

PRIVATE BANKING

PIERWSZA GAZETA BANKOWOŚCI PRYWATNEJ

MOIM ZDANIEM

FIRMA

MOTO

3

10

22

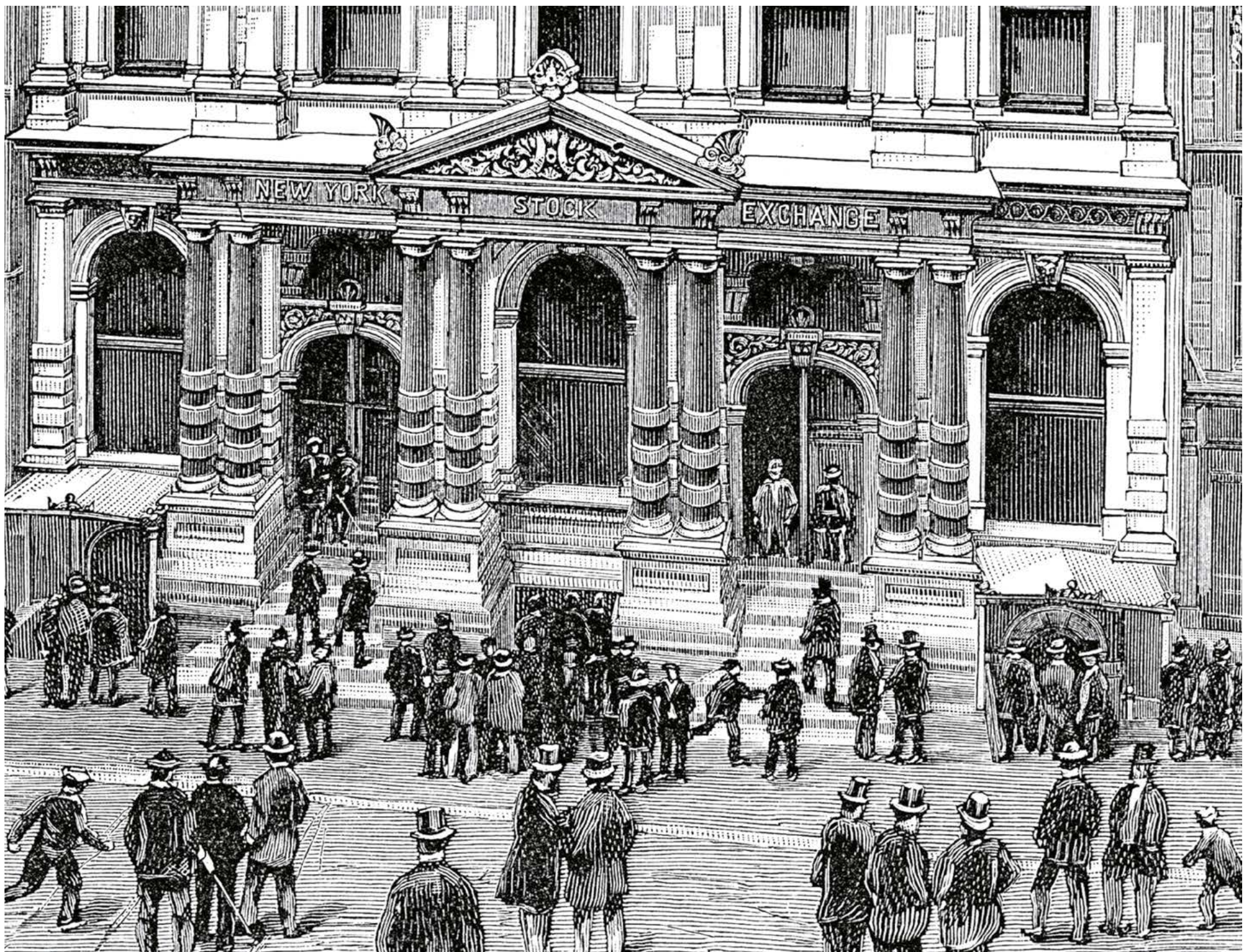
NIEOCZEKIWANE EFEKTY NISKICH STÓP

Prowadzona od kilku lat przez główne banki centralne świata niestandardowa polityka pieniężna powoli obraca się przeciw inwestorom.

Po okresie, w którym tani pieniądz pchał w górę notowania niemal wszystkich aktywów i instrumentów finansowych, sytuacja na rynkach uległa zdecydowanej zmianie. Można by sądzić, że zróżnicowanie tendencji na poszczególnych rynkach jest oznaką normalizacji sytuacji i powrotu czasów, w których dominujący wpływ na ceny akcji czy surowców mają czynniki fundamentalne. O tym, że na takie stwierdzenie jest zdecydowanie zbyt wcześnie, świadczą jednak najbardziej dobitnie choćby ujemne rentowności obligacji coraz większej grupy krajów. Echa polityki zerowych stóp procentowych, zalewania rynków pieniądzem, wciąż są widoczne i nie nie wskazuje na to, by szybko przebrzmiały.

Inwestorów może z tego powodu spotkać jeszcze wiele niespodzianek, a i ekonomiści będą mieć pożywkę dla rozważań, choćby o tajemniczej kwestii, w jaki sposób w warunkach bezprecedensowo długo i na niespotykaną skalę prowadzonej luźnej polityki pieniężnej, świat wpada w tendencję deflacyjną. Głównym wyzwaniem inwestorów będzie to, jak poradzić sobie z koniecznością dopłacania za możliwość ulokowania pieniędzy w bankach lub w obligacjach, a zdecydowana większość będzie musiała przywyknąć do coraz mniejszych stóp zwrotu.

Skutki mogą być groźne. Spadek skłonności do oszczędzania może niekorzystnie wpłynąć na perspektywy wzrostu gospodarczego, a mikroskopijne zyski z lokat i inwestycji mogą spowodować spore perturbacje w systemach emerytalnych.



FOT.: THINKSTOCK

WŁADZA MA OBOWIĄZEK OSZCZĘDZAĆ PIENIĄDZE SVOICH OBYWATELI

Wiosną 1933 r. byłem świadkiem następującej sceny w parlamencie angielskim. W sali Izby Posłów zdawał sprawę z wykonania budżetu premier Neville Chamberlain. Przyniósł Izbie pierwszy od czasu kryzysu budżet ze znaczną nadwyżką przychodów. (...) Nie było końca oklaskom i głosom uznania. Nawet opozycjoni laburzyści stawiali zarzuty jak gdyby bez przekonania.

Zabrał wreszcie głos młody poseł z grupy narodowych liberałów – William Mabane. – Cieszymy się ze świetnych wyników – powiedział – ale my, posłowie, nie na to jesteśmy w parlamencie, żeby uchwałać wysokie podatki. Jesteśmy tutaj, żeby bronić lud przed zakusami korony. Dlatego, choć podziwiam wykonanie budżetu przez p. Chamberlaina, miałbym dla niego jeszcze więcej uznania, gdyby tak był obliczył potrzebne mu podatki, by



FOT.: THINKSTOCK

wykonanie budżetu wykazało jego równowagę, a nie nadwyżkę. Wielka Brytania przeżywa poprawę ekonomiczną. Pozwalam sobie twierdzić, że poprawa ta byłaby już teraz bardziej widoczna, gdyby skarb

nie był zabrał z gospodarki prywatnej tych sum, które stanowią nadwyżkę budżetu.

Czy znalazłby się poseł w Polsce, który potrafiłby wygłosić takie przemówienie, i dlaczego żaden nigdy go nie wygłosił? Czy nie zostałby uznany za antypaństwowca, za demagogicznego opozycjonistę? W Londynie przemawiał tymi słowami nie opozycjonista. Wypowiedziane były w imieniu grupy popierającej rząd.

Sens przemówienia nie tkwił w sprawie nadwyżki budżetowej. Jego istotą była obrona ludności przed zakusami korony. Ta zasada, na której zbudowano wielki parlamentaryzm angielski, przestrzegana jest do dziś. To zadanie uchodzi w Anglii za jeden z podstawowych obowiązków parlamentarzysty.

Adam Heydel (1937)

REKORDU DYWIDEND NIE BĘDZIE PRZEZ KNF

Łączna kwota wypłat z zysku giełdowych spółek za 2014 r. nie będzie rekordowo wysoka, głównie z powodu ograniczeń narzuconych w tym zakresie bankom przez nadzór finansowy. Nie znaczy to jednak, że inwestorzy nie będą mieli powodów do zadowolenia. Wiele firm hojnie ich obdaruje. Rolę mobilizującą ich do takiego działania zaczynają od Skarbu Państwa przejmować inni duzi akcjonariusze, w tym fundusze emerytalne.

Zarządy większości naszych giełdowych spółek ujawniły swoje rekomendacje co do podziału zysku za 2014 r. Wiele firm ma się czym dzielić, a coraz większe grono przedsiębiorstw czyni to już od kilku lat systematycznie. To dobry znak, świadczący o tym, że potrafią one sobie nieźle radzić, także w okresach spowolnienia gospodarczego, ale także niezwykle istotny czynnik, wspomagający roz-

wój polskiego rynku kapitałowego, szczególnie w trudnych czasach niezbyt imponujących zysków ze zmian kursów akcji, a także malejących stóp zwrotu z innych instrumentów finansowych, czy lokat bankowych.

ISSN 1897-4147



9 771897 414508

CENA 9,90 ZŁ (w tym 8% VAT)

SPIS TREŚCI

MOIM ZDANIEM

Wskaźnik WIG20 skazany na emeryturę
Roman Przasnyski

INWESTYCJE

Dywidendowe rozczarowania i zaskoczenia
Roman Przasnyski

Żywność na świecie tania jak w kryzysie
Roman Przasnyski

PRIVATE BANKING PO GODZINACH

Bank Wiedzy – przestrzeń współczesnego lidera

TEMAT NUMERU

Stabilizacja kosztem niższych zysków
Roman Przasnyski

INWESTYCJE

Zadłużenie deweloperów pod kontrolą
Emil Szveda

Komu służy bratobójcza walka na marże?
Emil Szveda

FIRMA

Mikroprzedsiębiorcy oczekują wzrostu obrotów
Marek Siudaj | Tax Care

NIERUCHOMOŚCI

Certyfikaty zamiast nieruchomości
Emil Szveda

Coraz ciekawsze osiedla w ofercie deweloperów
Marcin Krasoń | Home Broker

FUNDUSZE

MIS – ta grupa zyskuje na wartości
Bernard Waszczyk

ETF-y niewykorzystaną szansą na zyski
Bernard Waszczyk

PRAWO

Zarządzanie majątkiem okiem prawnika
Grzegorz Sprawka | Kancelaria Domański Zakrzewski Palinka

Nie biznesmen, ale też uczciwy obywatel
Marek Siudaj | Tax Care

ART BANKING

2014 – rok rekordów na rynku sztuki
Iwona Żelazna

HYDE PARK

Polska katastrofa demograficzna
Wybrał: Emil Szveda

STRONA ALTERNATYWNA

Głos sprzeciwu przeciwko nowym ciężarom
Adam Heydel | Instytut Misesa

Co oznacza spełnienie keynesistowskiego marzenia?
Murray N. Rothbard | Instytut Misesa

NAUKA I BIZNES

Michał Mądracki

SLS – kosmiczny konkwistador

Druk 3D odpala rakietę

Świat wkracza w erę funkcjonalnych supermetali

W WOLNYM CZASIE

Równy gość, chociaż prezydent
Michał Mądracki

TRAVEL

Konferencje pod pełną kontrolą
Maciej Korzeniowski

LIFESTYLE

Produkcja whisky rośnie już na całym świecie
Jarosław Buss

MOTO

Wygoda bez kompromisów
Henryk Jarecki



FOT.: THINKSTOCK

A MOŻE JEDNAK WSZYSTKO GRA?

Modelowo hossa na rynku obligacji pojawia się w okresie szczytu hossy surowcowej. Obniżka notowań surowców prowadzi do spadku inflacji, co z kolei oznacza wzrost notowań papierów dłużnych. Niska inflacja i stopy procentowe wcześniej czy później zawsze przekładają się na akcyjną hossę, ponieważ dostępny tanio kapitał i coraz niższe dochody odsetkowe pobudzają inwestorów i przedsiębiorców do działania.

Dlaczego więc tym razem miałyby być inaczej? W tekście z okładki poruszamy ten właśnie temat. Hossa na warszawskiej giełdzie być może właśnie rodzi się na nowo, choć zawczasu trudno to jednoznacznie przesądzić. Na pewno warszawski parkiet można wskazać jako jeden z tych, które notują poważne opóźnienia względem wielu rynków światowych, co jest z jednej strony efektem zmiany zasad funkcjonowania OFE, z drugiej zaś wynikiem z niepewności, co do biegu wydarzeń za naszą wschodnią granicą.

Elementy niepewności istnieją zawsze (w czasie gdy piszę te słowa znów dużą wagę przykłada się do sytuacji Grecji), można wręcz powiedzieć, że są one elementem niezbędnym dla każdej hossy. Gdy ostatnie znaki zapytania znikają, a gospodarka przyspiesza powyżej możliwości utrzymania dynamiki wzrostu w średnim terminie, zwykle indeksy giełdowe docierają do szczytu.

Analogia z 2004 r. nasuwa się sama. Małe i średnie spółki zwiększyły już kapitalizację nawet dwukrotnie (ale istniejący

Emil Szveda
Emil Szveda

wówczas indeks WIRR od 2003 do 2007 r. wzrósł 10-krotnie, zatem po podwojeniu wartości w 2004 r. był dopiero na początku drogi), rozpoczęła się właśnie pierwsza fala unijnego finansowania. Teraz zaczynamy wykorzystywać środki z nowego planu budżetowego Unii, indeksy małych i średnich spółek rosną od dłuższego czasu, choć słowo hossa pada w mediach wciąż rzadko, a inwestorzy detaliczni pomini strat z lat 2007-08 i marazmu z kolejnych lat, są sceptycznie nastawieni do inwestycji w akcje. Indeksy jednak pomalutku powiększają zdobycze, kapitał jest powszechnie dostępny, bankowcy wyglądają klientów chętnych do uruchomienia nowych linii kredytowych. Kredytów we frankach już nie ma, ale i bez nich oprocentowanie kredytów hipotecznych oscyluje wokół 3,5 proc. Do tego mamy call'em nieźle wyniki w gospodarce ogólnej i jeszcze lepsze perspektywy, choć na razie nikt nie mówi o prosperity. Ot skromne 3,4 proc. wzrostu PKB – to plan na 2015 r. Nieźle, bezpiecznie, ale za mało by mówić o euforii i gospodarce pędzącej w objęcia kryzysu, który przecież przychodzi na końcu każdego ożywienia gospodarczego jak noc po dniu i jak jesień po lecie.

Modelowo hossa na rynku akcji zbiega się w czasie z jej zakończeniem na rynku obligacji i poprzedza wzrost cen na rynku surowcowym. Być może właśnie w tym punkcie cyklu inwestycyjnego jesteśmy. Ale to nie może być argumentem samym w sobie dla rozpoczęcia inwestycji.

Za każdym razem gdy myślę o własnym portfelu inwestycyjnym przypominają mi się słowa, które usłyszałem od Marka Mobiusa, zarządzającego funduszami rynków wschodzących Templetona, na spotkaniu z przedstawicielami Open Finance w 2006 r. „My nie inwestujemy w hossę, ani nie sprzedajemy bessy. Nie kupujemy krajów, rządów i PKB. Inwestujemy w spółki. W ich pomysły, w kompetencje zarządów. W spółki, które muszą sobie dobrze radzić i w lepszych i gorszych okresach koniunktury gospodarczej”.

Pierwszeństwo przed cyklami w gospodarce mają więc umiejętności zarządów spółek, a najważniejsza pozostaje selekcja portfela. Nie ma chyba nic bardziej frustrującego w inwestycjach niż tracenie pieniędzy na giełdzie w okresie hossy. Jeśli w odniesieniu do rynku akcji zapomni się o tej zasadzie (inwestowania w spółki, a nie cykle koniunktury) inwestor zamienia się w spekulanta. Nie ma w tym niczego złego, ale następuje zmiana perspektywy i inne są też konsekwencje, często pojawia się pokusa reakcji na wydarzenia o krótkoterminowym znaczeniu. Nie bez kozery mówi się o tym, że na rynkach kapitał płynie od inwestorów aktywnych do cierpliwych. Być może nadeszła już pora, by cierpliwość znów została nagrodzona.

ADRES REDAKCJI: Noble Concierge sp. z o.o. ul. Przykopowa 33, 01-208 Warszawa tel.: (22) 489 37 79 faks: (22) 276 25 88 redakcja@bankowoscprywatna.pl	PROJEKT GRAFICZNY: Karol Kosznicec
PRZYGOTOWANIE REDAKCYJNE: Emil Szveda	SKŁAD I INFOGRAFIKA: Tomasz Pisarek, www.studioioks.pl
REKLAMA, PROMOCJA I DYSTRYBUCJA: Wojciech Grzywacz reklama@bankowoscprywatna.pl dystrybucja@bankowoscprywatna.pl	Materiałowi niezamówionych redakcji nie zwraca. Wydawca nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.
FOTOGRAFIE: stock, autorzy, archiwum	OFERTA ROCZNEJ PRENUMERATY (11 NUMERÓW) Wyślij zamówienie na adres: dystrybucja@bankowoscprywatna.pl lub zadzwoń na numer 22 19779. Koszt: 70 zł za 11 kolejnych numerów Nr konta: 95 1560 0013 2367 1861 1009 0003

MOIM ZDANIEM



FOT.: THINKSTOCK

INDEKS WIG20 SKAZANY NA EMERYTURĘ

Od połowy czerwca 2013 r., czyli od prawie dwóch lat, indeks największych spółek warszawskiej giełdy tkwi w marazmie, wahając się w przedziale od 2230 do 2540 pkt. Wskaźnik giełdy w Budapeszcie potrzebował niemal trzech lat, by otrząsnąć się po podobnej stagnacji, która była następstwem demontażu systemu emerytalnego. Wszystko wskazuje na to, że WIG20 idzie podobną ścieżką.

Wynikiem toczącej się od początku 2013 r. dyskusji na temat zmian zasad funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych, był spadek WIG20 – indeksu największych spółek na GPW – zjechał z ponad 2600 do ok. 2200 pkt w ciągu sześciu miesięcy. Po ponad dwóch latach od tego czasu, znajduje się w połowie dystansu między tymi skrajnymi wartościami. To jeden z najdłuższych w historii naszego rynku kapitałowego okresów marazmu. Nie zdołały nas wyrwać z niego ani amerykański, ani europejskich program ilościowego

luzowania polityki pieniężnej, ani wprowadzenie stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej do rekordowo niskiego poziomu 1,5 proc., ani imponujący wzrost dynamiki polskiej gospodarki i odzyskanie przez nią po raz drugi w ciągu kilku lat miana zielonej wyspy na tle światowego spowolnienia.

WIG20 utracił trwałą korelację zarówno z głównymi giełdami krajów najbardziej rozwiniętych, jak i ze wskaźnikami rynków wschodzących, jedynie okresowo naśladując raz jedną, raz drugą grupę, najchętniej poddając się gorszym nastrojom, opornie reagując zaś na ich wyraźną poprawę.

Szukając indeksu, który najbardziej przypominałby swoim przebiegiem ścieżkę, którą podąża wskaźnik naszych największych spółek, przez pewien czas widać było wyraźną zbieżność z Shanghai Composite, jednak w dłuższej perspektywie nieodparcie narzuca się porównanie z węgierskim BUX-em. Równie nieodparcie narzucają się przy tym także inne analogie, a szczególnie jedna, czyli różny w kwestii formy, ale niemal identyczny co do konsekwencji, sposób „zreformowania” systemów emerytalnych na Węgrzech i w Polsce.

BUX niemal identycznie reagował w trakcie dyskusji nad pomysłem węgierskiego rządu, spadając od kwietnia do września 2011 r. o 40 proc. Poziom osiągnięty w lutym 2012 r. po późniejszym o kilka miesięcy odreagowaniu, zdołał pokonać niemal dokładnie po trzech la-

tach, w marcu 2015 r. Początek obecnej wzrostowej tendencji na obu parkietach, węgierskim i polskim, miał miejsce w tym samym czasie, w pierwszych tygodniach bieżącego roku. Jednak BUX zdołał w tym czasie zyskać 35 proc., zaś WIG20 poszedł w górę o zaledwie 10 proc. Do pokonania najbliższego istotnego szczytu z września 2014 r. brakuje mu jeszcze ponad 100 pkt, zaś do poziomu sprzed emerytalnego załamania niemal 200 pkt, czyli niecałe 8 proc. Pod tym względem nasz indeks jest w znacznie lepszym położeniu niż BUX, który do powrotu do analogicznego poziomu musiałby wzrosnąć o 15 proc. Od „węgierskiego kwietnia” 2011 r., gdy rynek nabrał przekonania o końcu tamtejszych funduszy emerytalnych, minęły cztery lata. Od naszego pamiętnego początku stycznia 2013 r. upłynęło nieco ponad dwa lata.

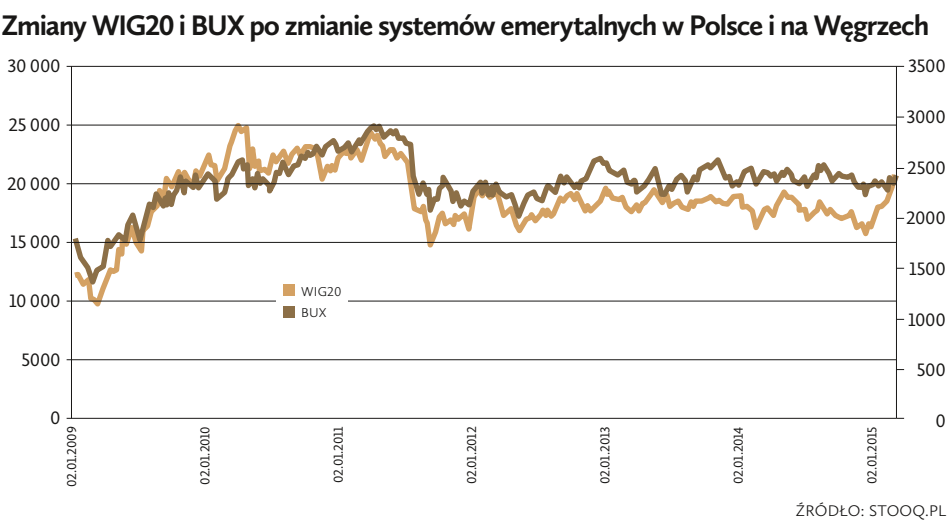
Czy uda się nam odrobić w całości emerytalne straty wcześniej, niż parkietowi węgierskiemu? Wiele wskazuje, że jest to możliwe, ale warszawskie byki czeka jeszcze sporo pracy. Wydaje się jednocześnie bardzo mało prawdopodobne, by sukces został osiągnięty jedynie własnymi siłami, bez wspomaganie ze strony kapitału zagranicznego. Na rodzimym, a w szczególności ten emerytalny, wciąż trudno liczyć. Po pierwsze, od początku 2015 r. limit obowiązkowego zaangażowania OFE w akcje obniżył się z 75 do 55 proc. Fundusze, chcąc choć trochę zbliżyć się do „emerytalnych” standardów, ograniczających ryzyko niekorzystnych wahań wartości zgromadzonych składek, będą

więc skłonne do zmniejszania udziału akcji w portfelach. Na razie, nie mając alternatywy, starają się poprawić to bezpieczeństwo, zwiększając udział akcji zagranicznych firm, kosztem polskich. Zyskują w ten sposób na dywersyfikacji portfela oraz poprawie jego płynności. Po drugie, dopływ składek niemal w całości niwelowany jest poprzez działanie mechanizmu „suwaka”, czyli przekazywania do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych aktywów klientów, którym do emerytury pozostało mniej niż 10 lat. Po trzecie, osoby wchodzące na rynek pracy wykazują minimalne zainteresowanie kierowaniem choćby symbolicznej części swych składek do OFE, więc szanse na wzrost wartości ich aktywów, a co

za tym idzie, wzrost popytu na akcje są mizerne. Jeśli dodamy do tego malejący do rekordowo niskich poziomów udział inwestorów indywidualnych w obrotach na warszawskim parkiecie, hossa na nim zaleźna będzie od kaprysów kapitału zagranicznego.

Chyba nie o to chodziło ani instytucjom odpowiedzialnym za rozwój naszego rynku, ani reformatorom systemu emerytalnego. Niedawne marzenia o europejskim centrum finansowym w Warszawie trzeba będzie zastąpić planami jego reanimacji.

Roman Przasnyski
Roman Przasnyski



DYWIDENDOWE ROZCZAROWANIA I ZASKOCZENIA

Właściwie ze stopami dywidendy w przypadku wielu spółek, konkurować może jedynie oprocentowanie obligacji korporacyjnych. Biorąc pod uwagę rynkowe średnie w obu kategoriach, zdecydowaną przewagę mają te ostatnie, choć nie należy zapominać o kwestiach związanych z ryzykiem, które nie układają się w naszych warunkach w sposób tak modelowy, jak zwykło się uważać w teorii.

