PARKIET®

INDEKS 348422

NR 1 • 15 II 1994

NAKŁAD 35 000 EGZ. • CENA 10 000 ZŁ

GAZETA GIEŁDY

BEZ ZŁUDZEŃ !

Gdyby wskaźnik optymizmu inwestycyjnego był prostą funkcją poziomu koniunktury giełdowej, to po poniedziałkowej sesji byłby on bliski swego styczniowego apogeum. A jednak dystans między obecnym nastrojem rynku a euforią sprzed kilku tygodni jest daleko większy niż symboliczny 1 proc., dzielący WIG od swojego rekordowego poziomu. Oceny tego dystansu nie zmienia zasadniczo nawet przebieg wczorajszych dogrywek, w trakcie których wykupiono na pniu nadwyżki podaży wszystkich bez wyjątku walorów. Wszak na sesji poprzedzającej ostatnią korektę koniunktury oferty specjalistów miały podobne wzięcie...

Nie chodzi tu bynajmniej o „straszenie" ponownym wahnięciem koniunktury – które po kilku sesjach silniejszej zwyżki nie jest zresztą niczym nadzwyczajnym – ale o tonowanie emocji i rozwiewanie złudzeń, że oto stoimy u progu hossy porównywalnej z tą z przełomu roku. Niedobrze byłoby bowiem, aby złudzenia najmniej wyrobionych inwestorów dały impuls nowej fali żywiołowego popytu, której odpływ może być w obecnej sytuacji nie mniej gwałtowny niż ostatnio.

Faktycznie bowiem nastrój rynku, a zwłaszcza najbardziej aktywnych i doświadczonych jego uczestników, nie jest dziś wcale euforyczny. Nie może nim zresztą być w sytuacji, gdy z otoczenia rynku docierają mniej lub bardziej niepokojące sygnały, a wieści pozytywnych trudno się na razie spodziewać. W takiej atmosferze rzadko dokonuje się długoterminowych opcji inwestycyjnych, zresztą i dla krótkoterminowych – po absorbcji przez rynek ostatniego rzutu wyników finansowych spółek w minionym roku – będzie w najbliższym czasie nieco mniej pożywki.

Najbardziej naturalną dla obecnego stanu rynku wydaje się okresowa stabilizacja koniunktury oraz umiarkowana, selektywna aprecjacja walorów najstabilniejszych i najlepiej rokujących spółek. Taki scenariusz wydarzeń na giełdzie będzie jednak nade wszystko funkcją zachowań popytowej strony rynku, a zwłaszcza nowych inwestorów. Umiar, racjonalizm i chłodna kalkulacja decyzji inwestycyjnych przestudzą wprawdzie rozgrzaną koniunkturę, osłabią jednak również aktywność giełdowych graczy, chroniąc rynek przed gwałtownymi skokami cen. Wariant żywiołowego, pozbawionego oporów cenowych popytu, rynek niedawno zaś „przetestował" – powtarzanie go nie ma większego sensu.

