, muszą wystąpić dwa dni wolne od pracy, które właśnie wypadną między poniedziałkiem a piątkiem, a także wyżej opisany miernik grudniowej sprzedaży detalicznej nie może przekroczyć 20% w ujęciu miesięcznym. Jeden warunek spełniony już mamy – dni świąt wypadają we wtorek i środę. Sprzedaż detaliczna w ostatnim okresie miesiąc do miesiąca przekraczała próg 20%. Jak będzie w tym roku? Wydaje się oczywiste: Drodzy konsumenci, biegnijmy do sklepów i kupujmy! Bo większe dochody przedsiębiorstw wpływają jednocześnie na ich rozwój i nowe inwestycje, a przecież to wg Keynesa jest receptą na wyjście z recesji.

## 3 Reakcja inwestorów

Święta Bożego Narodzenia to zazwyczaj czas spokoju, psychoanalizy, podsumowań, pewnych ewaluacji i z pewnością planów na kolejny rok. Inwestorzy różnie reagują na ten okres. Niektórzy większą uwagę skupiają na sprawianiu prezentów i planowaniu spędzenia tego czasu wśród swoich najbliższych. Wniosek jest więc taki, iż spora część oszczędności trafia bardziej do placówek handlowych niż na Giełdę Papierów Wartościowych. Podaż na parkiecie jest też niekiedy w tym okresie obniżona z pewnych względów podatkowych. Niektórzy inwestorzy realizują zyski, inni przeciwnie, przetrzymują akcje danych spółek na kolejny rok, aby odroczyć obciążenia podatkowe.

Jest też i druga grupa inwestorów, która wierzy w sezonowe zjawiska na rynku kapitałowym, a konkretnie w „efekt grudnia", czyli „Rajd Świętego Mikołaja". Inwestorzy oczekują zwiększonego popytu na akcje. Spoglądając w dane historyczne warszawskiego indeksu skupiającego 20 największych spółek giełdowych w Polsce, można stwierdzić iż „Rajd Świętego Mikołaja" występuje w latach parzystych. W grudniu ubiegłego roku indeks WIG20 spadł o 5,32%, zaś w grudniu 2010 r. był nad kreską i wzrósł o 2,88%. W końcówce ubiegłego roku bardzo duże obroty były przede wszystkim na KGHM. Sporo inwestorów typowało tę spółkę do wzrostów, lecz zapowiedź opodatkowania kopalin przyczyniła się do mocnego spadku cen KGHM. Jeśliby wierzyć w „Rajd Świętego Mikołaja" w parzystych latach, końcówka tego roku zapowiada się obiecująco na warszawskim parkiecie.

# Zmiana warty

**Listopad to dobry miesiąc na wybory. Amerykanie ponownie wybrali na prezydenta Baracka Obamę, przy okazji przypominając sobie, że ich społeczeństwo podzielone jest w połowie, jeśli chodzi o poglądy polityczne, zaś Chińczycy dowiedzieli się, że nowym szefem Chińskiej Partii Komunistycznej został wybrany Xi Jinping i przypomniano im, że jeśli chodzi o poglądy polityczne, są absolutnie jednomyślni. O ile jednak w USA wspomniany rozłam jest czymś, co uzewnętrznia się przy okazji kontrowersyjnych decyzji, chińska stabilność coraz bardziej przypomina przykrywkę dla społeczeństwa zagrożonego narastającymi konfliktami wewnętrznymi.**

MACIEJ PYKA

**Xi Jinping jest przedstawicielem piątego pokolenia przywódców komunistycznych Chin**. Rdzeniem pierwszego pokolenia był Mao Zedong, który uprawiał politykę w stalinowskim stylu – dzierżył władzę silną ręką i wcielał w życie pomysły, które nie wyglądały dobrze nawet na papierze i doprowadziły miliony ludzi do śmierci, zaś gospodarkę kraju do całkowitej zapaści. Po śmierci Mao do władzy doszła druga generacja, której ton nadawał Deng Xiaoping uważany za głównego architekta chińskiego cudu gospodarczego ostatnich dekad. Chociaż nie był autorem większości wprowadzanych przez siebie reform, to jednak właśnie pod rządami Denga i jego doradców (nazywanych ośmioma mędrcami) Państwo Środka zostało zdecentralizowane, otworzyło się na zagraniczne inwestycje oraz włączyło w handel międzynarodowy. Kiedy natomiast w latach dziewięćdziesiątych ich wpływy zaczęły słabnąć, trzecie pokolenie Jianga Zemina, a następnie czwarte Hu Jintao, poprowadziły Chiny przez kolejne tłuste lata wzrostu gospodarczego.

Ostatnie dwie z tych zmian przebiegły w miarę pokojowo i kolejni dygnitarze dobrowolnie opuszczali swoje stanowiska, kiedy kończył się ich – trwający koło dekady – czas urzędowania. KPCh liczy około 80 mln członków i jak wszystkie instytucje o komunistycznej spuściźnie, jest silnie zcentralizowana – wybory bezpośrednie prowadzone są tylko do najniższego lokalnego szczebla, na którym dopiero ustala się przedstawiciela na szczeblu prowincji, gdzie z kolei wyłaniani są uczestnicy Kongresu Krajowego, na którym zapadają najważniejsze decyzje. Kongres Krajowy wybiera m.in. dziewięcioosobowy (od paru tygodni już tylko siedmioosobowy) Stały Komitet Biura Politycznego, który rządzi KPCh i de facto całym krajem. Teoretycznie nie trzeba być członkiem partii, żeby dostać się w wyniku bezpośrednich wyborów do Kongresu Lokalnego, a następnie awansować w kolejnych etapach prowadzących do Kongresu Krajowego, jednak w rzeczywistości nikt, kto nie działa zgodnie z interesem KPCh, nie ma szans na karierę polityczną. Xi Jinping wypromował się dzięki pomocy, którą jego ojciec udzielił w przeszłości odchodzącemu obecnie Hu Jintao. Następnie Xi, wspinając się po szczeblach władzy, był m.in. sekretarzem Komitetu KPCh w Szanghaju, członkiem stałego komitetu Biura Politycznego, szefem Komitetu Olimpijskiego, dyrektorem głównej szkoły partyjnej, wiceprezydentem i od listopada sekretarzem generalnym KPCh. W marcu przyszłego roku do tej długiej listy doda również tytuł prezydenta. Mimo wszystkich tych honorów, błędem jest jednak uważać, że Xi Jinping może z Chinami zrobić, co mu się żywnie podoba – czasy wszechwładnego przewodniczącego Mao skończyły się wiele dekad temu. Obecny przywódca Państwa Środka, jeśli chce utrzymać się na szczycie, musi ostrożnie lawirować między interesami partyjnych stronnictw, wpływowych biznesmenów, wojskowych oraz byłych prezydentów (Hu Jintao od jakiegoś czasu nie jest już sojusznikiem Xi, zaś Jiang Zemin, chociaż powoli dobija dziewięćdziesiątki, nie ma zamiaru rezygnować z nieformalnego udziału w życiu politycznym). Innymi słowy, pozycja nowego Sekretarza Generalnego nie jest najmocniejsza, co dla Xi jest tym gorszą wiadomością, że coraz więcej wskazuje na to, że przed krajem stoi konieczność największych reform od czasu Denga Xiaopinga.

**Spędzająca Xi sen z powiek konieczność reform** jest w znacznej mierze spowodowana niepokojami społecznymi będącymi następstwem chińskiego modelu wzrostu gospodarczego. Do tej pory dwoma podstawowymi motorami gospodarki Państwa Środka były inwestycje rządowe oraz eksport i oba z nich mogły działać tylko za cenę interesu obywateli. Inwestycje były możliwe dzięki stopom procentowym tak niskim, że przez ostatnie lata chińscy przedsiębiorcy wychodzili z siebie, żeby swoje oszczędności lokować gdziekolwiek tylko nie w swojej ojczyźnie. Przepisy zakazują Chińczykom wysyłać za granicę więcej niż 50 000 USD rocznie, jednak najbogatsi z nich trzymają w innych krajach około 19% swoich majątków. Jest to możliwe m.in. dzięki zaniżaniu na fakturach wartości eksportowanych dóbr (różnica jest zatrzymywana w zagranicznym banku), a skala zjawiska jest tak ogromna, że niektórzy specjaliści estymują, że w 2007 stosunek eksportu netto do PKB wyniósł w Chinach 20%, a nie 10%, jak pokazują oficjalne statystyki. Konkurencyjny eksport Państwo Środka zawdzięcza natomiast przede wszystkim niskim pensjom (do czego przyczynia się stosunkowo wysokie 6,5-proc. bezrobocie) oraz zaniżanie kursu yuana, co w oczywisty sposób osłabia siłę nabywczą chińczyków.

Kolejnym nieprzyjemnym (dla przeciętnego obywatela) efektem szybkiego bogacenia się Państwa Środka jest coraz wyraźniejsza przepaść dzieląca poziom życia zwykłego obywatela od poziomu życia partyjnego dygnitarza. Odkąd Chiny wkroczyły na drogę kapitalizmu, rodziny najbardziej prominentnych członków KPCh zaczęły się coraz bardziej bogacić i obecnie tworzą śmietankę chińskiej klasy wyższej, a od jakiegoś czasu we wszystkich wyszukiwarkach zablokowane jest wpisywanie imion niektórych polityków wraz ze słowem „majątek". Wszystkiemu temu towarzyszy powszechna w państwach komunistycznych (albo za komunistyczne się podających) korupcja, która coraz bardziej utwierdza Chińczyków w przekonaniu, że prawa i wolności obywatelskie zaczynają się w ich kraju od konkretnego progu majątkowego.

**Zmiany, jakie eksperci doradzają nowemu Sekretarzowi Generalnemu**, można generalnie podsumować jako liberalizację polityczną i dalsze reformy wolnorynkowe. Walka z korupcją zadowoli obywateli i podniesie wydajność administracji. Uwolnienie kursu yuana pomoże budować gospodarkę opartą na rynku wewnętrznym, a nie uzależnioną od światowego popytu. Osłabienie cenzury pozwoli KPCh zdobyć więcej zaufania, podnosząc przy okazji wiarygodność krajowych mediów. Prywatyzacja banków pchnie sektor finansowy w kierunku rzeczywistych potrzeb gospodarki, a nie partyjnych interesów. Bezpośrednie wybory na najwyższe stanowiska zaspokoją chęć obywateli do pełniejszego współdecydowania o losach kraju… Wszystkie te propozycje brzmią logicznie i zyskownie, jednak nie biorą pod uwagę zasadniczej kwestii – wprowadzenie ich w życie oznaczałoby oddanie przez KPCh władzy nad krajem. W totalitarnych ustrojach istnieją przeważnie tylko dwie klasy społeczne: niższa i wyższa. Niższa nie ma środków, żeby domagać się zmian, zaś wyższa – powiązana z władzą – przesłanek, by zmieniać cokolwiek. Reformy te wsparłyby natomiast rozwijającą się w Chinach klasę średnią, a więc grupę ludzi, której dziejową misją jest ciągłe bycie niezadowolonym (jeśli ktoś nie zgadza się z tą teorią, to polecam analizę obrazu człowieka wyłaniającego się z wczesnych dzieł Freuda, które napisał po leczeniu – przede wszystkim – pacjentów pochodzących z wiedeńskiej klasy średniej). W miesiącach poprzedzających Kongres Krajowy w Chinach miały miejsce protesty, związane z zatargiem tego kraju z Japonią o wyspy Senkaku, jednak, co interesujące, poza antyjapońskimi, demonstranci wykrzykiwali również hasła walki z korupcją. W tym samym czasie tysiące mieszkańców położonego we wschodnich Chinach miasta Ningbo protestowało przeciwko rozbudowie znajdującego się w ich okolicy zakładu petrochemicznego i po początkowym oporze urzędników zdołali przekonać ich do zmiany decyzji. Coraz częściej widać, że w obecnym, politycznie delikatnym okresie władza idzie na drobne ustępstwa niepomna faktu, że większość totalitarnych ustrojów upadała nie w momentach „dokręcania śruby", ale właśnie wtedy, kiedy próbowała poluźnić uchwyt na niezadowolonym społeczeństwie.

**Podsumowując, skończyły się tłuste lata dla elit rządzących Chinami**. Społeczeństwo (krajowe i międzynarodowe) oczekuje od Xi Jinpinga reform, które ostatecznie pozbawiłyby władzy jego samego i stojące za nim grupy interesów. Alternatywą jest droga konfliktu z własnym narodem i chociaż jest jeszcze bardzo daleko do przelewu krwi, to wszystkie sygnały, które Xi zlekceważy dzisiaj, zemszczą się na nim w przyszłości. Są to wyzwania dużo większe niż to, z czym będzie musiał się zmierzyć wspomniany na początku artykułu prezydent USA, no, ale coś za coś – mniejsza niepewność odnośnie wyniku wyborów, większa odnośnie przyszłości kraju. ■

# Co słychać na Wall Street?

# Krajobraz powyborczy

PIOTR KUCZYŃSKI

Szczęśliwie jesteśmy po amerykańskich wyborach prezydenta (oraz Izby Reprezentantów i 1/3 Senatu). Wygrał Barack Obama, a indeksy giełdowe na całym świecie uczciły jego wygraną przeceną. Dziwna to była przecena. Sektor finansowy zasilił kampanię Mitta Romneya trzy razy większymi środkami niż te, które dotarły do zwolenników Baracka Obamy. Na czele listy były Goldman Sachs, JP Morgan i Bank of America. Nie można wykluczyć, że zrobiły po wyborach pokazówkę, jaką była gwałtowna przecena akcji i surowców. Przecież przed wyborami rynki wyraźnie z optymizmem czekały właśnie na wybór Obamy, a nie Mitta Romneya.

To prawda, że Stany Zjednoczone stoją teraz przed problemem klifu fiskalnego, który zmniejszyłby ilość pieniędzy w kieszeniach Amerykanów nawet o 600 miliardów dolarów, co doprowadziłoby do recesji w USA oraz do załamania gospodarki globalnej. To również prawda, że republikańska Izba Reprezentantów sprzeciwiała się podwyżkom podatków i zwalczała ideę zniesienia ulg podatkowych dla zamożnych z ery prezydenta Busha. Jednak politycy szaleńcami nie będą. Wiedzą, co może się wydarzyć i wiedzą też, że strona, która nie wykaże się ustępliwością, bardzo na tym straci. Poza tym do następnych wyborów do Izby Reprezentantów zostały dwa lata, a do wyborów prezydenckich cztery. Nie ma sensu podkopywanie pozycji Baracka Obamy, bo i tak przecież nie może startować w następnych wyborach.

John Boehner, przewodniczący Izby Reprezentantów (republikanin), już w dzień po wyborach wydał oświadczenie odnośnie „klifu fiskalnego". Mówił o kompromisie i zgadzał się na zwiększenie przychodów z podatków, ale nie zgadzał się na zwiększenie górnej stawki podatkowej (35 proc.). To jest tylko początek, ale z pewnością strony usiądą do stołu z pełną świadomością, że od nich zależą losy świata (to nie przesada). Spotkanie Baracka Obamy z liderami Kongresu przyniosło bardzo ugodowe deklaracje sygnalizujące, że dojdzie do kompromisu.

Dwa tygodnie po wyborach, w poniedziałek 19.11, komentatorzy amerykańscy upierali się, że to właśnie rozmowy prezydenta USA z liderami Kongresu znacznie zwiększyły optymizm na rynkach. Problem w tym, że rozmowy skończyły się w piątek na ponad trzy godziny przed końcem sesji, a reakcja była znikoma. Czyżby komentatorzy sugerowali, że amerykańscy inwestorzy potrzebują dwa dni na zrozumienie prostego przekazu? Od początku twierdziłem, że mało kto tak naprawdę obawia się tego, że problem klifu nie zostanie rozwiązany. Po prostu wielcy inwestorzy zakończyli tę niepoważną próbę budowania pułapki dla naiwnych graczy.

Pomagało też akcjom to, co działo się w Europie. Eurogrupa obradowała nad pomocą dla Grecji i grecka operetka na razie się zakończyła. O porozumieniu dużo wiedzieć nie trzeba, bo z tego, że do 2020 roku zadłużenie Grecji ma zejść do 124 procent PKB, a do 2022 do poniżej 110 procent, można się tylko śmiać. Nikt nie wie, co będzie się działo za 10 lat w tak zmiennej jak obecna sytuacji. Najważniejsze jest to, że Grecja dostanie nieco powyżej 34 mld euro do 15. grudnia. Bankructwa oczywiście nie będzie i nie będzie go przynajmniej do wyborów w Niemczech (wrzesień 2013).

Jak więc widać, to, o czym od dawna pisałem, kiedy mówiłem o trzech operetkach (klif, szczyt budżetowy UE, który oczywiście zakończy się porozumieniem w przyszłym roku, i pomoc dla Grecji) zdaje się sprawdzać. W końcu listopada pomagały już bykom czynniki sezonowe - okres przed Czarnym Piątkiem, czyli początkiem sprzedaży świątecznej w USA często sprzyja bykom liczącym na rozpoczęcie rajdu św. Mikołaja. Czy mamy pewność, że koniec roku będzie dla byków korzystny? Pewności nigdy nie ma, bo zawsze może wypłynąć jakiś „czarny łabędź" i zepsuć nastroje. Może nim na przykład być kolejne bankructwo Argentyny (na razie sprawa jest jednak w powijakach). Jeśli nieoczekiwanego wydarzenia nie będzie to nie bardzo widać, co mogłoby psuć nastroje w końcu roku.

Wszystko teraz zależy więc od tego, czy zarządzający w dużych bankach inwestycyjnych będą chcieli ponieść jeszcze indeksy w celu wypracowania wyższych premii (wtedy będziemy mieli rajd św. Mikołaja), czy raczej będą się starali o obniżenie poziomu startu na przyszły rok (wtedy czeka nas trend boczny). Jedno wydaje się pewne: nasz rynek ma duże zaległości w stosunku do XETRA DAX czy S&P 500. Te indeksy od 2009 roku zyskały po około sto procent, a nasz rynek nieco ponad 20 procent. Dlatego też grudzień powinien być dla GPW „byczym" miesiącem. Zarządzający z pewnością nie są zachwyceni stanem obecnym. ■

# Początek energetycznej rewolucji?

SANDRA PICZAK

Coraz częściej słyszy się, iż doba spowolnienia może okazać się szansą dla węgla. Wyprodukowana energia z tego surowca w ujęciu globalnym wzrosła o 5,4% r/r, w Niemczech oraz w Wielkiej Brytanii odsetek ten wzbił się o kilkanaście procent. Fakt ten stanowi olbrzymią szansę dla Polski jako eksportera tego surowca. Relatywnie tanie koszty emisji CO2 wciąż zachęcają do budowy nowych bloków węglowych, podczas gdy wysokie ceny gazu zmuszają producentów do odchodzenia od wytwarzania energii z węglowodorów. Na chwilę uwagi zasługuje również metan - produkt towarzyszący pokładom węgla. Tylko 25% owego gazu wykorzystywane jest do celów energetycznych, natomiast około 75% uwalnianie jest do atmosfery. Stanowi to szansę na uzyskanie dodatkowych porcji energii ze złóż niekonwencjonalnych, a co za tym idzie, zmniejszenie wrażliwości wyniku finansowego spółek węglowych na zmiany ceny węgla poprzez dywersyfikację portfela surowcowego.