Według podawanych przez warszawską giełdę wyliczeń dla całego rynku akcji, średnia stopa dywidendy wynosi obecnie (a więc dla dywidend za 2013 r.) jedynie 2,3 proc., jest więc znacznie niższa niż ubiegłoroczne 3,1 proc. i najniższa od 2006 r., gdy osiągnęła poziom 1,95 proc. Jednak aż tak duży stopień uśrednienia, obejmujący wszystkie notowane na parkiecie spółki, z których spora część dywidendy nie wy-

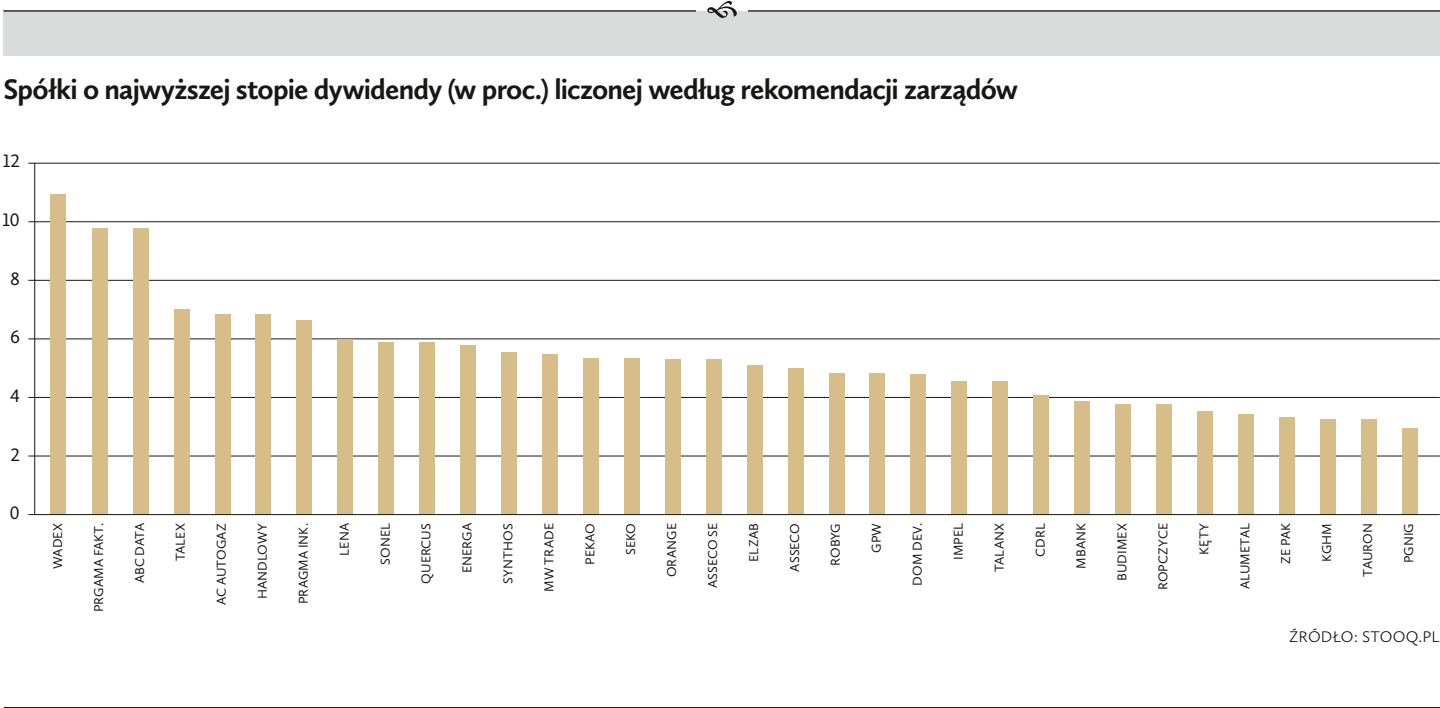


FOT: THINKSTOCK

placa, nie wydaje się miarodajna do praktycznej oceny z inwestycyjnego punktu widzenia. Znacznie bliższe, choć znów nadmiernie zawężające obraz, mogłoby być spojrzenie na zgrupowaną w WIGdiv trzydziestkę firm regularnie dzielących się zyskami z akcjonariuszami. Tak naprawdę jednak w polu widzenia inwestorów zainteresowanych dywidendą znajduje się znacznie bardziej liczne grono spółek, i jak to w inwestowaniu bywa, niezbędna jest zarówno kalkulacja, jak i odrobina wyczucia i szczęścia.

Z pewnością w tym roku tych ostatnich elementów zabrakło graczom liczącym na zyski banków, które do tej pory na ogół nie zawiodły. Tym razem zarówno bankom, jak i posiadaczom ich akcji, przyjdzie zapłacić frycowe za wpadkę z kredytami

we frankach, sprokuirowaną zupełnie niespodziewane przez szwajcarski bank centralny, choć chyba nie tylko tę instytucję należy obarczyć winą za całą sytuację. Spośród bankowej stawki prawie pewni dywidendy mogą być jedynie posiadacze walorów Handlowego i Pekao, których zarządy rekomendują wypłatę odpowiednio 7,43 i 10 zł na akcję, co oznacza stopę dywidendy sięgającą 6,9 i 5,4 proc. Przedwczesna była radość akcjonariuszy BZ WBK, którzy liczyli na zapowiedziane przez zarząd banku 9,6 zł, z czego na początku kwietnia pod wpływem zalecenia Komisji Nadzoru Finansowego zmuszony był się wycofać. Nie można wykluczyć, że w przyszłości, po dokładnym rozliczeniu frankowych grzeszków, coś jednak inwestorom skapnie, jednak na zbyt wiele



ŻYWNOSĆ NA ŚWIECIE TANIA JAK W KRYZYSIE

Wyliczany przez Food and Agriculture Organisation indeks cen żywności osiągnął poziom najniższy od czasu największego nasilenia skutków globalnego kryzysu finansowego. Z jednej strony zjawisko to wpisuje się w ogólną tendencję panującą na rynkach surowcowych, z drugiej zaś budzi skojarzenia z przeceną z lat 1997-2002.

W marcu światowe ceny żywności osiągnęły poziom najniższy od czerwca 2010 r., czyli od prawie pięciu lat – wynika z wyliczeń FAO, działającego przy Organizacji Narodów Zjednoczonych. Indeks powstaje w oparciu o notowania zbóż, nasion roślin oleistych oraz wyrobów przetworzonych, takich jak nabiał, mięso i cukier. Tendencje wskazywane przez indeks są wyraźnie przesunięte w czasie w porównaniu ze zmianami indeksu cen surowców. W obecnej fazie cyklu CRB osiągnął szczyt w 2010 r., na poziomie znacznie niższym niż w apogeum boomu z lat 2006-2007. Z kolei wskaźnik FAO maxi-

mum zanotował rok później. Od tego czasu oba podążają już zgodnie w dół, choć w ostatnich miesiącach ceny żywności przyspieszają dynamikę spadku. Co ciekawe, podobne roczne opóźnienie zmian cen żywności skutkowało nietypowym zjawiskiem, polegającym na tym, że szczyt wieloletniej tendencji wzrostowej wypadł w przypadku indeksu FAO w 2008 r. i zbiegł się w czasie z koniunkturalnym dołkiem CRB, w ujęciu rocznym, choć wydawałoby się, że zarówno poziom produkcji, jak i ceny produktów rolnych powinny reagować znacznie szybciej na wahania koniunktury, niż charakteryzujące się z natury rzeczy większą bezwładnością, procesy w przemyśle. Co więcej, indeks cen żywności osiągnął w 2011 r. poziom znacznie wyższy niż w poprzednim szczytowym 2008 r.

Te rozbieżności wskazują, że ceny żywności nie zawsze podążają wiernie za zmianami koniunktury w globalnej gospodarce. Prawdopodobnie również obecny spadek indeksu FAO nie musi wiązać się wyłącznie ze spowolnieniem gospodarczym, choć z pewnością ma ono pewien wpływ na zjawiska po stronie popytu. O mniejszej elastyczności zmian cen żywności świadczy też fakt, że indeks FAO wciąż jest wyższy niż w 2009 r., gdy ustanowił pokryzysowe minimum. Z jeszcze większymi rozbieżnościami zachowania obu indeksów mieliśmy do czynienia w końcówce ubiegłego tysiąclecia. Wów-

czas surowcowy CRB rósł dynamicznie do 1996 r. i po silnym, ale krótkotrwałym załamaniu, wrócił do tendencji żywej, zaś ceny żywności spadały nieprzerwanie od 1997 do 2002 r.

Eksperti FAO zwracają uwagę, że obecna spadkowa tendencja ma źródło zdecydowanie bardziej w nadwyżce podaży żywności, niż w cofnięciu się popytu na nią. Można przypuszczać, że brak dostosowania podaży do spadających cen, obniżających opłacalność produkcji rolnej, może mieć związek z sytuacją na rynku surowców przemysłowych. W większości przypadków główni eksporterzy tych ostatnich, za wyjątkiem państw arabskich, to również znaczący producenci żywności. Jest więc prawdopodobne, że starają się ratować swoje finanse zwiększając sprzedaż produktów rolnych. Jednocześnie spadek cen ropy naftowej kompensuje negatywne dla opłacalności produkcji konsekwencje taniejącej żywności, obniżając jej koszty. Można się spodziewać, że spadkowa tendencja indeksu FAO potrwa dłużej niż w przypadku CRB, tym bardziej, że na przykład światowe zapasy zbóż są najwyższe od 15 lat.

Pomijając najbardziej wrażliwe na zmiany warunków pogodowych notowania kawy, które spadły w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy o 34 proc. i kakao, które akurat poszły w górę o 4 proc., ceny pozostałych surowców rolnych, głównie zbóż, zmniejszały w podobnej skali. Po ok. 35 proc. w dół poszły notowania soi i ryżu, zaś

chyba nie ma co liczyć, a z pewnością nie nastąpi to szybko.

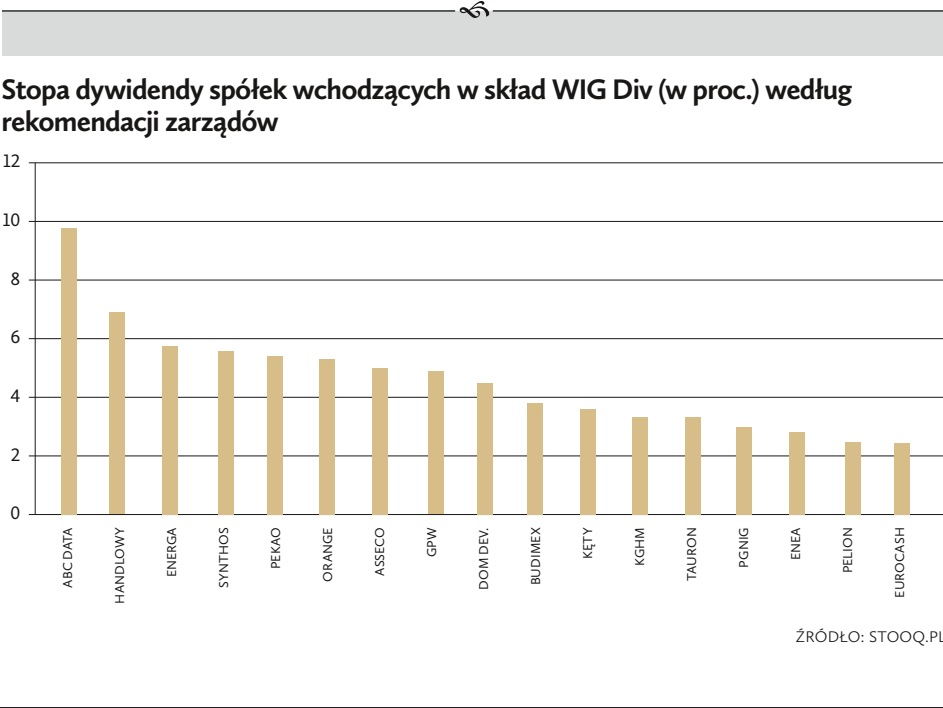
Na zupełnie innego typu niespodziankę nie mogą narzekać natomiast właściciele papierów PKN Orlen. Mimo, że spółka 2014 r. zakończyła bezprecedensową stratą sięgającą 4,7 mld zł, otrzymają oni po 1,64 zł dywidendy na akcję. Jak się okazuje, dywidendę można wypłacić także za stratę. Pod warunkiem, że dysponuje się odpowiednim kapitałem zapasowym, utworzonym z zysków zatrzymanych w poprzednich latach. To niezbyt jeszcze typowy w naszych warunkach przykład tego, jak można stosować politykę dywidendową w sposób bezpieczny dla spółki i przewidywalny dla jej akcjonariuszy. Być może z czasem dojdziemy do standardów spotykanych na rynkach rozwiniętych, gdzie spółki wypłacają dywidendę co kwartał, nie wiedząc jeszcze, jaki zysk osiągną.

Mimo ciągle kurczących się zysków sporej części naszych największych spółek wchodzących w skład WIG20 w tym gronie można znaleźć kilku przedstawicieli dywidendowych tułów. Przekraczając 5 proc. stopę dywidendy zamierzają zafundować inwestorom Energa, Synthos, Pekao, Orange i Asseco. Tradycyjnie już zyskiem planują podzielić się KGHM, Tauron, PGNiG i Enea, choć w ich przypadku jest to ok. 3 proc. Dywidenda z KGHM wyniesie 4 zł, a więc będzie o złotówkę niższa niż ta za 2013 r., ale w kontekście sytuacji na rynku cen miedzi to i tak znacznie lepiej, niż

można się było obawiać. Pozostałe spółki surowcowe albo nie mają się czym dzielić, jak w przypadku JSW, albo wolą zysk zatrzymać, jak to proponuje zarząd Bogdanki, który dodatkowo analizuje dopiero politykę dywidendową na kolejne lata, kalkulując parametry rynkowe, w jakich przyjdzie spółce działać. Mniej hojne zamierzają w tym roku być zarządy Tauronu i Enei, zaś więcej z zysku wypłacić planuje Energa. W tych spółkach wiele zależy jednak będzie od stanowiska Skarbu Państwa w trakcie walnych zgromadzeń. W innych firmach, o bardziej rozproszonym akcjonariacie, coraz więcej do powiedzenia w kwestii podziału zysku będą mieć przedstawiciele otwartych funduszy emerytalnych. W niektórych przypadkach swoje stanowisko starają się też przeźorsować fundusze inwestycyjne.

Jak co roku, będziemy mieć do czynienia z prawdziwymi perełkami. Tym razem pod względem stopy dywidendy rekord prawdopodobnie pobije Wadex, w którym wyniesie ona ok. 11 proc. W ścisłej czołówce znajdą się między innymi ABC Data i Pragma Inkaso, gdzie sięgnie ona 10 proc. Z pewnością jednak możemy być świadkami wielu ciekawych rozstrzygnięć, które poznamy po walnych zgromadzeniach akcjonariuszy firm.

Roman Przasnyski
Roman Przasnyski



BANK WIEDZY – PRZESTRZEŃ WSPÓŁCZESNEGO LIDERA

PRZESTAŃ PCHAĆ SZNUREK



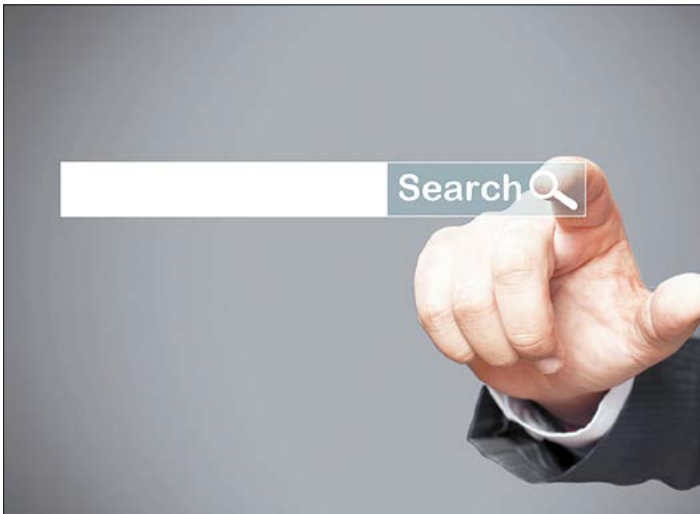
Jesli jesteś podobny do większości liderów w branży handlowej, to najtrudniejszym okresem we wdrożeniu szkolenia handlowców są dla Ciebie trzy miesiące bezpośrednio po szkoleniu. Nawet jeśli przeprowadziłeś stosowne badania rynku, dokonałeś oceny oferty i wybrałeś właściwego partnera, to te 90 dni może sprawić, że dotychczasowe wysiłki wydadzą Ci się jedynie spacerkiem po parku. Skoro tak bardzo martwi nas, czy handlowcy przyjmą wszystkie przekazywane treści, to naturalnym rozwiązaniem wydaje się wymuszenie tego poprzez uczynienie szkolenia obowiązkiem, opracowanie określonej rutyny sukcesu i wymaganie od zespołu przyjęcia nowej wiedzy. Z naszego doświadczenia wynika, że w większości przypadków przypomina to pchanie sznurka. Jeśli Twój zespół handlowców nie będzie przekonany co do sensu prezentowanych im koncepcji, czy też proponowanych umiejętności, to w pewnym momencie wrócą do starych zachowań i przyzwyczaję.

JAK KOMPETENTNY JEST TWÓJ SYSTEM SPRZEDAŻY?



Peter Drucker stwierdził, iż „kultura zjada strategię na śniadanie”. Rolą liderów i kierowników działów handlowych jest być wzorem do naśladowania i wymaganie tych zachowań od pracowników. Tak jak dziecko naśladuje zachowania swoich rodziców (niekoniecznie słuchając nakazów wyrażanych ustnie), tak samo kierownicy i liderzy powinni „wejść w buty” swoich handlowców i wykazywać się spójnymi oczekiwaniami. Oczekiwanie i granice są przydatne dla handlowców, gdyż dają poczucie pewności (co jest podstawową ludzką potrzebą), zapewniając strukturę, w ramach których można działać. Nic nie jest bardziej destrukcyjne dla efektywności w sprzedaży niż ciągła zmiana celów, oczekiwań lub kierunku miesięcznych inicjatyw.

PRZYWÓDZTWO PEŁNE PRZENIKLIWOŚCI



Czy Twój handlowcy są wyrafinowanymi sprzedawcami? Jedną z najistotniejszych zmian w sprzedaży, jakie zaszły w ostatniej dekadzie, dotyczy pierwszego kontaktu klienta z handlowcem. Moment ten uległ znacznemu przesunięciu w czasie – z początku całego procesu niemal na sam jego koniec. Klienci kontaktują się ze sprzedawcą już po podjęciu decyzji o zakupie. Badania pokazują, że nabywca w relacji B2B kontaktuje się z przedstawicielem handlowym, gdy ma za sobą już prawie 60 procent całego procesu nabywczego i to bez względu na cenę produktu. Uważamy, że na skutek tej zmiany zawód handlowca stał się o wiele trudniejszy. Nie tylko mamy mniej czasu, by utworzyć i zademonstrować wartość dla klienta, ale i on sam podwyższa nam poprzeczkę. Potencjalni klienci dysponują dziś o wiele większą wiedzą i siłą niż kiedykolwiek wcześniej. Mają pełny dostęp do informacji na temat Ciebie, Twojej firmy i wszystkich Twoich konkurentów – coś, co jakiś czas temu było nie do pomyślenia.



PYTAJ Z INTENCJĄ AUTENTYCZNEGO ZROZUMIENIA

Komunikacja to najważniejsza umiejętność w życiu. Całe lata poświęcasz na naukę czytania, pisanie i mówienia. Ale co ze słuchaniem? Czy brałeś udział w jakimkolwiek szkoleniu umiejętności słuchania, dzięki któremu mógłbyś słuchać tak uważnie, aby naprawdę, dogłębnie zrozumieć drugiego człowieka? Zapewne nie znasz takiego szkolenia, prawda? Jeśli postępujesz jak większość ludzi, to prawdopodobnie starasz się, aby inni zrozumieli Ciebie – chcesz jasno przekazać im swój punkt widzenia. Jednak w ten sposób możesz całkowicie zignorować drugą stronę, tylko udawać, że słuchasz, tak naprawdę słuchając tylko wybranych fragmentów rozmowy lub koncentrując się na wypowiedzianych słowach, ale nie rozumiejąc ich prawdziwego znaczenia.



WEŹ ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA SWOJE ŻYCIE

Życie nie jest czymś, co się nam po prostu „przydarza”. Bez względu na to, czy zdajesz sobie z tego sprawę, czy też nie, to Ty projektujesz całe swoje życie. Przecież to Ty dokonujesz wyborów. To Ty wybierasz szczęście. Lub smutek. Wybierasz, czy będziesz stanowczy, czy też ambiwalentny. Wybierasz sukces. Wybierasz klęskę. Wybierasz odwagę. Wybierasz lęk. Pamiętaj, że każda chwila i każda sytuacja stawiają przed Tobą nowy wybór. W ten sposób otrzymujesz doskonałą okazję na zmianę swojego postępowania i w rezultacie uzyskania lepszych rezultatów.

Całe artykuły dostępne w Banku Wiedzy pod adresem: www.privatebankingpogodzinach.pl/bank-wiedzy

PrivateBanking

PO GODZINACH

ORGANIZATOR

NOBLE BANK

GET IN LEASING

ENDU SHOP

PARTNERZY

CHIVAS
LIVE WITH CHIVALRY

Milewski & Partnerzy

THE GLENLIVET

GOŚĆMI WIECZORU BĘDĄ:

GEN. ROMAN POLKO
„EFEKTYWNE PRZYWÓDZTWO”

TOMASZ KOZŁOWSKI
„JEŻELI SIĘ BOISZ TO SKACZ!”

WWW.PRIVATEBANKINGPOGODZINACH.PL

STABILIZACJA KOSZTEM NIŻSZYCH ZYSKÓW

Po trwającym kilka lat pokryzysowym szaleństwie na rynkach finansowych, liczne ogniska hossy gasnąj one po drugich. Obecnie wysokie zyski oferują inwestorom jedynie nieliczne rynki. Choć sytuacja w globalnej gospodarce daleka jest od załamania, posiadacze kapitału godzą się z minimalnymi stopami zwrotu, a w wielu przypadkach z ujemną rentownością lokat. W dodatku niewiele wskazuje na to, by nie tylko w najbliższym czasie, ale i w nieco dłuższym horyzoncie, cokolwiek miało się w tej kwestii zmienić. Inwestorzy będą musieli przywyknąć do niskich zysków. Zjawisko kurczenia się profitów jak w soczewce skoncentrowało się na polskim rynku finansowym, obejmując niemal wszystkie jego segmenty oraz w prawie jednakowym stopniu doskwierając zarówno wytrawnym inwestorom, jak i drobnym ciułaczom. Nikogo nie trzeba o tym specjalnie przekonywać. Wystarczy choćby pobieżny przegląd sytuacji.

Roman Przasnyski
Roman Przasnyski

Indeks największych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie zyskał od początku roku niewiele ponad 5 proc., wskaźnik szerokiego rynku wzrósł o 7 proc., a więc jak na typowe dla giełdowych inwestycji podwyższone ryzyko, taki poziom wynagrodzenia trudno uznać za satysfakcjonujący. W dodatku oba wskaźniki znajdują się wciąż w długoterminowej, trwającej od około trzech lat stagnacji i mimo teoretycznie sprzyjających okoliczności, nie ma pewności, czy zdołają się z niej ostatecznie wyrwać, ruszając w górę i dając szansę na przyzwolity, w miarę przewidywalny zarobek.

Ani nabierający od kilku kwartałów dynamiki wzrost gospodarczy, ani trwający od dwóch lat cykl obniżek stóp procentowych nie zdołały do tej pory wywołać stanu choćby przypominającego hossę. Długotrwałe łagodzenie polityki pieniężnej doprowadziło jednocześnie do drastycznego obniżenia wysokości oprocentowania najbardziej bezpiecznych instrumentów lokowania kapitału, czyli obligacji skarbowych i depozytów w bankach. Sięgające średnio 2-2,5 proc. w skali roku odsetki trudno uznać za satysfakcjonujące, nawet uwzględniając deflację. W pomnażaniu kapitału niewiele pomagają fundusze inwestycyjne, zarówno te specjalizujące się w strategiach akcyjnych, aktywnej alokacji, jak i koncentrujące się na instrumentach dłużnych. Wysokich zysków próżno szukać na rynku nieruchomości, a dynamiczne zmiany kursów walut oferują głównie wysokie ryzyko i to nie tylko w przypadku kupna dolarów czy euro, ale także dokonywania inwestycji we wszelkiego typu aktywa zagraniczne, od akcji, przez surowce, po obligacje.

Choć z takimi warunkami mamy do czynienia już od dłuższego czasu, nie widać zbyt wielu ofert inwestycji alternatywnych, od których aż roilo się tuż przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Właściwie jedyną sensowną alternatywę stwarza zyskujący wciąż na popularności rynek obligacji korporacyjnych, choć i w jego przypadku trudno mówić o samych superlatywach, bo zagrożeni i ograniczeni także tam nie brakuje.

Hossy nie ma
Tę doczułną dla posiadaczy oszczędności i wolnego kapitału przypadłość zawdziejamy spłotowi zarówno niekorzystnych, jak i sprzyjających czynników, mających swe źródło na gruncie lokalnym oraz w blizszym i dalszym otoczeniu. Dość mocno frustrujący jest przy tym fakt, że rodzime okoliczności, które powinny pobudzać rynki finansowe, zupełnie nie działają, a z mocno zróżnicowanego i zmiennego otoczenia chętnie chłoniemy wpływy negatywne, ignorując w większości bardziej korzystne tendencje.
Tani, wskutek intensywnych działań banków centralnych, pieniądź nie wywołał na naszym rynku żadnej hossy, a jedynym pozytywnym tego efektem jest to, że nie musimy obawiać się pęknięcia spekulacyjnych baniek, w czym rzeczywiście można upatrywać szansy na stabilną, choć niekiedy spektakularną poprawę warunków inwestowania. Zakładając utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu naszej gospodarki i bardzo prawdopodobny dalszy wzrost jego dynamiki, przy jednoczesnej perspektywie umiarkowanej poprawy koniunktury w skali globalnej, możemy liczyć na większe zainteresowanie zagranicznego kapitału naszym rynkiem, bez którego o hossę na warszawskiej giełdzie będzie raczej trudno.
Generalnie jednak, patrząc również na sytuację i perspektywy w skali globalnej, w horyzoncie kilku najbliższych lat należy się liczyć ze stopami zwrotu z inwestycji sięgającymi raczej kilku, niż kilkunastu procent. W ślad za najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wejścia w fazę umiarkowanego wzrostu gospodarczego, można się spodziewać również umiarkowanych zysków.

Pomijając wciąż liczne zagrożenia, o charakterze bardziej geopolitycznym, które mogą prowadzić do przejściowych perturbacji na rynkach finansowych, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w skali globalnej jest stopniowe wyrównywanie się widocznych obecnie dysproporcji i zróżnicowania sytuacji zarówno w głównych gospodarkach, jak i polityce pieniężnej kluczowych banków centralnych świata. Konsekwencją będzie kilkuletnia perspektywa podążania ścieżką powolnego wzrostu gospodarczego i stabilizacji rynków finansowych.

Pierwszym warunkiem realizacji takiego scenariusza, który już zaczyna się rysować, jest coraz bardziej wyraźne łapanie trwałej równowagi przez gospodarkę Stanów Zjednoczonych, umożliwiające jednoczesne rozpoczęcie, a właściwie kontynuację normalizacji polityki pieniężnej przez Fed. Można oczekiwać, że faza przechodzenia od zerowego poziomu stóp procentowych na nieco wyższy ich szczebel, będzie przebiegała w sposób równie łagodny dla rynków finansowych, jak wcześniejszy etap wycofywania się z programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej. Trudno przypuszczać, że proces ten miałby wymknąć się spod kontroli, a jeszcze trudniej zakładać, że Fed mógłby popełnić błędy podobne do tych, które zdarzały się w przeszłości w analogicznych przypadkach zmiany kierunku polityki pieniężnej. Warto przypomnieć, że w roku, w którym zakończono QE3, indeksy na nowojorskiej giełdzie zyskały po 7-11 proc., osiągając historycznie wysokie poziomy. Pierwsze miesiące 2015 r., mimo nerwowego oczekiwanian na pierwszą od kilku lat podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, przynoszą łagodną kontynuację tendencji wzrostowej i nic nie zapowiada, by rosnące po 1-2 proc wskaźniki miały wkrótce gwałtownie runąć w dół. Sięgająca kilku procent spadkowa korekta nie byłaby zaś niczym nadzwyczajnym, po trwającej sześć lat hossie. Trudno obecnie wskazać czynnik, który mógłby doprowadzić do poważniejszego załamania na Wall Street lub tąpnięcia na amerykańskim rynku długu.

Pewne zagrożenie, także w szerszej skali, w szczególności dla sytuacji na emerging markets, może stanowić jedynie aprecjacja dolara, choć ewentualne napięcia związane z tym zjawiskiem, nie powinny wiązać się z perturbacjami w globalnej skali. Ewentualne lokalne zawirowania nie powinny być zbyt trudne do opanowania.

Co z tym euro?
Jednym z głównych czynników przyczyniających się do siły amerykańskiej waluty jest obecnie przede wszystkim polityka Europejskiego Banku Centralnego. Rozpoczęty w marcu 2015 r. skup obligacji skarbowych państw strefy euro trudno jednak uznać za nadmiernie ekspansywny. Jego planowana wartość obliczona jest na odbudowanie sumy bilansowej EBC do poziomu sprzed dwóch lat. Dopóki nie pojawi się perspektywa zwiększenia skali skupu, trudno obawiać się utrzymania tempa osłabienia wspólnej waluty, tym bardziej, że nie byłoby to zjawisko pożądane, także z punktu widzenia równowagi systemu finansowego i gospodarki strefy euro.
Choć dynamika spadku kursu euro w ciągu pierwszych miesięcy bieżącego roku dorównuje już zniżce zanotowanej w całym 2014 r., tendencja ta traci do tyczasowy impet. Trudno spodziewać się jej trwałego odwrócenia, najbardziej prawdopodobny jest scenariusz wahań w przedziale 1-1,1 dolara za euro. Część prognoz analityków zakłada osiągnięcie parytetu obu głównych walut, a jedynie nieliczne mówią o możliwości zniżki kilku procent. Warto przypomnieć, że główna fala deprecjacji wspólnej waluty, trwająca

od maja 2014 r., doprowadziła do obniżki jej kursu z niemal 1,4 do 1,05 dolara, czyli o jedną czwartą. Ten potężny ruch, porównywalny jedynie z tąpnięciem z lat 2008-2010, nie spowodował żadnego kaskadizmu na rynkach finansowych, ani nie doprowadził do załamania żadnej z gospodarek, w szczególności nie zagroził kontynuacji poprawy koniunktury w Stanach Zjednoczonych.

Gospodarka strefy euro jako całość, a także poszczególnych krajów wchodzących w jej skład, zaczyna wykazywać coraz bardziej wyraźne oznaki poprawy i nie widać powodów, by tendencja ta miała ulec zmianie, tym bardziej, że należy zakładać pojawienie się pozytywnych skutków dopiero rozpoczętego skupu obligacji. Nie ma więc obaw, związanych z pojawieniem się kłopotów, ani tym bardziej z koniecznością podejmowania kolejnych działań przez Europejski Bank Centralny.

Nie budzą też obaw rynkowe konsekwencje europejskiego luzowania polityki pieniężnej. Indeksy głównych parkietów kontynentu od początku 2015 r. poszły w górę po 23-25 proc. Poza Frankfurtem i Paryżem, podobną, a nawet nieco bardziej dynamiczną reakcję zanotowano na giełdach w Portugalii i we Włoszech, gdzie wskaźniki zyskały po 26-30 proc. Zakres całej, trwającej od października 2014 r. fali wzrostu, związanej z działaniami EBC, sięgnął w przypadku DAX-a niespełna 45 proc. Dynamika tego ruchu wyraźnie wyhamowała od połowy marca 2015 r. Trudno więc wciąż mówić o jakimkolwiek zagrożeniu narastaniem banki spekulacyjnej, której pęknięcie skutkować mogłoby załamaniem, choć jeśli porównać tę tendencję z sześciolletnią hossą na Wall Street, w wyniku której indeksy zyskały po ponad 200 proc., DAX w tym samym czasie poszedł w górę o prawie 240 proc.

Warto też zwrócić uwagę, że zasięg oddziaływania europejskiego luzowania polityki pieniężnej, z geograficznego punktu widzenia, jest o wiele skromniejszy, niż w przypadku QE w wydaniu amerykańskim. Poza wymienionymi parkietami we Frankfurcie, Paryżu, Lizbonie i Mediolanie, przekraczające 15 proc. zwyżki można dostrzec jedynie na giełdach Belgii, Holandii, Szwecji i Hiszpanii. Przekraczający 30 proc. wzrost wskaźnika w Budapeszcie trudno bezpośrednio wiązać z działaniami EBC, podobnie jak w przypadku moskiewskiego RTS, który zyskał od początku roku 27 proc.

Azjatycka niepewność
Najtrudniejsza sytuacja z punktu widzenia kondycji i perspektyw gospodarki, ma miejsce w Japonii i Chinach. O pierwszym z tych krajów mówi się, że właśnie wychodzi z kolejnej w ostatnim czasie recesji, choć stwierdzenie to może również dobrze być uznane za nieco przedwczesne.
Jeszcze trudniejsze do oceny i prognozowania jest to, co dzieje się w Chinach. Jeśli patrzeć jedynie na fakty, czyli twarde dane makroekonomiczne, mamy tam do czynienia z najpoważniejszym od wielu lat spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego. Dynamika PKB zbliża się do poziomu 7 proc. i trudno powiedzieć, czy na nim się zatrzyma. Przechodząc do oceny tego zjawiska, można albo wierzyć zapewnieniom chińskich władz, że sytuacja jest pod kontrolą, a spowolnienie jest efektem świadomej polityki przestawiania gospodarki na inny niż dotąd model, polegający na bardziej zrównoważonym rozwoju, opartym w większym stopniu także na rynku wewnętrznym i zwiększeniu roli usług, albo obawiać się, że wszystkie te procesy choć być może są zamierzone, toczą się w sposób nie do końca zgodny z planem, a zagrożenie, że wymkną się one spod kontroli i doprowadzą do poważniejszych perturbacji, z jakąś formą kryzysu finansowego oraz recesji, jest wciąż spore. Co gorsza, taki scenariusz miałby swoje konsekwencje nie tylko



FOT.: THINKSTOCK

lokalne, ale byłyby one wyraźnie odczuwalne w skali globalnej i to zarówno na rynkach finansowych, jak i w wymiarze gospodarki realnej.

Na razie te tendencje i zagrożenia mają bardziej wyraźny negatywny wpływ na sytuację na rynkach surowcowych. Na giełdach, zarówno japońskiej, jak i chińskiej, trwa hossa, napędzana wyjątkowo ekspansywną polityką pieniężną banków centralnych obu krajów, używających w stymulowaniu gospodarki zarówno metod tradycyjnych, czyli stóp procentowych, jak i drukowania pieniądza na bardzo dużą skalę. Od początku roku Nikkei zyskał prawie 15 proc., a wskaźnik w Szangaju poszedł w górę o 27 proc. W przypadku tego drugiego, zapowiada się powtórka z 2014 r., gdy zwyżka przekroczyła 50 proc. Podwojenie w ciągu prawie dwunastu miesięcy wartości przez Shanghai Composite musi budzić obawy narastania spekulacyjnej banki, nawet biorąc pod uwagę specyfikę chińskiej giełdy, charakteryzującej się wysoką dynamiką zmian. Tym bardziej, że jak wynika z obserwacji historycznych, tak silne wzrosty nie utrzymywały się dłużej niż dwa lata z rzędu.

W Europie nadzieja i... ryzyko
Z tego przeglądu jasno wynika, że sytuacja na rynkach akcji i perspektywy giełdowej koniunktury determinowane są bezpośrednio działaniami banków centralnych, a choć u podstaw prowadzonej przez nich polityki leżą przesłanki makroekonomiczne, mają one z inwestycyjnego punktu widzenia drugorzędne znaczenie. Dość jednoznacznie wydają się w związku z tym inwestycyjne wskazania, skłaniające do angażowania kapitału na głównych giełdach europejskich, bardzo ostrożnego podejścia do rynku amerykańskiego oraz uważnej obserwacji tego, co dzieje się w Chinach, w kontekście sygnalizowania poważniejszego zagrożenia w szerszej skali.

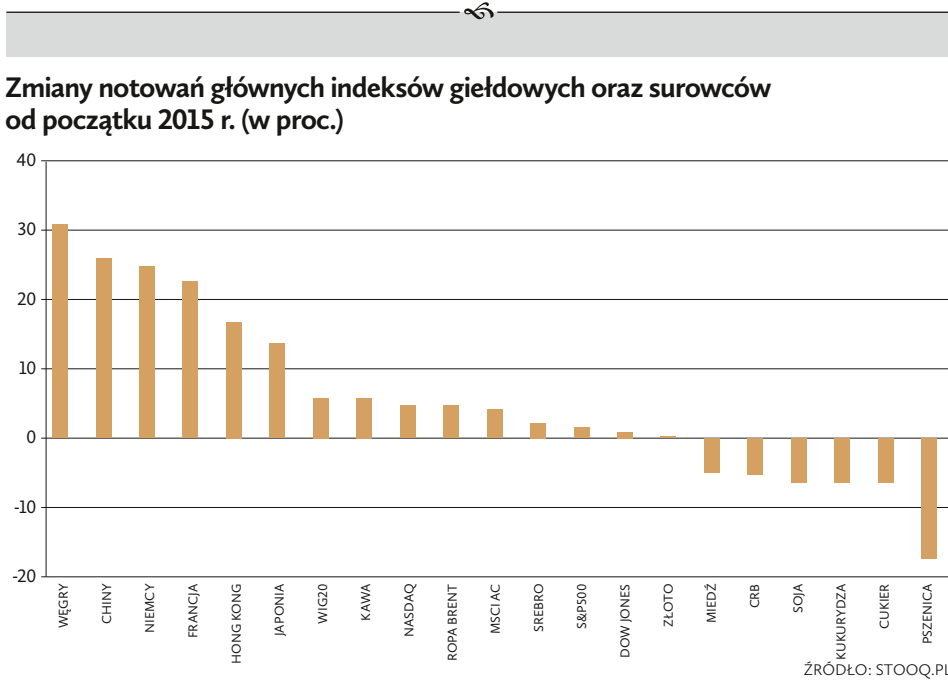


dłuższą metę, a im dłużej będzie trwał, tym mocniej będzie skłaniał inwestorów do poszukiwania alternatywy dla lokaty kapitału. O ile w przypadku giełd, analitycy dostrzegają przepływ poszukującego większych zysków kapitału ze Stanów Zjednoczonych do Europy, to w przypadku długu możemy mieć do czynienia z ruchem w przeciwnym kierunku, w istotny sposób zakłócającym modelowe reakcje rentowności amerykańskich obligacji na politykę Fedu, czyli utrzymując je na stosunkowo niskim poziomie. Wszystko więc wskazuje, że o wyższe stopy zwrotu na rynku długu będzie trudno jeszcze przez dłuższy czas.

W tym kontekście w bardzo interesującej sytuacji znajduje się nasz rynek obligacji, który z jednej strony wydaje się niemal zupełnie niewrażliwy na wpływy działań EBC i wynikające z nich tendencje w Europie, z drugiej zaś pozostaje w zawieszaniu, wynikającym z fazy cyklu, w jakim znajduje się nasza polityka

pieniężna. Może to powodować pewne trudności w prognozowaniu rozwoju sytuacji do czasu wykrystalizowania się nastawienia Rady Polityki Pieniężnej co do kierunku działań. W każdym razie, choć na spektakularne wydarzenia na naszym rynku długu trudno liczyć, nie jest powiedziane, że będzie panował na nim marazm. Wręcz przeciwnie, może on być w najbliższym czasie polem poszukiwania możliwości inwestycyjnych, szczególnie w kontekście możliwości stwarzanych przez segment papierów korporacyjnych.

Surowce pod presją
Nie mniej skomplikowana jest sytuacja inwestycyjna na rynkach surowcowych, które znajdują się pod wpływem splotu czynników o charakterze makroekonomicznym, geopolitycznym oraz zjawisk monetarnych, szczególnie mocno oddziałujących poprzez tendencje na rynku walutowym, głównie związanym z kur-



INWESTYCJE

ZADŁUŻENIE DEWELOPERÓW POD KONTROLĄ

W zdecydowanej większości deweloperzy wystrzegają się nadmiernego zadłużenia, dbają też o odpowiednią płynność, co ma wpływ na postrzeganie ich obligacji na Catalist.

Na rynku Catalist deweloperzy są grupą wyjątkowo liczną. Papiery dłużne wprowadziło tu 28 z nich, z czego większość dostępna jest także na części rynku dostępnej inwestorom detalicznym. Liczebnie branża reprezentuje niemal 20 proc. emitentów obligacji korporacyjnych (z wyłączeniem banków spółdzielczych), którzy są obecnie notowani na rynku obligacji. Siłą rzeczy inwestorzy operujący na Catalist wcześniej czy później muszą zastanawiać się nad zasadnością inwestycji w obligacje deweloperów, co jest prawdopodobnie tym bardziej, że są oni aktywni również na rynku pierwotnym. Aktualnie trzech: Capital Park, Ghelmaco i Murapol ma ważne prospekty emisyjne, na podstawie których może przeprowadzać (i przeprowadza) publiczne emisje obligacji, do tego dochodzą liczne emisje prywatne, zaś zamiar przeprowadzenia publicznych emisji zgłosił również Polnord.

Dla deweloperów obligacje są znacznie wygodniejszą formą finansowania inwestycji, ponieważ przy kredytach banki wymagają spełnienia większej liczby warunków formalnych, prowadząc też stały nadzór nad inwestycjami deweloperów. W przypadku obligacji inwestorzy oczywiście także mogą ten nadzór prowadzić, ale sprowadza się on najczęściej do oceny kondycji finansowej całej grupy emitenta obligacji, a nie do poszczególnych projektów. Ponadto obligacje dobrze spisują się w roli finansowania konkretnych projektów, nawet jeśli cele emisji są zapisane ogólnikowo (np. zasilenie kapitału obrotowego). Do czasu wykupu obligacji, którego termin może być zbliżny z planowanym zakończeniem projektu, który finansują, emitenci spłacają na ogół tylko raty odsetkowe (kupony od obligacji), spłata kapitału następuje dopiero w dniu wykupu. Dzięki temu polityka zarządzania płynnością finansową w firmie może być dużo bardziej elastyczna.

Naturalnie, inwestorzy kupujący obligacje deweloperów także mają prawo do bezpieczeństwa, które zapewniają im warunki emisji obligacji w postaci np. zabezpieczeń hipotecznych (coraz rzadziej stosowana forma) lub kowenantów zabraniających np. przekraczania określonych wskaźników zadłużenia.



FOT.: THINKSTOCK

W przypadku działalności podlegającej znacznym wahaniom wyników (tak jest w przypadku deweloperów, którzy np. przychody ze sprzedaży i zyski mogą księgować dopiero po podpisaniu aktu notarialnego sprzedaży mieszkania) dobrą miarą bezpieczeństwa środków inwestorów może być np. zadłużenie finansowe względem kapitału własnego. Wskaźnik ten informuje w jakim stopniu deweloper finansując projekty polega na własnych środkach, a w jakim opiera się na oprocentowanym długu. Firmy mogą tracić płynność nawet nie posiadając oprocentowanego długu, dlatego równie istotne jest kontrolowanie wskaźników płynności. Przy czym deweloperzy są o tyle specyficzną grupą, że gros ich aktywów obrotowych stanowią często zapasy w postaci gotowych lub budowanych mieszkań, których płynność (możliwość zamiany na gotówkę) jest zmienna. Obecnie mieszkania sprzedają się bardzo dobrze, a większość deweloperów notuje rekordowe poziomy kontraktacji mieszkań, ale jeszcze dwa lata temu zbyt duże zapasy uważano raczej za balast niż zaletę. Dlatego często chętniej wybieranym wskaźnikiem jest płynność szybka, w liczeniu której zapasy nie odgrywały żadnej roli oraz płynność gotówkowa, gdzie liczy się tylko to jak dużą część krótkoterminowego zadłużenia dana firma byłaby w stanie spłacić od ręki.

Na podstawie opublikowanych dotąd wyników rocznych (lub dostatecznie rozbudowanych sprawozdań za IV kwartał 2014 r.) można stwierdzić, że większość deweloperów, którzy sprawozdania opublikowali, kontroluje zarówno poziom zadłużenia jak i dobrze zarządza bieżącą płynnością. Tylko trzech na 15 emitentów w większym stopniu polega na pożyczonych niż na własnych środkach w finansowaniu inwestycji, co zwykle dobrze świadczy o poziomie bezpieczeństwa wierzycieli firmy. Z kolei w przypadku płynności gotówkowej czterech deweloperów wykazało środki zbyt skromne (wskaźnik w okolicach 0,1, oznacza, że firmy te były w stanie spłacić od ręki ok. 10 proc. krótkoterminowych zobowiązań) by nazwać go komfortowym, ale tylko w jednym przypadku jednocześnie widoczny był i podwyższony stopień finansowania działalności długiem i niskim wskaźnik płynności gotówkowej. Chodzi o Kleb Invest, która faktycznie nie zdołała wykupić wszystkich zapadających na koniec marca obligacji, ale szczęśliwie dla ich posiadaczy, zrobiła to z dwudniowym opóźnieniem.

Emil Szweida

Emil Szweida

Podstawowe wskaźniki zadłużenia i płynności deweloperów z Catalist na koniec 2014 r. (w proc.)				
EMITENT	WSKAŹNIK ZADŁUŻENIA FINANSOWEGO NETTO	WSKAŹNIK SZYBKIEJ PŁYNNOŚCI	WSKAŹNIK PŁYNNOŚCI GOTÓWKOWEJ	RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI
2C Partners	1,58	1,68	0,36	9,1-10,0
BBI Development	0,86	0,32	0,07	6,2-6,4
Capital Park	0,65	1,17	1	5,9-7,1
Echo Investment	0,86	2,9	1	3,1-4,0
ED Invest	0,2	0,4	0,1	6,9
Ghelmaco*	0,67	2,6	0,69	5,2-6,5
GTC	1,97	0,85	0,56	6,1
Kleba Invest	1,99	1,45	0,11	14,5
Lokum Developer	0	3,81	2,8	5,6
Polnord	0,4	1,01	1	6,1
Rank Progress	0,62	0,69	0,07	10,7
Robyg	0,43	1,67	1	3,3-5,4
Ronson	0,37	1,84	1,55	3,9-5,3
Unibep	minus 0,3**	1,03	0,38	2,8
Unidevelopment	0,22	1,36	0,44	6
Vantage Development	0,48	1,55	1	5,8-6,8

* UNIBEP MA WIĘCEJ GOTÓWKI NIŻ ZOBOWIĄZAŃ FINANSOWYCH
** WSKAŹNIKI DLA GRANBERO HOLDINGS, GHELMACO JEST TYLKO EMITENTEM OBLIGACJI, GRANBERO ICH PORĘCZYCIEM
ŹRÓDŁO: RAPORTY ROCZNE I KWARTALNE, OBLICZENIA OBLIGACJE.PL, RENTOWNOŚCI ZA GPWCATALIST.PL Z 31.03.2015

KOMU SŁUŻY BRATOBÓJCZA WALKA NA MARŻE?

Od czterech kwartałów banki obniżają wysokość marż od kredytów dla przedsiębiorstw. Wpływa to również na oprocentowanie obligacji w nowych emisjach. Co więcej, należy się spodziewać, że ten trend może się utrzymać.

20 proc. banków zmienia warunki udzielania kredytów ze względu na wzrost konkurencji – wynika z ankiety przeprowadzonej przez Narodowy Bank Polski w polskim sektorze bankowym w I kw. tego roku. Z kolei z badania przeprowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego wynika, że banki w kredytach dla firm upatrują w tym roku główny sposób na wzrost akcji kredytowej. Portfele kredytowe dla małych i średnich firm mają wzrosnąć o 14 proc. wobec 5,8 proc. w 2014 r., zaś w przypadku dużych firm

ma to być wzrost o 14,8 proc. (wobec 11,1 proc. w 2014 r.). Należy zatem przyjąć, że konkurencja między bankami dodatkowo wzrośnie, co może prowadzić do dalszego spadku marż kredytowych, które były obniżane przez cztery kolejne kwartały, czyli przez cały 2014 r. Nie jest to rekordowo długa seria. Poprzednim razem – w latach 2010-2011 – trwała ona sześć kolejnych kwartałów. Jednak wówczas była to reakcja pokrzysowa (kryzys finansowy z lat 2008-09 utemperował apetyt banków na nowe kredyty z jednej strony, z drugiej zaś skłonił firmy do szukania alternatywnego finansowania w drodze emisji obligacji). Teraz powody są zgoła inne. 40 proc. banków do zmiany warunków kredytowych skłoniły perspektywy gospodarcze. Biorąc pod uwagę start nowych programów finansowania unijnego, obecną sytuację możemy raczej porównać do tej z lat 2005-2007, gdy banki obniżały wysokość marż kredytowych przez 10 kolejnych kwartałów. Z tego prostego porównania wynikałoby, że nie jestesmy nawet w połowie drogi. Powyższe spostrzeżenia tłumaczyć zjawisko zachodzące na rynku obligacji, gdzie emitenci w relatywnie krótkim okresie

(nawet trzech-sześciu miesięcy) zdołali znacząco obniżyć oprocentowanie oferowanych obligacji. Capital Park w czerwcu zeszłego roku płacił za obligacje 5,5 pkt proc. ponad WIBOR, by w grudniu zejść do 4,3 pkt proc. marży. Ghelmaco zejście z 4,3 pkt proc. marży do 3,5 pkt proc. zajęło trzy miesiące (od września do grudnia). W kwietniu Murapol w ramach publicznej emisji zaproponował inwestorom 4,6 pkt proc. marż, na reakcja pokrzysowa (kryzys finansowy z lat 2008-09 utemperował apetyt banków na nowe kredyty z jednej strony, z drugiej zaś skłonił firmy do szukania alternatywnego finansowania w drodze emisji obligacji). Teraz powody są zgoła inne. 40 proc. banków do zmiany warunków kredytowych skłoniły perspektywy gospodarcze. Biorąc pod uwagę start nowych programów finansowania unijnego, obecną sytuację możemy raczej porównać do tej z lat 2005-2007, gdy banki obniżały wysokość marż kredytowych przez 10 kolejnych kwartałów. Z tego prostego porównania wynikałoby, że nie jestesmy nawet w połowie drogi. Powyższe spostrzeżenia tłumaczyć zjawisko zachodzące na rynku obligacji, gdzie emitenci w relatywnie krótkim okresie

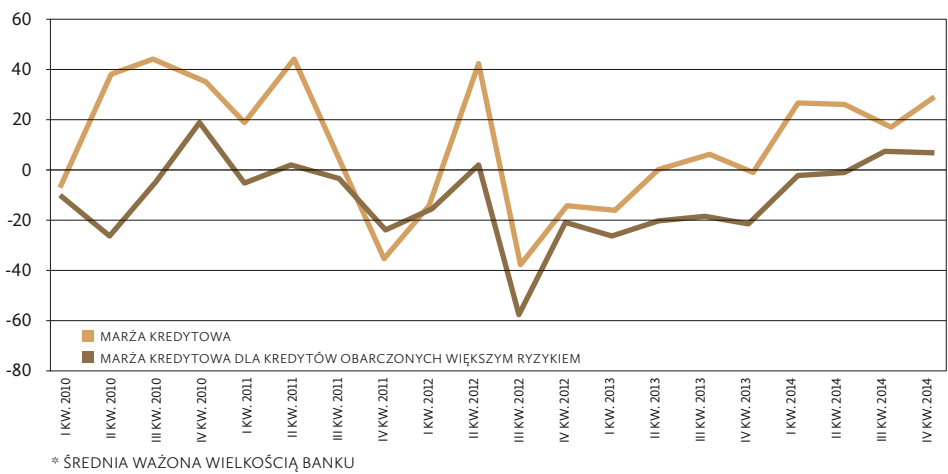
firm o słabszej kondycji finansowej, akceptując obniżkę jakości zabezpieczenia (ale w przypadku firm o mocnych fundamentach finansowych). Niestety dla inwestorów, można spodziewać się dalszego pogarszania warunków emisji obligacji, co w połączeniu z rekordowo niskimi stopami WIBOR oznacza także rekordowo niskie oprocentowanie samych

obligacji. Z drugiej strony niższe koszty finansowe oznaczają dla emitentów obligacji potencjalnie wyższą rentowność, co z kolei przekłada się na poprawę wskaźników zadłużenia i na bezpieczeństwo wierzycieli.