Jednak można mieć wrażenie, że to energia odnawialna jest kluczem do lepszego jutra. Ciągłe spory i propozycje nowych rozwiązań w dziedzinie OZE oraz zasadność projektowanych systemów wsparcia stawiają ten obszar energetyki w centrum zainteresowania. Obecny system wsparcia produkcji energii z OZE budzić może wiele kontrowersji. Obowiązujący w Polsce system feed-in-tariffs, czyli wsparcie produkcji energii dla mikro i małych instalacji poprzez gwarantowane stawki oraz koncepcja zielonych certyfikatów izolują ceny tejże energii od konkurencji rynkowej. Brak kontroli nad ewentualnymi kosztami poprzez otwarty system subsydiowania może stanowić olbrzymie zagrożenie. System feed-in-tariffs, mimo swoich olbrzymich zalet, jakimi są możliwości dostosowania stawki do używanej technologii oraz mocy elektrowni, obarczony jest także szeregiem wad. Niemcy, jako kraj stosujący owe rozwiązanie, mogą posłużyć jako ostrzeżenie. Koszty wynikające z obowiązku dofinansowania tego typu produkcji przekroczą w 2013 r. 20 mld euro, czyli osiągną poziom wyższy niż wynosi deficyt budżetowy Polski. Kraj ten nie jest gotowy na tak olbrzymie wydatki, które zaskoczyły samych zarządzających. Uprzednio sporządzona prognoza kosztów znacząco odbiega od rzeczywistości, a co za tym idzie, wzrost ceny energii okazuje się być niezwykle odczuwalny.

Nadziei nie należy szukać również w systemie zielonych certyfikatów, czyli świadectw pochodzenia energii elektrycznej wytworzonej z odnawialnych źródeł energii. Instrumentowi temu grozi załamanie cen w wyniku małej elastyczności oraz rosnącej podaży. Obowiązek uczestnictwa energii z OZE w ogólnej produkcji energii w 2013 roku wynosić będzie 12%, następnie będzie on systematycznie rósł o 1 punkt procentowy rocznie do osiągnięcia poziomu 15%. ☛

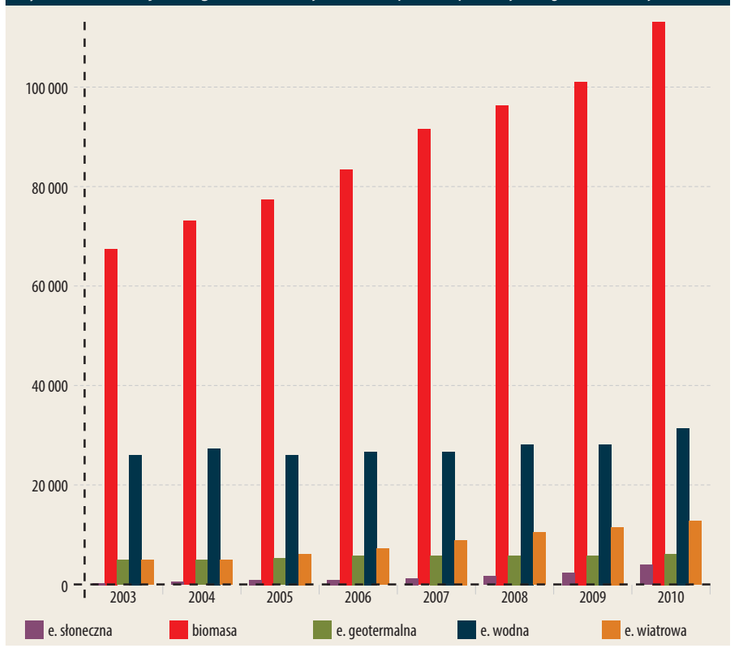
Podkreślić należy również, że wzrost wspomnianego obowiązku o jeden punkt procentowy będzie kosztował odbiorców energii około 300 mln zł. Automatycznie nasuwa się więc pytanie, czy w okresie spowolnienia stać nas na taką rozrzutność? Zdaje się, iż kontrowersyjny i budzący wiele emocji problem znalezienia złotego środka we wsparciu dla OZE wciąż pozostaje nierozstrzygnięty.

OZE, oprócz wielu zagrożeń, roztacza przed ludzkością również szereg możliwości. Szansa powstania obszaru całkowicie uniezależnionego od tradycyjnych źródeł pozyskiwania energii może budzić olbrzymią nadzieję wśród obecnych i przyszłych społeczeństw. Dobrym przykładem jest tu eksperyment EcoGRID przeprowadzany na wyspie Bornholm, który potrwa trzy najbliższe lata. W badaniu udział weźmie 2 tys. domów, które staną się częścią niezależnego systemu zasilania, bazującego jedynie na pracy turbin wiatrowych oraz ogniw słonecznych. Celem eksperymentu jest zweryfikowanie, czy inteligentne zarządzanie energią z OZE poprzez uzależnienie konsumpcji energii od jej podaży oraz rozwinięty system magazynowania mogą doprowadzić do niezależności energetycznej, przy zachowaniu dotychczasowego standardu życia. Redukcja zużycia energii poprzez automatyczne wyłączenie konsumujących energię pralek czy zmywarek w godzinach szczytu, a następnie natychmiastowe ich uruchamianie w okresach mniejszego zapotrzebowania na energię pełni funkcję stabilizacyjną. Projekt ma również dowieść, że energii pochodzącej z OZE niekoniecznie trzeba przypisywać status „NIESTABILNE ŹRÓDŁO".

Przed produkcją energii pochodzącej z OZE stoi wciąż wiele trudności, a przed obecnymi i przyszłymi pokoleniami - wiele wyzwań. Wciąż nierozstrzygnięte regulacje prawne odstraszające potencjalnych inwestorów, problem otwartego subsydiowania produkcji zamiast samego procesu inwestycyjnego, który wspomógłby rozwój procesu technologicznego zamiast ograniczać konkurencyjność rynku, czy niekontrolowanie rosnące koszty rozwoju sektora obciążające ostatecznych odbiorców energii, stanowią niemały problem.

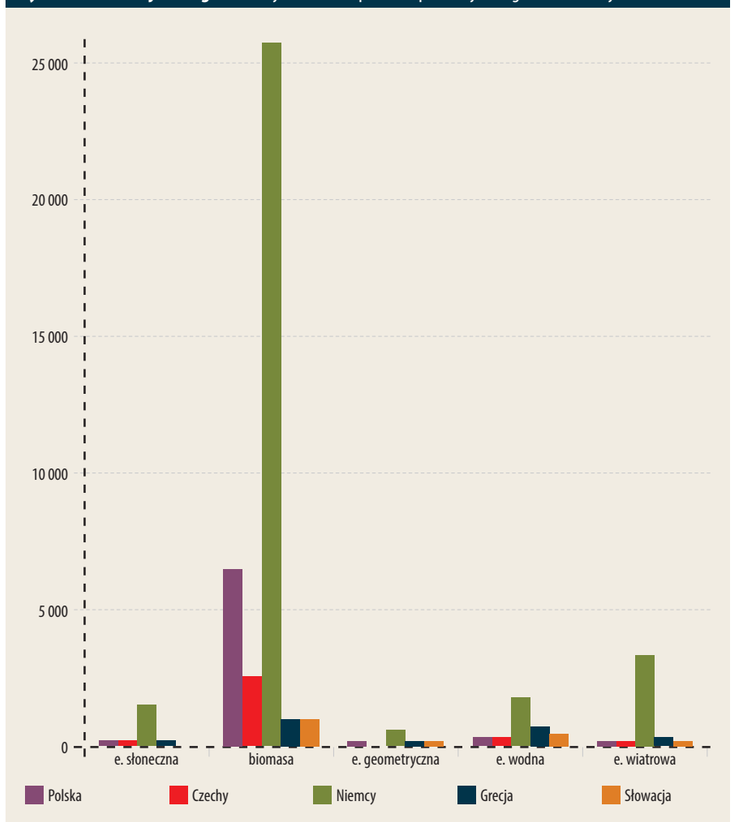
Aspekty te kreują potrzebę kształcenia specjalistów oraz ludzi zainteresowanych problematyką OZE. Ten niezwykle wymagający, ciekawy i wciąż nieodkryty obszar w przyszłości otworzy wiele drzwi nie tylko inwestorom oraz specjalistom, ale każdemu człowiekowi. Pod znakiem zapytania stoi tylko skala zmian oraz szybkość ich implementacji. ■

**Wykres 1. Produkcja energii z OZE w UE** - jednostka odpowiada produkcji energii z 1000 l. oleju




*Źródło: Eurostat*

**Wykres 2. Produkcja energii z OZE** - jednostka odpowiada produkcji energii z 1000 l. oleju




*Źródło: Eurostat*

# Firma wirtualna – korzyść realna

**Jak podaje raport eCommerce 2012 wydany przez Internet Standard, obecnie 54,5% polskich sklepów internetowych jest prowadzonych przez jedną lub dwie osoby. Prowadzenie własnej firmy w internecie może być korzystne dla osób, które mają pomysł na biznes, jednak nie dysponują dużym kapitałem na start. Działalność w sieci nie pociąga za sobą dodatkowych kosztów związanych z wynajmem specjalnego lokalu czy kosztami jego eksploatacji. Własny biznes w sieci to również większa mobilność – głównym narzędziem naszej pracy jest laptop oraz telefon, a więc firmą możemy zarządzać w większości przypadków z dowolnego miejsca, w którym się znajdujemy. W każdym miesiącu w Akademickich Inkubatorach Przedsiębiorczości przy Szkole Głównej Handlowej zakładanych jest kilkanaście nowych firm, których działalność często oparta jest głównie o internet. Jak jednak zarządzać wirtualnym biznesem tak, by przynosił realne zyski?**

DAMIAN STRZELCZYK

Dmitriy Kanunnikov od września 2012 roku prowadzi w ramach AIP firmę Yellow Street, która zajmuje się sprzedażą sztucznej biżuterii pod własną marką w sklepie internetowym oraz na platformach aukcyjnych. Do otworzenia sklepu internetowego w tej konkretnej branży został skłoniony przez znajomych, którzy zajmowali się handlem biżuterią oraz zaoferowali mu pomoc w znalezieniu dostawców produktów w Chinach. Jak przyznaje Dmitriy, ostatecznie obiecanego wsparcia nie otrzymał i był zmuszony do poszukiwania dostawców na własną rękę. Zdecydował się na podróż do Chin, by samodzielnie znaleźć kontrahentów i zamówić towar do swojego sklepu. Choć na pierwszy rzut oka może wydawać się, że było to zadanie trudne, to jednak większym wyzwaniem w procesie rozwijania firmy była współpraca z grafikiem tworzącym stronę. *Od początku wiedziałem, jak chcę, by wyglądał mój sklep internetowy, ale umiejętności grafika, z którym współpracowałem, nie do końca pozwalały na wdrożenie moich projektów. Efekty pracy grafika były ciągle inne od zamierzonych i cały proces był bardzo czasochłonny* – wspomina Dmitriy.

Kiedy myślimy o szkole języków obcych, pierwszy obraz, jaki przychodzi do naszej głowy, to często lektor w małej salce i kilku uczestników kursu. Agata Blichewicz, która swój biznes w ramach AIP prowadzi już od prawie pół roku, wpadła na innowacyjny pomysł stworzenia wirtualnej szkoły językowej e-polyglots. *Z mojego badania rynku wynikło, że nauka języków poprzez internet odbywa się głównie przez aplikacje językowe, które nie zapewniają kontaktu z żywym lektorem. Z własnego doświadczenia jako lektor i uczeń wnioskuję, że nauka* na „*biernych*" *aplikacjach nie zawsze jest skuteczna – brakuje tam często elementu ludzkiego, m.in. wymuszającego regularność i podnoszącego motywację. Nie znalazłam strony promującej naukę języków przez Skype lub telefon, która by spełniała moje wyobrażenia, więc sama zdecydowałam się na otworzenie własnej szkoły językowej. Nauka języków z lektorem przez Skype jest obecna w Internecie, w Polsce głównie dotyczy języka angielskiego, ale jest ona zupełnie niezautomatyzowana i nie wykorzystuje wszystkich dostępnych możliwości technologicznych. Nasza szkoła oferuje w tej chwili już 22 języki i wciąż poszerza ofertę o bardziej niszowe języki, nawiązując współpracę zarówno z native speakerami, jak i filologami z Polski. Wśród naszych nativeów część mieszka w Polsce, a część w swoich krajach, co sprawia, że ich kompetencje językowe są jeszcze bardziej aktualne. Poza tym stawiamy bardzo na elastyczność, zarówno czasową, jak i cenową. Klient płaci tylko za te zajęcia, które się odbyły* – opowiada Agata.

Nie możemy zapominać, że biznes internetowy to również nowoczesne technologie. Firma IT COLORS, której główna działalność to tworzenie aplikacji i stron internetowych, również stawiała swoje pierwsze kroki w biznesie pod skrzydłami Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości. Firma dzięki otrzymanej inwestycji z funduszu AIP Seed Capital stworzyła własny startup – TaxiLog. TaxiLog to system służący do zamawiania taksówek oraz rozliczania przejazdów przy użyciu smartfonów oraz specjalnej internetowej aplikacji. Usługa pozwala pracodawcom na zarządzanie oraz kontrolowanie przejazdów pracowników swojej firmy. Firma, która korzysta z systemu, otrzymuje jedną fakturę VAT za wszystkie przejazdy zrealizowane za pośrednictwem TaxiLog — niezależnie od tego, w jakim mieście realizowane były przejazdy oraz z usług jakiej korporacji skorzystano.

Gdy decydujemy się na otworzenie firmy, której głównym kanałem sprzedaży jest internet, nie możemy zapominać o tym, że w związku z faktem, że biznes w sieci można otworzyć dość łatwo, spotkamy się zapewne z dość dużą konkurencją. Metody promocji naszego biznesu w sieci, takie jak pozycjonowanie, korzystanie z kampanii linków sponsorowanych oraz promocja w social media w podstawowym wydaniu niestety nie wystarczy – wszyscy rozsądni właściciele internetowych startupów korzystają z tych metod promocji. Jak zatem wyróżnić się na tle konkurencji? Na to pytanie niestety trudno o jednoznaczną odpowiedź. Bardzo ważne w rozwoju startupu jest znalezienie przewag naszej firmy oraz produktu w stosunku do konkurencji. W przypadku firmy Yellow Street może być to unikalność biżuterii sprzedawanej pod własną marką, e-polyglots daje nam możliwość nauki aż 22 języków, a TaxiLog jest usługą skierowaną typowo do klienta korporacyjnego.

*- Prowadzenie własnej firmy w sieci może być dobrym uzupełnieniem obecnej pracy na etacie. Wiele osób, które rozpoczynają działalność w AIP, jednocześnie pracuje w korporacji, traktując ją jako pewnego rodzaju poduszkę bezpieczeństwa. Własna firma to ryzyko i nie każdy jest w stanie takie ryzyko podjąć. Dopiero w momencie, gdy okazuje się, że firma zaczyna odnosić sukces, osoby coraz poważniej zaczynają myśleć o zrezygnowaniu z etatu i poświęceniu się w pełni własnej działalności. Podejście to ma swoje plusy i minusy - z jednej strony taka osoba zachowuje pozornie większe bezpieczeństwo stałego dochodu, jednak z drugiej strony nie poświęca w pełni swojej uwagi na rozwój startupu, co może uniemożliwiać jego prężny rozwój* – mówi Tomasz Jabłoński, dyrektor AIP przy SGH.

By prowadzić własną firmę w internecie, wcale nie jest potrzebny innowacyjny pomysł, który zrewolucjonizuje życie ludzi na całym świecie. Nie musimy posiadać również specjalistycznej wiedzy z zakresu nowych technologii. Jeśli własna firma nie okaże się sposobem na życie, może być przynajmniej dodatkowym źródłem dochodu w domowym budżecie. Jeśli posiadasz pomysł na biznes, to bez wątpienia warto spróbować. Ryzyko prowadzenia własnej firmy przy wsparciu AIP jest relatywnie niewielkie, a możliwości osiągnięcia korzyści nieograniczone. ■

*Garnitur - niewygodny i nudny dresscode czy budowanie wizerunku?*

# Fakty i mity o pracy w korporacji

**Etymologia słowa „korporacja" odsyła nas do łacińskiego słowa *corporatio*, oznaczającego „zrzeszenie", „związek" oraz „asocjację". Słowa te budzą raczej pozytywne skojarzenia, nawiązują do tworzenia więzi społecznej, idei współdziałania oraz umiejętności pracy na rzecz osiągania wspólnych celów. Czemu więc słowo „korporacja" szerzy postrach wśród wielu młodych ludzi? Skąd się biorą obawy jednych - „ja tam nie pasuję", a skąd przeświadczenie drugich, że tylko tam można osiągnąć zawodowy sukces? Postanowiłam przyjrzeć się bliżej faktom i mitom o pracy w korporacji i zapytać o zdanie moich znajomych, którzy pracują w korporacjach, ale również studentów, którzy nigdy nie mieli z nimi nic wspólnego. Jakie opinie krążą o „korpo" wśród moich rozmówców?**

MAGDALENA DRZEWIŃSKA
PRAKTYKANTKA W ZESPOLE REKRUTACJI
ERNST & YOUNG

## „Work-work balance"?

Angielskie wyrażenie „work-life balance" na dobre zadomowiło się w słowniku reprezentantów generacji Y – pokolenia, które pracodawcy cenią za chęć rozwoju zawodowego, imponujące wykształcenie, otwartość i innowacyjność. W odróżnieniu od generacji X, która żyła przede wszystkim pracą, następna generacja pracuje po to, aby zapewnić sobie odpowiednią jakość życia. Młodzi ludzie obawiają się, że praca w korporacji może znacznie ograniczyć ich czas wolny, a zgodnie z podejściem generacji Y praca nie powinna ograniczać sfery prywatnej.

– *Pracując w „korpo" przez 24 godziny na dobę jesteś pod telefonem, czasem nawet w weekendy musisz czuwać* – mówi pracownik jednego z największych medialnych potentatów w Polsce. Praca w korporacji oznacza brak życia prywatnego. Fakt czy mit? – *W Ernst & Young biorę udział w ambitnych projektach, licznych szkoleniach, zdobywam kwalifikacje zawodowe, a po pracy spędzam czas z rodziną. Nigdy się nie nudzę* – o tym, jak potrafi pogodzić karierę z rodziną, mówi Joanna Jaśkiewicz, Specjalista ds. Employer Brandingu. – *Czy chciałabym zamienić to na pracę od 8.00 do 16.00, w której każdy dzień wygląda tak samo? Nie, bo lubię moją pracę, dzięki niej mogę się rozwijać i być spełnioną kobietą i matką jednocześnie.*

## Wyścig szczurów

Wizja ciągłej rywalizacji i walki o przetrwanie jest kolejnym powodem, dla którego studenci boją się korporacji. Sytuacja na rynku pracy sprzyja temu zjawisku – poszukujących pracy jest wielu, a miejsc pracy zatrważająco mało. Pracę zdobędą najlepsi, a ciekawą pracę zapewniającą dobre wynagrodzenie – najlepsi z najlepszych. Jak to jest z tym wyścigiem szczurów? – *Wszystko zależy od tego, jaka kultura korporacyjna panuje w firmie* – wyjaśnia pracownik międzynarodowego koncernu naftowego. – *U mnie ludzie są mili i przyjaźni, relacje między pracownikiem a szefem są partnerskie. Pierwszego dnia pracy przeszedłem na „Ty" z prezesem.*





– *W Ernst & Young pracujemy w zespołach, tylko dzięki współpracy możliwe jest powodzenie projektu, a to jest dla nas najważniejszym celem* – mówi Joanna Kosim, Asystent w Dziale Doradztwa Biznesowego. – *Trudno, żeby każdy działał w pojedynkę, a już na pewno nie jest możliwa rywalizacja, gdy każdemu zależy na realizacji wspólnego projektu. Z drugiej strony jednak każdy stara się pracować jak najlepiej. Zamiast porównywać się z innymi osobami, warto się od nich uczyć, a z tej nauki czerpać inspirację i motywację.*

## Trybik w maszynie

– *Praca w korporacji kojarzy mi się z anonimowością, biorąc pod uwagę, ile osób pracuje w takiej firmie. Wydaje mi się, że panuje tam bardzo oficjalna atmosfera i pewnie zna się tylko kilka osób, które siedzą w pobliżu* – wyznaje Agata Dutkowska, studentka socjologii na Uniwersytecie Warszawskim. Czy rzeczywiście pracując w korporacji można pożegnać się z indywidualnym podejściem do pracownika? Czy jest się trybikiem w maszynie? Ernst & Young skutecznie dba o indywidualne podejście i komunikację z pracownikami. – *Zbieramy opinie i komentarze naszych pracowników i reagujemy na nie, a także sami wymyślamy ciekawe inicjatywy do nich skierowane. W ramach programu EY Care & Wellness zostały zrealizowane akcje takie jak: dostawy jabłek przy wejściu do biura, masaże profilaktyczno - lecznicze wykonywane przez fizjoterapeutów w każdy piątek, konsultacje z dietetykiem, trenerami personalnymi czy wykłady o zdrowym żywieniu. Organizujemy różnego rodzaju wyjazdy i imprezy integracyjne, jak chociażby zbliżającą się imprezę świąteczną. Z okazji świąt wręczamy pracownikom drobne upominki, a świeżo upieczonym mamom misie z okazji narodzin dziecka* – wymienia Agnieszka Maciejewska, Dyrektor ds. Personalnych Ernst & Young. Turnieje piłki nożnej, wspólne układanie puzzli czy konkursy ogłaszane w firmowym Intranecie to tylko niektóre pomysły, jakie Ernst & Young wciela w życie. Efektywna komunikacja z pracownikami to podstawa dobrej organizacji firmy, a także gwarancja, że pracownik nie będzie się czuł trybikiem w maszynie.

## Korporacja nie jest dla każdego

– *Nie mogłabym się odnaleźć w korporacji* – mówi Agnieszka Ilnicka, studentka Wydziału Fizyki Uniwersytetu Warszawskiego. – *Tam wszystko jest sformalizowane, obowiązuje stosowny dresscode, jako pracownikowi naukowemu nikt nie zwróci mi uwagi na temat ubioru, godziny pracy również zależą ode mnie. Praca w korporacji nie jest dla każdego. – Znam osoby, które są dobre merytorycznie, ale po prostu nie odnajdywały się w firmie z uwagi na charakter pracy* – zgadza się pracownik międzynarodowej firmy konsultingowej. Od czego więc zależy to, czy dana osoba będzie potrafiła odnaleźć się w korporacji? „*Od organizacji pracy i zarządzania czasem*" – słyszymy od pracownika banku, który obie umiejętności uważa za klucz do sukcesu w pracy w korporacji, a jednocześnie gwarancję do zachowania równowagi pomiędzy życiem prywatnym a rodzinnym. – *Wychodzę z pracy o 17.30, aby wieczór spędzić z żoną i dzieckiem. Zdarza się, że muszę coś dokończyć, jeśli nie zdążyłem tego zrobić w pracy, ale zabieram się za to dopiero jak położę córkę spać. „Od twardego charakteru"* – pada kolejna odpowiedź pracownika korporacji, wraz z wyjaśnieniem, że wbrew temu, co się mówi, nie jest wcale cały czas dostępny pod służbowym telefonem. – *W pracy daję z siebie 100%, ale mam żelazne zasady co do jasnego podziału pomiędzy pracą a życiem prywatnym. „Umiejętność pracy w zespole", „pewność siebie", „otwartość", „odwaga do wyrażania swoich przekonań"* – wymieniają inne osoby starające się odpowiedzieć na pytanie o cechy charakteru niezbędne do odnalezienia się w pracy w korporacji. Z pewnością nie ma jednej słusznej zasady. Prawdopodobnie jedynym sposobem, aby przekonać się, czy korporacja spełni oczekiwania danej osoby, jest po prostu spróbować swoich sił.

*Wspólne układanie puzzli w Ernst & Young - współpraca to nasza podstawowa wartość.*

Ciężko jednoznacznie zdefiniować, jak oceniana jest korporacja jako miejsce pracy. Na pewno temat ten budzi wiele kontrowersji, a na co dzień słyszymy zarówno pozytywne, jak i negatywne opinie. Jednak według badania Universum Student Survey 2012, młodzi ludzie najczęściej wybierali Ernst & Young jako swojego idealnego pracodawcę. Jako najważniejszy cel w karierze zawodowej badani wskazali poczucie bezpieczeństwa, zachowanie równowagi między życiem osobistym a zawodowym, a także elastyczny czas pracy. Istotnymi czynnikami świadczącymi o atrakcyjności pracodawcy były referencje na przyszłość, przyjazna atmosfera, wynagrodzenie i profesjonalne szkolenia. Ernst & Young został również uhonorowane pierwszym miejscem w Rankingu Pracodawca Roku 2012 organizowanym przez AIESEC, a także w rankingach Trendence oraz MBE Index. – *Ernst & Young aktywnie reaguje na potrzeby nowych pokoleń i dąży do stworzenia im najlepszego miejsca do pracy, rozwoju i realizowania celów zawodowych* – podkreśla Anna Woźniak, Manager ds. Rekrutacji Ernst & Young. – *Wiele czynników wpływa na sukces firmy, najważniejszy jest jednak zespół zaangażowanych pracowników i silnie wierzących w to, że Ernst & Young to miejsce, gdzie można „zacząć poziom wyżej". Cieszymy się, że zostało to docenione przez studentów i pracowników.* ■

TREND
GRUDZIEŃ 2012
PROMOCJA

# Zarządzamy inwestycjami na piątkę

**Rok po wdrożeniu Usługa Zarządzania Portfelem Inwestycyjnym (ZPI) dla klientów Private Banking osiągnęła wynik niemal 500 mln PLN aktywów i 300 aktywnych portfeli inwestycyjnych. To plasuje nas w pierwszej piątce Asset Managementów w Polsce.**

IWONA WÓJCICKA
ING BANK ŚLĄSKI
DEPARTAMENT PRIVATE BANKING

Zarządzanie Portfelem Inwestycyjnym (Portfolio Management) to jeden z trzech podstawowych elementów oferty inwestycyjnej dla klientów ING Private Banking. Dzięki niej klienci mogą oddać decyzję o swoich inwestycjach w ręce profesjonalistów. Powierzenie swoich środków licencjonowanym specjalistom od zarządzania inwestycjami umożliwia korzystanie z pełnej wiedzy o bieżącej globalnej sytuacji ekonomicznej, uzyskiwanej z wielu niezależnych, często trudno dostępnych dla indywidualnego inwestora źródeł.

## 14 strategii do wyboru

W pierwszej odsłonie oferty Portfolio Management zaproponowaliśmy klientom siedem strategii/portfeli inwestycyjnych, w których instrumentem bazowym są jednostki funduszy inwestycyjnych. W drugiej, właśnie wprowadzanej do oferty odsłonie, mamy do zaoferowania klientom siedem kolejnych strategii, w ramach których będziemy dokonywać bezpośrednich inwestycji w akcje, obligacje, ETF i kontrakty terminowe na indeksy giełdowe.

## Przepis na sukces

Przepis na sukces to połączenie trzech kluczowych elementów: współpracy pomiędzy jednostkami banku, sprawnej i kompleksowej komunikacji z klientem i bezpieczeństwa operacyjnego wraz z kontrolą ryzyka.

## Współpraca

Doradcy Private Banking dostarczają informacji klientowi i zapewniają obsługę sprzedażową, biuro maklerskie odpowiada za zarządzanie aktywami klienta, zaś pozostali pracownicy Departamentu Private Banking zapewniają sprawne funkcjonowanie usługi w przestrzeni bankowej. Tak funkcjonujący model zapewnia niewątpliwą przewagę konkurencyjną nad wieloma innymi podmiotami oferującymi usługi tego typu na polskim rynku.

## Komunikacja z klientem

Raz w miesiącu klienci otrzymują raport prezentujący informacje o stopach zwrotu, aktualnym składzie portfela, alokacji walutowej, a także wszystkich transakcjach dokonywanych na portfelu. W przypadku dodatkowych pytań dotyczących usługi ZPI lub realizowanej strategii inwestycyjnej, klient może się skontaktować ze swoim doradcą Private Banking lub z biurem maklerskim. Bieżąca komunikacja i możliwość bezpośredniego kontaktu z pracownikami ING zapewniają klientom poczucie komfortu i kontroli nad inwestycjami.

## Bezpieczeństwo

Dzięki usłudze ZPI, klient nie musi sam podejmować decyzji inwestycyjnych oraz wykonywać wielu czasochłonnych czynności operacyjnych. Nad bezpieczeństwem inwestycji oprócz zespołu doradców inwestycyjnych czuwa dodatkowo specjalista ds. monitorowania ryzyka inwestycyjnego. ■

ING

**Rozwiązania inwestycyjne dla Klientów Private Banking.**

Zespół licencjonowanych doradców inwestycyjnych przejmuje ciężar zarządzania aktywami. W ramach zaakceptowanych przez Klienta strategii, podejmuje decyzje inwestycyjne w imieniu i na rachunek Klienta. Jednocześnie, Klient otrzymując szczegółowe raporty prezentujące wyniki, zachowuje kontrolę nad swoimi inwestycjami.

Nasi eksperci pomagają w optymalizacji portfela i przedstawiają indywidualne rekomendacje zgodne z profilem ryzyka, które Klient może wykorzystać zarządzając swoimi aktywami.

Klient korzysta z pełnej gamy instrumentów inwestycyjnych oferowanych przez Bank i Dom Maklerski ING Securities. W tym przypadku, Klient samodzielnie podejmuje decyzje inwestycyjne.

*Źródło: ING Bank Śląski*

Artykuł promocyjny

# Jak zbudować automatyczny dziennik tradera? (cz. 1)

**Zapewne każdy z nas słyszał o dzienniku tradera. Tylko zapisując na bieżąco szczegóły danej transakcji, jesteśmy w stanie śledzić swoje postępy. Narzędzie to jest szczególnie użyteczne z punktu widzenia początkującego użytkownika, ale dzisiaj pokażemy, że także bardziej zaawansowani gracze mogą znaleźć coś dla siebie.**

PRZEMYSŁAW JUSZCZAK
ANALITYK TELETRADE

## Czym jest dziennik tradera?

Najprościej mówiąc, jest to zapis (mniej lub bardziej szczegółowy) naszych kolejnych transakcji na rynku walutowym. Wielu graczy w tym miejscu zapewne spróbuje przekonać samych siebie, że tak naprawdę narzędzie takie jest im niepotrzebne, gdyż świetnie orientują się w sytuacji na rynku i doskonale wiedzą, dlaczego otworzyli dane zlecenie. No dobrze, a co, gdy takich zleceń są dziesiątki? Czy w danym momencie bez najmniejszego problemu każdy gracz jest w stanie przypomnieć sobie sytuację panującą na rynku miesiąc temu na parze walutowej EURUSD? Do tego świetnie nadaje się dziennik tradera. Jest on jednak skuteczny tylko wtedy, gdy cały opis zlecenia, wszystkie jego modyfikacje, są przygotowywane na bieżąco. Niestety, w wielu przypadkach, o ile sam moment złożenia zlecenia jest jeszcze analizowany, to już modyfikacje takiej otwartej pozycji nierzadko nam umykają.

W przypadku strategii automatycznych sprawa wygląda jeszcze gorzej. Przecież na platformie MetaTrader dostępny jest tester strategii. Wystarczy przygotowaną wcześniej strategię uruchomić na testerze - jeżeli wyniki są dla nas zadowalające, strategia uruchamiana jest na koncie i... no właśnie, w tym momencie przestajemy zwracać uwagę na program działający w tle, nie zapisujemy szczegółowo otwartych zleceń, a o śledzeniu modyfikacji zlecenia nikt już nawet nie myśli.

Jednym z rozwiązań (bardzo popularnych zresztą) w przypadku strategii automatycznych jest alarm - w postaci sygnału dźwiękowego, informujący użytkownika o nowej sytuacji na rynku. Może to być zbliżenie się kursu do ważnego poziomu cenowego, przebicie linii trendu itp. Najczęściej skutkuje to oczywiście zwróceniem uwagi gracza na wykres cenowy. Niestety z reguły nie prowadzi to do żadnych dalszych działań z punktu widzenia użytkownika, a przecież nie o to chodzi - alarm powinien sprowokować jakąś reakcję, powinien nas zmobilizować do przeanalizowania i skomentowania sytuacji na rynku tak, aby za jakiś czas bez problemu określić ewentualne wady strategii. Śledząc na bieżąco otwartą pozycję, widząc w szczególności zmiany wartości stop loss oraz take profit, jesteśmy w stanie wyłapać najistotniejsze wady strategii. Przykład? Duża liczba zleceń zamkniętych na stop loss - dlaczego? Może w trakcie działania strategii stop loss ustalany jest zbyt blisko aktualnej ceny? Może dla otwartej pozycji w pewnym momencie następuje modyfikacja zlecenia przestawiająca stop loss na nieodpowiednią wartość? Ten i wiele innych błędów można w bardzo prosty sposób znaleźć dzięki automatycznemu dziennikowi.

Czym jest taki dziennik? Narzędziem, które pozwala śledzić moment złożenia zlecenia, śledzi na bieżąco zmiany w zleceniu, a także w jego poziomach stop loss i take profit. Pozwoli prześledzić zmiany w dowolnym zleceniu bez żmudnej analizy kolejnych słupków cenowych. Istotne jest, aby nowe elementy, czyli szczegóły złożonych (oraz zmodyfikowanych) zleceń pojawiały się na wykresie w czasie rzeczywistym. Sam dziennik może być tutaj osobną strategią automatyczną, która wskazuje sposób działania gracza, lub też dodatkową funkcją w strategii automatycznej, która pozwoli w przyszłości w prosty sposób prześledzić i odtworzyć jej działanie.

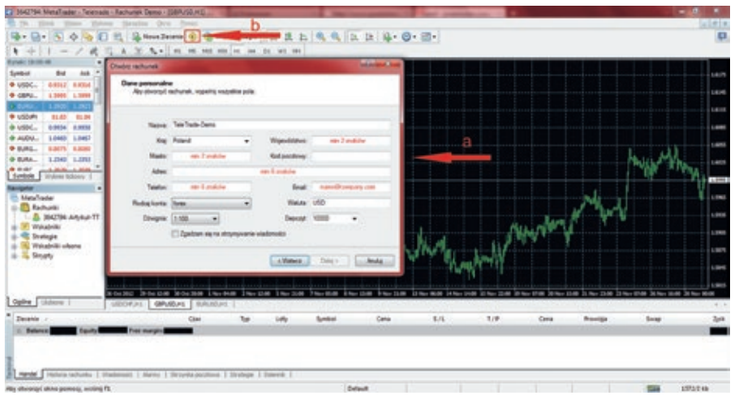
## Jak powinien działać dziennik?

Jak już wspomnieliśmy wcześniej, sam dziennik jest zwykłą funkcją (lub zbiorem funkcji) wywoływaną w określonym momencie. Dla dowolnej strategii automatycznej analiza sytuacji na danej parze walutowej odbywa się w momencie pojawienia się nowej świecy na wykresie. Sama funkcja odpowiedzialna za dziennik tradera wymaga minimalnych zasobów pamięciowych i wywoływana jest tylko w określonych momentach:

- złożenie nowego zlecenia: konieczne jest dokładne wskazanie czasu złożenia zlecenia. Skoro dziennik będzie działał chronologicznie, konieczne jest opisanie zlecenia - najlepiej przy pomocy etykiety tekstowej. Należy określić poziomy stop loss oraz take profit. Poziomy te określane są najczęściej podczas składania zlecenia, natomiast z czasem mogą być modyfikowane.
- modyfikacja istniejącego zlecenia - szczególnie istotna podczas zleceń średnio i długoterminowych, gdzie stop loss może być wielokrotnie przesuwany. W tym celu konieczne jest wyraźne zaznaczenie na wykresie, że nastąpiła modyfikacja zlecenia już istniejącego.
- zamknięcie zlecenia - wbrew pozorom, najbardziej złożone zagadnienie, wymagające określenia takich wartości jak: liczba pipsów zysku/straty czy czasu trwania zlecenia.

Przy tworzeniu takiego dziennika warto skorzystać z bardzo często niedocenianej linii pionowej na wykresie, która wskazuje wybrany czas. Linie poziome stosowane są do zaznaczania wsparcia i oporu, natomiast linie skośne - do wyznaczania linii trendu. Obydwa obiekty są bardzo popularne. Linie pionowe pozwalają wskazać dokładny punkt, w którym zlecenie zostało złożone/zmodyfikowane/zamknięte. Sama linia nie niesie ze sobą zbyt dużo informacji. Warto dodać tutaj etykiety, które mogą zostać umieszczone w dowolnym miejscu na wykresie. Sama manipulacja tym obiektem może wydać się nieco kłopotliwa - pamiętajmy, że całość powinna działać automatycznie, a etykiety tekstowe muszą znajdować się w konkretnych miejscach na wykresie. Za chwilę pokażemy, jak

**Rysunek 1. Tworzenie nowego rachunku demo**




Artykuł promocyjny



**Rysunek 2. Tworzenie nowej strategii automatycznej**

szczegółowo rozwiązać ten problem. Samo wyświetlenie tekstu możliwe jest po wcześniejszym spreparowaniu zmiennej łańcuchowej, która powinna zawierać informacje takie jak ustalony stop loss, czy take profit. Całość powinna być jednocześnie przejrzysta, tzn. każde dodatkowe etykiety tekstowe na wykresie powinny być powiązane z linią pionową określającą akcję związaną ze zleceniem.

## Instalacja i przygotowanie środowiska

Najważniejszym elementem potrzebnym nam do przygotowania strategii automatycznej jest platforma MetaTrader. Program można pobrać ze strony brokera: http://teletrade-dj.pl/tradett/terminal. Broker ten pozostawia użytkownikowi wybór wersji programu. Najczęściej stosowaną przez graczy wersją jest MetaTrader 4, chociaż firma TeleTrade umożliwia skorzystanie z najnowszej wersji 5, a także aplikacji dostępnych na urządzenia mobilne. Dalszy opis platformy zawarty w artykule dotyczył będzie wersji 4.

Zaraz po pobraniu aplikacji klikamy dwukrotnie w program teletrade4setup.exe. Instalacja jest bardzo prosta, a kolejne polecenia przedstawiane są na ekranie. Warto zainstalować całe oprogramowanie w domyślnej lokalizacji, aby w przyszłości uniknąć kłopotów.

Po zainstalowaniu programu na pulpicie pojawi się nowy skrót programu „MetaTrader – Teletrade" (jeżeli podczas instalacji przyjęliśmy domyślne ustawienia, to po jej zakończeniu program powinien uruchomić się automatycznie). Zaraz na początku poproszeni zostaniemy o utworzenie rachunku (wybieramy demo). W głównym oknie MetaTradera konieczne jest utworzenie nowego rachunku (rysunek 1 a). Po wybraniu rachunku demo poproszeni zostaniemy o podanie kilku informacji, takich jak miejsce zamieszkania, numer telefonu i mail. W przypadku rachunków demo dane te mają drugorzędne znaczenie. Istotne dla nas jest zapamiętanie hasła tradera oraz inwestora, które umożliwiają odpowiednio handel na danym rachunku oraz podgląd rachunku bez możliwości handlu. Na górnym pasku narzędzi widoczna jest żółta ikona z wykrzyknikiem (Rysunek 1 b). Jest to MetaEditor – edytor umożliwiający opracowanie własnego, automatycznego systemu transakcyjnego.

Po wybraniu w MetaEditorze nowego pliku i zaznaczeniu opcji „Doradca Ekspertowy" (Rysunek 2) wystarczy tylko nadać nazwę naszej strategii. Po wybraniu opcji „Zakończ" utworzony zostaje domyślny doradca ekspertowy.