Emil Szweida

Emil Szweida

Odsetek banków deklarujących spadek marż kredytowych (w proc.) *



* ŚREDNIA WAŻONA WIELKOŚCIĄ BANKU
ŹRÓDŁO: NBP SYTUACJA NA RYNKU KREDYTOWYM I KW. 2015 R.

ARTYKUŁ PROMOCYJNY



SAMSUNG CHEF COLLECTION – PROFESJONALNE ROZWIĄZANIA AGD DLA PASJONATÓW SZTUKI KULINARNEJ

Kolekcja sprzętów Chef Collection została zaprojektowana we współpracy z Samsung Club des Chefs – globalną inicjatywą kulinarną, w skład której wchodzi wyróżnieni przez przewodnik Michelin szefowie kuchni.

Znaleźli się wśród nich m.in. Michel Troisgros, Elena Arzak i Davide Oldani. Byli oni źródłem inspiracji, doświadczeń i wiedzy, w oparciu o które inżynierowie Samsunga opracowali innowacyjne rozwiązania kuchenne. W Polsce kolekcję Samsung Chef Collection wspiera Wojciech Modest Amaro, którego Atelier, jako jedyne w historii kraju otrzymało Gwiazdkę Michelin – wyróżnienie przyznawane przez prestiżowy przewodnik kulinarny. Idea produktów Chef Collection wpisuje się w filozofię profesjonalnych kucharzy, zapewniając najdoskonalsze warunki na każdym etapie przygotowywania potraw – od przechowywania składników, gotowania aż do serwowania perfekcyjnych dań.

- Urządzenia Chef Collection umożliwiają m.in. precyzyjną kontrolę temperatury, są intuicyjne w obsłudze, a nowa zmywarka Samsung WaterWallTM zapewnia idealną czystość naczyń.
- W skład europejskiej edycji tej najnowszej linii urządzeń wchodzi:
 - lodówka Kitchen Fit, która gwarantuje doskonałą świeżość przechowywanych w niej produktów, dzięki funkcji Precise Chef CoolingTM;
 - piekarnik Gourmet Vapour Cook z intuicyjnym kolorowym ekranem dotykowym LCD i możliwością sterowania przez Wi-Fi;
 - płyta indukcyjna ze stylowym wyświetlaczem płomieni Virtual Flame wizualizującym poziom mocy i ułatwiającym precyzyjne ustawienie temperatury;
 - zmywarka Samsung WaterWallTM, myjąca naczynia za pomocą potężnej ściany wody, która dociera we wszystkie zakamarki urządzenia;
 - w skład linii produktów Chef Collection wchodzi także okap z funkcją AirClean oraz piekarnik kompaktowy z funkcją mikrofal.



MIKROPRZEDSIĘBIORCY OCZEKUJĄ WZROSTU OBROTÓW

Prowadzący działalność gospodarczą umiarkowanie oceniają perspektywy wzrostu gospodarki – wynika z badań nastrojów wśród mikrofirm, przeprowadzonych w I kw. 2015 r. Zdecydowanie więcej optymizmu widać w formulowanych przez najmniejszych przedsiębiorców prognozach oraz w planach inwestycyjnych. Odsetek firm chcących inwestować należy do najwyższych w historii badania.

Zazwyczaj pierwszy kwartał przynosi poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców, ale nie zawsze można mówić o entuzjzmie. Tymczasem wyniki badania, przeprowadzonego między 19 lutego i 19 marca na grupie 1000 osób prowadzących działalność gospodarczą, pokazują, że przedsiębiorcy spodziewają się naprawdę dobrego roku.

Bez wiary nie ma sukcesu

Przekonanie o własnych możliwościach i o powodzeniu prowadzonego biznesu jest konieczne, aby odnieść sukces. I najmniejsi przedsiębiorcy wiary we własne siły nie tracą nawet w najgorszych momentach. Według danych GUS, w ostatnich latach najgorszy dla małych firm był rok 2012. Wtedy po raz pierwszy od 2009 r. średnie przychody na firmę zatrudniającą do 9 osób spadły.

Jednak, jak wynika z badań nawet w 2012 r. odsetek przedsiębiorców przekonanych, że uda się zwiększyć przychody ich firm, był większy od grupy pesymistów. Oczywiście, można mówić, że najmniejsi przedsiębiorcy nie są w stanie we właściwy sposób ocenić sytuacji gospodarczej albo po prostu wielu z nich się myli, licząc na zwiększenie przychodów nawet wtedy, kiedy gospodarka zwalnia. Ale ten optymizm, który cechuje tę grupę firm, czyni z niej potężny i znaczący z punktu widzenia całej gospodarki stabilizator. Trzeba bowiem pamiętać, że uruchomienie i prowadzenie firmy wiąże się z wydatkami – bo trzeba opłacić kontrahentów, pracowników, zakupić potrzebne materiały czy urządzenia, inwestować. Gdyby nagle tak ogromna liczba przedsiębiorstw (wg REGONU jest ich grubo ponad 2,9 mln) ograniczyła te wydatki, byłby to potężny cios dla całej gospodarki. Powiedzmy wprost – fakt, że pan Kowalski, prowadzący niewielki sklepik osiedlowy, ograniczy wydatki na paliwo o 25 proc. z obawy o przyszłość swojego biznesu, nie zrobi różnicy żadnemu z koncernów paliwowych. Gdyby jednak ponad 520 tys. właścicieli sklepów detalicznych ograniczyło wydatki na paliwo, szefowie tych koncernów zapewne zaczęliby liczyć straty. Zwłaszcza, jeśli przy okazji sklepikarze wymusiłby oszczędności przy zakupie paliw na członkach najbliższej rodziny, którzy korzystają np. z drugiego auta w gospodarstwie domowym.

Jednak fakt, że najmniejsi przedsiębiorcy nigdy nie tracą ducha, powoduje, że nie notujemy takich gwałtownych skoków. Ani w wydatkach na paliwo, ani w zakupach inwestycyjnych, ani także w popycie na kredyt. Choć poszczególne małe firmy rodzą się i upadają, to mikrop przedsiębior-

stwa jako grupa są bardzo solidne i pewne. W rezultacie dochodzi do sytuacji, kiedy większe firmy – czy to ze względu na przeinwestowanie w okresie prosperity, czy z powodu mocnego spadku przychodów, czy też ze względu na zalecenia napływające z zagranicznych central, które dzięki zwiększonemu oszczędnościom na jednym rynku chcą zrównoważyć straty na innym – ograniczają zakupy, oddłużają się czy zwalniają pracowników, małe firmy żyją i operują we własnym rytmie, dość luźno związanym z ogólną koniunkturą.

I ten sposób działania przynosi efekty, co widać choćby po danych o stałym wzroście przychodów. Jeśli jednak przyjrzeć się dokładniej strukturze najmniejszych firm, łatwo zrozumieć, czemu ogólna sytuacja gospodarcza w ograniczony sposób przekłada się na mikrofirmy. Wiadomo bowiem, że jeśli rośnie bezrobocie i ludzie mają mniej pieniędzy, to mogą ograniczyć zakupy. Ale trudno sobie wyobrazić, że w ogóle przestaną kupować w osiedlowym sklepiu, prowadzonym przez Kowalskiego. Klienci być może rzadziej będą korzystać z usług fryzjera, ale nie przestaną dbać o fryzurę.

Poza tym spowolnienie gospodarcze często kreuje zachowania, które działają pozytywnie na małe przedsiębiorstwa. Na przykład spadek wartości złotego w 2009 r. uderzył w importerów, ale sprawił, że producenci lokalni oraz eksporterzy znaleźli się w lepszej sytuacji. Mniejsza zasobność portfela powoduje np., że klienci częściej niż dawniej naprawiają sprzęty AGD, rzadziej zmieniają auta, a częściej bywają w warsztatach albo wybierają tańsze, sprowadzane z zagranicy. To jest pole działania mikrofirm, które dzięki kryzysowi często zyskują więcej klientów. Trzeba tylko zwiększonemu popytowi na towary czy usługi poddać, co wiąże się zwykle z częścią pracą ewentualnie wymaga nakładów czy zwiększenia zatrudnienia, na czym korzysta cała gospodarka.

Oczywiście, jest i druga strona medalu. Mikrofirmy, które mniej niż duże organizmy przejmują się dekonunkturą, zachowują podobny dystans do okresów przyspieszonego wzrostu gospodarczego. Schemat jest podobny – większa zasobność portfela nie zwiększa dramatycznie wartości zakupów w sklepiu osiedlowym, nie powoduje, że klienci w salonie fryzjerskim stawiają się codziennie.

Dlatego kiedy poprawia się koniunktura, małe firmy nadal stabilizują gospodarkę, ale tym razem nieco spowalniając jej wzrost.

Wydatki inwestycyjne w górę

Spśród ankietowanych przedsiębiorców tylko niespełna co czwarty deklaruje, że nie zamierza w tym roku ponosić żadnych wydatków na środki trwałe. Pozostali przyznają, że zastanawiają się nad inwestycjami. Jak zwykle, najbardziej pożądanym przez osoby prowadzące mikrofirmy środkiem trwałym jest samochód – plany zakupu auta ma 34,3 proc. ankietowanych. Uwagę zwracają jednak pozostałe pozycje na liście planowanych wydatków. Aż 22,7 proc. ankietowanych zamierza zakupić sprzęt potrzebny do działalności gospodarczej, zaś 18,4 proc. chce zainwestować w maszyny. To oznacza, że albo urządzenia wykorzystywane w najmniejszych firmach już się wyczerpały i konieczna jest ich wymiana, albo przedsiębiorcy po prostu przygotowują się do obsługi większej liczby zleceń i zamówień, albo – co najbardziej prawdopodobne – w grę wchodzi oba te czynniki jednocześnie.

Ciągle na wysokim poziomie utrzymują się plany zakupu lub budowy nieruchomości. Aż 13,1 proc. przedsiębiorców zamierza wydać pieniądze na ten cel. 9 proc. badanych chce zakupić wyposażenie biura.

Inwestycje na kredyt

Bez wątpienia jednym z głównych sposobów finansowania wydatków na środki trwałe będzie kredyt bankowy. Tylko niespełna 28 proc. uczestników badania nie planuje korzystać z tego rodzaju finansowania zewnętrznego.

Duże zainteresowanie kredytem obrotowym lub w rachunku nie dziwi, jako że

ten rodzaj finansowania bankowego jest najpopularniejszy wśród najmniejszych przedsiębiorstw. Na dodatek korzystają z niego nawet ci, którzy nie mają planów inwestycyjnych, traktując ten rodzaj pożyczek jako źródło płynności przedsiębiorstwa. Jednakże wysokie, bo przekraczające 31 proc. odsetek zainteresowanych kredytem inwestycyjnym robi wrażenie. Zwłaszcza jeśli dodać do tej grupy jeszcze 8,6 proc. badanych, którzy chcą skorzystać zarówno z kredytu w rachunku lub obrotowego, jak i inwestycyjnego. To oznacza, że łącznie ponad 40 proc. badanych chce w tym roku udać się do banku po kredyt inwestycyjny.

Zatrudnienie może wzrosnąć

Dobre nastroje przedsiębiorców powodują, że nie tylko myślą oni o inwestycjach, ale także o zwiększeniu zatrudnienia. Przyjęcie nowych pracowników rozwiązało aż połowa ankietowanych. To bardzo dużo, zwłaszcza, że jednoosobowych działalności gospodarczych w Polsce jest ponad 2,9 mln. Gdyby połowa z nich przyjęła po jednym nowym pracowniku, liczba bezrobotnych (na koniec lutego było w urzędach pracy było zarejestrowanych 1,9 mln osób bez pracy) zmalałaby o ponad 75 proc.

Tych, którzy nie mają w planach żadnych w zmian zatrudnienia, jest nieco mniej, bo 49 proc. Bardzo ważne jest także to, że tylko 1 proc. badanych przyznało się do zamiarów zredukowania zatrudnienia w swojej firmie.

Należy jednak zaznaczyć, że kiedy prowadzący najmniejsze firmy mówią o planach zwiększenia zatrudnienia, faktycznie mają na myśli możliwość przyjęcia nowych pracowników a nie dobrze przemysłany zamiar. Część przedsiębiorców, którzy liczą na wzrost wpływów może się obawiać, że nie podola zwiększonej liczbie zamówień bez zwiększenia zatrudnienia. Jednak z upływem czasu niektórzy stwierdzają, że dzięki cięższej pracy są w stanie obsłużyć większą liczbę klientów, a inni, rzeczywiście, przyjmują nowych pracowników.

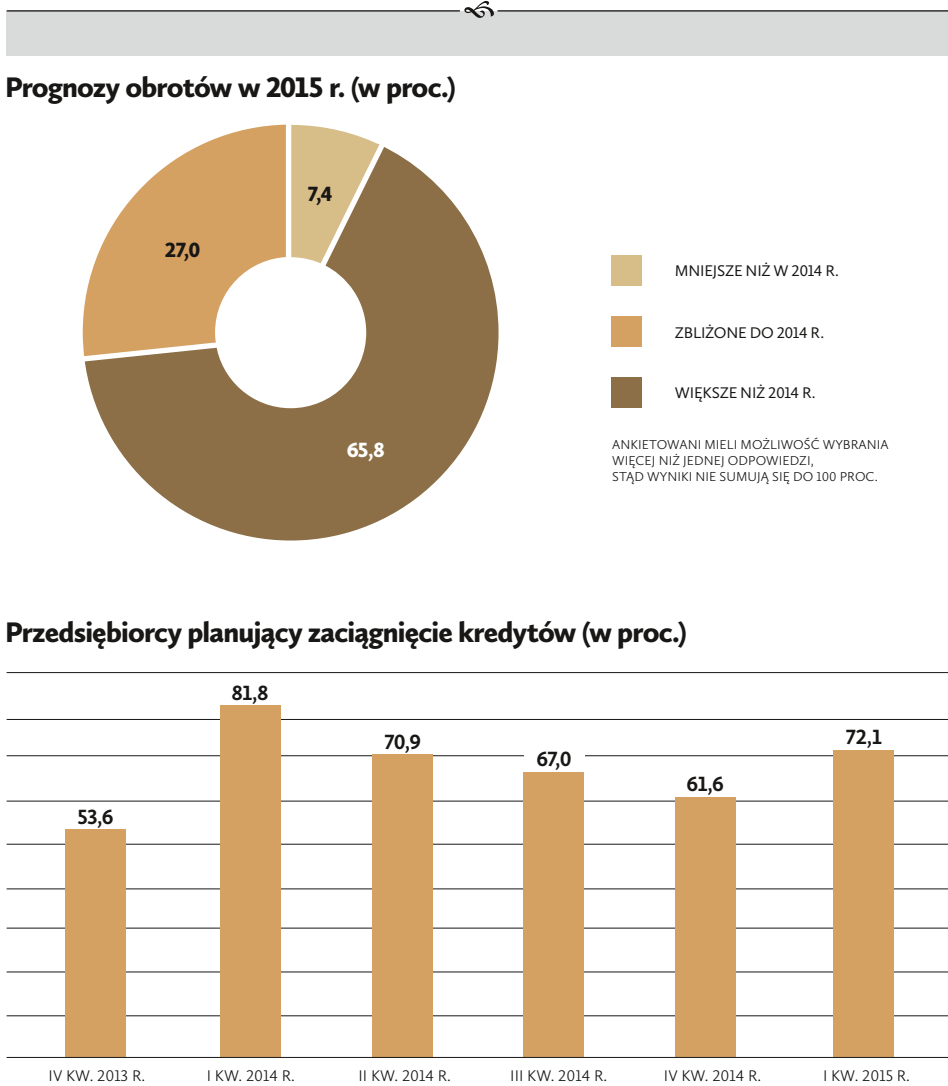
O wiele bardziej przemyślane są deklaracje przedsiębiorców, którzy już mają pracowników. Tutaj zaś jeszcze wyraźniej widać wzrost skłonności do zwiększania zatrudnienia. Aż 53 proc. respondentów spośród zatrudniających pracowników deklaruje chęć przyjęcia nowych osób. 43 proc. zamierza utrzymać zatrudnienie bez zmian, zaś z koniecznością redukcji załogi liczy się niespełna 2 proc. Innym dowodem na dobre nastroje wśród przedsiębiorców są plany dotyczące zmian cen oferowanych produktów czy usług. W sytuacji, kiedy firma radzi sobie gorzej ich właściciele mają większą skłonność do redukcji ceny, aby pozyskać nowych lub utrzymać starych odbiorców. Jeśli jednak kondycja przedsiębiorstwa jest dobra a sytuacja na rynku, na którym działa dana firma, korzystna, przedsiębiorcy starają się podnieść cenę. W I kw. taki zamiar zadeklarowało 20 proc. ankietowanych. Podobny wynik można było zaobserwować tylko w badaniu przeprowadzonym w IV kw. 2014 r.

Z koniecznością redukcji cen liczy się tylko 5 proc. prowadzących najmniejsze firmy. Tak niewielu chętnych do obniżki cen nie było od dawna i to mimo faktu, że w gospodarce mamy do czynienia ze spadkiem cen. Wprawdzie deflacja w Polsce utrzymuje się od lipca 2014 r., jednak ostatnio doszło do jej pogłębienia.

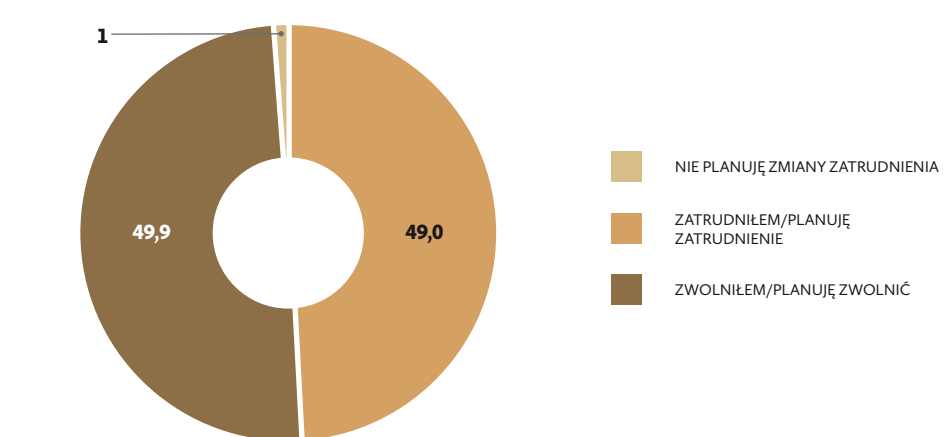
Jednocześnie osoby planujących podwyżki cen jest stosunkowo dużo – więcej skłonnych do podwyżek było tylko w IV kw. 2014 r. Wówczas jednak było prawie tyle samo przedsiębiorców, rozważających obniżkę cen. Najwyraźniej początek nowego roku oddalił obawy sporej grupy przedsiębiorców przed koniecznością zredukowania stawek za swoje produkty czy usługi.

Ostrożne oceny perspektyw gospodarki

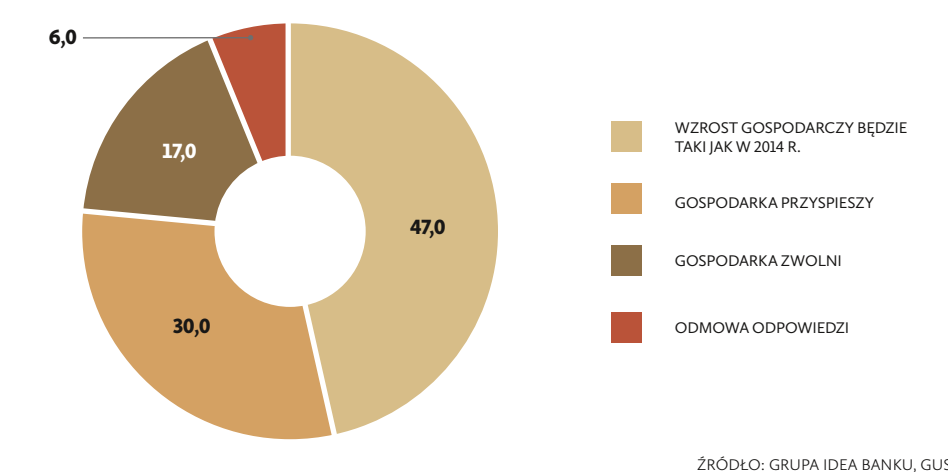
Na te firm słabo wypadają formulowane przez najmniejszych przedsiębiorców prognozy dotyczące rozwoju gospodarki. Optymistów, którzy liczą na przyspieszenie wzrostu PKB w tym roku jest 30 proc. To odsetek zbliżony do poziomu notowa-



Plany dotyczące zatrudnienia (w proc.)



Prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego w 2015 r. (w proc.)



nego w II połowie ubiegłego roku, kiedy wyraźnie było schłodzenie oczekiwań przedsiębiorców co do rozwoju sytuacji gospodarczej.

Zdecydowanie największą grupę (aż 47 proc. respondentów) stanowią osoby, spodziewające się wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego. Negatywne oceny co do rozwoju gospodarczej formułują aż 17 proc. ankietowanych.

Jednak tylko pozornie prognozy właścicieli najmniejszych firm w dużej części pokrywają się z szacunkami ekonomistów (np. w budżecie na 2015 r. wzrost PKB wpisany jest na poziomie 3,4 proc., tymczasem według wstępnego szacunku GUS, w 2014 r. gospodarka urosła o 3,3 proc.). Przedsiębiorcy, oceniając perspektywy gospodarki, mówią raczej o sytuacji na rynkach, na których działają, a także o swoim ogólnym postrzeganiu sytuacji w kraju, toteż oczekiwanie stabilizacji wzrostu oznacza, że najwyraźniej nie widzą symptomów wyraźnego polepszenia lub pogorszenia lokalnej koniunktury.

Warto zwrócić uwagę, że te stosunkowo ostrożne prognozy na temat rozwoju gospodarki w 2015 r. są... jeszcze gorsze od formulowanych w IV kw. 2014 r.

Marek Siudaj

Marek Siudaj



CERTYFIKATY ZAMIAST KOMERCYJNYCH OBIEKTÓW

Capital Park przymierza się do drugiej już emisji certyfikatów funduszu zamkniętego. Ich posiadacze będą zarabiać na wynajmie posiadanych przez fundusz nieruchomości komercyjnych.

Coraz niższe stopy procentowe nie pozostają bez wpływu na oprocentowanie lokat bankowych oraz obligacji korporacyjnych (oprocentowanie większości z nich oparte jest na wysokości stawki WIBOR). Dla osób przyzwyczajonych do dochodów z kapitału pewnym rozwiązaniem mogą być dochody z najmu. Jednak rentowność najmu mieszkań również pozostaje skromna (4-4,5 proc. rocznie), a do tego wymaga aktywnego zarządzania (odnawianie umów, odświeżanie mieszkań). Alternatywą może być inwestycja w lokale handlowe i ich wynajem, ale inwestycje te oznaczają zwykle konieczność zaangażowania istotnych środków przy znaczącym ryzyku związanym de facto z kondycją finansową najemcy lokalu.

Pewną formą rozwiązania tego ostatniego dylematu może być inwestycja w fundusz zarządzający nieruchomościami komercyjnymi na wzór tego, jaki w 2014 r. stworzył Capital Park wspólnie z Open Finance i Noble Securities. Do funduszu wniesiono 39 pracujących nieruchomości komercyjnych (handlowych), a certyfikaty zaofiarowano indywidualnym nabywcom. W 2014 r. ich posiadacze mogli cieszyć się 7-proc. zwrotem z zainwestowanego kapitału w postaci dywidendy wypłacanej im przez fundusz.

– Chcemy wprowadzić certyfikaty do obrotu na giełdzie, co mogłoby stać się w okolicach wakacji – powiedział Michał Kościuszko, członek zarządu Capital Park w rozmowie z Private Banking.

Dodał, że deweloper pracuje nad stworzeniem nowego funduszu zamkniętego. – Jego konstrukcja będzie zbliżona do pierwszego funduszu. Wnieśliśmy do niego nieruchomości handlowe, ale także biurowiec Racławicki, który zapewni stałe dochody – powiedział nasz rozmówca.

Jednak ze względu na spadek stóp procentowych oczekiwana stopa zwrotu w postaci wypłacanej co pół roku dywidendy wyniesie 5-6 proc. w skali roku. Dodatkowo posiadacze certyfikatów będą mogli korzystać ze wzrostu wartości nieruchomości w czasie, co powinno być odzwierciedlone w giełdowym wycenie certyfikatów, gdy trafią one do notowań na GPW.

Warto także dodać, że czynsze najmu wyrażone są w euro, zatem wysokość dywidendy zależna jest także od notowań pary walut EUR/PLN.