## Do dzieła!

Zakładając, że mamy system automatyczny i chcemy na bieżąco śledzić jego działanie (w szczególności modyfikacje zleceń), potrzebne będzie nam kilka funkcji wbudowanych platformy MetaTrader. Cały pomysł polega na odpowiednim nanoszeniu i manipulowaniu obiektami na wykresie. Poniżej widzimy przykład złożenia prostego zlecenia.

```
if(warunek_spełniony)
 {
   nr = OrderSend(Symbol(),
   OP_SELL,1,Bid,3,
   Bid+StopLoss*Point,
   Bid-TakeProfit*Point,
   „Zlecenie",1,0,Red);
 }
```

Zakładając, że warunek (np. przecięcie wykresu ze średnią kroczącą) jest spełniony - następuje otwarcie pozycji krótkiej dla aktualnej pary walutowej. Kolejne elementy funkcji OrderSend() oznaczają: aktualnie wybrany symbol, zlecenie krótkie, liczbę lotów, aktualną cenę sprzedaży, po jakiej nastąpi otwarcie zlecenia, możliwe odchylenie od ceny, poziom stop loss, take profit, krótki opis zlecenia, wartość stosowaną przy identyfikacji zlecenia oraz czas wygaśnięcia zlecenia i jego kolor - w tej sytuacji nieistotny. Funkcja OrderSend() zwraca numer zlecenia. W tym momencie następuje naniesienie na wykres punktu wejścia na rynek, informacja o zleceniu, a także wskazanie poziomów stop loss i take profit.

Każda próba złożenia zlecenia prowadzi do wygenerowania unikalnego numeru. W przypadku jakiegokolwiek błędu wartość ta wynosi -1. Stąd oczywisty wniosek, że aby wskazać miejsce złożenia zlecenia na wykresie, konieczne jest sprawdzenie, czy wygenerowany numer jest różny od tej wartości. Symbol „różne" w języku MQL oznaczany jest jako „!=", natomiast warunek przedstawiony został poniżej.

Jak zaznaczyć taki punkt na wykresie? O tym dowiemy się już w następnej części naszego poradnika. ■

Poznaj Świat
MIESIĘCZNIK
www.poznaj-swiat.pl
Prenumerata
najlepszym prezentem na Święta
zamów roczną prenumeratę,
a w prezencie
dostaniesz książkę
tylko 99 zł
Książki do prenumeraty dodajemy wybrane losowo spośród czterech pokazanych tytułów.
zamów dwie roczne prenumeraty, a w prezencie
dostaniesz ekskluzywny album
tylko 99 zł + tylko 99 zł
ETIOPIA NA 21 DNI LUB NA CAŁE ŻYCIE
Roman Rojek
JAK ZAMÓWIĆ?
www.poznaj-swiat.pl
e-mail: prenumerata@poznaj-swiat.pl
Telefonicznie: +48 (58)3508464
SMS: 535444980, treść: imię i nazwisko + adres
Przelew: BRE BANK SA 02 1140 1065 0000 2155 8200 1004, w tytule pełne dane adresowe + okres prenumeraty
Listownie: 80-252 Gdańsk
ul. Jaśkowa Dolina 17
Oferta ważna do wyczerpania zapasów
Regulamin promocji jest dostępny na stronie poznaj-swiat.pl/prenumerata

# Jak zostać traderem?

## Znajdź sposób na właściwe inwestycje na foreksie – zostań studentem Szkoły Forex

**W życiu każdego inwestora nieustannym towarzyszem życia jest poszukiwanie sposobu na zyski. W dzisiejszych czasach mamy do wyboru wiele licznych pomysłów na inwestycje, pomysłów często niewłaściwych, zbyt agresywnych czy zbyt skomplikowanych. Niestety nie jest łatwo dopasować właściwą strategię do wiedzy i umiejętności, jaką posiada dany inwestor. Nadmiar informacji powoduje, że nie można dokonać właściwego wyboru.**

Artykuł promocyjny

Wraz z rozwojem rynków finansowych wzrosło zapotrzebowanie na pomysły inwestycyjne, przybyło również wielkie grono ludzi zainteresowanych spekulacją na forexie. O ile znalezienie swojego miejsca na forexowym rynku nie jest zbyt łatwe, to w dzisiejszych czasach są sposoby na zdobycie cennego doświadczenia. Rozpoczynanie nauki samemu może skończyć się finansową katastrofą, więc lepszym rozwiązaniem będzie poszukanie pomocy wśród osoby z doświadczeniem na rynku i sukcesami.

### Na dobry początek

Jednym z bardzo dobrych przykładów wspierania przyszłych traderów jest Szkoła Forex, która już od kilku lat edukuje młodych adeptów według swojego autorskiego programu szkoleniowego. W zasadzie każda osoba zainteresowana inwestowaniem może rozpocząć naukę lub pogłębić wiedzę już wcześniej zdobytą. Twórcą szkoły

*Sebastian Urbański*

jest Sebastian Urbański, posiadający 10-letnie doświadczenie na rynku. W Polsce nie mówi się dużo o finansach, ale Sebastian dzięki swoim inwestycjom FX (na rynku forex) zrealizował swoje dwa marzenia: życie w ciepłym kraju, niedaleko morza lub oceanu (od wielu lat mieszka na Wyspach Kanaryjskich) oraz zapewnienie bezpieczeństwa finansowego swojej rodzinie. „*Moją przygodę rozpocząłem od inwestycji w akcje, później przeszedłem na kontrakty futures, aż natknąłem się na Forex i do tej pory uważam, że jest to najlepszy z rynków do pomnożenia swojego kapitału w stosunkowo szybkim czasie. Po wielu doświadczeniach, szkoleniach i mentoringu z najlepszymi inwestorami, zbudowałem własną strategię (swing trading oraz scalping), której teraz uczę innych*" – powiedział Sebastian Urbański. Szkoła Forex może być bardzo dobrym początkiem dla każdego studenta. „*Ponieważ w Polsce dostęp do wiedzy, która daje prawdziwą skuteczność i zyski, jest bardzo ograniczony, postanowiłem, że będę uczył innych, jak inwestować i osiągnąć dzięki temu niezależność finansową*" – dodaje Sebastian.

### Zalety programu szkoleniowego

Do szkoły może przystąpić każdy chętny, ponieważ zajęcia odbywają się online i jest to główny kanał komunikacyjny pomiędzy szkołą a studentem. Celem programu szkoleniowego jest stworzenie jak najlepszych warunków nauki i inwestycji dla inwestorów, a co za tym idzie - skrócenie procesu edukacji i pomoc w osiągnięciu stabilnych zysków. Główne szkolenie Power Forex obejmuje ponad 50 godzin nauki w formie wideo z możliwością konsultacji. Każdy student ma własnego trenera, dzięki czemu łatwiej komunikować się podczas trwania szkolenia. Dużym atutem całej edukacji w Szkole Forex jest to, iż Power Forex nie jest jednorazowym wydarzeniem, lecz w trakcie szkolenia oraz po jego zakończeniu studenci mogą dwa razy w tygodniu uczyć się inwestowania wspólnie z mentorem. W dodatku student ma do wyboru szkolenie na trzech różnych poziomach zaawansowania, co czyni całą edukację bardziej optymalną. Przykładowo dla początkujących przeznaczony jest materiał oparty na inwestycji w trendzie. Wyższe poziomy to inwestowanie harmoniczne czy system gwarantujący najwyższe zyski TVS skierowany do tych najbardziej zaawansowanych. Dzięki mentorowi można konsultować swoje poczynania inwestycyjne, ale również wziąć udział w inwestycjach na żywo, podczas których student ma możliwość oglądania profesjonalnego inwestora podczas forexowych inwestycji.

### Pro Trading Club

Po szkoleniu lub w jego trakcie studenci mają możliwość wstąpienia do klubu inwestora, gdzie podczas wspólnych spotkań można wymienić się wiedzą i doświadczeniem, a także spotkać się na wspólnych analizach i sesjach edukacyjnych. I po raz kolejny ogromnym atutem szkoły jest komunikacja ze studentem, gdzie w zasadzie wsparcie dla swoich inwestycji można uzyskać codziennie. Szkoła Forex to jedyna w Polsce nauka inwestowania promująca najlepszych absolwentów. „*Absolwenci szkolenia Power Forex, którzy zdadzą egzamin, stają się dla mnie partnerami w inwestowaniu. Właśnie dlatego zapraszam ich do bezpłatnego korzystania ze wszystkich prowadzonych przeze mnie spotkań i konsultacji: zarówno inwestycji na żywo, jak i Pro Trading Club. Jestem spokojny o ich przyszłość finansową i chcę utrzymywać z nimi kontakt, ponieważ wiem, że tworzą zespół świetnych inwestorów* – powiedział Sebastian Urbański, założyciel Szkoły Forex. Dodatkową korzyścią jest możliwość otrzymywania sygnałów transakcyjnych na rynku forex, na podstawie których można zajmować określone pozycje. Sygnały te również mogą stanowić potwierdzenie aktualnie podjętych decyzji studenta.

### Jak zostać studentem?

Wystarczy zapisać się na szkolenie Power Forex dostępne na www.szkola-forex.pl. Nieograniczony czas na naukę podczas spotkań na żywo dwa razy w tygodniu to koszt ponad 5.000 zł. Jeśli weźmiemy pod uwagę końcowy efekt całego procesu edukacji, wydatek ten nie jest tak duży.

Dla tych, którzy nie mogą pozwolić sobie chwilowo na udział w płatnym programie szkoleniowym i uzyskanie statusu studenta Szkoły Forex, został stworzony nowy projekt o nazwie Fxstarter.pl, pozwalający na bezpłatną edukację dla początkujących.

### To już trzecie urodziny Szkoły Forex

Szkoła aktualnie weszła na nową ścieżkę rozwoju, która w przyszłości umożliwi inwestorom (studentom szkoły) uzyskanie kapitału na inwestycje. Z doświadczenia mentorów wynika, iż wielu studentów ma ogromny potencjał do inwestowania, ale nie posiada wystarczającego kapitału początkowego. Po trzech latach funkcjonowania szkoły, jednym z głównych wniosków jest to, że sukces nie przyjdzie sam. System czy szkolenie niewiele pomogą, jeśli student nie weźmie odpowiedzialności za to, co robi i jeśli nie poświęci czasu na edukację. Dużo inwestorów popełnia te same błędy, czyli pragną szybko zyskać w jak najkrótszym czasie, jednak bez odpowiedniego przygotowania merytorycznego. Warto skorzystać z doświadczenia profesjonalnych mentorów, by znacznie zwiększyć swoje szanse na osiągnięcie sukcesu i zapewnienie sobie stabilizacji finansowej. ■

inwestycje:pl

Portal dla inwestora

- Największy portal dla inwestorów w Polsce.
- Ponad 2 mln unikalnych użytkowników.
- Ponad 10 mln odsłon miesięcznie.

www.inwestycje.pl

Więcej informacji na www.inwestycje.pl/reklama lub reklama@inwestycje.pl

# Uśrednianie w portfelu – tanie zakupy

**Uśrednianie pozycji to na rynku giełdowym jedna z najczęściej wykorzystywanych metod zarządzania kapitałem. Jest ona głównie wykorzystywana w celu budowania portfela w dłuższym horyzoncie czasowym, w przeciwieństwie do jednorazowego nabycia walorów. Często jednak okazuje się groźną pułapką, szczególnie gdy nie stanowi elementu planu inwestycyjnego, a staje się prostym zabiegiem psychologicznym. Dlatego celowe wydaje się być przedstawienie strategii uśredniania zarówno z perspektywy inwestora rozsądnego, jak i takiego, którego poniosły emocje. A jako że w prasie drukowanej znacznie lepiej sprzedają się ludzkie dramaty niż sukcesy, to zaczniemy od podejścia emocjonalnego.**

MARCIN RÓŻOWSKI

## Droga donikąd

Wykorzystajmy bieżący przykład z rynku polskich kontraktów terminowych na indeks WIG20. 3 grudnia br. indeks zaczął silnie rosnąć, wkrótce pokonując górne ograniczenie 15-miesięcznej konsolidacji. Spójrzmy, jak mogłoby wyglądać uśrednianie w kiepskim stylu:

*Pan Jan wkrótce po poniedziałkowej pobudce rozpoczął lekturę portali z newsami ekonomicznymi. „Grecja, klif fiskalny, polski PMI nadal niski – po prostu mogiła" – pomyślał. W dodatku indeksy wysoko - jest z czego spadać. W pamięci tkwiła mu jeszcze naprędce zrobiona analiza techniczna wskazująca na wykupienie rynku. Decyzja mogła być jedna: Pan Jan na otwarciu sesji otworzył krótką pozycję na futures na WIG20 po kursie 2433 pkt. „Może jeszcze trochę podbiją - to dobiorę. A potem jak spadnie 100 punktów, to będę miał nawet na fryzjera dla żony…"*

*Dalszy przebieg sesji nie ułożył się po myśli pana Jana. Kontrakty terminowe symbolicznie pokonały swój średnioterminowy szczyt, zamykając się na poziomie 2453 pkt. „Rynek jest wykupiony, dalej nie pójdą" - stwierdził nasz bohater, otwierając na końcowym fixingu kolejną krótką pozycję. Łącznie miał już dwie po średniej cenie 2443 – wystarczył spadek o 10 punktów, by wyjść na zero. A ile się zarobi, gdy (na pewno) spadnie…*

*Następnego dnia faktycznie spadło, całe 2 punkty z poziomu otwarcia 2448. I to by było na tyle, kurs kontraktów ponownie powędrował wyżej. Depozyt pana Jana zatrzeszczał, ale ten był twardy i dorzucił kolejną krótką pozycję po 2470. Średnia cena to już 2452. „W sumie to dobrze się stało" – pomyślał pan Jan. Mam świetną cenę, zarobię co najmniej na czynsz. Jako czytelnik „Trendu" wiedział jednak, że bez zlecenia stop-loss się nie inwestuje. „2490 to świetny poziom, bez korekty nigdy tam nie dojdą. Poza tym, te wzrosty to pułapka, by „grubas" mógł oddać towar ulicy.[1] Jak to zaraz wszystko się zawali…" – marzył pan Jan. Pech chciał, że następnego dnia maksimum kursu wypadło akurat na poziomie 2490, przez co pozycja pana Jana została zamknięta ze stratą 1140 zł (pomijając prowizję). A jednak nigdy nie mów nigdy…*

W powyższym przykładzie uśrednianie było przeprowadzane bez jakiegokolwiek planu. Było ono raczej pochodną emocjonalnych decyzji i ślepego dążenia do posiadania racji. Takie postępowanie, szczególnie przy zastosowaniu instrumentów lewarowanych, staje się prostą drogą do katastrofy. Katastrofy, która niestety powtarza się na rynkach codziennie, w ciągły i pospolity sposób.

## Droga do sukcesu

Czy to oznacza, że uśrednianie samo w sobie jest złą metodą? Gdyby tak było, inwestorzy instytucjonalni nie korzystaliby z niej – a przecież czynią to np. fundusze inwestycyjne. Uśrednianie może okazać się efektywną metodą budowania pozycji, tak długo jak jest częścią dokładnie opracowanego planu inwestycyjnego – zbioru zasad, którego inwestor konsekwentnie się trzyma.

Wariantów uśredniania jest kilka. Najbardziej klasyczna metoda polega na nabywaniu instrumentów finansowych co pewien okres, najczęściej za tą samą kwotę. Kiedy to nastąpi, zależy już od samego inwestora. Może on kreować portfel np. tylko podczas bessy na giełdzie lub podczas korekt spadowych w trendach wzrostowych. Przykładem może być np. nabywanie akcji konkretnej spółki za 1000 zł za każdym razem, gdy cena spadnie o -5% od jej ostatniego lokalnego maksimum. Proste i logiczne. Warto jednak zaprezentować pewną metodę, która jest w swojej istocie bardzo podobna, ale przy tym pozwala lepiej wykorzystywać głębsze spadki na rynku.

1 Nawiązanie do języka z for internetowych - celowe.

**Tabela 1. Metody uśredniania - klasyczna i VCA.**

| | Liczba akcji nabyta | | |
|---|---|---|---|
| | Cena KGHM | VCA | Klasyczna |
| 4 maja | 108,79 | 91,92 | 91,92 |
| 11 maja | 103,81 | 100,74 | 96,33 |
| 18 maja | 96,08 | 119,58 | 104,08 |
| 25 maja | 95,11 | 108,33 | 105,14 |
| Łączna liczba akcji | | 420,57 | 397,47 |
| Kwota wydana łącznie | | 42 249,89 | 40 000,00 |
| Wartość portfela | | 40 000,00 | 37 803,50 |

*Opracowanie własne na podstawie danych GPW.*

Po angielsku nosi ona nazwę 'Value Cost Averaging' (VCA), co można przetłumaczyć jako „uśrednianie wartości". Metoda ta polega na nabywaniu walorów w taki sposób, by wartość kapitału po kolejnej turze zakupów wynosiła tyle, ile wpłacono nominalnie. Lepiej niż słowa odda to poniższy przykład:

W maju bieżącego roku inwestor chciał nabyć akcje KGHM za łącznie 40 tys zł. Jako że na parkiecie trwały wtedy spadki, postanowił się angażować stopniowo, zakupując na koniec każdego tygodnia papiery za 10 tys. zł. 4 maja cena zamknięcia KGHM wynosiła 108,79 zł, dzięki czemu mógł on nabyć 91,92 szt. (dla celów obliczeniowych przyjmijmy, że akcje są podzielne). Tydzień później cena na fixingu wyniosła 103,81 zł – oznacza to, że posiadany kapitał skurczył się do kwoty 9542,23 zł.

W tym momencie na scenę wkracza metoda VCA. Zamiast klasycznie dokupić kolejną transzę za 10 000 zł (czyli łączny wydatek wyniósłby już 20 tys.) i posiadać walory za 19542,23 zł, inwestor postanawia wyrównać stan posiadania do 20 tys. zł. W tym celu musi nabyć 100,74 szt. Akcji za łącznie 10 457,77 zł. Tydzień później dokonuje podobnego manewru przy cenie 96,08 – by wyrównać stan posiadania do 30 tys. zł, musi nabyć 119,58 szt. Tydzień później ceny ponownie spadły, do poziomu 95,11, a inwestor po raz ostatni dokonał zakupów, tak by jego portfel był warty całościowo 40 tys. zł. Łączne kalkulacje dla metody VCA oraz klasycznego nabywania w transzach po 10 tys. każda przedstawia tabela 1.

Rzuca się w oczy kilka różnic. Podstawową zaletą VCA jest to, że podczas spadków dokupujemy więcej akcji niż w przypadku klasycznej metody (w trendzie wzrostowym byłoby odwrotnie – nabywalibyśmy mniej po wyższej cenie). Oznacza to, ze portfel będzie pracował 'mocniej', gdy tylko trend na walorze się odwróci. Zaleta nie do przecenienia, ale obarczona jedną wadą. Mianowicie, metoda VCA wymaga większej ilości kapitału – w naszym przykładzie o 2249,89 zł. To stanowi dla inwestora istotną różnicę, dlatego może być on zmuszony do inwestowania kapitału w innych proporcjach, w zależności np. od oczekiwań co do koniunktury. Modyfikacji można wprowadzać bardzo wiele, ale trzeba podkreślić logikę i komfort psychiczny, jaki metoda VCA daje. Zwyczajnie nabywamy więcej akcji, gdy ich cena spada i odwrotnie, inaczej niż ma to miejsce przy równych transzach, gdzie różnice nie są aż tak duże. Przewaga efektywnościowa jest nie bez znaczenia – na dzień 7 grudnia wykorzystanie VCA w powyższy sposób pozwoliłoby powiększyć wartość portfela do poziomu 74061 zł, gdy klasyczna dałaby ostateczną wartość 69994 zł. To różnica aż ok. 4 tys. zł, czyli nie do pogardzenia.

## Droga do domu

Przedstawiona metoda jest prosta i logiczna. Inwestor może poddawać ją wielu modyfikacjom, tak by pasowała ona zarówno do jego horyzontu inwestycyjnego, jak i zasobów. Ważne, by była częścią planu, który jest konsekwentnie realizowany – inaczej można skończyć jak pan Jan z pierwszego przykładu. Naturalnie jej zalety stają się widoczne głównie podczas trendów spadkowych lub głębokich korekt, ponieważ podczas silnej hossy tego typu strategia zawsze przegra z prostą, jednorazową wpłatą[2]. Najlepiej pozwolą zapoznać się ze wszystkimi jej aspektami testy historyczne. ■

2 Abstrahujemy od problemu wyboru właściwej spółki.

# Harmonic Trading – wiodący nurt współczesnej analizy technicznej

ŁUKASZ FIJOŁEK

Najważniejszym założeniem inwestowania harmonicznego jest możliwość wyróżnienia cykli ruchów ceny odpowiadających poszczególnym wzniesieniom w danej strukturze cenowej (trendzie). Wahania ceny są jedynym odwzorowaniem istniejącego trendu wzrostowego lub spadkowego. Tak jak w życiu wzrost występuje cyklicznie i te cykle mogą zawierać się w odpowiednich poziomach Fibonacciego oraz mogą służyć jako poziomy techniczne w analizie inwestycyjnej. W ten sposób momenty wejścia/wyjścia współgrać będą z naturalnym rytmem poruszania się rynku.

**Metodologia zakłada, że pewne formacje rynkowe lub cykle powtarzają się podobnie jak wzorce i cykle w codziennym życiu**. Kluczem jest identyfikacja tych wzorców oraz wejście i wyjście z rynku w oparciu o wysokie prawdopodobieństwo, że reakcja cenowa będzie taka sama, jak była historycznie. Bazując na tej metodzie handlu, prognozujemy zasięgi analizowanych ruchów, w konsekwencji czego istnieje duża szansa na określenie punktów zwrotnych na rynku. Warto dodać, że **tego typu formacje pojawiają się w każdej skali czasowej**: od minutowej przez godzinową, dzienną, aż do miesięcznej. Dodatkowo mamy możliwość posługiwania się zmodyfikowaną i ulepszoną analizą cykli giełdowych, dzięki której możemy wyznaczyć z ogromną dokładnością przedziały czasowe możliwych punktów zwrotnych na rynku.

W tym miejscu warto pokusić się o jedną uwagę natury ogólnej. Jeśli chcemy zawierać na rynku transakcje w oparciu o geometryczne formacje występujące na wykresach cen, musimy przede wszystkim zredefiniować nasze cele inwestycyjne.

**Decyzje inwestycyjne są oparte na prawdopodobieństwie i kontroli ryzyka, a nie na przewidywaniu przyszłości.**

Najmniejsze ryzyko i najmniejsza ekspozycja kapitału są zwykle w punktach zmiany trendu. Większość książek dotyczących inwestowania uczy jednak zupełnie czego innego tzn., że nigdy nie wolno kupować w dołku lub sprzedawać na szczycie. Klasyczne podejście preferuje wystawianie się na nieokreślone z góry ryzyko i zdanie się na nasze prognozy odnośnie kształtowania się cen w przyszłości. Mówi, by potencjalny zysk przekraczał poziom ryzyka trzykrotnie, aby inwestor mógł zaangażować się finansowo w transakcję. W praktyce jednak określanie tego rodzaju zasad nie jest poparte żadną logiką. Jedyną bowiem rzeczą, jakiej możemy być pewni na rynku i możemy ją z góry zdefiniować, jest strata, którą gotowi jesteśmy ponieść, ryzykując swój kapitał w konkretnej transakcji. **Musimy zatem z góry określać poziom akceptowalnego ryzyka i ocenić, czy potencjalna transakcja wynikająca z określonego układu cenowego spełnia nasze założenia.**

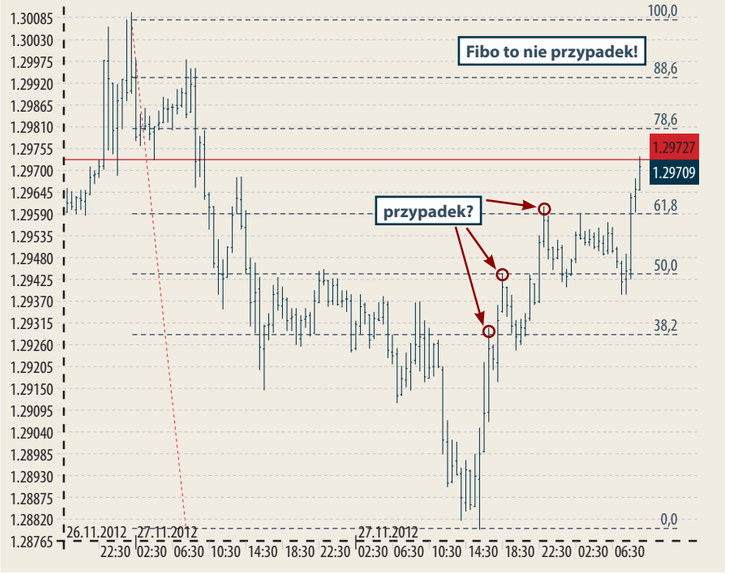
**Skoro zatem naszym - traderów i inwestorów - celem jest poszukiwanie potencjalnych warunków rynkowych i strategii, które dają wysokie prawdopodobieństwo sukcesu,** powinniśmy używać takich układów cenowych, które spełniają warunki ściśle zdefiniowanego, minimalnego poziomu ryzyka oraz idącego z tym w parze wysokiego poziomu potencjalnego zysku. Popularność i duża skuteczność inwestycyjna wszelkich formacji opartych o współczynniki Fibonacciego wynika z faktu, że metoda ta jako jedna z niewielu potrafi spełnić powyższe założenia tak minimalizacji ryzyka, jak i dużego prawdopodobieństwa sukcesu.

Istotną zaletą wszystkich formacji harmonicznych jest możliwość określenia optymalnego poziomu wejścia na rynek oraz jasno zdefiniowany zakres ryzyka wskazujący, gdzie należy ustawić zlecenie stop loss. **Oznacza to dla nas - inwestorów - ograniczenie do minimum ryzyka inwestycyjnego, na jakie narażamy się w przypadku niepowodzenia**.

Doskonałym potwierdzeniem harmoniczności rynku jest sytuacja, jaka pojawiła się 28 listopada na najbardziej płynnej parze walutowej EURUSD. Po dokonaniu odpowiednich pomiarów z użyciem odpowiednich narzędzi Fibonacciego jesteśmy w stanie zaobserwować, w jaki sposób cena zachowywała się przy określonych poziomach (wykres). Pierwsza reakcja nastąpiła na wewnętrznym poziomie Fibonacciego 38.2%, gdzie cena wyraźnie zareagowała. Kolejne odbicia cenowe nastąpiły na kolejnych poziomach oporu, które wyznaczone zostały przez zniesienia 50.0% oraz 61.8%, na którym cena aż dwukrotnie wykonała ruch powrotny z olbrzymią precyzją.

Początkowo poszukiwanie formacji opartych o współczynniki Fibonacciego może wydać się zadaniem żmudnym i karkołomnym. Z czasem jednak, gdy nabierzemy odrobiny doświadczenia, zauważymy, że **metodologia ta cechuje się niezwykle dużą skutecznością,** a formacje harmoniczne pojawiają się na wykresach bardzo często. Oczywiście wyszukiwanie ich jest zadaniem wymagającym pracy, ale warto od początku poświęcić trochę czasu na codzienne analizy, aby nie okazywało się, że rynek trzy dni temu narysował układ, który zauważyliśmy dopiero teraz. ■

**Wykres 1. Praktyczne zastosowanie technik Fibonacciego na rynku EURUSD w dniach 28-29 listopada 2012 r.**




*Źródło: Opracowanie własne na podstawie platformy transakcyjnej MetaTrader 4.*

# Czarne złoto

**Słowo „węgiel" w Polsce od razu kojarzy się ze Śląskiem. Czarny surowiec, który przy spalaniu truje środowisko - pomyśli niejeden. Jednak węgiel to czarne złoto - biznes, na którym da się zarabiać pieniądze. A odpowiednio zarządzana kopalnia może być przedsiębiorstwem jak każde inne. Tak więc dzisiaj co nieco o Jastrzębskiej Spółce Węglowej - największym producencie węgla koksowego w Unii Europejskiej.**

MAREK BUGDOŁ
MATEUSZ ZIELIŃSKI

## Węgiel w Polsce

Polska jest największym producentem węgla kamiennego w Unii Europejskiej, lecz w porównaniu do światowego potentata, którym są Chiny, wypadamy dosyć mizernie (produkcja Polski to ok. 2,4% produkcji Chin). Węgiel kamienny w Polsce wydobywa się na Śląsku oraz na Lubelszczyźnie. Jednak poziom wydobycia tego surowca w Polsce systematycznie spada (spadek zostanie zahamowany w 2012 r.), co jest efektem spadającej konkurencyjności polskiego surowca. W efekcie od 2008 r. Polska jest importerem netto węgla (węgiel importuje się głównie z Rosji).

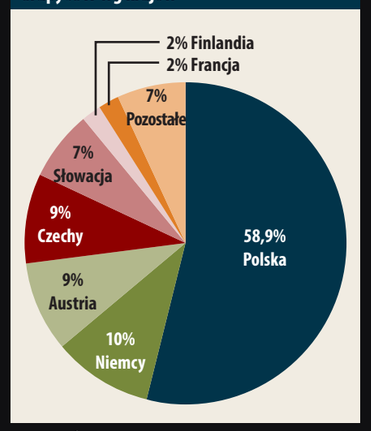
## To, co najcenniejsze

Grupa JSW powstała w 1993 r. jako jedna z ówcześnie istniejących spółek węglowych. W swoich aktywach posiada pięć kopalni, które w głównej mierze wydobywają węgiel koksowy stanowiący surowiec do produkcji koksu, który jest bazą do wytwarzania stali. Obecnie cała grupa zatrudnia ok. 29 tys. osób.

Tak jak już wspomnieliśmy, JSW w głównej mierze wydobywa węgiel koksowy, którego część przerabia w trzech własnych koksowniach, a resztę sprzedaje na zewnątrz - w dużej mierze do spółki Arcelor Mittal (potentata na rynku stali). Oprócz węgla koksowego oraz koksu spółka wydobywa również węgiel energetyczny, który dostarcza do krajowych elektrowni.

Wysoka jakość węgla koksowego oraz jego właściwości powodują, iż jest on zdecydowanie droższy od węgla energetycznego. Jednak charakterystyka branż, które go zużywają (głównie hutnictwo), powoduje, iż popyt na niniejszy surowiec jest niezwykle zależny od koniunktury gospodarczej ☛

**Wykres 1. Struktura odbiorców Grupy JSW wg krajów**




*Źródło: Sprawozdania finansowe spółki.*

- w przypadku JSW mamy tutaj na myśli koniunkturę w Unii Europejskiej.

### Rosnące zapasy

Spowolnienie koniunktury w Unii Europejskiej (w tym również w Polsce) spowodowało zmniejszenie popytu na węgiel koksowy. Dodatkowo w naszym kraju zmniejsza się popyt na energię elektryczną. Czynniki te powodują, iż zwiększony poziom krajowego wydobycia (w 2012 r. będzie to ok. 4,0 % Y/Y) przełoży się w głównej mierze na przykopalniane zapasy surowca, którego poziom znajduje się powyżej wieloletniej średniej (obecnie na hałdach znajduje się ok. 8,0 mln ton węgla kamiennego vs. 2,2 w zeszłym roku). Do tego należy dodać zapasy o podobnej wielkości przy samych elektrowniach. Powyższe czynniki powodują znaczną presję na ceny węgla energetycznego w kontraktach na 2013 r. Ceny węgla koksowego będą zaś uzależnione od sytuacji w Chinach, które są głównym motorem rynku stali - nawet w przypadku słabości gospodarki UE popyt Chińczyków może ożywić ceny i w pewnym stopniu zwiększyć popyt na węgiel koksowy.

### Ciężki rok

JSW osiągnęła w trzecim kwartale tego roku 2.284,7 mln zł przychodów ze sprzedaży, czyli o 0,3 procenta więcej w stosunku do drugiego kwartału tego roku. Zysk EBITDA wyniósł 588,3 mln zł, w drugim kwartale było to 654,4 mln zł. Prezes spółki, Jarosław Zagórowski, jest zadowolony z wyników, choć zwraca uwagę na coraz niższe ceny węgla i koksu.

W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy tego roku spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości 6.919,7 mln zł – jest to o 3,4 procenta mniej w porównaniu do analogicznego okresu 2011 roku. Zysk netto wyniósł 1.027,8 zł – w 2011 roku było to 1.107,4 mln zł.

### Co dalej z węglem?

W końcu września na przykopalnianych zwałach, czyli tzw. hałdach, leżało ponad 7 milionów ton niesprzedanego węgla – tak wynika z listopadowych danych resortu gospodarki. To niemal czterokrotnie więcej niż rok wcześniej. Wskaźnik rentowności branży wyniósł 8,2%, wobec ponad 10% rok wcześniej.

Co do samej Jatrzębskiej Spółki Węglowej, jej przychody kwartalne od początku 2011 roku są w miarę stabilne i wahają się w przedziale od 2,2 do 2,5 mld złotych. Zysk netto jest jednak bardziej zróżnicowaną wielkością w poszczególnych raportach kwartalnych spółki. Począwszy od czwartego kwartału ubiegłego roku JSW notuje coraz niższe zyski, co przy uwzględnieniu globalnego spowolnienia, a przez to mniejszego popytu i niższych cen węgla, może oznaczać, że trend zniżkowy będzie kontynuowany.

### Koniec strajków?

Związkowcy z Jastrzębskiej Spółki Węglowej na początku listopada zawarli z zarządem firmy porozumienie, kończące dwa spory zbiorowe w spółce. Stawki płac zasadniczych wzrosną w tym roku o 3,4% (związkowcy w toku negocjacji zmniejszyli swoje żądania płacowe z 7% do 3,8%). Zmianie ulegną również warunki umów, zawieranych z nowymi pracownikami. Ponadto ustalono politykę płacową JSW do 2015 roku.

Spory w spółce trwały od lutego. 6 lipca załoga JSW strajkowała dwie godziny na każdej z czterech zmian. Natomiast 19 października związkowcy zorganizowali w kopalniach strajk 24-godzinny, który przyniósł spółce ogromne straty. Tego dnia nie wydobyto bowiem 53 tysięcy ton węgla, co oznacza stratę w przychodach spółki w wysokości ok. 17 milionów złotych.

### Dywidenda mimo spowolnienia?

Minister Skarbu Państwa, Mikołaj Budzanowski, wypowiedział się w ostatnim tygodniu listopada na temat rzekomej chęci przejęcia Bogdanki przez JSW. Ministerstwo jako większościowy udziałowiec nie bierze pod uwagę takiej opcji, bowiem jak tłumaczył minister Budzanowski: Bogdanka „została sprzedana przez Skarb Państwa, niezrozumiały byłby dla mnie ruch, żeby teraz ją nacjonalizować".

Minister Budzanowski stwierdził również, że dywidenda spółki, pomimo gorszych perspektyw w przyszłym roku, powinna przekroczyć 30% zysku. To z pewnością dobra wiadomość dla akcjonariuszy spółki.

Również w ostatnich dniach listopada Jastrzębska Spółka Węglowa poinformowała, że wzrosną jej nakłady inwestycyjne w 2013 roku. Wyniosą one ok. 1,85 mld zł wobec 1,79 mld zł przeznaczonych na inwestycje w roku bieżącym.

### Brak trendu

Miesiąc po debiucie węglowego giganta na warszawskim parkiecie akcje spółki uległy niemal 40-procentowej przecenie. W ten sposób jej notowania na zamknięciu sesji 10 sierpnia 2011 r. osiągnęły poziom 81,38 złotych. Od tego momentu wyraźną większość czasu kurs akcji JSW oscyluje pomiędzy poziomami 82 i 103 złotych. Nie ma mowy o jakimkolwiek trendzie na walorze. Stąd też poziomy 82 – 85 złotych mogą być atrakcyjne dla inwestorów, gdyż po ich osiągnięciu spółka ma szansę na przekroczenie ceny 100 złotych za akcję. W krótkiej historii notowań JSW zdarzało się to już kilka razy, jednak z racji potencjalnych zmian fundamentalnych nie można być pewnym, że takie sytuacje będą mieć jeszcze miejsce w przyszłości. ■

**Wykres 2. Wyniki JSW** - dane w tysiącach złotych

*Źródło: Dane JSW*

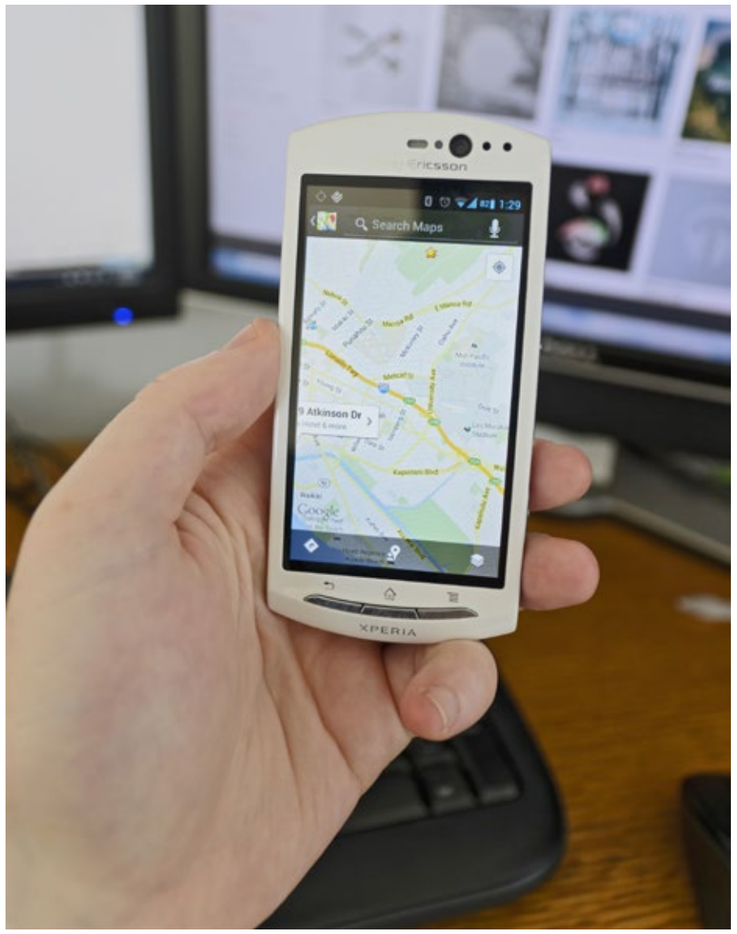
# Zmierzch giganta

**Sony jeszcze parę lat temu było dla rynku elektronicznego wzorem, do którego wszyscy dążyli. Ikoną, na jaką patrzyło się z podziwem i uwielbieniem, marząc, żeby kiedyś być chociaż w połowie tym, czym jest ten kolos. Co takiego stało się z tą pionierską i wizjonerską firmą, że dzisiaj dla niektórych, szczególnie w Japonii, Sony już jest martwe, a jedyne pytania, jakie nasuwają się nam na myśl, to dlaczego takie przedsiębiorstwo umarło, kto je zabił oraz jak długo jeszcze duch Sony będzie nawiedzał światowy przemysł elektroniczny.**

PIOTR CYMCYK

Kiedy ponad 65 lat temu Masaru Ibuka zakładał sklep elektroniczny w Tokio z kapitałem zakładowym wynoszącym 530 USD, raczej nie spodziewał się, że jeszcze za jego życia przyszłe Sony stanie się żywą legendą. Legendą, która stworzyła ogromną liczbę równie legendarnych produktów na miarę swoich czasów, które miały analogiczny status jak dzisiaj iPod czy iPhone. Jeszcze niespełna dwie dekady temu Sony było właśnie dzisiejszym Apple. Rewolucyjne walkmany wprowadzone w 1979 roku, zmieniające sposób, w jaki ludzkość słuchała muzyki czy discmany wraz z płytami CD, które także były technologicznym kamieniem milowym, wynosiły przedsiębiorstwo Ibuki ponad konkurencję, powiększając kapitał firmy w zawrotnym tempie. Nowoczesność, satysfakcja klientów, design. Sony tworzyło prawdziwe crème de la crème wśród produktów elektroniki użytkowej. Warto zaznaczyć, że to nie jedyna ☛

przestrzeń dominacji Sony, w pewnym momencie firma kontrolowała tak naprawdę cały rozrywkowy świat. Na jakikolwiek rynek się nie spojrzało, tam już w roli benchmarku występowali Japończycy. Rynek telewizorów, konsol, radia, kamer, wytwórni muzycznych i filmu, a nawet usług bankowo-ubezpieczeniowych. Teraz okazuje się, że Sony stoi na krawędzi przepaści. Znajduje się tam z tego samego powodu co Nokia i Panasonic, pytanie tylko, czy uda mu się zawrócić, czy skończy jak upadły Kodak. Podobnie jak wspomnianych wyżej, Sony zgubiła pewność siebie. Nasycony sławą, podziwem i pieniędzmi kolos czuł się zbyt bezpiecznie, a zajęci odcinaniem kuponów od wielkości korporacji menadżerowie przespali moment, w którym smartfony zawładnęły rynkiem telefonów, tablety zastąpiły laptopy, a do zabawy na konsoli konsumentom nie wystarczał już zwykły pad, gdyż chcieli kontrolować swoje awatary własnym ruchem.