Certyfikaty będą oferowane w emisji prywatnej, a prognozowana wartość minimalnej inwestycji nie powinna różnić się od tej znanej z pierwszej edycji, gdy wynosiła równowartość 50 tys. euro. Wartość certyfikatów dostępnych w ramach emisji szacowana jest na 60 mln zł. Certyfikaty nie są ograniczone czasowo, jest to więc produkt rentierski o nieokreślonym czasie trwania. Wzorem pierwszej edycji Capital Park prawdopodobnie zachowa pewną część certyfikatów dla siebie, co będzie ręką mianą właściciela (bo właścicielskiego) zarządzania dla pozostałych uczestników funduszu.

Emil Szweba

Emil Szweba

CORAZ CIEKAWSZE OSIEDLA W OFERCIE DEWELOPERÓW

Konkurencja pomiędzy deweloperami sprawia, że coraz częściej przygotowują oni projekty niestandardowe, bo wyłamujące się z ram nieruchomości mają większe szanse na znalezienie nabywców niż przeciętne, ginące w tłumie innych.

W wielu miastach Polski można już kupić mieszkanie na osiedlu w stylu skandynawskim, śródziemnomorskim, nawiązujące do branży kinowej lub...przebrane pod potrzeby osób starszych. Home Broker podaje przykłady takich inwestycji, ale trzeba zaznaczyć, że to zaledwie wycinek całości, bo firmy projektujące i realizujące osiedla są coraz bardziej kreatywne.

Japońskie ogrody są w modzie

W pobliżu wrocławskiej starówki, przy ul. Jedności Narodowej wyróżniać się będzie inwestycja przygotowana przez firmę Instrem. To dwa budynki mieszkalne, które zastąpiły działające od 1945 r. do lat 90. kino Pionier. Deweloper pozostawił jednak historyczną nazwę, a klimatem inwestycji nawiązał do przeszłości miejsca.

Elewacja frontowa na przypominać taśmę filmową, a do kształtu dawnego kina nawiązuje układ budynków.

Zupełnie inne doznania oferują zlokalizowane w Krakowie Apartamenty Sowiniec (deweloper Wawel Service). Wyróżniają je ogrody w stylu japońskim, które będą przynależać do mieszkań na parterze. Każdy będzie miał małą fontannę lub wodospad, bo woda jest nieodłącz-



FOT: THINKSTOCK

nym elementem japońskich ogrodów. Dla osób prowadzących zdrowy tryb życia zachęta będzie bez wątpienia fakt, że wiele mieszkań ma pomieszczenie przeznaczone na domową siłownię lub odnowę biologiczną. Dodatkowo, w cenie mieszkania kupujący dostaną projekt wnętrza.

Japoński ogród będzie też atrakcją zlokalizowanego w pobliżu śluzewieckich torów wyścigów konnych osiedla Sakura (z japońskiego „kwiat wiśni”). Ogród będzie utworzony na wewnętrznej dziedzińcu i będzie miał ponad 4 tys. mkw. powierzchni.

Ale charakter osiedla nie musi wiązać się z luksusem. Na warszawskich Włochach powstałe Miasteczko Rubikon – osiedle składające się głównie z tzw. mikroapartamentów, czyli niewielkich mieszkań o powierzchni ok. 20 mkw. Łącznie w inwestycji mają być 242 mieszkania jedno-



FOT: THINKSTOCK

W stronę rzeki

Wrocławscy deweloperzy coraz częściej spoglądają na Odrę i mają pomysły na zagospodarowanie jej nabrzeża. Jedną z ciekawiej realizowanych idei jest Olimpia Port dewelopera Archicom. Inwestycja przypomina krakobraz takich miast jak Zurych, gdzie na całej długości rzeki Limmat są mieszkania.

Na zupełnie inny pomysł wpadła firma Edificio, która na warszawskich Włochach wybudowała jeden z pierwszych w Polsce wielorodzinnych budynków pasywnych. Mieszkania mają m.in. rekuperatory do wymiany powietrza, trzyszybowe szczelne okna, pompę ciepła i ogrzewanie podłogowe.

Według dewelopera będzie to oznaczać co najmniej ośmiokrotne obniżenie kosztów eksploatacyjnych. Inwestycja składa się z sześciu mieszkań, każde po ok. 100 mkw. Lokale mają balkony i ogródki, a na dachu budynku będą tarasy.

Ekolan wcześniej zrealizował inny ciekawy projekt – muzycznego osiedla Audiopolis. Gdzie cztery budynki noszą nazwy pochodzące od gatunków muzycznych (Blues, Rock, Soul i Jazz), a w ich wykonaniu wyraźnie widać nawiązanie do danego stylu.

Jednym z ciekawszych pomysłów na osiedle jakie znalazł Home Broker, jest budowane w Gliwicach osiedle dla seniorów. Mieszkania będą miały ułatwienia dla niepełnosprawnych, na osiedlu znajdzie się stółka z zapleczem dla cateringu oraz zakład rehabilitacyjny. Centrum 50+ ma obejmować dwa budynki mieszkalne po kilkadziesiąt lokali każdy.

Marcin Krasoń

Marcin Krasoń



MIŚ – TA GRUPA ZYSKUJE NA WARTOŚCI I POPULARNOŚCI

Początek roku przyniósł wzrost zysków funduszy małych i średnich spółek. Dostrzegają to klienci i wpłacają do nich coraz więcej pieniędzy.

W ostatnich miesiącach fundusze akcji polskich małych i średnich spółek znów zaczynają pokazywać wyniki wyraźnie lepsze niż fundusze akcji uniwersalnych. Od początku roku do końca marca średnio przyniosły 9,6 proc. zysku, podczas gdy w przypadku funduszy uniwersalnych jest to 6,4 proc. Polepszające się wyniki funduszy akcji małych i średnich spółek zaczęli też dostrzegać inwestorzy. Widać to po dodatnim od dwóch miesięcy saldzie wpłat i umorzeń do tej kategorii funduszy. Tylko w marcu przewaga nabyć nad umorzeniami, według szacunków serwisu Analizy Online, wyniosła 300 mln zł.

Lepszą koniunkturę w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na warszawskiej giełdzie odzwierciedlają giełdowe indeksy: WIG – wskaźnik szerokiego rynku, od początku roku zyskał na wartości 5,2 proc. Natomiast mWIG40, obrazujący sytuację w segmencie średnich spółek, wzrósł o 7,1 proc., zaś indeks najmniejszych spółek, sWIG80, zwiększył się o 11 proc.

Takie różnice w zachowaniu poszczególnych indeksów nie są niczym nadzwyczajnym. W połowie 2007 r. u szczytu hossy, sWIG80 w skali roku notował wzrost o ponad 150 proc. W tym czasie mWIG40 mógł się pochwalić zwrotem rzędu 125 proc., a WIG nieco ponad 60 proc. Wiosną 2004 r. zdarzyło się nawet, że roczna stopa zwrotu z indeksu małych spółek przekroczyła 200 proc., podczas gdy w przypadku średnich spółek było to niespełna 100 proc., a WIG-u ponad 70 proc.

Podczas spadków zarówno „maluchy” jak i „średniaki” także wyprzedażają WIG, notując większe straty, choć wówczas różnice wyrażane w punktach procentowych nie są już tak duże. Jak pokazuje wykres, podczas wzrostów indeksy małych i średnich spółek rosną szybciej niż WIG, i na odwrót, podczas spadków zazwyczaj tracą więcej.

Szansa na potencjalny zysk znacznie przekraczający zwykłe (uniwersalne) fundusze akcji polskich spowodowała, że 8-9 lat temu w szybkim tempie zaczęło przybywać funduszy specjalizujących się w inwestowaniu wyłącznie w akcje małych i średnich firm. Obecnie w ofercie krajowych instytucji jest



FOT.: THINKSTOCK

ich już 23. Szczyt zainteresowania fundusze przeżywały pod koniec 2006 r. i w pierwszej połowie 2007 r. Zdarzyło się wówczas nawet, że tylko w jednym miesiącu, w maju 2007 r., przewaga wpłat nad umorzeniami przekroczyła 2 mld zł. Najlepszą reklamą dla nich były wówczas wyniki, które przeciętnie były dwa razy wyższe niż w przypadku funduszy uniwersalnych. W szczycie hossy, czyli w połowie 2007 r., podczas gdy fundusze uniwersalne mogły pochwalić się średnią roczną stopą zwrotu sięgającą 60 proc., fundusze małych i średnich spółek notowały wynik na poziomie 120 proc.

Istotnym ryzykiem w przypadku funduszy MiŚ jest fakt, że na GPW zdecydowana większość obrotu koncentruje się na dosłownie kilku, kilkunastu największych spółkach, jak KGHM, PKO BP, PZU, Orlen czy Pekao. Wystarczy porównać średnie obroty generowane akcjami spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, które w ostatnim roku średnio na sesję wynosiły niemal 640 mln zł, ze średnimi obrotami generowanymi na indeksie mWIG40, które przekraczają 121 mln zł na sesję. Dla sWIG80 jest to jeszcze mniej – nieco ponad 29 mln zł na sesję.

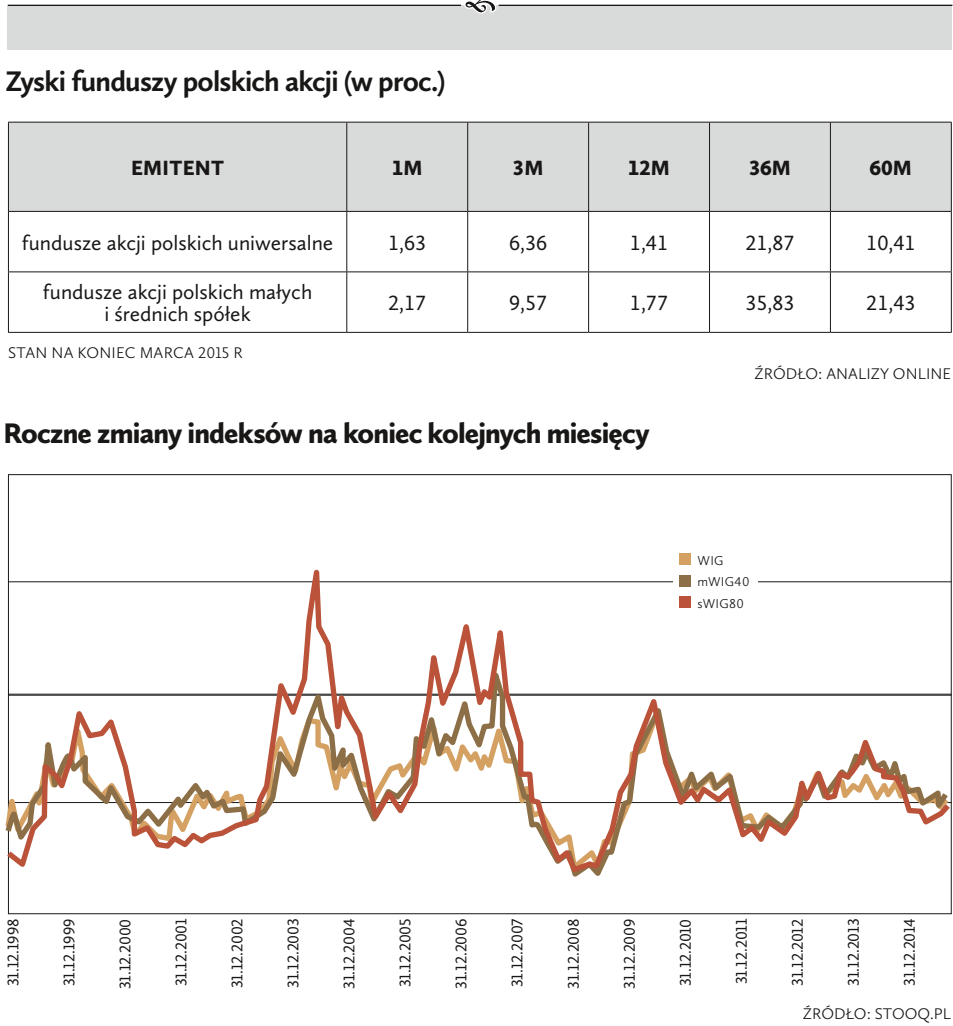
To porównanie w dużym stopniu tłumaczy fenomenalne zyski funduszy MiŚ w latach 2006 i 2007. Miliardowe napływy gotówki zarządzający musieli przecie-

lokować zgodnie ze statutem funduszy, czyli w akcje małych i średnich spółek. Ten rynek nie był i nie jest tak tyle płynny, żeby sprawnie zaabsorbować tak znaczny kapitał. Wystąpił więc efekt samonakręcającej się spirali, która wywindowała kursy akcji. Wraz z załamaniem na rynkach akcji i nadejściem bessy fundusze akcji małych i średnich spółek szybko, o wiele szybciej niż fundusze uniwersalne, oddały zyski, zamieniając je w pokasne, sięgające średnio nawet 60 proc. straty, w czym nieznacznie tylko, ale jednak, wyprzedziły fundusze uniwersalne.

Warto o tym wszystkim pamiętać, decydując się na ulokowanie pieniędzy w funduszu specjalizującym się w inwestowaniu w akcje małych i średnich spółek. Wielu ekspertów spodziewa się, że wraz z poprawą koniunktury giełdowej to właśnie takie spółki zyskają najbardziej, a początek tego roku daje powody do optymizmu i wydaje się potwierdzać tę tezę. Warto przy tym jednak pamiętać, żeby nie opierać swego portfela wyłącznie na MiŚ-ach. Z racji większego ryzyka, powinny one stanowić tylko uzupełnienie portfela inwestycyjnego.

Bernard Waszczyk

Bernard Waszczyk



ETF-Y NIEWYKORZYSTANĄ SZANSĄ NA GIEŁDOWE ZYSKI

Choć w porównaniu z klasycznymi funduszami akcji są tańsze i bardziej zyskowne, zdecydowanie nie można powiedzieć, żeby spotkały się z dużym zainteresowaniem ze strony polskich inwestorów.

Miesięczne obroty trzema dostępnymi na warszawskiej giełdzie ETF-ami (na WIG20, S&P500, DAX) to zaledwie kilka milionów złotych. W marcu podliczono je na 32,7 mln zł, co było najlepszym rezultatem od lutego 2012 r. Wygląda to bardzo mizernie, zwłaszcza na tle obrotów na rynku akcji, które sięgają kilkunastu miliardów złotych miesięcznie.

Na świecie od wielu lat jest to jednak bardzo popularna forma inwestowania, przynosząca wymierne korzyści, zwłaszcza w porównaniu z inwestowaniem w zwykłe fundusze akcyjne. Dość powiedzieć, że tylko amerykański rynek ETF to ponad 2 bln dol. Tymczasem aktywa netto Lyxor ETF WIG20 to 17,5 mln euro.

Z innych ciekawych danych dla amerykańskiego rynku, zbieranych i prezentowanych przez Standard&Poor's wynika, że w latach 2000-2013 odsetek funduszy akcji dużych spółek, którym udało się pobić benchmark w postaci indeksu S&P500, tylko trzykrotnie przekroczył 50 proc. Z tego wynika, że w pozostałych latach większość z nich przynosiła mniejsze stopy zwrotu niż wynikałoby to ze zmian wartości samego indeksu. Nie inaczej jest w przypadku polskich funduszy akcji. Tutaj również większości z nich nie udaje się pobić benchmarku, dla których zazwyczaj jest to indeks WIG.

Statystyki te wskazują na wyraźną przewagę funduszy indeksowych nad klasycznymi funduszami inwestycyjnymi akcji. Mimo to, ETF-y nie zdołały podbić serc polskich inwestorów.

Przy pierwszym zetknięciu się z ETF-ami zwraca uwagę ich podobieństwo do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Nie w tym dziwnego, bo przecież ETF to rodzaj funduszu. Od tych tradycyjnych różni się przede wszystkim czterema cechami. Po pierwsze, jest zarządzany pasywnie, czyli wiernie odzwierciedla zmiany cen jakiejś grupy aktywów. Z tego wynika druga cecha, czyli niższe niż w tradycyjnych fundu-

szach koszty związane z inwestowaniem. Nie ma tu opłat dystrybucyjnych, a opłaty za zarządzanie są zdecydowanie mniejsze, sięgają zaledwie kilka dziesiątych procent, podczas gdy w funduszach zarządzanych aktywnie może ona być kilkukrotnie wyższa. Po trzecie, portfel każdego ETF-u jest bardzo precyzyjnie określony. Jeśli mamy do czynienia z ETF-em na określony indeks giełdowy, to w jego portfelu znajdują się wyłącznie aktywa wchodzące w skład tego indeksu lub instrumenty wiernie odzwierciedlające zmiany tego indeksu. Fundusze akcji czy obligacji mogą zaś w swych portfelach mieć taki zestaw papierów, którego wartość może zmieniać się w zupełnie nieoczekiwany sposób. Po czwarte wreszcie, inwestycja w ETF charakteryzuje się bardzo wysoką płynnością. Ich jednostki są notowane na giełdach i można je sprzedawać i kupować w dowolnym momencie każdego dnia po bieżącej cenie rynkowej. Procedura zakupu i umarzania jednostek otwartych funduszy inwestycyjnych jest znacznie dłuższa i bardziej skomplikowana, nie daje też możliwości natychmiastowego reagowania na zmiany sytuacji rynkowej.

Przed wszystkim jednak podstawą atrakcyjności ETF-ów jest to, że dają każ-

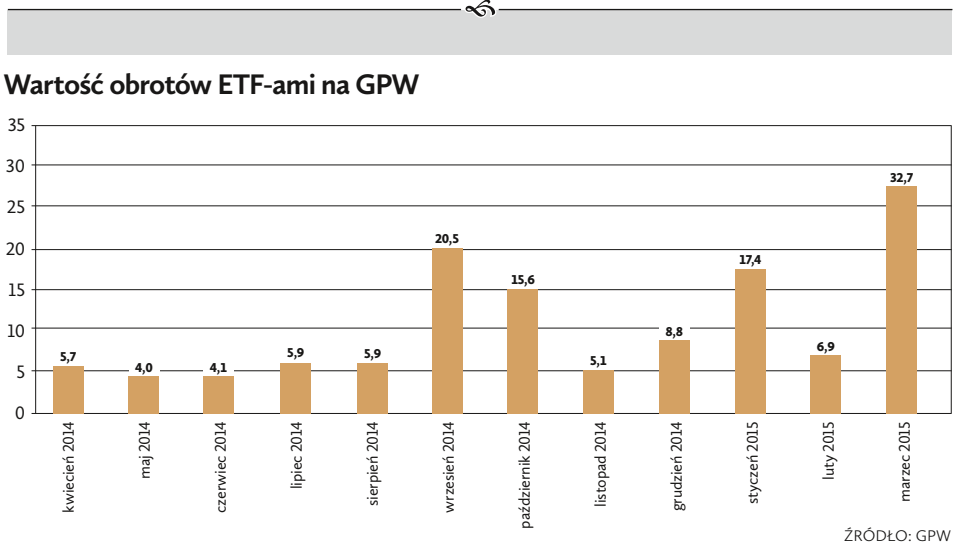
demu, nawet najmniejszemu inwestorowi, możliwość uczestniczenia w zmianach notowań na rynkach niedostępnych lub trudno dostępnych w sposób bezpośredni oraz znacznie tańszy niż za pośrednictwem tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. W przypadku korzystania z ETF-ów nie ma barier geograficznych, ograniczeń wynikających z wysokiej minimalnej wielkości inwestycji na wielu rynkach, na przykład surowcowych czy walutowych, wysokiej minimalnej kwoty niezbędnej do

samodzielnego odtworzenia przez inwestora danego indeksu.

Pozostaje mieć tylko nadzieję, że wszystkie te zalety zostaną prędzej czy później przez polskich inwestorów dostrzeżone i popularność ETF-ów będzie rosła także u nas.

Bernard Waszczyk

Bernard Waszczyk



ZARZĄDZANIE MAJĄTKIEM WIDZIANE OKIEM PRAWNIKA

Kwestie podatkowe nie są i nie powinny być decydujące przy podejmowaniu decyzji związanych z zarządzaniem własnym majątkiem, takich jak wybór inwestycji czy sposób lokowania środków. Decydujące w tym zakresie są przede wszystkim kwestie ekonomiczne, jak chociażby analiza ryzyk związanych z takimi działaniami.

Niemniej jednak aspekty podatkowe poszczególnych decyzji biznesowych składają się ostatecznie na rentowność określonych działań. Tym samym warto przyrzeć się pewnym aspektom podatkowym związanym z zarządzaniem majątkiem przez osobę fizyczną.

(Nie)Jeden majątek

Pierwszą istotną kwestią jest fakt, że dla celów podatkowych majątek osoby fizycznej stanowiący dla niej z perspektywy ekonomicznej jedną całość, dla celów podatkowych efektywnie takiej jedności nie stanowi. Przepisy dotyczące podatku dochodowego od osób fizycznych wyróżniają bowiem osobne źródła przychodów, które dla celów podatku dochodowego stanowią odrębne, nieprzenikające się całości. Z perspektywy podatkowej należy bowiem osobno spojrzeć na dochody osiągane z działalności gospodarczej, a osobno na dochody z inwestycji kapitałowych (pomijając inne dochody dużo mniej istotne w perspektywie zarządzania majątkiem). To osobne spojrzenie dotyczy nie tylko sposobu raportowania do urzędu skarbowego, ale ma istotne znaczenie praktyczne dla opodatkowania dochodów takiej osoby. Przepisy wyraźnie stwierdzają bowiem, że straty podatkowe jednego źródła dochodów nie mogą być potrącane z dochodów pochodzących z innych źródeł. Nie jest więc możliwe łączenie rozliczenia podatkowe dochodów z działalności gospodarczej ze stratami z inwestycji kapitałowych i odwrotnie. Tym samym inwestowanie zysków z działalności gospodarczej poza tą działalnością prowadzić może do sytuacji, w której taki inwestor zapłaci wyższy podatek niż faktycznie osiągnięty przez niego w danym roku podatkowym zysk (w przypadku straty w jednej z tych działalności).

Inwestycje vs. spekulacje

Powyższa bariera nie występuje wyłącznie na poziomie poszczególnych źródeł przychodu. Jeszcze dalej jest ona posunięta w przypadku inwestycji kapitałowych. Analizując treść regulacji dotyczących rozliczenia podatkowego tych inwestycji nie trudno zauważyć, że cały system opodatkowania podatkiem dochodowym osób fizycznych powstał prawie 25 lat temu i przesiąknięty jest jeszcze myśleniem o inwestycjach kapitałowych charakterystycznym dla tamtych lat, a wręcz systemu sprzed 1989 r. Istotą tego myślenia jest przyjęcie, że inwestycje kapitałowe mają charakter krótkoterminowy i są skierowane wyłącznie na maksymalizację własnego zysku w możliwie krótkim czasie. Stanowią swego rodzaju działalność o charakterze spekulacyjnym (we właściwym, a nie pejoratywnym rozumieniu tego słowa).

Zgodnie z tym podejściem przepisy podatkowe dzielą dochody z inwestycji kapitałowych na szereg podgrup, z których chociaż wszystkie opodatkowane są podatkiem w wysokości 19 proc., to prawie każda opodatkowana jest nim oddzielnie. Oddzielnemu opodatkowaniu podlegają odsetki, gdzie podatek jest pobierany od kwoty przychodu bez możliwości pomniejszenia ich o koszty uzyskania tego przychodu (m.in. koszty prowadzenia rachunku bankowego, pośrednictwa domu maklerskiego na transakcjach i na obligacjach, etc.), jak też straty z innych inwestycji kapitałowych. Podobna zasada dotyczy dywidend.

Odrębnie od innych dochodów z inwestycji kapitałowych opodatkowane są także dochody z funduszy inwestycyjnych. Co więcej, w przypadku tych funduszy nie jest efektywnie możliwe rozliczenie straty poniesionej na inwestycjach w dany fundusz z innymi dochodami z inwestycji kapitałowych, w tym także z inwestycji w inne fundusze.

Jedynie w przypadku dochodów ze sprzedaży papierów wartościowych oraz dochodów z instrumentów pochodnych możliwe jest łączne opodatkowanie tych dochodów i tym samym potrącanie strat z jednych transakcji innymi.

W „filozofii” tych przepisów nie mieści się podejście, zgodnie z którym inwestycje kapitałowe są formą zachowania kapitału, źródłem finansowania dla innych przedsięwzięć. Takie zachowania inwestorów, z perspektywy ekonomicznej przecież pożądane, nie znajdują wsparcia w powyższych regulacjach.

Strukturyzacja inwestycji

Taka sytuacja powoduje, że nawet w ramach inwestycji kapitałowych trudno osiągnąć opodatkowanie tych dochodów w wysokości współmiernej do ekonomicz-



FOT.: THINKSTOCK

nego zysku danej osoby z tej działalności. Chociaż więc aspekty podatkowe, co do zasady, nie są podstawowe w podejmowaniu decyzji biznesowych, to mogą być istotne dla strukturyzacji przedmiotowej takiej działalności. Polityka inwestycyjna może bowiem uwzględniać taki klucz inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, aby zapewnić maksymalizację efektywności podatkowej inwestycji. Co więcej, możliwe jest także zbudowanie od-

powiedniej struktury podmiotowej tych inwestycji.

Powyższe problemy dotyczą bowiem wyłącznie inwestycji prowadzonych bezpośrednio przez osobę fizyczną. W przypadku prowadzenia tych inwestycji przez odpowiednio zbudowany wehikuł inwestycyjny możliwe jest wyeliminowanie powyższych komplikacji i doprowadzenie do sytuacji, w której opodatkowanie uzyskiwanych dochodów będzie współmierne

do efektywnej ekonomicznej stopy zwrotu osoby fizycznej z posiadanego przez tę osobę majątku.