*Sony Ericsson Xperia*

To jednak nie jedyne błędy. Wcześniej zarządzających zgubił upór i brak innowacyjnego myślenia, którego kiedyś byli prowodyrem. Kurczowo trzymano się rozwiązań bez przyszłości, takich jak choćby MiniDisc, którego ówczesna cena była powalająca, a „wygoda użytkowania" skutecznie odstraszała klientów. Tak naprawdę innowacje Sony skończyły się już w latach 90., od tamtego czasu nie było już produktu z japońskiej stajni, który zatrząsłby rynkiem i tchnął nową jakość w koncern. Paradoksalnie problemem jest także bycie liderem na niektórych rynkach. Sony wciąż sprzedaje najwięcej kamer ręcznych i konsol PSP. Niestety, w tym przypadku najwięcej dalej znaczy bardzo mało. Te dwa rynki zagarnęły smartfony, w których przypadku, jak wiadomo, koncern nie ma się czym popisać, a przepaść dzieląca go od Apple czy nawet rodzimego Samsunga wydaje się nie do pokonania. Odkupienie akcji od Ericssona, aby ujednolicić markę nastąpiło stanowczo za późno. Premiery nowego iPhone'a czy Galaxy ścierają się ze sobą w ramach wielkich akcji marketingowych. Nowe Xperie od Sony? O nich nikt nie słyszy. Patologiczna jest też cała struktura korporacyjna. Zbyt duża rywalizacja wewnątrzkorporacyjna doprowadziła do tego, że każdy dział funkcjonował osobno, starając się o jak najmniejsze interakcje z innymi. Sony pracowało nad czymś w rodzaju iPoda wiele lat wcześniej, cóż jednak z tego, skoro każde z laboratoriów rywalizowało ze sobą, podkładając sobie wzajemnie kłody.

Do tego wszystkiego doszedł pech. Niezależne zdarzenia losowe jedno po drugim dobiły firmę. Niekorzystny kurs walutowy, powodzie, pożar w londyńskim magazynie, zastój na rynku telewizorów… Wszystko, na co Sony nie miało wpływu. Ale czy faktycznie może to tłumaczyć 6,5 miliarda dolarów straty w 2011 roku i obniżenie ratingu przez agencję Fitch o trzy poziomy oraz uzyskanie statusu „śmieciowego"? Raczej nie.

Tu wkracza do gry Kazuo Hirai, nowy CEO ze swoją strategią rozwoju. Strategią, która powinna była zostać zaaplikowana parę lat temu. Maczając palce w prawie każdej gałęzi przemysłu elektronicznego, Sony planuje integrację produktów, o jakiej Apple nie może nawet zamarzyć. Pomysł świetny, tylko dlaczego ponownie tak wolno wprowadzany? Samsung zajął się tym samym już wcześniej i pomimo że nie posiada aż tak szerokiej bazy, to znów ma ogromną przewagę – jest pierwszy. Na ostatnich targach CES zaprezentował nie tylko lodówkę, która komunikuje się z laptopem, tabletem i smartfonem, ale także pralki sterowane przez Galaxy czy odtwarzacze Blu-ray komunikujące się z resztą sprzętu RTV. Wszystko to już na dniach będzie do kupienia w sklepach, co oznacza, że gdy każdy będzie cieszył się w domu swoją nową smartpralką od Samsunga, to Sony dalej będzie okupowało laboratoria, tworząc swój zintegrowany system produktów. Integracja produktów, która pomogłaby japońskiej korporacji znów stać się innowatorem została zauważona stanowczo za późno. Pomimo, że Sony naprawdę ma wszystko co potrzebne, żeby wyjść z tej patowej sytuacji, w której stawia go zarówno Apple, jak i Samsung, to jednak wydaje się, że gliniane nogi kolosa nie wytrzymają rosnącej presji konkurencji.

Dziś więc, podobnie jak kilka lat wcześniej, wszyscy patrzą na Sony; niestety tym razem jest to wzrok politowania i żalu. Patrzą, myśląc nie o tym, jak dorównać japońskiej firmie, ale o tym, jak nie popełnić tych samych błędów. Fortuna variabilis, chciałoby się powiedzieć, ale kto wie? Może Japończycy wraz ze swoim nowym CEO pokażą jeszcze światu, że ten za szybko skazał ich na porażkę. ■

# Klif fiskalny w USA

**Wielka Recesja w latach 2007-2009 doprowadziła do niespotykanego wzrostu długu publicznego oraz wywołała poważne obawy dotyczące możliwości utrzymania stabilności finansowej w niektórych systemach gospodarczych. Rozprzestrzeniający się kryzys zadłużenia jest również wyzwaniem dla stabilności amerykańskiej gospodarki, która musi stawić czoło powolnemu wzrostowi oraz niewystarczającemu popytowi. Choć problemy budżetowe Europy były dotychczas w centrum zainteresowania rynków finansowych, w grudniu wzrok inwestorów przykują Stany Zjednoczone, gdzie tzw. klif fiskalny przypomni światu o gigantycznym zadłużeniu USA.**

MARCIN BORSUK

W ostatnich miesiącach bezprecedensowe akcje banków centralnych oraz działania czołowych europejskich polityków w kierunku wzmocnienia roli Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (zastąpi on dotychczasowe programy EFSF/EFSM) doprowadziły do tymczasowego ograniczenia ryzyka dalszego rozprzestrzeniania się kryzysu fiskalnego. Znaczący spadek premii za ryzyko widoczny w rosnących cenach obligacji oraz poprawie sentymentu na rynku akcji spowodował, że koszty finansowania poszczególnych krajów powróciły do akceptowalnych poziomów. Jednak strukturalne problemy związane z narastającym długiem publicznym oraz deficytem w najmniejszym stopniu nie zostały zażegnane. Spowalniające tempo wzrostu gospodarczego oraz rosnące ryzyko długotrwałej recesji w wielu częściach świata powodują, że konsolidacja finansów publicznych pozostaje dużym wyzwaniem.

W krótkoterminowej perspektywie dla rynków finansowych największe znaczenie będzie miała sytuacja w USA, gdzie tamtejsi politycy do końca roku muszą podjąć kluczowe decyzje dotyczące wygasających ulg podatkowych oraz zwiększenia limitu zadłużenia. W przypadku braku osiągnięcia kompromisu największą gospodarkę świata może czekać twarde lądowanie.

## Fakty dotyczące zadłużenia USA

W 2011 roku dług publiczny w Stanach Zjednoczonych wynosił około 14,2 bilionów dolarów, co stanowi 102,9% PKB. Na wysokim poziomie kształtował się również deficyt budżetowy, który wyniósł aż 10,1 % PKB. Spośród wszystkich krajów rozwiniętych, USA w najbliższych trzech latach będzie miało najwyższe potrzeby pożyczkowe brutto głównie ze względu na nominalną wielkość zadłużenia, relatywnie wysoki deficyt oraz krótkoterminową zapadalność długu. I tak na przykład w samym 2013 roku Stany Zjednoczone będą musiały refinansować ponad 20% długu do PKB, podczas gdy dla Niemiec wskaźnik ten wynosi około 8,3%[1]. Oprócz wysokiego deficytu budżetowego Stany Zjednoczone posiadają również strukturalny deficyt na rachunku obrotów bieżących. Bliźniacze deficyty finansowane są w dużej mierze dzięki zakupom amerykańskich papierów skarbowych przez zagranicznych inwestorów (w tym w największym stopniu Chiny i Japonię).

## Klif fiskalny

Jeśli do końca 2012 roku amerykański kongres i prezydent Obama nie wypracują konsensusu w sprawie sposobów redukcji deficytu budżetowego, to na podstawie umowy z zeszłego roku dojdzie do tzw. klifu fiskalnego, czyli automatycznych cięć wydatków rządowych i podniesienia podatków. Z jednej strony spowoduje to znaczące obniżenie deficytu budżetowego, natomiast z drugiej strony grozi to recesją gospodarczą. Geneza tego problemu tkwi w sporze o podniesienie ustawowego pułapu zadłużenia Stanów Zjednoczonych między prezydentem Obamą ☛

1 Fiscal Monitor, IMF, październik 2012.

a republikanami w Kongresie na przełomie lipca-sierpnia 2011 roku. Obie strony zgodziły się na taki krok pod warunkiem znaczących cięć wydatków fiskalnych w celu redukcji deficytu, którego wzrost zmusza do zaciągania przez rząd USA dalszych pożyczek.

Na klif fiskalny składają się głównie trzy elementy. Po pierwsze, wygasnąć mają tymczasowe ulgi podatkowe wprowadzone na czas kryzysu w celu stymulowania gospodarki (obniżka podatku od wynagrodzeń oraz dodatkowe zasiłki dla bezrobotnych). Po drugie, wraz z początkiem roku wygasnąć mają cięcia podatkowe wprowadzone za kadencji G.W. Busha w 2001 roku. Podwyżki obejmowałyby wzrost stawek podatku dochodowego dla najmniej zarabiających (z 10% do 15%) i najbogatszych (z 35% do 39,6%) oraz wzrost wpływów do budżetu z tytułu wyższych podatków od dywidend i zysków kapitałowych. Po trzecie, elementem sierpniowego kompromisu było zapisanie w ustawie automatycznych cięć budżetowych zmierzających do obniżenia deficytu o 1,2 biliona dolarów w ciągu dziesięciu lat (około 100 mld już w przyszłym roku).

Kongresowe Biuro Budżetowe (CBO) szacuje, że kombinacja tych czynników doprowadziłaby do redukcji deficytu o około 560 miliardów dolarów i spadku PKB w 2013 roku o około 0,5% oraz wzrostu bezrobocia do poziomu 9,1% na koniec roku. Brak osiągnięcia kompromisu i, co się z tym wiąże, recesja w USA, miałyby negatywny efekt na całą światową gospodarkę. Transmisja negatywnych efektów klifu fiskalnego odbyłaby się głównie kanałem handlowym oraz psychologicznym (wzrost niepewności oraz spadek zaufania).

### Prawdopodobieństwo wystąpienia klifu fiskalnego

Biorąc pod uwagę wszelkie racjonalne przesłanki, zarówno polityczne, jak i gospodarcze, prawdopodobieństwo wystąpienia klifu fiskalnego jest ograniczone. Po pierwsze, brak osiągnięcia kompromisu pomiędzy republikanami a demokratami spowodowałby wzrost niezadowolenia wśród wyborców obu partii, a w skali międzynarodowej Stanom Zjednoczonym groziłaby kompletna utrata wiarygodności. Ponadto, po spotkaniach prezydenta Obamy z przedstawicielami Kongresu widać wolę porozumienia i świadomość polityków, że mają do czynienia z poważną kwestią. Mimo iż do całkowitego zbliżenia stanowisk wciąż jeszcze daleko, można założyć, że żadna ze stron nie będzie chciała wziąć ryzyka recesji na swoje barki.

Prawdopodobieństwo zmaterializowania się czarnego scenariusza również nie jest widoczne w notowaniach poszczególnych instrumentów finansowych. Instrumenty służące wycenie ryzyka na rynku stopy procentowej (rentowności obligacji, CDS, zmienność implikowana) oraz rynku walutowym dotychczas nie dyskontują scenariusza ekstremalnego ryzyka. Co prawda wraz ze zbliżającym się terminem 1 stycznia 2013 niepewność na światowych parkietach może nieznacznie wzrosnąć, jednak nie powinien to być ruch na tyle silny, aby odwrócić dotychczasowe trendy.

Trzecim argumentem przemawiającym za stopniowym ograniczaniem deficytu zamiast terapii szokowej, jaką funduje klif fiskalny, są solidne długoterminowe podstawy amerykańskiej gospodarki. Obecny rok będzie już trzecim z kolei, kiedy to USA redukuje deficyt budżetowy (z poziomu 13.3% w 2009 roku do poziomu 8,7%[2]PKB w 2012 r.). W obliczu niepewnej sytuacji związanej z kryzysem zadłużeniowym w Europie obligacje Stanów Zjednoczonych uważane są przez inwestorów za tzw. „bezpieczną przystań" (mimo gigantycznego nominalnego długu), co doprowadziło do tego, że rentowność tych papierów spadła do rekordowo niskich poziomów, a w ujęciu realnym inwestorzy dopłacają do takiego rodzaju inwestycji (inflacja w USA przewyższa dochody z tych obligacji)[3]. Równie opłacalnie kształtuje się zależność pomiędzy realną stopą procentową płaconą od długu publicznego USA (r), a realnym tempem wzrostu PKB (g). W momencie kiedy g>r, a tak właśnie jest w przypadku Stanów Zjednoczonych, największa gospodarka świata może finansować wzrost zadłużenia po relatywnie niskim koszcie, co korzystnie wpływa na relacje wskaźników zadłużenia (dług/PKB i deficyt/PKB) w dłuższym terminie.

### Wyzwania na przyszłość

Głównym zadaniem Stanów Zjednoczonych jest niezwłoczne określenie wiarygodnej średnioterminowej ścieżki konsolidacji fiskalnej, aby uniknąć „klifu fiskalnego". W głównej mierze powinna ona skupić się na redukcji wydatków sztywnych, które wynoszą około 60% łącznych wydatków. Z drugiej strony nie należy zapomnieć o stronie dochodowej. Rekordowo niski stopień opodatkowania oraz wysoki deficyt powinien skłonić władze USA do stopniowej podwyżki podatków w celu zrównoważenia budżetu. W chwili obecnej najbardziej prawdopodobnym scenariuszem będzie częściowy kompromis w Kongresie. Podobnie jak w zeszłym roku, problem zostanie przełożony na później, a w kwestach podatkowych i wydatkowych dojdzie tylko do nieznacznych zmian. ■

2 Prognoza IMF.
3 Negatywną realną stopę dochodowości obrazują również notowania 10-letnich obligacji indeksowanych o inflację (tzw. TIPSów).

# Koniec ekonomii?

**W październiku Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) zrewidował w dół swoje prognozy dotyczące przyszłorocznego wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych do 1,5%, z poprzednio prognozowanego 1,8% oraz do 5,6% z 5,8% dla krajów rozwijających się. Jeszcze bardziej niepokojące jest, że eksperci prognozują, że w 2013 roku strefa euro zanotuje zerowy wzrost gospodarczy. Pierwszy Świat od ponad czterech lat tkwi w marazmie gospodarczym, nie potrafiąc przełamać negatywnego trendu i odbić się od dna recesji, a co więcej, obecnie wydaje się, że dalsze pogorszenie się sytuacji jest bardziej prawdopodobne niż jej poprawa. Dlaczego, mając do dyspozycji stuletni dorobek naukowy, nie wiemy, jak wyjść z recesji?**

MAREK IGNASZAK

Głównym celem nauk ekonomicznych jest objaśnianie otaczającej nas rzeczywistości gospodarczej i próba doboru odpowiednich działań mających poprawić jakość życia ludności. Do realizacji tego celu wykorzystuje się modele, czyli pewne uproszone makiety mające symulować sposób funkcjonowania gospodarki, ponieważ dokładne odwzorowanie systemów gospodarczych jest niemożliwe z powodu ich ogromnej złożoności. Jednak obecnie stosowane w ekonomii podejście do modelowania zostało poddane dużej krytyce zarówno ze względu na to, że jedynie nieliczni byli w stanie przewidzieć nadejście oraz skalę obecnego kryzysu, jak i ze względu na niemożność dostarczenia recepty na wyjście z recesji. Czy nieskuteczność ekonomii w rozwiązaniu tego problemu oznacza jej koniec jako nauki?

### Początki nauki i rewolucja oczekiwań

Za prekursorów makroekonomii uznaje się żyjących i tworzących na początku XX wieku Irvinga Fishera i Johna Keynesa. To za ich sprawą „makro" stała się nauką we współczesnym rozumieniu tego słowa. Pierwsze teorie makroekonomiczne były jednak tworzone *ad hoc*, miały na celu objaśniać pewne obserwacje poczynione w skali makro, bez uzasadniania, że przyjęte mechanizmy i uproszczające założenia odnośnie zachowań podmiotów faktycznie mają rację bytu. I tak na przykład w teorii Keynesa zakłada się, że gospodarstwa domowe konsumują pewną niezmienną w czasie, z góry ustaloną część swojego dochodu. Ciężko sobie wyobrazić, aby było tak w rzeczywistości. Mimo tych niedociągnięć modele *ad hoc,* takie jak IS-LM, AS-AD, czy krzywa Philipsa, były powszechnie stosowane w analizach polityki gospodarczej. W 1976 roku Robert Lucas skrytykował takie podejście, tłumacząc, że parametry modelu ekonomicznego, czyli na przykład to, jaka część dochodu jest przeznaczana na konsumpcję, są uzależnione są od bieżącej polityki gospodarczej. Próba prognozowania skutków wprowadzenia zmian w polityce gospodarczej przy wykorzystaniu narzędzi niebiorących pod uwagę tego faktu jest z góry skazana na porażkę. Dla przykładu załóżmy, że rząd chciałby wpłynąć na zwiększenie konsumpcji gospodarstw domowych. Keynes poradziłby zapewne zwiększenie wydatków rządowych, gdyż wtedy gospodarstwa, mając większy dochód, więcej wydadzą. Lucas natomiast odpowiedziałby, że po wprowadzeniu takiej zmiany obywatele mogą zacząć wydawać mniejszą część dochodu niż dotychczas i w efekcie popyt nie zmieni się. Robert Lucas postulował konieczność uwzględniania w modelach oczekiwań, jakie formułują podmioty gospodarcze.

### Narodziny współczesnej ekonomii

Celem makroekonomistów stało się uodpornienie modeli na „krytykę Lucasa". Starali się oni uzależnić mechanikę tworzonych systemów jedynie od tzw. głębokich parametrów modelu, czyli takich zmiennych, których wielkości można obiektywnie ustalić, a jednocześnie nie są one wrażliwe na zmiany polityki gospodarczej. W efekcie zaczęto tworzyć modele oparte na mikroekonomicznych podstawach. Zamiast próbować objaśniać pewne zjawiska agregatowe, skupiono się na modelowaniu decyzji poszczególnych podmiotów gospodarczych i składaniu ich następnie w obraz całej gospodarki. ☛

W ten sposób na początku lat 80. powstała teoria realnego cyklu koniunkturalnego, która z kolei wyewoluowała do postaci DSGE (dynamiczne, stochastyczne modele równowagi ogólnej) będącej współcześnie kanoniczną formą modelowania zjawisk ekonomicznych. W metodologii tej mechanika gospodarki jest wypadkową modelowanych na poziomie mikro decyzji podmiotów gospodarczych oraz losowych szoków uderzających z różnych stron w system rynkowy. Aby dodać modelom realizmu, zakłada się pewne tarcia, takie jak sztywność cen czy płac, niedoskonałości rynków finansowych lub niedoskonałą konkurencję na rynkach dóbr.

### Rewolucja zjada swój ogon

Nie ma jednak róży bez kolców. Wewnętrzną spójność modelu, czyli oparcie zachowania jednostek na mikropodstawach i stałych w czasie, niezależnych od polityk głębokich parametrach, uzyskuje się kosztem dokładności w objaśnianiu zmian całych agregatów. Wynika to z faktu, iż konieczność ujęcia modeli w ramy matematycznego układu równań złożonych z zadań optymalizacyjnych poszczególnych jednostek wymusza poczynienie wielu uproszczeń bądź zastosowanie sztuczek. Konieczne uproszczenia mogą sprawić, że dynamika zagregowanego modelu może odbiegać od tej obserwowanej w rzeczywistości, mimo że na poziomie mikro wprowadzone uproszczenie wydawało się być nieznaczne. Sztuczki natomiast, konieczne do naśladowania w systemie pewnych wzorców obserwowanych w rzeczywistości, mogą poddać w wątpliwość, czy model broni się przed krytyką Lucasa. Dla przykładu, w celu ujęcia w modelu faktu, iż dokonanie zmiany cen przez firmę kosztuje, przez co ceny wykazują nominalne sztywności, wprowadza się tak zwany schemat Calvo (od nazwiska ekonomisty, który go zaproponował). Otóż zakłada się, że jedynie pewien odsetek firm może w danym okresie zmienić ceny swoich produktów, pozostałe produkty natomiast mają stałe ceny. Zastosowanie takiej sztuczki umożliwia dość dobre przybliżanie obserwowanych w rzeczywistości sztywności cen i, w przeciwieństwie do innych sposobów modelowania sztywności, jest matematycznie łatwe do zapisania i zaimplementowania w modelach makroekonomicznych. Czy jednak możemy założyć, że odsetek ten jest niezależny od polityki gospodarczej, to znaczy czy model broni się przed krytyką Lucasa? Odpowiedź zależy od subiektywnych przekonań, dotyczących tego, czym właściwie są „głębokie parametry" modelu.

### Ekonomia zawiodła

Dochodzimy tu do sedna problemu – ideologicznego obciążenia. Współczesna ekonomia stała się właściwie działem matematyki. Rozwiązania modeli są najczęściej przybliżane za pomocą technik komputerowych, ponieważ rozważane dynamiczne układy równań są na tyle skomplikowane, że nie można ich rozwiązać analitycznie. Formalizacja modelowania ekonomicznego, oparcie makroekonomii na optymalizacji mikroekonomicznej podmiotów oraz zrezygnowanie z modelowania *ad hoc* miało na celu ograniczenie subiektywizmu w analizie polityki gospodarczej oraz oddzielenie nauki od ideologii. Jednak w cztery lata od początku kryzysu ekonomiści nadal nie mogą dojść do porozumienia, jakie narzędzia powinniśmy zastosować, aby wyjść z obecnego kryzysu. Recepty na kryzys najczęściej bazują na przekonaniach i subiektywnych sądach, dyskredytując teoretyczne podstawy za to, że... są nierealistyczne i podyktowane subiektywnymi sądami autorów. Czy to znaczy, że mimo stu lat rozwoju ekonomia jako nauka nie jest w stanie wywiązać się ze swojego głównego zadania, to jest dostarczenia odpowiedzi na pytanie: co zrobić, aby wygenerować wzrost gospodarczy? Nadal w debacie dominują ideologiczne argumenty i sprzeczne opinie. Co gorsza, okazuje się, że bardzo wyrafinowane modele w tych niezwykłych czasach kryzysu gospodarczego kompletnie zawiodły, spisując się gorzej niż stary dobry keynesowski model IS-LM. Zawiedli też ekonomiści niepotrafiący wznieść się ponad ideologiczne spory i zaproponować spójnego programu naprawczego światowej gospodarki. Zawiódł też trochę system. Współczesne naukowe czasopisma ekonomiczne nie akceptują już modeli niezbudowanych na mikropodstawach. Konieczność regularnego publikowania wymusiła na ekonomistach rezygnację z rozwijania ateoretycznych modeli *ad hoc* abstrahujących od mikropodstaw, mimo że nierzadko udaje im się prognozować przyszłe zachowania systemów ekonomicznych lepiej niż robią to kanoniczne modele DSGE. Ponadto obserwuje się (racjonalne zresztą) skupienie uwagi na tych problemach, które można łatwo rozwiązać i w sposób matematyczny zaimplementować w modelu, a nie na tych, które są najistotniejsze z punktu widzenia polityki gospodarczej, choć dużo trudniejsze do modelowania. Przykładem tego może być brak publikacji w zakresie współzależności rynków finansowych czy integracji gospodarek i cykli monetarnych, które z racji swojej ogromnej złożoności są niezwykle trudne do ujęcia w ramy modelu. Efektem tego było niedocenianie skutków bańki na rynkach aktywów oraz ich konsekwencji dla globalnej gospodarki czy też niewłaściwa ocena stabilności systemu finansowego w strefie euro.

### Czy to koniec ekonomii?

Czy w takim razie produktywniej będzie środki przeznaczone na stypendia i granty dla ekonomistów przeznaczyć na poszukiwania lekarstwa na raka, a czy w pustych gmachach wydziałów ekonomii powinniśmy uczyć fizyki? Mimo wielu zarzutów należy pamiętać, że spójność, uporządkowanie i obiektywizm w naukach ekonomicznych są obecnie nieporównywalnie większe niż jeszcze 30 lat temu. Obecny kryzys poprzedzony był okresem ponad dwóch dekad bezprecedensowego spokoju, dobrobytu i rozwoju, określanego mianem *Great Moderation* (wielkie uspokojenie). Okresem, w którym ogłoszono, że „problem przeciwdziałania recesji został już rozwiązany"[1]. Między innymi to uśpienie czujności i przedwczesna pewność siebie przyczyniły się do powstania baniek na rynkach aktywów oraz podejmowania nadmiernego ryzyka, a w efekcie do finansowego załamania. Ale ta pewność siebie, mimo że trochę zbyt duża, nie była bezpodstawna. Ekonomia poczyniła ogromne postępy i należy zauważyć, że obecna Wielka Recesja ma łagodniejszy przebieg niż wiele kryzysów finansowych przeżywanych na początku obecnego stulecia. Rewolucja mikropodstaw doprowadziła do formalizacji i usystemtyzowania nauki, która wcześniej była bardzo chaotyczna i niespójna.

### Ekonomia ma się dobrze

Ekonomia tworzona jest trochę jak prawo lotnicze. Te dwie dziedziny łączy nieoczekiwanie jeden wspólny element – uzależnienie mechaniki środowiska od ludzkich decyzji, często nieprzewidywalnych i niezrozumiałych. Nie sposób przewidzieć wszystkich możliwych scenariuszy wydarzeń w powietrzu, więc regulacje ruchu lotniczego tworzone są od katastrofy do katastrofy. Każda tragedia jest jednocześnie lekcją skutkującą eliminacją niedostrzeganych wcześniej luk w przepisach. Podobnie z ekonomią, każdy kryzys jest falsyfikacją pewnych teorii, weryfikacją innych i bodźcem do rozwoju kolejnych. Nie sposób przewidzieć wszystkich możliwych powiązań, kanałów oddziaływań i sprzężeń zwrotnych, którymi splątany jest współczesny świat. Dopiero kryzys może nam je unaocznić. Obserwowany obecnie wysyp publikacji implementujących w standardowych modelach makro interakcje z systemem finansowym i rynkiem kredytowym może budzić nadzieje, iż zostaną wyciągnięte należyte lekcje z kryzysu. Pewna doza subiektywizmu i ideologii jest nieodłączną cechą każdej nauki społecznej – ekonomia nie jest tu wyjątkiem. Miejmy jednak nadzieję, że z burzliwych sporów ekonomistów wyłoni się niedługo spójny scenariusz naprawy sektora finansowego i program działań skutkujący powrotem do wskaźników gospodarczych z ery *Great Moderation*. Bo jeśli nie możemy liczyć na ekonomistów, to na kogo? ■

1 Robert Lucas w przemówieniu dla Amerykańskiego Towarzystwa Ekonomicznego, 2003 rok

*Ghat Manikarnika*

# Miasto brudu i świętości

**Waranasi to najświętsze miasto wyznawców hinduizmu. Bezustannie przybywają do niego pielgrzymujący z całych Indii, by rytualnie oczyścić się z grzechów. Jest to także miejsce, w którym prawie każdy Hindus chciałby… umrzeć. Waranasi to kwintesencja Indii, zarówno w pozytywnym, jak i negatywnym tego słowa znaczeniu. Wizytówką tego miasta jest nie tylko barwność i uduchowienie, lecz także brud i nędza.**

DOROTA SIERAKOWSKA

### Najstarsze miasto Indii

Waranasi to najstarsze miasto Indii i jedno z najstarszych miast świata – według doniesień historycznych, zostało ono założone ok. XII w. p.n.e. Według standardów europejskich, Waranasi to także bardzo duże miasto: mieszka w nim ponad milion osób, a w całej aglomeracji – ponad 3 mln osób. Jednak w Indiach Waranasi można byłoby nazwać raczej miastem średniej wielkości, ponieważ miejscowości o populacji przewyższającej milion mieszkańców jest w tym kraju kilkadziesiąt. Waranasi znajduje się dopiero pod koniec trzeciej dziesiątki najbardziej zaludnionych miast Indii – dla porównania: niemal trzymilionowa społeczność aglomeracji Warszawy plasuje polską stolicę w pierwszej dziesiątce największych miast Unii Europejskiej.

Porównywanie Waranasi do Warszawy jest jednak karkołomne i bezcelowe. Są to bowiem miasta o zupełnie różnych charakterach, zamieszkiwane przez ludzi skrajnie odmiennych kulturowo. Podczas gdy Warszawa to miasto zabieganych indywidualistów, w Waranasi – podobnie zresztą jak w niemal całych Indiach – czas płynie wolno, a od kontaktu z innymi ludźmi nie da się uciec.

### Kwintesencja Indii

Pokusiłabym się o stwierdzenie, że Waranasi jest praktycznie esencją całych Indii – miastem, które skupia w sobie najbardziej charakterystyczne cechy tego kraju i ludzi tam mieszkających. Znajdziemy tam więc z jednej strony feerię kolorów, ukryte w miejskiej dżungli świątynie oraz uduchowionych bramin[1] – ale z drugiej strony zobaczymy tu także przykłady najbrudniejszych uliczek, najbardziej schorowanych nędzarzy i odór wszechobecnej śmierci. Jest to więc miasto skrajności – podobnie jak pełne skrajności są całe Indie.

Turysta przyjeżdżający do Waranasi z Europy na wstępie powinien przygotować się na to, że będzie tu hałaśliwie i tłoczno. Nie jest to miejsce dla osób szukających spokoju i odpoczynku, lecz raczej dla tych, którzy mają ochotę na mocne wrażenia – i to niekoniecznie te przyjemne.

1 bramini – członkowie najwyższej kasty w Indiach: kasty kapłańskiej.

### Czekając na śmierć

Najsłynniejszą atrakcją turystyczną Waranasi są tutejsze ghaty – kamienne stopnie na brzegu rzeki Ganges. Różnią się one wielkością, czystością oraz istotnością dla wyznawców hinduizmu. Prawdopodobnie najbardziej charakterystycznym miejscem w Waranasi jest Ghat Manikarnika – a więc jeden z dwóch ghatów krematoryjnych, na których pali się ludzkie zwłoki.

Umrzeć w Waranasi – to dla wyznawców hinduizmu prawdziwy zaszczyt i wyzwolenie z ziemskiej udręki. Wyznawcy tej religii wierzą bowiem, że śmierć w tym założonym przez boga Śiwę mieście pozwala doznać *mokszy*, a więc uwolnienia się od *samsary* – cyklu reinkarnacji, nieustannej wędrówki dusz. To właśnie dlatego Waranasi jest celem pielgrzymek ludzi starych, schorowanych, a także wdów (które po śmierci mężów stają się bezużyteczne i niewidzialne dla hinduskiego społeczeństwa). Ci ludzie przyjeżdżają do Waranasi, aby dosłownie czekać na śmierć, często utrzymując się jedynie z jałmużny.

Jednak nie każdy, kto umiera w tym świętym mieście, może doznać zaszczytu kremacji zwłok nad Gangesem – nie każdego ☛

bowiem na to stać. Do utworzenia stosu, na którym ma się palić zmarły, potrzeba bowiem około 300 kg drewna, umożliwiającego palenie się zwłok przez około 6 godzin. A drewno jest tutaj towarem rzadkim i bardzo drogim. Zdarza się więc, że biedniejsi Hindusi zastępują drewno wysuszonymi krowimi odchodami – lub też kupują tego drewna mniej, a niedopalone zwłoki wrzucają do Gangesu.

Technicznym przygotowaniem do kremacji zajmują się dalitowie, czyli tzw. niedotykalni – członkowie najniższej kasty w Indiach[2], jednak obrządki pogrzebowe najczęściej są odprawiane przez najbliższych członków rodziny zmarłego – stos jest podpalany na ogół przez najstarszego syna zmarłego. W pogrzebie uczestniczą tylko mężczyźni, natomiast nie dopuszcza się do tego obrządku kobiet ze względu na ich większą emocjonalność. Łzy na pogrzebie są odczytywane jako zły znak – poza tym, są niezrozumiałe, jako że zmarły z założenia przechodzi do lepszego świata.

Ci, których nie stać na kremację nad Gangesem, są paleni w innych miejscach. Często jednak ich prochy transportowane są do Waranasi, aby doznały pogrzebu w świętej rzece.

2 Mimo że system kastowy w Indiach został oficjalnie zniesiony w 1947 r., to nadal przynależność do kasty jest ważnym elementem tożsamości Hindusów, często decydującym o ich osobistym i zawodowym losie.

Są też takie grupy społeczne, których ciał po śmierci się nie pali. Świętych braminów, a także osoby chore na trąd czy ospę, chowa się w ziemi. Natomiast ciała małych dzieci, które według hinduskiej religii nie potrzebują oczyszczenia, również doznają tradycyjnego pochówku lub wrzuca się ich ciała bezpośrednio do rzeki, obciążając je kamieniem.

### Święta rzeka i kłębowisko bakterii

Śmierć, która w Waranasi została oswojona i jest ważną, wręcz nieodłączną częścią codzienności, zagranicznych turystów jednocześnie fascynuje i przeraża. Ganges, święta rzeka hinduizmu, przez osoby z zewnątrz może być postrzegana – i słusznie – jako jedno wielkie cmentarzysko i zbiorowisko brudu i bakterii. Dlatego też kąpiel w Gangesie, tak powszechnie stosowana przez Hindusów, nie jest polecana turystom z Zachodu, gdyż w najlepszym wypadku może skończyć się nieprzyjemną wysypką i ciężkim zatruciem pokarmowym. Liczba niebezpiecznych dla ludzkiego zdrowia bakterii przekracza tu europejskie normy kilkaset razy.

Hindusom zanieczyszczenie Gangesu wydaje się w ogóle nie przeszkadzać. Ghaty to bowiem nie tylko miejsca uduchowienia, ale także miejsca wykonywania wielu przyziemnych czynności. Oprócz codziennych

*Ghat Dasaswamedh*

## Waranasi – informacje praktyczne

**Kiedy jechać?**
Należy unikać podróży do Indii w porze monsunu, a więc w miesiącach lipiec-wrzesień. Najwięcej turystów odwiedza ten region w miesiącach listopad-styczeń.

**Jak dojechać?**
Do Waranasi można dolecieć samolotem. Miasto leży też na szlaku kolejowym łączącym Delhi z Kalkutą – podróż ze stolicy Indii do Waranasi pociągiem trwa około 11 godzin (niecałe 800 km). Pociągi się notorycznie spóźniają.

**Poruszanie się po mieście**
Aby wygodnie poruszać się po Waranasi, warto wynająć taksówkę - jednak w okolicach Starego Miasta można spacerować piechotą. Ruch uliczny jest chaotyczny, a przejścia dla pieszych są rzadkością, dlatego trzeba uważać, aby nie zostać potrąconym na ruchliwym skrzyżowaniu.

**Gdzie spać**
W Waranasi istnieje duża sieć hoteli, pensjonatów i hosteli. Ich ceny zaczynają się już od kilku dolarów za noc, jednak za przyzwoite warunki trzeba zapłacić więcej.

**Jedzenie**
Dania serwowane w restauracjach, barach i kafejkach są najczęściej wegetariańskie. Na ogół jedzenie jest bardzo tanie, jednak w popularnych wśród turystów miejscach serwujących nieco bardziej „europejskie" jedzenie jest jedynie nieco taniej niż w Polsce. O zatrucie pokarmowe bardzo łatwo, więc trzeba unikać picia wody innej niż butelkowana.

**Zwiedzanie**
Większość zabytków w Waranasi znajduje się w rejonie Starego Miasta, które można przemierzać pieszo. Bilety wejścia – o ile są w ogóle konieczne – są bardzo tanie. Natomiast ceny rejsu po Gangesie są mocno zawyżane przez miejscowych naciągaczy, dlatego trzeba się ostro targować.

*Źródło: opracowanie własne.*

*Wąskie uliczki Starego Miasta*

*Ganges o świcie*

*Codzienne rytuały nad brzegiem Gangesu*

kąpieli w Gangesie, Hindusi robią tu także pranie, a wielu z nich używa wody z tej rzeki do przygotowania posiłków. Dla turystów hinduskie przyzwyczajenia mogą być dość ryzykowne, bowiem nie ma gwarancji, z jakiej wody dana restauracja przygotowuje posiłki oraz gdzie prana jest hotelowa pościel (najczęściej właśnie w Gangesie…).

### Plątanina wąskich uliczek

Oprócz ghatów krematoryjnych, najczęściej odwiedzanym przez turystów i miejscowych miejscem jest Ghat Dasaswamedh, według wierzeń – stworzony przez boga Brahmę. Codziennie wieczorem przy tym ghacie miejscowi kapłani odprawiają tu „Ceremonię Ognia" – rytuał na cześć boga Śiwy, rzeki Ganges, słońca oraz ognia. Obrządek ten przyciąga zazwyczaj rzesze turystów, którzy mogą oglądać go nie tylko ze stopni ghatów, lecz także z łódki. Notabene, rejs łódką o wschodzie słońca to jedna z popularnych turystycznych atrakcji w Waranasi – będąc tutaj, warto ją odbyć, by zobaczyć ghaty z oddali, w nieco innym świetle.

W okolicy Ghatu Dasaswamedh znajduje się najgęściej pokryta zabytkami część Starego Miasta – chociaż trzeba zaznaczyć, że zabytków jest tutaj niewiele. Wynika to przede wszystkim z burzliwej historii miasta, która obfitowała w najazdy muzułmanów.

Błądząc wąskimi uliczkami, wśród których łatwo się zgubić, można natrafić na liczne niewielkie świątynie oraz miejsca kultu. Najsłynniejszym miejscem modlitwy w Waranasi jest Złota Świątynia, która swą nazwę zaczerpnęła od pokrytej złotem kopuły wieży. Wnętrza są ponoć także pełne przepychu, jednak dla turystów są one niedostępne – wstęp do świątyni mają tylko wyznawcy hinduizmu. Ci, którym nie jest dane wejść do świątyni, muszą zadowolić się fragmentami widocznymi z okolicznych budynków.

### Podróż nie dla każdego

Wizyta w Waranasi to raczej turystyka dla koneserów. Jest to miasto, w którym nie zaznamy spokoju, lecz hałas klaksonów i nieustające nagabywanie ulicznych naciągaczy. Zamiast pięknych widoków – można liczyć na widok schorowanego żebraka, tudzież zad krowy, która nonszalancko zaszła nam drogę. Chociaż ludzie są tutaj otwarci i uśmiechnięci, to dla większości z nich każdy turysta to chodząca skarbonka.