Grzegorz Sprawka

Grzegorz Sprawka
doradca podatkowy
Senior Tax Manager w praktyce podatkowej kancelarii Domański Zakrzewski Palinka

NIE BIZNESMEN, ALE TEŻ UCZCIWY OBYWATEL

Obecnie trwają prace nad nowym Prawem działalności gospodarczej (które zastąpi Ustawę o swobodzie gospodarczej). Nowe rozwiązania w nim zawarte mogą być korzystne również dla osób nieprowadzących działalności gospodarczej, bo one również zostaną objęte przez niektóre nowe przepisy. Na przykład te, które trafią np. do Kodeksu postępowania administracyjnego.

Ministerstwo Gospodarki poinformowało, że założenia do Prawa o działalności gospodarczej – która ma być podstawowym aktem prawnym dla przedsiębiorców – zostały skierowane pod obrady Komitetu Stałego Rady Ministrów. Założenia są już po konsultacjach publicznych i uzgodnieniach międzyresortowych. Jak wynika z dokumentów, opublikowanych na stronach Rządowego Centrum Legislacji, przyjęcie zapisów korzystnych dla przedsiębiorców może mieć pozytywne skutki także dla osób, które nie prowadzą firm.

W projekcie założeń Prawa do działalności gospodarczej resort gospodarki zapisał zestaw zasad, którymi powinni kierować się przedsiębiorcy, ale przede wszystkim urzędnicy w stosunku do przedsiębiorców. Wśród nich jest znana z proponowanej przez Kancelarię Prezidenta w nowelizacji „starej” Ordynacji podatkowej zasada interpretowania niejasnych przepisów na korzyść podatnika, ale także inne – na przykład zasada domniemania uczciwości przedsiębiorcy,



FOT.: THINKSTOCK

zasada rozsądnych terminów (nakazująca załatwianie spraw w możliwie szybkim terminie), a także nakaz przedstawiania projektu decyzji administracyjnej.

W zestawie uwag, zgłoszonych w trakcie konsultacji międzyresortowych, w kilku

przypadkach resorty i urzędy zwracały uwagę, że wprowadzenie tych zasad wyłącznie w stosunku do przedsiębiorców spowoduje, że inne podmioty będą gorzej chronione także osób fizycznych – ma miejsce w przypadku projektu nowelizacji Ordynacji podatkowej. Chodzi np. o zaproponowany przez Kancelarię Prezidenta projekt wpisania do obecnie obowiązujących przepisów zasady rozstrzygania wątpliwości podatkowych na korzyść podatnika.

Prezydent Bronisław Komorowski nie ukrywał, że zgłasza ten projekt z myślą o przedsiębiorcach. Jednak faktycznie będzie on dotyczyć wszystkich podatników, czyli osób fizycznych. Fiskus – w razie problemów z interpretacją przepisów – będzie je musiał rozstrzygać na korzyść każdego podatnika.

przedsiębiorców nie może naruszać praw i wolności innych podmiotów.

Taka sama sytuacja – że zmiana przygotowana z myślą o przedsiębiorcach zwiększy ochronę także osób fizycznych – ma miejsce w przypadku projektu nowelizacji Ordynacji podatkowej. Chodzi np. o zaproponowany przez Kancelarię Prezidenta projekt wpisania do obecnie obowiązujących przepisów zasady rozstrzygania wątpliwości podatkowych na korzyść podatnika.

Prezydent Bronisław Komorowski nie ukrywał, że zgłasza ten projekt z myślą o przedsiębiorcach. Jednak faktycznie będzie on dotyczyć wszystkich podatników, czyli osób fizycznych. Fiskus – w razie problemów z interpretacją przepisów – będzie je musiał rozstrzygać na korzyść każdego podatnika.

Marek Siudaj

Marek Siudaj



2014 – ROK REKORDÓW NA GLOBALNYM RYNKU SZTUKI

Co roku ważnym momentem dla obserwatorów rynku sztuki jest publikacja rocznego podsumowania Artprice – największego światowego serwisu monitorującego branżę, opisującego fakty, liczby i trendy. Raport powstał we współpracy z Art Market Monitor of Artron, który zbiera dane z regionu azjatyckiego. Jak wygląda kondycja światowego rynku i dokąd zmierza jego segmentacja?

Zaczniemy od rewelacji: globalny rynek sztuki pobił rekordy obrotów z wynikiem 15,2 mld dol., co daje skok aż o 26 proc. w stosunku do roku poprzedniego. W ciągu ostatniej dekady zmiana wynosi niebagatelne 300 proc. Wynik jest tym bardziej imponujący, że obejmuje okres tąpnięcia rynku po kryzysie finansowym w 2008 r. i moment słabych nastrojów konsumentów po wahaniami na rynku chińskim w 2012 r. Oba spadki doskonale pokazuje wykres zmienności uśrednionego globalnego poziomu cen. Ujemna dynamika wzrostu w ujęciu kwartalnym jest szczególnie wyraźna we wspomnianych okresach: między 2008 a 2009 r. oraz w latach 2011-2012. Z diagramu odczytać możemy także, że uśredniony poziom cen zmienił się w ciągu dekady o 50 proc. w stosunku do bazowego roku 2004. W dużej mierze to zasługa chińskiej gospodarki, ale i intensyfikacji działań w najwyższej klasy segmentach zachodniego rynku sztuki. Wolumen sprzedaży pozostały stabilne względem wyników z poprzedniego roku, podobnie jak odsetek prac niesprzedanych na aukcjach, który od kilku lat na Zachodzie wynosi 37 proc., a w Azji 54 proc.

Chiny (z Hongkongiem i Tajwanem) wróciły na pozycję lidera, zdobywając 37,2 proc. udziału w globalnym rynku i osiągając obroty na poziomie 5,66 mld dol. (spadek o 5 proc. w ciągu roku, głównie za sprawą sztuki najnowszej). Na drugim miejscu uplasowały się Stany Zjednoczone z 21-proc. współczynnikiem wzrostu w stosunku do roku 2013 i 800 mln dol. dystansu do azjatyckiego rywala. Ostatnie miejsce na podium zajmuje Wielka Brytania (18,9 proc. udziału) z wynikiem „zaledwie” 2,87 mld dol. w obrotach aukcyjnych. Na kolejnych pozycjach ustawiły się: Francja, Niemcy, Szwajcaria, Włochy i reszta świata, która zagregowana do kategorii „inne” zajmuje na wykresie kołowym 5,3 proc. udziału.

By lepiej zobrazować skalę operacji na międzynarodowym rynku sztuki, przypomnijmy, że jeszcze kilka lat temu wartość polskiego szacowana była na 300-350 mln zł.

W 2014 r. nie padł ani jeden rekord ceny za sprzedane dzieło – do teraz najwyższą kwotę na aukcji uzyskano za tryptyk Francisca Bacona – 145 mln dol. (listopad 2013 r.), z kolei najdroższa sprzedaż prywatna to niedawna transakcja, w której nowego właściciela znalazła praca Paula Gauguina „Nafea Faa Ipoipo (When Will You Marry?)”. Jej wartość – 300 mln dol. ustanowiła w lutym tego roku nową poprzeczkę dla najdroższych dzieł sztuki w historii. Dla 2014 r. rekordowa była natomiast liczba transakcji aukcyjnych o wartości przekraczającej milion dolarów, czyli tzw. ultra-high end: było ich aż 1679, czyli aż cztery razy więcej niż dekadę wcześniej i dokładnie tyle, ile w latach 2004 i 2006 łącznie. Z kolei sprzedaży ponaddziesięciomilionowych było na świecie 116. O tym jak wysoka jest to liczba niech świadczy porównanie z rokiem 2005, w którym było ich jedynie 18. Za wzrostem w tym segmencie stoi powiększające się grono kolekcjonerów skłonnych kupować wymarzone obiekty po coraz wyższych cenach. Mowa tu nie tylko o słynnych zakupach dla katarskiego dworu (który prawdopodobnie

stoi za wieloma rekordami), ale i o elitach Stanów Zjednoczonych (tu rynek sztuki w 95 proc. skoncentrowany jest w Nowym Jorku), Europy, Dalekiego Wschodu oraz rozwijających się potencjałach Ameryki Łacińskiej, Rosji i Bliskiego Wschodu.

Wolumen sprzedaży katalizuje też coraz bardziej powszechna możliwość licytacji online i rosnące zaufanie do tej formy uczestniczenia w aukcjach nawet bardzo drogich obiektów. Badania wskazują na odbiorców starszego pokolenia (sic!), którzy internet i urządzenia mobilne wybrali jako najłatwiejszą i najważniejszą drogę pozyskiwania kolejnych obiektów kolekcji. Tablety i fablety to urządzenia najczęściej wykorzystywane w procesie zakupowym i, jak podkreśla Artprice, świetnie pasujące do stylu życia zamożnych seniorów. Najświeższe badania rynku w pierwszym kwartale 2015 r. wskazują, że z mobilnego internetu najchętniej korzystają osoby po pięćdziesiątce, wykonujące prestiżowe zawody.

Jeszcze innym powodem wzrostu rynku jest stopniowa ekspansja domów aukcyjnych Christie’s i Sotheby’s na rynkach azjatyckich. Oba operują w Hongkongu, Sotheby’s otworzył oddział w Pekinie, z kolei Christie’s w Szanghaju. Sukcesem okazała się też jego druga aukcja w Mum-baju, która przyniosła obrót na poziomie 12 mln dol. Sprzedano w niej aż 90 proc. obiektów z katalogu (o 44 pp powyżej azjatyckiej średniej!). To najlepsze świadectwo możliwości rynku Indii i jego wciąż niezaspokojonego popytu. Inna ciekawostka na temat zainteresowania sztuką na Dalekim Wschodzie to liczba powstających muzeów. Między 2000 a 2015 r. utworzono ich więcej niż w XIX i XX wieku łącznie. Ostatnie szacunki wskazują na to, że w rozwijających się prężnie regionach powstaje średnio jedno muzeum... dziennie.

Dwa równoległe światy

Obszerny raport przeciwstawia rynek międzynarodowy specyfice regionu chińskiego, jako osobnej kategorii, której właściwie nie da się porównać z globalnymi trendami świata zachodniego. Chodzi tu nie tylko o różne dynamiki wzrostu, ale nawet specyficzną segmentację. Podczas gdy w Europie i Stanach Zjednoczonych najlepiej sprzedają się zachodnie malarstwo i rzeźba, na wschodnim biegunie królują tradycyjne chińskie malarstwo i kaligrafia (84,2 proc. rynku). Analitycy podzielili rynek zachodni na: malarstwo, grafikę, rzeźbę, fotografię, rysunek i inne, a wschodni tylko na dwie kategorie: chińskie malarstwo i kaligrafię oraz malarstwo olejne i sztukę nowoczesną. Istnieje jednak zasadnicza zgodność co do okresów w sztuce: w obu przypadkach największy udział w sprzedaży ma sztuka współczesna. Na świecie za taką uważa się dzieła stworzone przez artystów urodzonych w latach 1860-1920, nie jak w Polsce, gdzie do tej grupy zalicza się jedynie prace wykonane po II Wojnie Światowej.

Szczegółowa segmentacja rynku zachodniego umożliwia bardzo dokładne śledzenie trendów i określanie jego potencjału: ze względu na szeroki wachlarz mediów, jak i rozbicie na pięć okresów: dawnych mistrzów, XIX wiek, sztuce współczesną, powojenną i nowoczesną. Sztuka dawna



WYSTAWA W BEYELER, BAZYLEA. PRACE FELUKSA GONZALEZA-TORRESA I JEAN-MICHELA BASQUIATA/FOT.: MAUIJOW

jest niezwykle rzadka i coraz trudnej o arcydzieła dostępne w otwartych ofertach – większość wytworzonych w tym okresie prac (mowa tu szczególnie o najlepszej klasy obiektach) należy już do muzealnych lub prywatnych kolekcji, których właściciele niechętnie pozbywają się precjozów. Kolekcjoner sztuki młodszej ma z założenia zgoła inny profil: jest bardziej podatny na mody i fluktuacje cen, często sprzedaje zakupione prace w średnim okresie, czego nie uświadczymy w przypadku kolekcjonera prac mistrzów urodzonych przed 1760 r. W 2014 r. segment Old Masters wygenerował zaledwie 6 proc. łącznych obrotów, a wolumenowo jedynie 4 proc. sprzedaży. Warto zaznaczyć, że leciwe dzieło sztuki wcale nie musi kosztować fortuny – aż 64 proc. prac tej kategorii kosztuje nie więcej niż 5 tys. dol.

Sztuka XIX-wieczna to w 2014 r. ponad miliard dolarów obrotów, czyli 12 proc. wartości całego rynku aukcyjnego. Lwią część przychodów generuje wspomniany lider – sztuka współczesna z wynikiem ponad 4-mld i najwyższym współczynnikiem prac ponadmilionowych. To obecnie najwyższy segment rynku, o czym świadczą może prawie 500 prac sprzedanych w 2014 r. o wartości przekraczającej milion dolarów. Wśród ich autorów przodują takie nazwiska jak: Francis Bacon, Alberto

de Monet, Qi Baishi, Alberto Giacometti i Zhang Daqian.

Obecność azjatyckich artystów w tych zestawieniach przestaje dziwić, chińscy twórcy coraz częściej mają znaczący udział w najważniejszych aukcjach nowojorskich. W 2014 r. w stolicy zachodniego świata sztuki sprzedano 29 prac Zhanga Daquiana, obrazy zmarłego w ubiegłym roku Chu Teh-Chuna sprzedają się za kilkumilionowe kwoty; milion przekraczają także ceny prac Zeng Fanzhiego. W Londynie natomiast popularnością cieszą się chińscy artyści: Ai Weiwei, Zao Wou-Ki czy wymieniony już Zeng Fanzhi.

O czym wskaźniki nie mówią

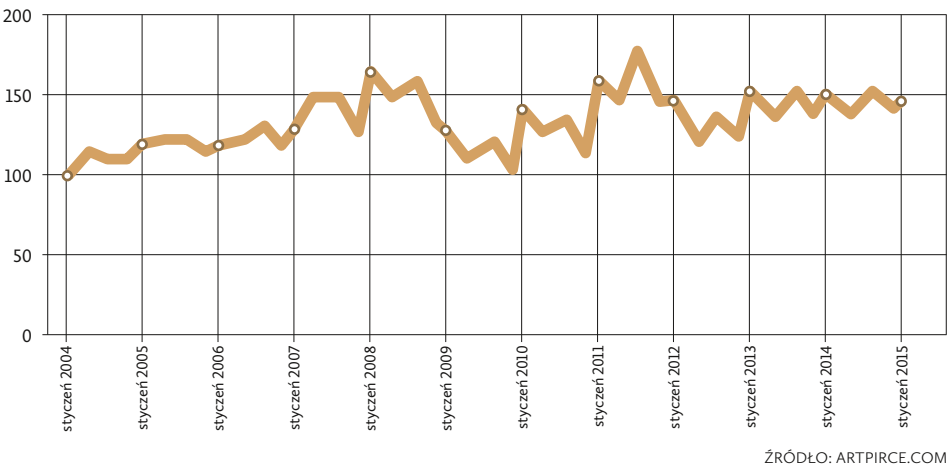
Raport, który w bardzo ciekawy sposób pokazuje globalne tendencje ostatnich lat, nie jest oczywiście wolny od ograniczeń. Trzeba pamiętać, że uwzględnia jedynie transakcje największych domów aukcyjnych, podczas gdy rynek sztuki tworzony jest przez gros sprzedaży prywatnych. Dane dotyczą przede wszystkim krajów, w których operują najważniejsi gracze i są nie-współmierne z małymi rynkami lokalnymi, do których między innymi należy Polska. Tutaj wciąż brakuje mierników i regularnych podsumowań, które stanowiłyby wyczerpującą analizę bieżącej sytuacji branży.

Trzynaste wydanie raportu Artprice przetłumaczone zostało na sześć języków – wersja angielska dostępna jest bezpłatnie w serwisie artprice.com.

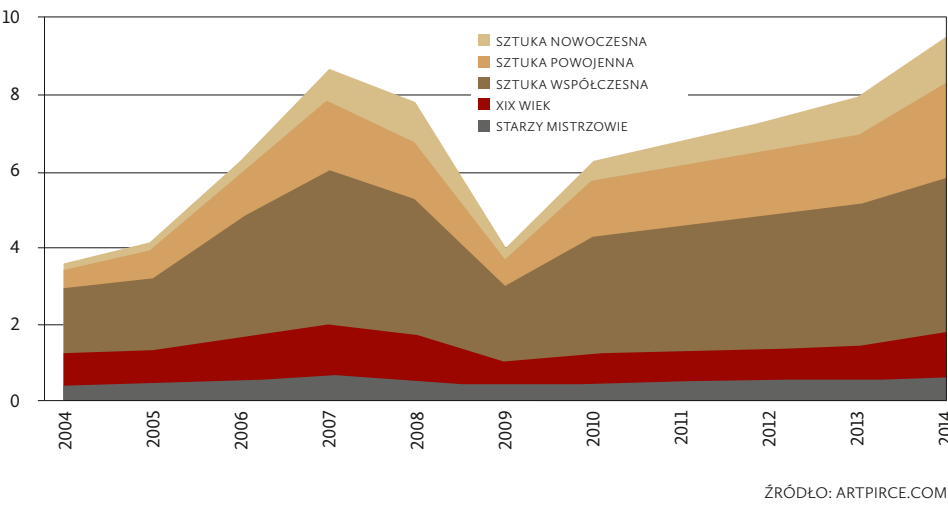
Iwona Żelazna

Iwona Żelazna

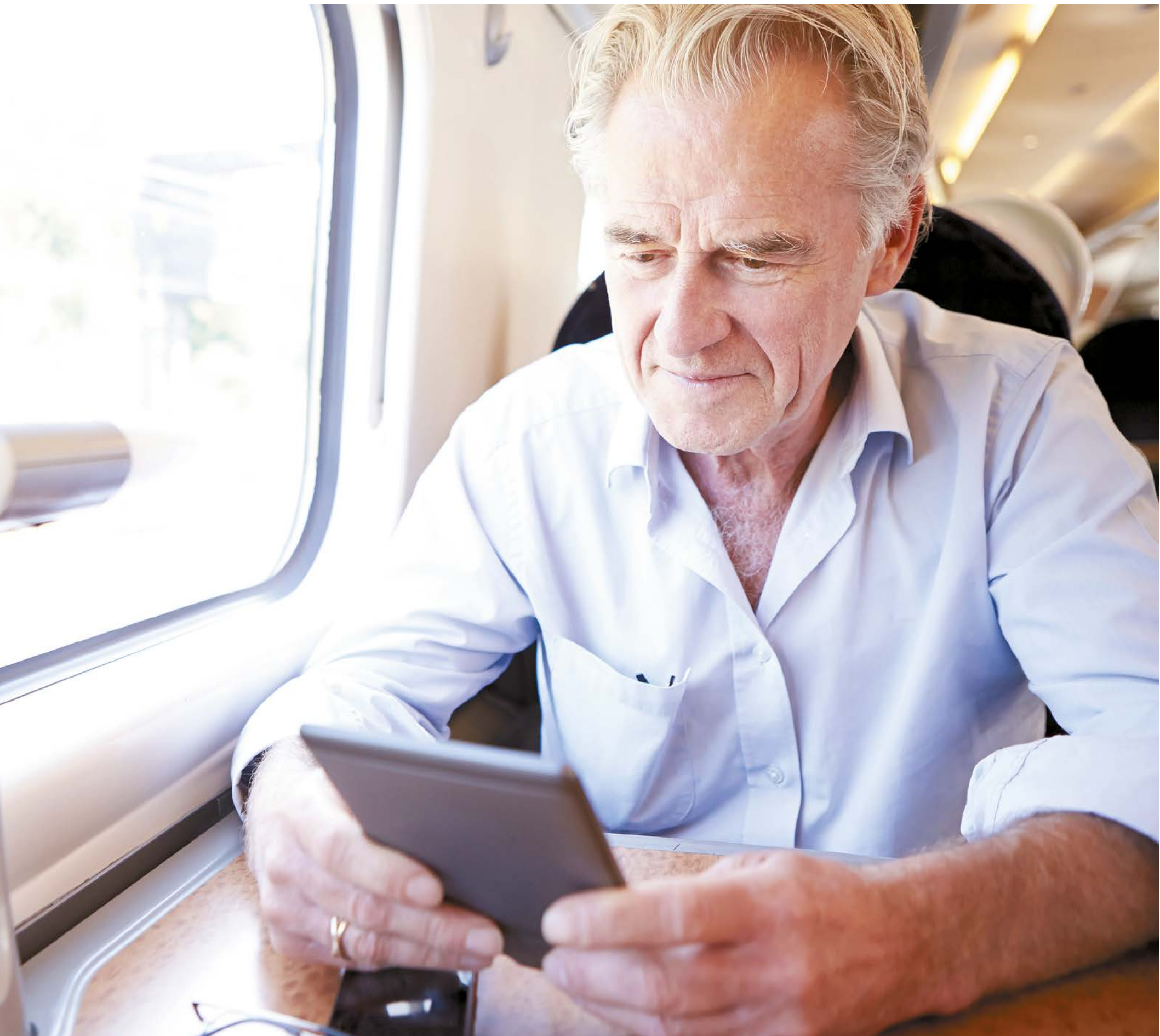
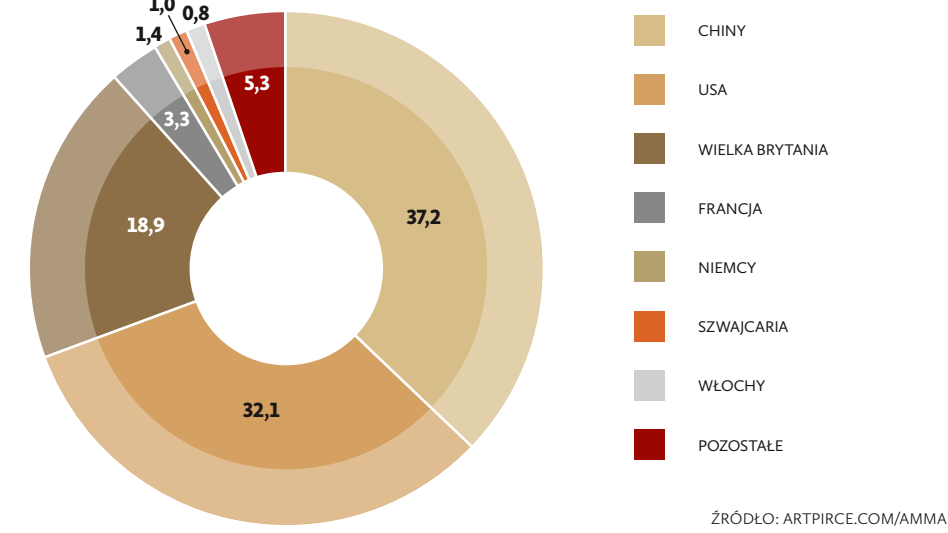
Indeks globalnych cen (punkt bazowy 100 w 2004 r.)



Obroty na aukcjach według okresów w sztuce (świat z wykluczeniem Chin) (w mld dol.)



Obroty na aukcjach w poszczególnych krajach



FOT.: THINKSTOCK



JEFF KOONS TULIPANY, GLUGGENHEIM MUSEUM/FOT. PAUL WILKINSON



FOT.: JENNIFER MCCORMICK/STOCKPHOTO

POLSKA KATASTROFA DEMOGRAFICZNA (...)

www.michalstopka.pl

(...) W porównaniu do prognozy GUS z 2007 roku w rzeczywistości umierało co roku kilkadziesiąt tysięcy osób mniej, więc przez dwadzieścia lat do 2035 roku może to być nawet dodatkowe około pół miliona, a nawet może do miliona osób (dwadzieścia lat razy 40 tys. różnicy rok 2014 w relacji do prognozy GUS z 2007 roku, daje niecały milion osób) (...)

1. Liczba emerytów może być jeszcze większa niż zakłada GUS w swoich prognozach z 2014 roku na kolejne lata (mniejsza śmiertelność bo rośnie długość życia szybciej niż zakłada GUS).

2. Ma to też spore znaczenie dla rynku nieruchomości w Polsce. Dlaczego? Bo przez niższą liczbę zgonów będzie relatywnie mniejsza podaż mieszkań i domów niż wynikałoby z prognozy GUS z 2007 roku.

(...)

Kluczowe jest niskie bezrobocie i dynamiczny rozwój polskiej gospodarki. To od tego zależy jak będzie wyglądała liczba urodzeń w Polsce w kolejnych latach!

1. Spadające bezrobocie generalnie powodowało wzrost urodzeń, a rosnące bezrobocie powodowało spadek liczby urodzeń.

2. Z kolei jak mocna jest dynamika PKB skutkuje o ile procent spada lub rośnie liczba urodzeń w kolejnym roku.

A realizacja prognozy GUS o liczbie urodzeń w kolejnych latach zależy nie od tego co sobie wymyślił GUS ale właśnie od przyszłego poziomu bezrobocia i wzrostu gospodarczego w Polsce.

(...)

Podsumowując, wygląda na to, że przyszły trend na urodzeniach w Polsce wcale nie musi być taki zły. Dlaczego? Bo zgodnie z cyklem dziesięcioletnim w najbliższych latach bezrobocie powinno dodatkowo spaść – do roku 2018 do 5 proc. (...).

Ponadto bezrobocie powinno też być niskie... właśnie dzięki demografii, bo w kolejnych latach na rynek pracy wchodzi... roczniki z niżu demograficznego. (...)

CIERPLIWOŚĆ

www.10-procent-rocznie.blogspot.com

(...)

Łączny zysk naszej strategii przez ostatnie 8,7 roku wynosi +272 proc. Okazuje się, że 80 proc. całego zysku zostało wytworzone w ciągu 36 najlepszych tygodni. Aby zrozumieć co w tym takiego niesamowitego spójrzmy na małe porównanie:

- W ramach modelu liniowego za 80 proc. zysków odpowiada ok. 50 proc. tygodni.
- W ramach popularnej zasady Pareto za 80 proc. zysków powinno odpowiadać ok. 20 proc. tygodni.
- W rzeczywistości za 80 proc. zysków odpowiada ok. 8 proc. tygodni.

Oznacza to, że w ciągu ostatnich prawie 9 lat za niemal całe zarobione zyski odpowiada tylko 36 tygodni spędzonych na giełdzie. Przez resztę czasu tylko kręciliśmy się w kółko i czekaliśmy.

Nie dziwi nas, że najlepsze tygodnie pojawiają się w czasie hossy. To co jest najciekawsze, to to że każda z ostatnich trzech hoss (pierwsza jest trochę ścięta), miała minimalnie 11 takich ekstremalnie dobrych tygodni.

(...) Co to dla nas oznacza? W czasie najbliższej hossy także możemy się spodziewać, że pojawi się co najmniej 11 bardzo dobrych tygodni, które będą odpowiadać za ogromną część wytworzonych zysków.

Kogoś może kusić próba wstrzelenia się w te tygodnie, ale ja bym porównał to do łowienia ryb. Czasem siedzi się długi czas mocząc kij bez żadnego brania, ale to nie oznacza, że ten czas jest zmarnowany. Nie da się przysiąc, zarzucić wędkę i od razu wyciągnąć piękną rybę, a na pewno nie da się w ten sposób uzyskać powtarzalnych rezultatów. Aby zapaść się na te najlepsze tygodnie, potrzeba tego co wędkarze sobie chwalą – cierpliwości. Trzeba kupić najlepszą możliwą przynętę (najlepsze możliwe spółki), zarzucić i czekać. Branie ryb też nie jest liniowe. Czasem czeka się 2 h, aby później w ciągu 5 min. wyciągnąć dwie wielkie ryby. Co więcej cudowne tygodnie często przychodzą bez ostrzeżenia

(...)

WYBRAŁ: EMIL SZWEDA

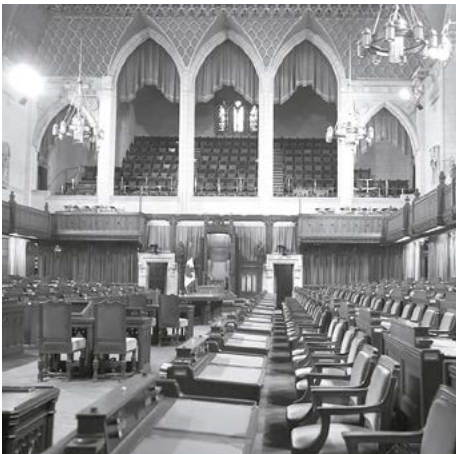
GŁOS SPRZECIWU PRZECIWKO NOWYM CIĘŻAROM

Obrona ludności przed zakusami państwa – by pojąć tę zasadę, trzeba mieć we krwi zrozumienie życia gospodarczego i właściwy pogląd na wiążące się z nim zagadnienia moralne. Nie uzna jej ktoś, kto na fabrykę państwową albo na las państwowy patrzy ze łzą rozczerlenia, a na prywatną fabrykę lub prywatny las – z grymasem niechęci. Nie zrozumie jej ten, kto nie pamięta, że z mozolnie składanych w gospodarce prywatnej groszy i złotych przybywają buty i mleko, i książka dla dziecka, a z tych samych groszy i złotych przelanych do kasy skarbowej powstają niestety często sterty makulatury.

Nie usprawiedliwi zdrowej angielskiej zasady ten, kto nie rozumie, że moralnie jest zarabiać, kalkulować, spekulować, dorabiać się i ciułać, że moralnie jest szukać najlepszej lokaty i najwyższego zysku, że moralnie jest kapitalizować i rozsądnie wydawać, bo to, a nie co innego, podnosi gospodarkę społeczną i kulturę – natomiast niemoralnie jest planować chimeryczne projekty, wytrącać broń z ręki tym, którzy walczą o dobrobyt, sypać piasek w koła maszyny ekonomicznej, latać pieniędzmi podatnika deficyt przedsiębiorstw państwowych.

Chamberlain – kulturą ekonomiczną godny swego krytyka, Williama Maba-ne’a – wystąpił sam z inicjatywą obniżenia stawek podatkowych. Od tego czasu lekka poprawa koniunktury przerodziła się w Anglii w ożywioną wielką koniunkturę, przerstającą w niedługo punkcie koniunktury lat 1926-29. Ożywienie trwa już cztery lata, zachodzą obawy, że przetrząsa się w boom grożący kryzysem.

I znów: kto, gdzie, kiedy uznał w Polsce za wskazane obniżyć sumę podatków? Wpływy malały, ale stawki podnoszono lub wyszukiwano nowe źródła podatkowe. Wartość produkcji spadła w okresie kryzysu ze 100 na 30. Wysokość budżetu obniżyła się ze 100 na 60. Ciężar realny budżetu wzrósł zatem dwukrotnie. Nic w tym dziwnego. Budżet jest ciałem bardzo sztywnym. Niekiedy jego pozycję nie można skompromować, inne rozszerzają się z konieczności w okresach depresji. Nieśmiała, mizerna poprawa wychyla



FOT.: THINKSTOCK

głową znad bagna kryzysu. Pojawia się z trzyletnim opóźnieniem. To nie znaczy bynajmniej, że będzie trwać o trzy lata dłużej niż gdzie indziej na świecie. Wnioski z tych zestawień pozostawiam logicznie rozumującemu czytelnikowi.

Ale czy można porównywać Polskę z Anglią? Wszak Anglik płaci 10 razy więcej podatków od Polaka. Co więcej, podatki zabierają Anglikowi powyżej 20 proc. jego dochodu, a szczęśliwy Polak oddaje skarbowi podobno zaledwie kilkanaście procent swoich dochodów.

Tę sprawę wyjaśniłem już osiem lat temu w rozprawie pt. Dążności etatystyczne w Polsce, przedrukowanej w zbiorze wydawnictwie „Etatyzm w Polsce”. Zacytuję z niej dwa zdania: „Jeżeli się od tego dochodu [przeciętnej rodziny polskiej] odejmuje 13 proc. na podatki, to znaczy to, że pochłonięta zostaje nie tyl-

ko pozycja wydatków (...) kulturalnych i luksusowych, ale nawet nadwężone zostają pozycje niezbędne (pożywienie, mieszkanie, opał, światło). Gdy natomiast Anglik (...) płaci 21,3 proc. [swych dochodów] w postaci danin przymusowych, to pozostaje mu [w pozycji wydatków kulturalnych i luksusowych] 13,3 proc. [dochodu] na zaspokajanie potrzeb dalszych i co najważniejsze, na kapitalizację. Suma ta wynosi (...) więcej niż 50 proc. ogółu dochodu Polaka”.

Te proste sprawy wykladałem wówczas w odpowiedzi jednemu ze współautorów książki pt. „Zagadnienia etatyzmu”, który kwestionował zdanie prof. Adama Krzyżanowskiego, że: „społeczeństwo polskie jest przeciążone podatkowo”. Autorem tym był znany skądinąd wysoki (były) urzędnik Ministerstwa Skarbu, Paweł Michalski.

Ale ludzi najlepszej woli wskażą mi dziesiątki niezbędnych potrzeb i najważniejszych zadań stojących przed państwem. Przedstawią zwłaszcza kwestię obrony państwa i inne podobne sprawy polityczne. Tu z góry złożę broń. Przysłaniają one niewątpliwie swoim znaczeniem wszystkie zagadnienia ekonomiczne. Jako ekonomista nie wolno mi ich dyskutować. Ale wolno mi rozpatrzyć środki, którymi się te cele da osiągnąć. Mam, co więcej, obowiązek ustalić hierarchię tych środków. I skoro mi powiadają: podwyżka podatków, to muszę zapytać: czy nie ma środków lepszych – moralniejszych i bardziej wydajnych? Podwyżka podatków jest

bowiem ostatecznym złem, po które by-łoby wolno sięgnąć tylko wówczas, gdyby wszystkie inne zawiodły. Nie wolno jej sankcjonować ekonomiście polskiemu, dopóki istnieje w Polsce inna niezalutowana kwestia: dopóki wloką się za gospodarką polską, jak ciężka kula u nogi, przedsiębiorstwa państwowe.

Przedsiębiorstwa te, stanowiące 13–20 proc. majątku społecznego w Polsce, dały skarbowi w ciągu lat 1926–1936 sumę 868 mln zł (dr T. Bernadzikiewicz, „Przerosty etatyzmu”, wyd. II, [Warszawa 1936], s. 111). Przeciętny wynik skarbowy wynosi zatem 87 mln zł rocznie. Jeżeli mają rację ci, którzy szacują przedsiębiorstwa państwowe na 13 proc. majątku społecznego, to przy tej samej rentowności całość dochodu społecznego z majątku wynosiłaby ok. 800 mln! Czyż trzeba jeszcze rozwozić się nad tym, jakie źródło korzyści dla skarbu wynikłoby z częściowej choćby wyprzedaży i częściowego rozdzierżawienia tych przedsiębiorstw? Jakże rozszerzenie podstawy podatkowej uzyskałaby skarb, gdyby je choćby rozdarował!

Podwyżka podatków jest oczywiście łatwiejsza. Ale byłaby ekonomicznie szkodliwa. To rzecz bezsporna.

Adam Heydel

Adam Heydel
„Polityka Gospodarcza” 1937 nr 48–49,
Artykuł opublikowano w książce „Dzieła zebrane”.
Tytuł i śródtytuły pochodzą od redakcji.



CO OZNACZA SPEŁNIENIE KEYNESISTOWSKIEGO MARZENIA?

Od półwiecza keynesiści żyją marzeniem. Długo marzyli o świecie bez złota, w którym mogliby bez ograniczeń wydawać i wydawać, wywoływać i wywoływać inflację, wybierać i wybierać.



FOT.: THINKSTOCK

Mają świat, w którym rząd i banki centralne mogą swobodnie wywoływać inflację, nie cierpiąc z powodu ograniczeń narzucanych przez standard złota. Wciąż jednak narzekają na to, że choć rządy narodowe mogą swobodnie wywoływać inflację i drukować pieniądze, to ogranicza je możliwość deprecjacji ich waluty. Gdyby na przykład Włochy wyemitowały ogromne ilości lirów, to lir straciłby na wartości względem pozostałych walut, a Włosi doświadczyliby gwałtownego wzrostu cen importowanych dóbr i zagranicznych zasobów.

A zatem keynesiści marzą o świecie, w którym byłaby tylko jedna papierowa waluta dekretowa, której emisją zarządzałby Światowy Bank Centralny. Nie ma żadnego znaczenia to, jak nazwiemy tę nową jednostkę walutową: Keynes chciał nadać zaproponowanej przez siebie na konferencji w Bretton Woods w 1944 r. jednostce nazwę bancor, Harry Dexter White, który był wówczas negocjatorem z ramienia Departamentu Skarbu Stanów Zjednoczonych, opowiadał się za nazwą unita, a z kolei londyński tygodnik „The Economist” zasugerował, by nowy światowy pieniądź nazwać feniksem. Każdy pieniądź dekretowy, bez względu na nazwę, śmierdzi z daleka.

Choć Stany Zjednoczone i ich keynesistowscy doradcy zdominowali międzynarodowy porządek monetarny po II wojnie światowej, to nie udało się im zrealizować w pełni keynesistowskiego celu – zbyt wielka była zawiść wśród suwerennych krajów i zbyt silne były pomiędzy nimi konflikty. Dlatego też keynesiści, choć byli niechętni, musieli zadowolić się przewoźnym międzynarodowym standardem

dolarowo-złotym z Bretton Woods z elastycznie stałymi kursami wymiany i bez Światowego Banku Centralnego na czele. Ponieważ keynesiści są ludźmi determinowanymi i mającymi wytyczony cel, to nie zaprzestawali prób. By zastąpić złoto w roli międzynarodowego pieniądza rezerwowego, wprowadzili specjalne prawa ciągnięcia, które jednak zakończyły się porażką. Prominentni keynesiści, jak Edward M. Bernstein z Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Robert Triffin z Uniwersytetu Yale przedstawili dobrze znane plany, które noszą ich imiona, jednak tych nie wprowadzono w życie.

Po upadku w 1971 r. systemu z Bretton Woods, uważanego przez prawie trzy dziesięciolecia za stabilny i wieczysty, keynesiści muszą znosić upokorzenia, jakimi są dla nich płynne kursy wymiany. Po objęciu w 1985 r. stanowiska sekretarza skarbu przez keynesistę Jamesa R. Bakera Stany Zjednoczone nie czuły się już zobowiązane do kontynuowania krótko przez nie realizowanej monetarystycznej polityki, która polegała na trzymaniu się z dala od rynku walutowego, i podjęły próbę zaprojektowania stopniowej transformacji międzynarodowego systemu monetarnego. Najpierw wielkie banki

centralne miały podjąć skoordynowane działania w celu wprowadzenia stałych kursów wymiany. Cel ten został zrealizowany, początkowo potajemnie, a później otwarcie. Czołowe banki centralne obierały punkt lub strefę docelową na przykład dla dolara, a następnie kupując lub sprzedając dolary, manipulowały kursami wymiany tak, by pozostać w owej strefie. Ogromną trudność sprawiło im stwierdzenie, jaki cel powinny obrać, ponieważ faktycznie nie miały żadnej wiedzy na temat ustalania kursów poza tę dostarczaną przez rynek. Samo pojęcie sprawiedliwego kursu wymiany dolara jest równie bzdurne, jak idea „sprawiedliwej ceny” każdego innego dobra.

Posukę dalszych niegodziwych działań da zapewne keynesistom powstanie w przyszłości Wspólnoty Europejskiej, którą planuje się powołać w 1992 roku. Keynesiści pod wodzą teraz już sekretarza stanu Jamesa Bakera zachęcali zjednoczoną Europę do przyjęcia wspólnej jednostki walutowej, którą miałyby emitować ogólnoeuropejski bank centralny. Oznaczałoby to nie tylko powstanie w Europie międzynarodowego rządu w sferze gospodarki. Z pewnością bankom centralnym Stanów Zjednoczonych

i Japonii relatywnie łatwiej będzie koordynować działania z przyszłym Europejskim Bankiem Centralnym, a później bez większych kłopotów przystąpić do zrealizowania długo oczekiwanego celu, jakim jest powołanie Światowego Banku Centralnego i stworzenie światowej jednostki walutowej.

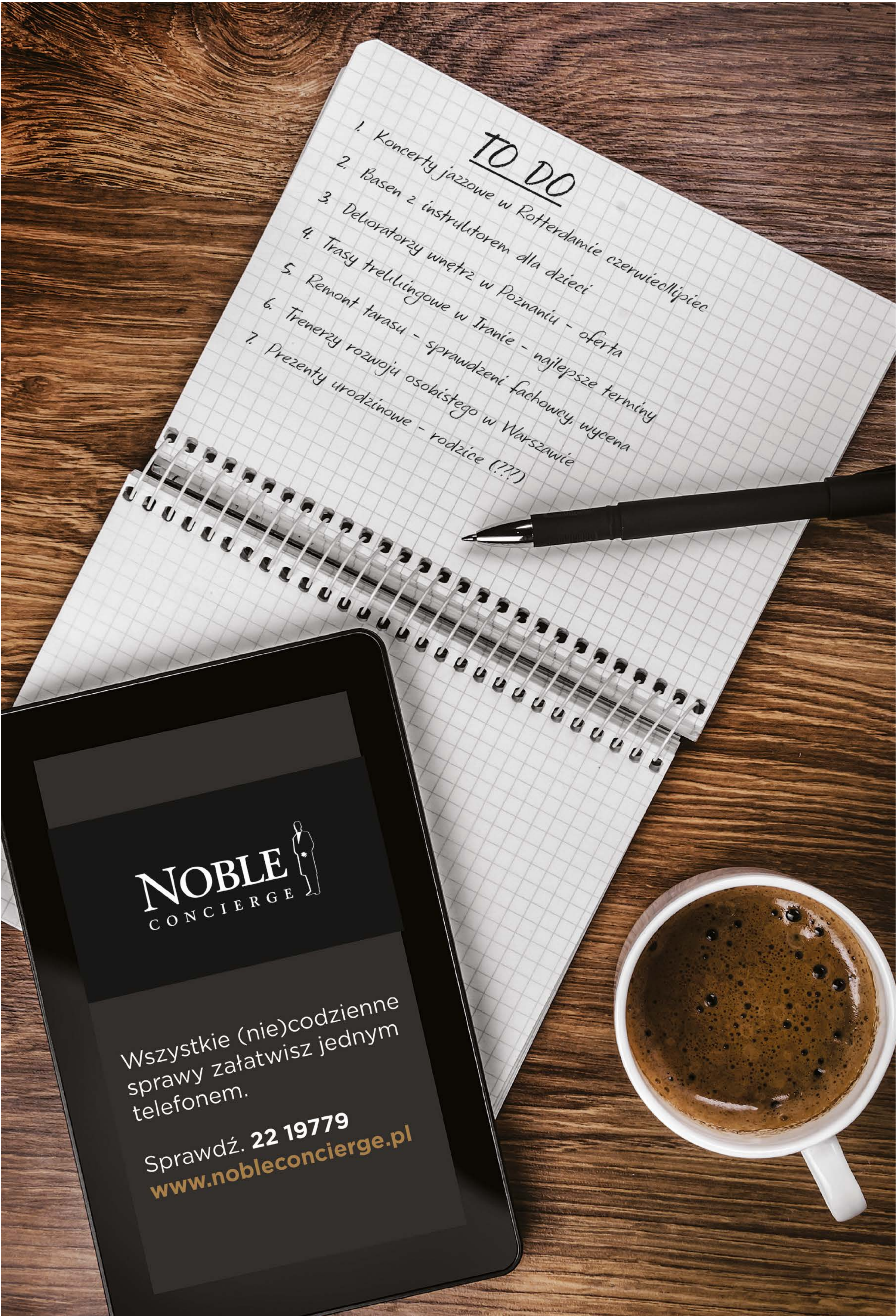
Inflacyjne kraje europejskie, jak Włochy i Francja, pragną bardzo inflacji koordynowanej w skali europejskiej, co umożliwiłby kontynentalny bank centralny. Jednak kraje z twardą walutą, jak Niemcy zachodnie, są krytycznie nastawione do rozwiązań inflacyjnych. Czy można oczekiwać, że Niemcy zatem stawiają opór ogólnoeuropejskim dążeniom? Dlaczego miałyby tego nie zrobić? Problem jednak w tym, że po II wojnie światowej Stany Zjednoczone mają ogromny polityczny wpływ na Niemcy zachodnie i wraz ze swoim sekretarzem odpowiedzialnym za sprawy zagraniczne, Bakerem opowiadają się stanowczo za monetarną jednością Europy. Tylko Wielka Brytania próbuje potrzywać keynesistom plany. Możliwe, że przywiązana do silnego pieniądza i niechętna wobec możliwości naruszenia jej suwerenności – a także znajdująca się pod wpływem monetarystycznego doradcy sir

Alana Waltersa – Wielka Brytania będzie z powodzeniem i w nieskończoność blokować plan stworzenia Europejskiego Banku Centralnego.

W najlepszym razie keynesistowskie marzenie to bardzo ryzykowne przedsięwzięcie. Bardzo możliwe, że nie tylko z powodu sprzeciwu Brytyjczyków, ale również w wyniku zwyczajnych i licznych tarć pomiędzy suwerennymi narodami tego marzenia nie uda się nigdy zrealizować. Budujące byłoby również to, gdyby udało się zbudować wobec tego marzenia opozycję, która odwoływałaby się do zasad. Keynesiści chcą bowiem inflacji papierowego pieniądza, koordynowanej międzynarodowo i kontrolowanej w skali światowej: dostrojonej inflacji, którą można by wywoływać radośnie i bez ograniczeń, aż – ups! – cały świat doświadczyłby nieopisanego grozy galopującej hiperinflacji w skali globalnej.

Murray N. Rothbard

Murray N. Rothbard
Tłumaczenie: Marcin Zieliński
Fragment książki *Ekonomiczny punkt widzenia*, która ukaże się nakładem Wydawnictwa Instytutu Misesa.
Tekst pierwotnie opublikowany w lipcu 1989 r.





FOT.: NASA

SLS – KOSMICZNY KONKWISTADOR

Wścig zbrojów rozpoczął się na dobre. Imperia coraz częściej spoglądają odważnie w gwiazdy, planując podboje odległych planet. Stany Zjednoczone zapowiadają, że mają na celowniku Marsa, silnik rakietowy już się grzeje!



FOT.: NASA

Aby zademonstrować światu niekwestionowaną pozycję lidera w kosmicznych wścigach, należy przede wszystkim skonstruować solidny silnik rakietowy. To podstawa sukcesu każdego lotu kosmicznego. W trakcie Zimnej Wojny, w 1955 r., na zlecenie sił powietrznych USA firma Rocketdyne stworzyła najpotężniejszy wówczas silnik rakietowy F-1. Obecnie Amerykanie również mogą pochwalić się „silnikowym monstrem”, które jest sercem SLS (Space Launch System) – ciężkiej rakiety nośnej, której priorytetowym zadaniem jest wynoszenie ładunków na orbitę okołozemską, jak również dalekie misje załogowe, między innymi podbój Marsa.

11 marca br. odbył się pierwszy, dwuminutowy test silnika nowej generacji na pustyni Utah – na terenie współpracującej z Amerykańską Agencją Kosmiczną firmy

ma się odbyć już w 2018 r. Według obliczeń specjalistów z NASA rakieta, której zasilanie opiera się na dwóch pięciosegmentowych silnikach startowych oraz czterech silnikach głównych typu RS-25, będzie mogła wynieść poza orbitę ładunek o masie do 110 ton (na niską orbitę nawet do 165 ton). SLS będzie korzystał z paliwa płynnego (wykorzystywanego w większości bezzałogowych rakiet towarowych), co oznacza powrót do koncepcji sprzed lat – jak choćby w przypadku wspomnianego na wstępie silnika F1. Oznacza to, że SLS będzie systemem jednorazowego użytku, każda kolejna misja będzie wymagała zbudowania nowej rakiety. Pierwsi astronauta najpewniej będą podróżować nowym wehikułem dopiero po upływie dekad.

Plany NASA jak zwykle są ambitne, bo zakładają budowanie jednego systemu SLS rocznie. Ze wstępnych kalkulacji wynika, że budżet na prace badawczo-rozwojowe zamknie się kwotą 18 mld dol., a łącznie z kosztami lotów testowych oraz produkcją docelowych rakiet, projekt jest w przybliżeniu szacowany na 35 mld dol. William Gerstenmaier, który jest odpowiedzialny w NASA za loty załogowe jest przekonany, że „dzięki temu systemowi odbędziemy pionierskie misje w dalekie rejony Układu Słonecznego”.

Miejmy nadzieję, że SLS nie zawiedzie oczekiwania żądnym zdobywaniami rubieżi Kosmosu astronautów, pozwalając im na bezpieczną podróż tam i z powrotem.

ŚWIAT WKRACZA W ERĘ FUNKcjONALNYCH SUPERMETALI

Mechaniczna wytrzymałość metali wciąż pozostawia wiele do życzenia. Współcześni alchemicy nieustannie pracują nad znalezieniem doskonałej formuły dla tego materiału.



FOT.: THINKSTOCK

Pierwszym metalem, którym posługiwał się człowiek, była miedź. Później zaczęliśmy wykorzystywać cynę, nauczyliśmy się stapiać ją z miedzią, by uzyskać brąz, z którego powstawały różne narzędzia z cyfrowymi broń. W końcu odkryliśmy żelazo. Epokę brązu i żelaza mamy już dawno za sobą. Współcześnie praktycznie nie istnieje dziedzina, w której nie wykorzystalibyśmy metali, co zmusza nas do ciągłej pracy nad ich ewolucją.

Niedawno specjaliści z amerykańskiej firmy Modumental z Seattle ogłosili, że opracowali proces technologiczny, który dziesięciokrotnie zwiększa wytrzymałość metali, co wróży spore zamieszanie na rynku. Dodatkową zaletą ich odkrycia jest

uzyskanie większej odporności na korozję. Modumental twierdzi, że znalazł sposób na precyzyjne kontrolowanie nanostruktury fragmentów metalu (przy długości liczonej w metrach). Nanotechnologiczny proces opiera się na elektrolitycznym wy-



LOCAL MOTORS OPRACOWAŁ AUTO, KTÓREGO NADWOZIE MOŻNA WYDRUKOWAĆ NA DRAKARCE 3D. POJAZD TEN JEST WYKONANY Z WŁÓKNA WĘGLOWEGO WZMOCNIONEGO TWORZYWEM ABS I JEST W PEŁNI SPRAWNY. ELEMENTY MECHANICZNE POCHODZĄ Z MODELU RENAULT TWIZY, NAPĘD JEST ELEKTRYCZNY/FOT.: FAVABLE.COM

DRUK 3D ODPALA RAKIETĘ

Drukarki 3D z każdym rokiem udowadniają, że są rewolucyjnym wynalazkiem. Są precyzyjne, ekonomiczne i ekologiczne. Mogą drukować przedmioty codziennego użytku, tanki, pożywienie, a ostatnio coraz bardziej skomplikowane urządzenia mechaniczne. Co jeszcze nas czeka?

Pierwszy raz świat usłyszał o druku 3D za sprawą patentu (stereolitografii) Charlesa Hulla w 1984 r. Od tego czasu technologia druku przestrzennego rozwija się w coraz szybszym tempie, znajdując zastosowanie niemal w każdej branży. Wielkie nadzieje pokłada w tej technologii medycyna, dążąc do druku zamiennych organów. Ostatnio nastąpiło spore ożywienie w branży lotniczej, za sprawą doniesień z Australii. Australijscy specjaliści podkreślają, że korzystając z opracowanej przez nich technologii można wyeliminować wszelkie odpady, ponadto świetnie sprawdza się w wytwarzaniu wysoce zaawansowanych elementów o złożonej geometrii, które są trudne do wykonania w konwencjonalny sposób. Oferta wydaje się nie do odrzucenia. Amaero nie ukrywa swoich aspiracji – bycia w niedalekiej przyszłości światowym liderem druku 3D w przemyśle lotniczym, a nawet kosmicznym.