Jest to jednak także jedno z tych miejsc, wobec którego nie przejdzie się obojętnie. ■

## Niezwykłe opowieści o Indiach

**P. Wilk, zdj. B.Pogoda „Lalki w ogniu. Opowieści z Indii", wydawnictwo Carta Blanca, Warszawa 2012**

Aby w pełni poznać hinduską kulturę, trzeba jej doświadczyć na własnej skórze, bowiem wrażenia z tego kraju bywają ambiwalentne. Książka „Lalki w ogniu" świetnie oddaje niejednolity charakter Indii, pokazując zarówno barwne, jak i przerażające oblicze tego egzotycznego kraju. Paulina Wilk, która w Indiach była niejednokrotnie, w zrozumiały i przenikliwy sposób tłumaczy zawiłości tamtejszej kultury.

Autorka pokazuje cienie i blaski Indii – kraju, który z jednej strony dynamicznie się rozwija, ale z drugiej strony pielęgnuje wielowiekowe tradycje. Czytelnik zobaczy w książce obraz znacząco odbiegający od kolorowej rzeczywistości z Bollywood. Indie są tu opisane w sposób rzetelny, nie tylko jak kraj egzotyczny i kolorowy, ale także zaniedbany i niepokojący. Dodatkowym atutem tego wydania książki są liczne ciekawe zdjęcia, pokazujące różne oblicza Indii.

Lekturę „Lalek w ogniu" polecam wszystkim tym, którzy chcą lepiej poznać Indie. Ci, którzy tam już byli, będą mieli okazję skonfrontować swoje spostrzeżenia z tezami autorki. Natomiast dla tych, którzy mają zamiar się tam wybrać, książka będzie świetnym przewodnikiem, pozwalającym uniknąć wielu niespodzianek w trakcie podróży.

# Nie tylko materialne bogactwo

**„Zdałem sobie sprawę z tego, że będę na tej planecie tylko raz i to przez krótki czas. Co mogę zrobić ze swoim życiem, tak by przyniosło trwałe korzyści?" John Templeton**

ANNA GRODECKA

Świat nie kręci się tylko i wyłącznie wokół pieniędzy. Jednak większość osób raczej przyzna, że Woody Allen ma rację, mówiąc że: „Posiadanie pieniędzy jest lepsze niż nędza. Z powodów czysto finansowych". Sposobów dojścia do bogactwa jest wiele – najlepiej oczywiście, jeśli zarabiamy pieniądze, robiąc to, co lubimy. Nie każdy z nas ma jednak pomysł na genialny biznes lub jest urodzonym graczem giełdowym, dlatego czasem warto zaczerpnąć inspirację od osób, którym udało się już osiągnąć finansowy sukces.

Do takich osób zaliczają się sławni inwestorzy giełdowi i przedsiębiorcy, którzy zajmują czołowe miejsca na listach światowych bogaczy. I to właśnie o nich oraz o ich sposobach dojścia do majątku jest książka pt. „Wielcy inwestorzy". Książka prezentuje sylwetki 40 osób. Podzielona jest na dwie części, a każda składa się z kolei z trzech rozdziałów. W pierwszej części książki koncentruję się na inwestorach giełdowych, a także twórcach bankowości inwestycyjnej i naukowcach związanych z giełdą. Znajdą w niej Państwo i elementy historii gospodarczej, i finansów, a także wskazówki inwestycyjne największych guru giełdowych. W rozdziale swoje miejsce znaleźli zarówno mistrzowie analizy finansowej, jak i technicznej, którzy są wzorem dla wielu drobnych inwestorów. Swoje miejsce znaleźli tu także oszuści, których metod pomnażania pieniędzy nie radziłabym stosować.

Druga część książki prezentuje sylwetki największych przedsiębiorców z historii i czasów współczesnych. Struktura dwóch pierwszych rozdziałów tej części książki odzwierciedla zmianę, jaka dokonała się w przemyśle i otaczającym nas świecie. Pierwszy rozdział opisuje wielkich przedsiębiorców z historii, którzy swój majątek zawdzięczali inwestycjom w bardzo uprzemysłowionych branżach - stalowej, energetycznej, samochodowej. Z kolei w drugim rozdziale prezentuję sylwetki współczesnych przedsiębiorców, którzy bogacą się na nieco innych branżach niż ich koledzy z przeszłości – w branży komputerowej, nieruchomości, telekomunikacji. Oczywiście w książce wydanej na rynku polskim nie mogło zabraknąć rozdziału o naszych krajowych miliarderach.

Książka nie skupia się jedynie na technicznych aspektach pomnażania pieniędzy. Poszczególne rozdziały mają służyć raczej jako inspiracja do własnych działań, dlatego piszę również o tym, jak wyglądało dzieciństwo wielkich inwestorów, co ich ukształtowało i skłoniło do wyboru takiej, a nie innej drogi życiowej. Tam, gdzie było to możliwe, zamieściłam na końcu rozdziału cytaty z wypowiedzi inwestorów, które z pewnością będą cennymi radami dla Czytelników zainteresowanych pomnażaniem swoich pieniędzy i prowadzeniem własnej działalności biznesowej.

Chociaż wiele osób, które sięgną po książkę, z pewnością będzie najbardziej zainteresowanych konkretnymi poradami inwestycyjnymi, dla mnie najbardziej inspirujące było śledzenie osobistych losów bohaterów i obserwowanie, jak koleje losu wpływały na ich podejście do inwestycji, pieniędzy, biznesu. Wiele z cytatów zamieszczonych w książce może być źródłem inspiracji. Dla mnie najważniejszym z nich są słowa Johna Templetona, legendarnego już zarządcy funduszami inwestycyjnymi, który powiedział: „Zdałem sobie sprawę z tego, że będę na tej planecie tylko raz i to przez krótki czas. Co mogę zrobić ze swoim życiem, tak by przyniosło trwałe korzyści?". Chociaż w oczach opinii publicznej bankierzy i wielcy finansiści są często chciwymi bezdusznikami, mam nadzieję, że uważna lektura „Wielkich inwestorów" przekona Państwa, że są oni ludźmi z krwi i kości, nieskupiającymi się tylko i wyłącznie na pomnażaniu zer na koncie.

Przykładowo, George Soros, znany z tego, że „złamał Bank Anglii", inwestorem został wyłącznie po to, aby mieć pieniądze na realizację społecznych projektów i wspieranie demokracji na świecie. Z kolei Larry Williams, zwycięzca mistrzostw świata w tradingu, jest pasjonatem archeologii i zdobyte dzięki karierze w finansach pieniądze przeznacza na podróże i poszukiwania prawdziwej góry Synaj. Polscy milionerzy są nie mniej interesujący. Michał Sołowow jest zapalonymi kierowcą rajdowym, z kolei Leszek Czarnecki swoją przygodę z biznesem rozpoczął od nurkowania, które jest jego pasją do dzisiaj. Także perypetie sercowe znanych inwestorów mogą przyprawić o zawrót głowy. Przykładowo, Warren Buffett, jeden z najbogatszych obywateli naszej planety, przez lata żył w swoistym trójkącie ze swoją żoną i kochanką, którą poślubił dopiero po śmierci tej pierwszej.

Takie ciekawostki, umieszczone w książce jako dodatek do tekstu głównego, czynią lekturę „Wielkich inwestorów" fascynującym przeżyciem. Takiej książki na rynku polskim jeszcze nie było! To prawdziwe kompendium wiedzy. Chociaż książka dotyczy finansów i inwestowania, dzięki przystępnej formie czytać mogą ją nawet ci, którzy nie mają na co dzień do czynienia z tematyką giełdy i przedsiębiorczości. Zachęcam do lektury! ■

**Książka do nabycia na stronie: www.gazetatrend.pl/wielcyinwestorzy**

## Model Minsky'ego w narracyjnym wydaniu

**Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, „Manias, panics and crashes. A story of financial crises"**

MARTA CZEKAJ

Książka, pierwotnie opublikowana w 1978 roku, po dziś dzień aktualizowana o kolejne wydania, dalej szokuje. Choć nie objaśnia ona ostatniego kryzysu, to i historycznie, i literacko opowiada jak „manias, panics and crashes" są nieodłącznymi cechami kapitalizmu. Autorem jest Charles Kindleberger – finansowy historyk, profesor ekonomii na MIT, zaś po jego śmierci w 2003 roku autorem aktualizującym stał się Robert Aliber – reprezentujący akademickie zaplecze uniwersytetu w Chicago.

Szczegółowo, czasami nawet za bardzo - co powoduje liczne powtórzenia, autorzy „wytykają" kapitalizmowi niesprawdzające się mechanizmy rynkowe. Według nich wszelkim krachom, niezależnie od ich rozmiarów, winne są banki, rządy, reformy (lub ich brak) i psychologia tłumu. I tak od 400 lat, bo autorzy w swojej bardziej narracyjnej niż matematycznej analizie doszukują się analogii między kryzysami na przestrzeni lat - od „kryzysu tulipanowego" w XVII wieku do bańki internetowej na początku obecnego stulecia (w najnowszych wydaniach).

Książka zawiera wiele anegdot, ciekawe spostrzeżenia i odniesienia do historycznych wydarzeń. Z góry wiadomo, jakie poglądy ekonomiczne reprezentują autorzy. Kindleberger już na początku przedstawia schemat Minsky'ego, według którego najpierw występuje boom, który sam się napędza, później dochodzi do krachu, następnie do wybuchu paniki, a ostatecznie gracze rynkowi uciekają i wybucha kryzys. Stąd prawdopodobnie pesymistyczny tytuł książki.

Może otworzy oczy, może poszerzy horyzonty, zależy od tego, jak bardzo się ufa, lub nie ufa, niewidzialnej ręce rynku. Książka do najłatwiejszych nie należy, jednak warto po nią sięgnąć. Szczególnie ze względu na dociekliwość i ogrom wiedzy autorów. Klasyk, który przeczytać po prostu trzeba. ■

## Historia lubi się powtarzać. Na tropie finansowych kryzysów

**Carmen Reinhard, Kenneth Rogoff, „This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly"**

MARTA CZEKAJ

Ilościowo na tropie kryzysów – poprzez tabele, dane i cyferki. Niespekulacyjna, oparta na konkretnych wskaźnikach, książka duetu Carmen Reinhart (University of Maryland) i Kenneth Rogoff (University of Harvard), udowadnia, że „tym razem też nie jest inaczej". Obecny kryzys, jak każdy inny, nie powinien zaskakiwać.

Autorzy opracowali tysiące danych dotyczących sześćdziesięciu sześciu krajów na wszystkich kontynentach przez osiem wieków. Począwszy od 1800 roku wyróżniają pięć okresów, w których dużo państw bankrutowało lub których dług restrukturyzowano. Co wynika z ich zestawienia? Kryzysy to chleb powszedni światowej gospodarki.

Ekonomiści doliczyli się aż 127 przykładów niewypłacalności, które wedle danych mnożą się coraz intensywniej. Co więcej, mają one jedną wspólną cechę - nadmierną akumulację zadłużenia, czy to przez rząd, banki, korporacje, konsumentów, która to podczas boomu stwarza większe ryzyko systemowe niż się wcześniej wydawało. Omawiana pozycja to dokładna, wyczerpująco udokumentowana praca naukowa, obalająca zasadność pewnych praktyk utrwalonych w makrekonomicznej świadomości.

Należy zwrócić uwagę na samych autorów, szczególnie że ich nazwiska pojawiały się ostatnio wśród kandydatów do ekonomicznego Nobla. „Tym razem będzie inaczej" to bardzo ważna i bardzo głośna książka, która na pewno jeszcze namiesza (o ile już nie namieszała) w naukowym światku. ■

## Biblia analizy technicznej

**J. J. Murphy, „Analiza techniczna rynków finansowych", WIG-PRESS, Warszawa 1999**

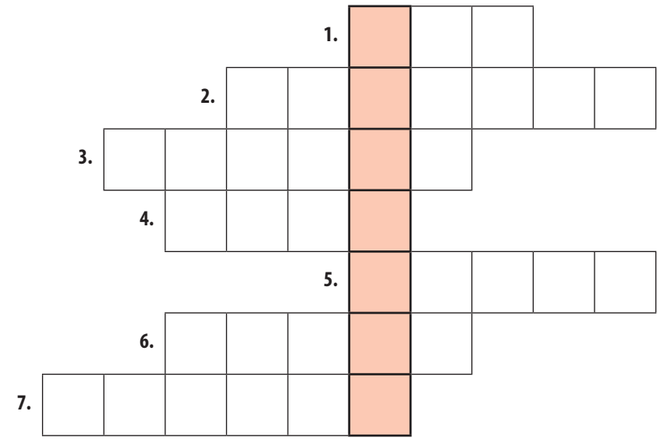
JAKUB DOMAGALSKI

W dobie społeczeństwa informacyjnego inwestorzy mają do dyspozycji wiele przydatnych aplikacji wspomagających proces inwestycji. Jednak oprócz samych rozwiązań informatycznych ważne są techniki, wedle których podejmuje się decyzje. Jak zatem znaleźć odpowiedź na pytanie stawiane przy zakupie akcji spółki giełdowej: kupić, jeśli tak, to za ile? „Analiza techniczna rynków finansowych" J.J. Murphy'ego jest pozycją naukową, o której wielu mówi, że stanowi „biblię" analizy technicznej. Książka ta dostarcza czytelnikowi szereg podstawowej wiedzy, jednocześnie wprowadzając go w świat inwestycji. Każdy młody inwestor znajdzie dla siebie mnóstwo ciekawych, a zarazem bardzo ważnych informacji, począwszy od Teorii Dowa, a skończywszy na oscylatorach oraz licznych zadaniach do wykonania. Sam zbiór zadań znajduje się w końcowej części książki i jest istotnym uzupełnieniem wzbogacającym jej wartość merytoryczną. W książce zaprezentowanych i omówionych jest wiele formacji cenowych ukazanych przez pryzmat najbardziej znanych teorii analizy technicznej. Autor nie tylko skupia się na omówieniu techniki świec japońskich, ale również koncentruje swoją uwagę na innych teoriach. Prostota języka książki sprawia, że wiedza, jaką stara się przekazać Murphy, jest przystępna i ciekawie zaprezentowana. Warto podkreślić, że uzupełnieniem tej książki jest druga z kolei książka Murphy'ego pt. „Międzyrynkowa analiza techniczna", która poszerza świat analizy technicznej o ważne zagadnienia z rynków towarowych i walutowych. Obydwie pozycje naukowe stanowią podwaliny nowoczesnej analizy technicznej niezbędnej do zrozumienia otaczającego nas świata finansów. Jednym zdaniem - to książka obowiązkowa dla każdego inwestora. ■

**Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl**

**Zapraszamy do rozwiązania krzyżówki, bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.**

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody!
Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **15 stycznia 2013 r.** na adres konkurs@gazetatrend.pl




1. Skrót od: Jastrzębska Spółka Węglowa.
2. ... banking - usługa oferowana przez banki zamożnym klientom.
3. Kolor piątku rozpoczynającego przedświąteczne zakupy w Stanach Zjednoczonych.
4. ... loss - poziom cenowy ustalany przez tradera, po którego przekroczeniu jego pozycja zostaje automatycznie zamknięta.
5. Nazwisko założyciela Sony.
6. Kraj będący światowym potentatem węgla kamiennego.
7. Legendarny polityk chiński, który ogłosił powstanie Chińskiej Republiki Ludowej.

**Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 20.01.2013 r.**

**Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs**

## 1 MIEJSCE

**3 książki:**
„Czarodzieje rynku"
„Getting things done"
„Giełda. Podstawy inwestowania"
**- abonament do serwisu**
stockwatch.pl o wartości 59 zł

## 2 MIEJSCE

**2 książki:**
„Inwestycje hybrydowe"
„Jak zarobiłem 2 000 000 $ na giełdzie"
**- abonament do serwisu**
stockwatch.pl o wartości 59 zł

## 3 MIEJSCE

**książka:** „Ślepy traf. Rola przypadku w sukcesie finansowym"
**- abonament do serwisu**
stockwatch.pl o wartości 59 zł

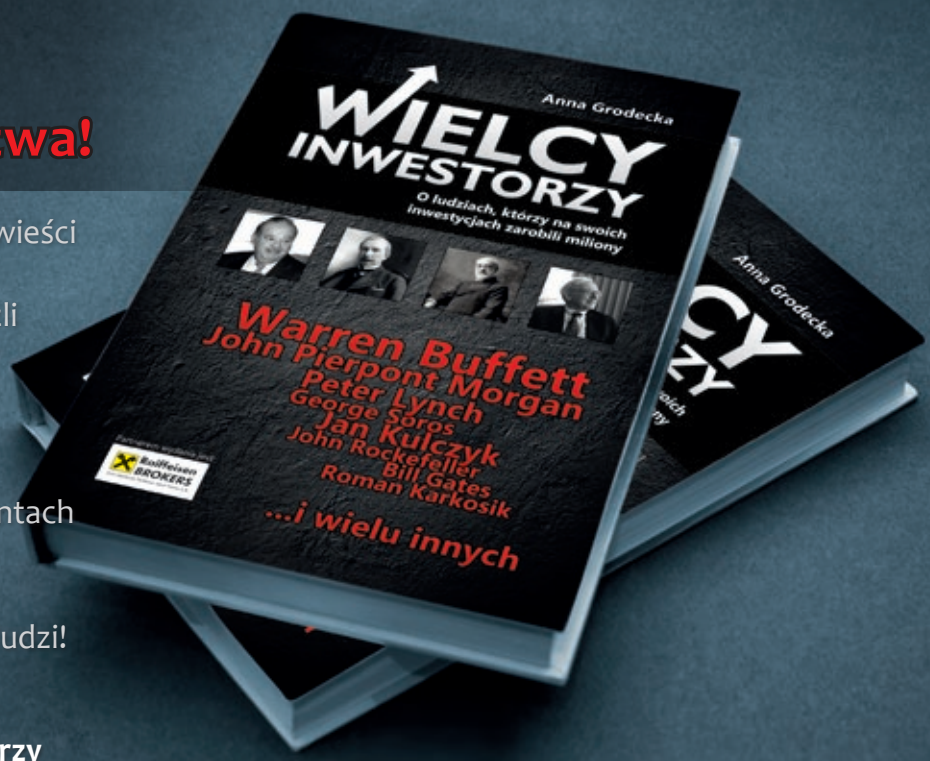
**Sponsorami nagród w konkursie są:**

STOCKWATCH
WYDAWNICTWO NAUKOWE PWN
one press
GWP
SGH OFICYNA WYDAWNICZA
MT BIZNES
LINIA
WYDAWNICTWO Studio Emka

1 9999
bzwbk.pl
WBK | Bank Zachodni WBK

Szczegóły oferty, informacje o opłatach i prowizjach dostępne w oddziałach Banku oraz na bzwbk.pl.
Opłaty za połączenia telefoniczne zgodne z taryfą danego operatora.

# Przeczytaj o tym, jak dochodzi się do wielkiego bogactwa!




Książka „Wielcy inwestorzy" to opowieści o ludziach, którzy dzięki udanym inwestycjom zdobyli fortunę i przeszli do historii finansów i biznesu.

„Wielcy inwestorzy" to książka o założycielach bankowości inwestycyjnej, największych spekulantach i inwestorach giełdowych oraz o najsłynniejszych przedsiębiorcach. Przeczytaj o życiu tych niezwykłych ludzi!

Więcej informacji na:
**www.gazetatrend.pl/wielcyinwestorzy**

Partner wydania:

Raiffeisen BROKERS
Dom Maklerski Raiffeisen Bank Polska S.A.

Patroni medialni:

Bankier.pl POLSKI PORTAL FINANSOWY | TVP INFO | Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych | TREND | INTERIA.PL

Inside Publishing

## Oszczędzaj nawet **50%** na produkcji biuletynu firmowego

- Custom Publishing
- Copywriting
- Wsparcie komunikacji wewnętrznej
- Raporty roczne dla spółek giełdowych

www.insidepublishing.pl