Wynalazcy twierdzą, że potrzebują jeszcze ok. trzech lat, żeby udoskonalić proces technologiczny, wybudować większą, doskonałą drukarkę, uzyskać wszystkie wymagane pozwolenia i zadebiutować na rynku.

Zważywszy, że Australia jest w światowej czołówce pod względem własności intelektualnej oraz doświadczenia w druku 3D, można się spodziewać, że nie są to słowa rzucane na wiatr i ich z łatwością drukowane silniki odrzutowe wyniosą nas wkrótce do gwiazd.

wywołują korozję i konieczność częstej wymiany sprzętu wiertniczego.

Przekonani o nieuchronnym sukcesie dyrektorzy firmy już zapowiedzieli zastosowanie swojej fabryki do produkcji „pełną parą”. Jeśli faktycznie ich metale po powodzeniu przejdą wszystkie próby, a wynalazcy udowodnią w obliczu wszystkich urzędów oraz inwestorów, że są w stanie podjąć się produkcji na skalę przemysłową, należy się spodziewać nie lada postępu w wielu dziedzinach. Wystarczy sobie wyobrazić reakcję w branży motoryzacyjnej – bardziej wytrzymałe konstrukcje, lżejsze, nierdzewne, a co za tym idzie – energooszczędne. A to tylko czubek góry lodowej, bo z nowego metalu będą mogli skorzystać zarówno budowniczowie mostów, statków, jak i producenci zyłetek.

Michał Mądracki

MICHAŁ MAĐRACKI

RÓWNY GOŚĆ, CHOCIAŻ PREZYDENT

Prezydent to pierwszy człowiek w państwie, a bycie „numerem jeden” powszechnie kojarzy się z dobrobytem. Nikt nie wierzy, że prezydent może być biedny. Czy status materialny najważniejszego męża stanu musi być wyższy niż średnia krajowa? Jakże są subtelniejsze wymiary dobrobytu wynikającego z rządzenia na mocy wolnego wyboru społeczeństwa?



JOSE MUJICA W CZASIE ZAPRZYĘŻENIA NA PREZYDENTA URUGWAJU/FOT.: UROMATRI.COM

dy Urugwaju ogłosili powszechną amnestię dla więźniów politycznych. Jose wyszedł na wolność i bezzwłocznie wstąpił w szeregi Ruchu Powszechnego Uczestnictwa – lewicowej koalicji, która wreszcie mogła się w pełni ujawnić i rozwinąć polityczne skrzydło.

W świecie polityki Pan Mujica spotkał ponownie Lucie Topolansky, z którą łączył go przed laty namiętny, partyzancki romans, ale rozdzieliło ich więzienie; ona też musiała swoje odsiedzieć... Teraz oboje byli senatorami. W 2005 r. wzięli ślub. W tym samym czasie Jose został ministrem rolnictwa. Pełnił ten urząd do 2008 r., kiedy na znak protestu zrezygnował i powrócił do statusu senatora. Jego popularność rosła z dnia na dzień. Nie było większych niespodzianek w nadchodzącej elekcji – w 2009 r. został prezydentem.

Pepe nie z tej ziemi

Rodacy ochrztili go swojskim pseudonimem – Pepe. Po objęciu urzędu, wbrew panującym zwyczajom, zrezygnował z mieszkania w ekskluzywnym pałacu prezydenckim. Pozostał na małej farmie niedaleko Montevideo, która należy do jego małżonki. Codziennie jeździł do pracy wysłuzonym błękitnym Volksvagenem Garbusem, którego nie sprzedał nawet kiedy dostał intratną propozycję od arabskiego szejka, ofiarującego mu w zamian za samochód okragły milion dolarów. Co więcej, 90 proc. pensji (ok. 12 tys. dol.) oddawał każdego miesiąca organizacji, która zajmuje się pomocą mieszkaniową dla najbardziej potrzebujących, a w 2011 r. przekazał na cele charytatywne równowartość rocznego zarobku. Około tysiąca dolarów, które co miesiąc zostają w jego kieszeni (775 dol. to urugwajska średnia krajowa), jak twierdzi, w zupełności wystarcza mu na życie.

Mimo że media ochrzciły go najbardziej niejmym prezydentem świata, wcale się tak nie czuje. Uważa, że jakby miał za dużo, byłby niewolnikiem, bo musiałby się troszczyć o utrzymanie majątku. A on woli

być wolnym człowiekiem. Do takiego stanu ducha doszedł po dogłębnej więzienniej kontemplacji. Zbuntowany socjalista z wrodzoną pogardą do luksusu stał się na starość wegetarianinem i ostoją spokoju dla Urugwaju, który obecnie szczyci się najmniejszym odsetkiem ubóstwa w Ameryce Łacińskiej, najmniejszą korupcją, wysokim wzrostem gospodarczym w ostatnich latach i ogólnie wyśmienitym samopoczuciem obywateli.

Poza uprawą chryzantem na rodzinnej farmie, umiejętnościami własnoręcznej naprawy traktora oraz renomą swojskiego prezydenta w wytartych dżinsach i klapkach, Pan Jose zasłużył się dla kraju odważnymi reformami. Z pewnością przejdą one do historii nie tylko Urugwaju, odciśnięte piętno w polityce Ameryki Południowej. Postanowił zalegalizować to, co uznal za powszechne – homoseksualne małżeństwa, aborcję, spożywanie, uprawę i handel marihuana. Za jego rządów zmalało bezrobocie, pokojową drogą negocjował trudne tematy o sporne terytorii z Argentyną, rozwinął współpracę gospodarczą z Unią Europejską, walczył o prawa hodowców zagrożonych ze strony korporacji.

Urugwaj naprawdę go pokochał i wydało się, że druga kadencję ma już w kieszeni. Z końcem lutego br. Pan Jose Mujica obwieścił jednak, że postanowił przejść na spokojną emeryturę z poczuciem, że pozostawia kraj w dobrej kondycji, na prostej drodze do sukcesu. Z pokorą uznał, że jego misja dobiegła końca.

Dwa światy

Przykładów postawy zaprezentowanej przez Jose Mujica nie znajdujemy w historii prezydentur tego świata zbyt wiele. Wciąż niedoścignionym etycznym wzorem wśród politycznych przywódców jest Mahatma Gandhi. Na pewno należy wspomnieć amerykańskiego prezydenta Herberta Hoovera, który podobnie jak były prezydent Urugwaju pochodził



JOSE W SWOJEJ POSIADŁOŚCI Z MANUELA – ULUBIONĄ SUCCZĄ/FOT.: FUSION.NET



LIMUZyna „PAPPI” – VOLKSWAGEN GARBUS Z 1987 R./FOT.: FUSION.NET

z prowincji i nie miał lekkiego życia. Tym bardziej, że w trakcie jego kadencji (1929–1933) wybuchł Wielki Kryzys i trwał do samego końca piastowania urzędu. W ramach solidarności z przeżywającym ciężkie chwile amerykańskim społeczeństwem oraz odciążeniu wszelkich spekulacji o korupcji, Hoover postanowił zrezygnować z prezydenckiej pensji.

W dobie współczesnego kryzysu ekonomicznego rzadko zdarzają się podobne sytuacje w Europie, choć i tu bywają wyjątki od reguły, o czym świadczy przypadek zrzeczenia się uposażenia przez prezydenta pograżonej w kłopotach finansowych Grecji – Karolos Papuliasa, który pozważył sobie na ten gest trzy lata przed upływem dziesięcioletniej kadencji, którą zakończył w połowie marca br. Wszystko to jednak precedensy, które nie zmieniły powszechnie praktykowanych zwyczajów pobierania sowitego uposażenia.

Prezydenci, według standardów europejskich, zarabiają w przybliżeniu równowartość trzech średnich krajowych, a podatkicy dodatkowo mają w obowiązku pokrycie kosztów ich utrzymania, jak mieszkanie, czy podróże służbowe. Prezydent Federacji Rosyjskiej – Władimir Putin, oficjalnie zarabia równowartość ok. 20 tys. zł miesięcznie, co jest zbliżoną kwotą do pensji polskiego prezydenta, natomiast prezydent Stanów Zjednoczonych zarabia już około 125 tys. dol. każdego miesiąca. Jednym z „najbiedniejszych” przywódców w rankingach był obalony prezydent Ukrainy – Wiktor Janukowycz, który podobno zarabiał osiem tysięcy złotych.

Cóż jednak wynika z tych liczb? Na ile są one prawdziwe? W kontekście medialnego chaosu, sprzecznych doniesień ujawniających legendarne, ukryte fortuny oraz te prawdziwe, ukryte „zamki ze złota”, ciężko jednoznacznie określić stopień zamożności rządzących tego świata. Szczegółnie jeśli chodzi o głowy wielkich państw z imperialnymi aspiracjami, nad którymi czuwają tajne służby, dbające o ich nieska-

żitelną reputację i niemal całkowitą nietykalność... Niestety, nie służy to zaufaniu społecznemu. Cierpiący na bolesny niedostatek w portfolio obywatela raczej wzdrągają się na widok kontrastowego prezydenckiego spichlerza, który jest dla nich niedoścignionym marzeniem. W sytuacji państwa, które boryka się z ekonomiczną przepaścią między elitami a biedotą, z reguły prowadzi to do rewolucyjnego finału, albo mniej lub bardziej krwawych ruchów. Dla klasy średniej, żyjącej wedle unijnych stawek, sprawa nie przedstawia się tak dramatycznie, aczkolwiek w obliczu niustających afer na tle faktycznego stanu posiadania, może budzić zwykły niepokój.

Nie chcieć zbyt wiele

Przed domem na farmie Jose Mujica stała mała budka, gdzie siedziało kilku znudzonych chronicznym brakiem akcji policjantów, których jedynym zadaniem była eskorta starego garbusa w drodze do biura i z powrotem. Każdego dnia Jose zasiadał punktualnie za biurkiem, miał szereg spotkań, jeździł na konferencje, załatwiał sprawy krajowe i międzynarodowe, a potem wracał do domu... I spał spokojnie, a przy porannym goleniu nie bał się spotkać swoją twarz w lustrze. Był człowiekiem szczerym w bycia prezydentem – będąc nadal sobą, postrzegając to jako zaszczytną służbę dla ukochanego narodu.

Na pytanie jaka według niego jest recepta na szczęście, zawsze odpowiadał bez mruknięcia okiem: – „Szczęście w życiu daje od zawsze kilka rzeczy – miłość, rodzina, dzieci, przyjaciele. Biedni nie są ci, którzy mają mało, ale ci, którzy potrzebują zbyt wiele. Cóż więcej dodać?

Michał Mądracki

MICHAŁ MAĐRACKI

STRATEGIA SPOTKAŃ, CZYLI KONFERENCJE I WYDARZENIA POD PEŁNĄ KONTROLĄ

Firmowe programy zarządzania podróżami służbowymi są dziś codziennością, lecz zastosowanie podobnych metod do organizacji spotkań jest wciąż traktowane jako rozwiązanie dość egzotyczne. Programy strategicznego zarządzania spotkaniami (ang. Strategic Meetings Management) wdrażają dziś głównie działające w Polsce podmioty zależne zagranicznych koncernów, nierzadko zmuszone do tego ich odgórnymi decyzjami dotyczącymi funkcjonowania w skali globalnej. Firmy krajowe wciąż traktują takie przedsięwzięcia nieufnie. Czym są te programy, jakie potencjalne korzyści i problemy wiążą się z ich wdrożeniem?

Rozpocznijmy od sprecyzowania, czym w kontekście programu strategicznego zarządzania jest spotkanie. Będą to wszelkiego rodzaju konferencje, szkolenia, wydarzenia i imprezy nagrodowe dla pracowników oraz klientów, wymagające tego samego podstawowego zakresu usług do ich realizacji. Te wspólne mianowniki to wynajem powierzchni (np. sali konferencyjnej), zapewnienie wyżywienia, a w dalszej kolejności noclegów, transportu, obsługi, usług specjalistów (np. trenerów czy mówców na konferencje). Zakres działań mogących podlegać pod program zarządzania spotkaniami jest niezwykle szeroki. Podobnie duży jest potencjał zysków z poddania realizacji spotkań należytej kontroli, od momentu planowania po ostateczne rozliczenie.

Możemy wyróżnić trzy podstawowe cele strategicznego zarządzania spotkaniami. Są to kontrola kosztów, regulacja kwestii prawnych związanych z organizacją spotkań, oraz poprawa standardów ich planowania i realizacji.

Sprawniej i taniej

Dzięki rozwiązaniom mającym na celu obniżenie kosztów statystycznie możemy zaoszczędzić od 10 do 20 proc. środków przeznaczanych na realizację spotkań w skali roku. Wśród najczęściej stosowanych w tym celu działań możemy wymienić choćby zawieranie korzystnych umów z preferowanymi dostawcami kluczowych usług czy wdrażanie nowoczesnych metod komunikacji, takich jak wideokonferencje. Oszczędności szukać możemy również podporządkowując kwestie decyzji o organizacji spotkania określonym regułom, wynikającym z rzeczywistych potrzeb firmy.

Formalna strona organizacji spotkań może okazać się prawdziwym polem minowym. Odpowiednio skonstruowane procedury chronią firmę przed problemami wynikającymi z kolizji z przepisami prawa, jak choćby ustawą o organizacji imprez masowych czy przepisami podatkowymi. Warto zadbać przy tej okazji o uregulowanie kwestii odpowiedzialności cywilnej i dopełnienia kryteriów



FOT.: FOTOLIA

staranności. Dobrym przykładem jest warsztaty w procedurach zapisu o obowiązku organizacji spotkań i akceptacji ich budżetu, jakie obowiązki spoczywają na osobach odpowiedzialnych za ich planowanie i realizację oraz kto może w spotkaniach uczestniczyć. Należy określić, czy wprowadzane zasady będą miały w ramach naszej firmy zasięg globalny, czy regionalny.

Pamiętajmy też, że specyfika działalności niektórych działów firmy może wymagać modyfikacji ogólnie przyjętych reguł i dopasowania ich do rzeczywistych potrzeb i realiów ich funkcjonowania. Inne tematy, które warto poruszyć, to grupowe podróże lotnicze (ilu pracowników może znajdować się na pokładzie jednego samolotu), zasady organizacji i rozliczania inspekcji i wyjazdów studyjnych, mających na celu weryfikację dostawców.

Szczegółnej uwagi wymaga uregulowania kwestii zawierania umów i współpracy z podmiotami dostarczającymi niezbędne usługi. To właśnie relacje z dostawcami są źródłem redukcji dużej części kosztów związanych z organizacją spotkań. Centralizacja procesów nabywania usług zwiększa w sposób zasadniczy siłę negocjacyjną, pomagając uzyskać korzystniejsze ceny i warunki płatności. Powinniśmy przy tym precyzyjnie zdefiniować proces pozyskiwania nowych dostawców, zawierania z nimi umów i ustalania warunków rozliczeń. Z pewnością przydatne będzie ustalenie kryteriów doboru, szczególnie w odniesieniu do standardu hoteli i obiektów konferencyjnych, również ze względu na wizerunkowych.

Wykorzystanie odpowiedniej technologii dostosowanej do potrzeb naszego programu zarządzania spotkaniami z pewnością uprości i usprawni korzystanie z niego, przynosząc dodatkowe korzyści. Rynek oferuje w tym zakresie wiele rozwiązań, od prostych programów pozwalających na zgłaszanie, rejestrowanie i rozliczanie spotkań, po kompleksowe systemy oferujące wgląd w systemy rezerwacyjne hoteli, pozwalające

Spójny mechanizm

Podstawowe elementy programu zarządzania spotkaniami to przede wszystkim przejrzysty zbiór zasad i procedur, centralizacja procesu planowania i nabywania usług w skali całej organizacji oraz dostosowanie do naszych potrzeb narzędzia (np. oprogramowania), pozwalające sprawnie realizować założenia zgodnie z wcześniej ustalonymi procedurami.

Kluczowe jest precyzyjne zdefiniowanie, kto może podejmować decyzje o zleceniu organizacji spotkań i akceptacji ich budżetu, jakie obowiązki spoczywają na osobach odpowiedzialnych za ich planowanie i realizację oraz kto może w spotkaniach uczestniczyć. Należy określić, czy wprowadzane zasady będą miały w ramach naszej firmy zasięg globalny, czy regionalny. Pamiętajmy też, że specyfika działalności niektórych działów firmy może wymagać modyfikacji ogólnie przyjętych reguł i dopasowania ich do rzeczywistych potrzeb i realiów ich funkcjonowania. Inne tematy, które warto poruszyć, to grupowe podróże lotnicze (ilu pracowników może znajdować się na pokładzie jednego samolotu), zasady organizacji i rozliczania inspekcji i wyjazdów studyjnych, mających na celu weryfikację dostawców.

Szczegółowej uwagi wymaga uregulowania kwestii zawierania umów i współpracy z podmiotami dostarczającymi niezbędne usługi. To właśnie relacje z dostawcami są źródłem redukcji dużej części kosztów związanych z organizacją spotkań. Centralizacja procesów nabywania usług zwiększa w sposób zasadniczy siłę negocjacyjną, pomagając uzyskać korzystniejsze ceny i warunki płatności. Powinniśmy przy tym precyzyjnie zdefiniować proces pozyskiwania nowych dostawców, zawierania z nimi umów i ustalania warunków rozliczeń. Z pewnością przydatne będzie ustalenie kryteriów doboru, szczególnie w odniesieniu do standardu hoteli i obiektów konferencyjnych, również ze względu na wizerunkowych.

Wykorzystanie odpowiedniej technologii dostosowanej do potrzeb naszego programu zarządzania spotkaniami z pewnością uprości i usprawni korzystanie z niego, przynosząc dodatkowe korzyści. Rynek oferuje w tym zakresie wiele rozwiązań, od prostych programów pozwalających na zgłaszanie, rejestrowanie i rozliczanie spotkań, po kompleksowe systemy oferujące wgląd w systemy rezerwacyjne hoteli, pozwalające

ce na tworzenie stron internetowych poświęconych poszczególnym spotkaniom i rejestrację uczestników za pośrednictwem tych stron z możliwością zadawania przy tym szczegółowych pytań o wymagany rodzaj pokoju, transport czy ewentualne preferencje dietetyczne. Osobną kategorię, na którą warto zwrócić uwagę, stanowią narzędzia do wspomnianych już wideokonferencji, których zastosowanie w przypadku spotkań mniejszych grup oddalonych od siebie osób daje możliwość wyeliminowania kosztów podróży, zakwaterowania, wyżywienia i wynajmu pomieszczeń oraz stanowi wydatną oszczędność czasu.

Od czego zacząć?

Pierwszym krokiem do wprowadzenia programu strategicznego zarządzania spotkaniami jest zebranie informacji na temat rzeczywistych kosztów ponoszonych z tytułu ich organizacji. Może to nie być łatwe, szczególnie gdy mówimy o dużych podmiotach z wieloma oddziałami dużą liczbą jednostek funkcjonalnych na różnych szczeblach. Wyniki takich audytów często bywają zaskakujące i skłaniają do szybkiej interwencji. Skąd najlepiej czerpać informacje na temat kosztów? Jednym z najlepszych źródeł jest nasz własny dział podróży służbowych, który często odnotowuje grupowe rezerwy hotelowe lub podwyższoną częstotliwość podróży w danym kierunku i ma na ten temat dokładne dane. Można też odwołać się do raportów finansowych, rejestrów faktur. W ostateczności zapytajmy dostawców, których dane możemy pozyskać na podstawie rejestrów faktur, bądź też od osób zajmujących się dotychczas organizacją spotkań. Hotele czy firmy zapewniające usługi cateringowe, takie jak nagłośnienie czy catering, mogą udzielić nam informacji na temat wartości dotychczasowych transakcji.

Gdy mamy już wiarygodne dane na temat wydatków, możemy przejść do weryfikacji ich zasadności i zestrojenia strategii spotkań ze strategią naszej firmy, by spotkania mogły stać się instrumentem jej

realizacji. Jakość usług składających się na spotkania dotyczyć może na równi naszych pracowników, jak i klientów oraz partnerów biznesowych. Mogą one być potężnym narzędziem budowania relacji i wizerunku, osiągania długofalowych celów i misji, jeśli tylko stworzymy ku temu sposobność. Trudno o lepszą okazję, niż wdrożenie nowego programu obejmującego wszystkie struktury organizacyjne.

Kolejny etap to wyłonienie tzw. preferowanych dostawców, czyli tych, z którymi pracowaliśmy najczęściej, powtarzalne negocjacje i podpisanie nowych umów, weryfikacja procedur i standardów i ich stopniowe wdrażanie. W przypadku wykorzystania bardziej skomplikowanych narzędzi konieczne będzie przeszkolenie pracowników. Niezwykle ważna jest szeroka komunikacja nowych zasad. Pamiętajmy, że jednorazowy komunikat w wielu wypadkach może okazać się niewystarczający. Należy przy tym położyć nacisk na komunikację bezpośrednią, odpowiadając przy tej okazji na bieżące pytania.

Przełom

Chcąc sprawnie wdrożyć nowy program, musimy go sprawnie i umiejętnie „sprzedać”, pokonując naturalny w tym przypadku opór. Sprzeciw wobec zmian będzie najprawdopodobniej towarzyszył całemu procesowi wdrażania nowego programu, który zmienia całkowicie dotychczasowe zasady gry. Wypracowane latami relacje z ulubionymi hotelami i firmami mają zostać zastąpione przez narzucone odgórnie zasady, a stare przyzwyczajenia będą musiały ulec często diametralnym zmianom. Zmiany te dotkną wielu zaangażowanych dotychczas stron i w sposób nieunikniony pojawi się też pytanie – dlaczego zmieniać coś, co działa? Odpowiedź, mamy nadzieję, już państwo znacie.

Maciej Korzeniowski

Maciej Korzeniowski

NOBLE

PRODUKCJA WHISKY ROŚNIE JUŻ NA CAŁYM ŚWIECIE

Rynek whisky jeszcze nigdy nie przeżywał takiej prosperity. Popularność tego trunku spędza sen z powiek producentom, popyt przewyższa podaż, co zmusza destylarnie do nowych inwestycji, zwiększania mocy produkcyjnych, szybszej produkcji, często z uszczerbkiem dla samej whisky i jej jakości.



FOT.: FOTOLIA

World Whisky Awards, na których sędziowie, spośród których znajdziemy dziennikarzy i autorów książek zajmujących się tematyką whisky, ale nie tylko, w ślepej degustacji wybierają tą najlepszą. Wyniki tegorocznych WWA wyraźnie wskazują, że szkocka powoli, ale zaczyna czuć oddech konkurencji, może jeszcze młodej, nie tak doświadczonej, ale radzącej sobie całkiem dobrze w tej branży. Jako przykład niech posłużą dwie jakże wymowne nagrody:

► w kategorii najlepsza whisky single malt z Europy – Mackmyra ze Szwecji,

► za najlepszą whisky single malt na świecie uznany został Kavalan z Tajwanu.

Jeśli dołożymy do tego wysoko ocenianą whisky Amrut z Indii, Hellyers Road z Australii, Three Ships z RPA oraz bijące wszelkie rekordy popularności i sprzedaży whisky z Japonii (Yamazaki czy Hibiki), obraz tego zacnego, złotego trunku nabiera innego wymiaru. A co najciekawsze, większość z nich jest już dostępna na polskim rynku.

Jarosław Buss

Jarosław Buss



FOT.: FOTOLIA

REKLAMA



Zadbam o Twoje zdrowie oraz piękny i młody wygląd

Dr n. med. Beata Dethloff



KLINIKA DR BEATA DETHLOFF TO NOWOCZESNE CENTRUM ANTI-AGING, KTÓRE OFERUJE HOLISTYCZNĄ OPIEKĘ W ZAKRESIE MEDYCYNY ESTETYCZNEJ, KOSMETOLOGII I SPA, MEDYCYNY ANTI-AGING, LASEROTERAPII, DIETETYKI I TRYCHOLOGII.

Klinika oferuje najnowocześniejsze i najbardziej innowacyjne urządzenia, takie jak laser Icon Lux 1540 (ujędrnianie skóry, likwidacja blizn i rozstępów oraz uporczywych przebarwień), laser naczyniowy Varilite Cutera (usuwanie popękanych naczynek) i Max Deep IR (thermolifting, czyli ujędrnianie skóry – efekt widoczny bezpośrednio po zabiegu), Endermologie LPG (ujędrnianie skóry ciała, modelowanie sylwetki, likwidacja cellulitu) oraz nowość depilacja laserowa Soprano (trwałe i bezbolesne usuwanie owłosienia, zarówno ciemnych i jasnych włosów). Od kilku lat wśród zabiegów króluje też karboksyterapia, czy lubiana przez pacjentów mezoterapia osoczem. W klinice Dr Beata Dethloff można również wykonać krem z osocza pacjenta. Oferujemy również zabiegi z użyciem nici, przeszczepy tkanki tłuszczowej. Specjalizujemy się także w zapobieganiu chorobom metabolicznym (zawał, udar, osteoporoza, alergie, nowotwory) poprzez wykonanie testu genetycznego GenoDiet i przygotowaniu zaleceń zgodnie z wynikami.



✦ MEDYCYNĄ ESTETYCZNĄ I ANTI-AGING
✦ LASEROTERAPIĄ
✦ KOSMETOLOGIA I SPA
✦ TRYCHOLOGIA
✦ DIETETYKA I TESTY GENETYCZNE

ul. Nowogrodzka 21, 00-511 Warszawa
tel. 791.010.000, klini@drbeatadethloff.pl
www.drbeatadethloff.pl



Dr Beata Dethloff