MIŁOSZ WĘGLEWSKI

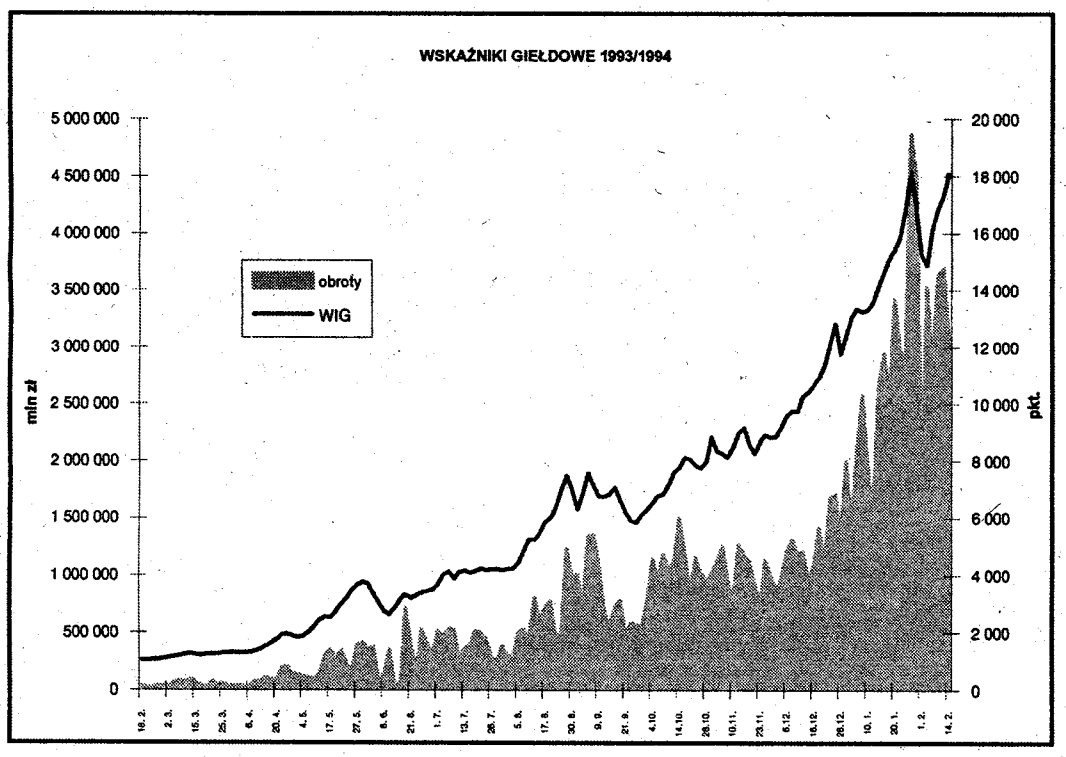
14 II 94

WIG

18 059,9

4,4%

liczba zleceń –	90.678
akcji rosnących:	
rynek podstawowy –	17
rynek równoległy –	1
akcji spadających:	
rynek podstawowy –	3
bez zmian –	2
obrót w mld zł:	
akcji	
rosnących –	2.215,4
zniżkujących –	661,9
bez zmian –	254,5
kapitalizacja rynku –	136 537,4
średnie C/Z –	32,6
śr. zmiana ceny –	5,8



DRODZY INWESTORZY!

Gazeta Giełdy **PARKIET** już w sprzedaży trzy razy w tygodniu (po każdej sesji giełdy).

Do kupienia w następujących punktach:

1. Giełda Papierów Wartościowych – ul. Nowy Świat 6/12
2. Bydgoski Bank Komunalny S.A. – Al. Jerozolimskie 2
3. Bank Gospodarki Żywnościowej – ul. Grzybowska 4/6
4. Bank Rozwoju Eksportu S.A. Bank Polska Kasa Opieki S.A. – pl. Bankowy 2
5. Bank Śląski w Katowicach S.A. – ul. Nowowiejska 5
6. Dolnośląski Dom Maklerski S.A. Pomorski Bank Kredytowy S.A. – pl. Powstańców Warszawy 1
7. Bank Handlowy w Warszawie S.A. – ul. Chałubińskiego 8
8. Powszechna Kasa Oszczędności B.P. – ul. Mysia 5
9. Powszechna Kasa Oszczędności B.P. – ul. Sienkiewicza 12/14
10. Bank Przemysłowo–Handlowy w Warszawie – Al. Jerozolimskie 7
11. Bank Polska Kasa Opieki S.A. – ul.Traugutta 7/9
12. Bank Polska Kasa Opieki S.A. – ul. Mazowiecka 14
13. Bank Polska Kasa Opieki S.A. – ul. Grójecka (Hotel Sobieski)
14. Powszechny Bank Kredytowy S.A. – ul. Jasna 1
15. Powszechny Bank Kredytowy S.A. – ul. Nowogrodzka 50
16. Bank Handlowy w Warszawie – ul. Poznańska 2/4
17. Bank Inicjatyw Gospodarczych S.A. – Al. Jerozolimskie 44
18. Polski Bank Rozwoju – ul. Nowogrodzka 21
19. Warszawski Dom Maklerski – Al. Jerozolimskie 65/79
20. Bank Pekao S.A. – Al. Jerozolimskie 89
21. Bank Depozytowo – Kredytowy w Lublinie S.A. – ul Bielańska 4a
22. Animex – ul. Grzybowska 32
23. Bank Rozwoju Eksportu – ul. Krucza 38/42
24. Bank Pekao S.A. – ul. Wilcza 70

oraz w kioskach RUCHU S.A.

„PARKIET" NA RYNKU

Drodzy Czytelnicy! Nareszcie możemy się z Wami oficjalnie przywitać! Numer PARKIETU, który właśnie trzymacie w ręku, jest pierwszym, sprzedażnym egzemplarzem naszej gazety. Początkowo będziemy się ukazywali trzy razy w tygodniu – po każdej sesji WGPW. Wraz ze zwiększeniem częstotliwości notowań giełdy przybędą dwa nowe wydania PARKIETU – w środy i piątki. Z czasem zwiększymy również swoją objętość. Ale już dziś dobrze wiemy (po doświadczeniach numerów promocyjnych), że redagowanie gazety giełdowej nie jest łatwe. Choćby z tego powodu, że inwestorzy z warszawskiej giełdy są bardzo zróżnicowani.

Jest wśród nich wielotysięczna rzesza nowicjuszy, którzy dopiero w ostatnich miesiącach „śląskiej" gorączki wkroczyli na giełdowy rynek, rozpoczynając swoją przygodę z giełdą, która okazała się dla nich nie zawsze w pełni zrozumiała.

Są na giełdzie inwestorzy, którzy „debiutowali" na Nowym Świecie wraz z kolejnymi spółkami, i tacy, których na giełdowy parkiet przyciągnęły fale ubiegłorocznej hossy.

Lecz o specyfice warszawskiej giełdy najwięcej wiedzą ci nieliczni, którzy inwestowali na niej od samego początku. To oni właśnie ją stworzyli, ryzykując swoje pieniądze w czasie, gdy przy Nowym Świecie częściej gościł niedźwiedź niż giełdowy byk.

Jedni wiedzą już o giełdzie i rynku kapitałowym bardzo wiele. Inni dopiero się uczą. Jednym potrzeba wyspecjalizowanej, fachowej informacji, drudzy zaczęliby najchętniej od abecadła. Chcemy jednak, aby PARKIET miał przyjaciół wśród jednych i drugich, toteż prosimy o wzajemną wyrozumiałość. Ci, którym część publikowanych informacji i objaśnień wyda się nazbyt oczywista, niech sobie przypomną swój zasób wiedzy o giełdzie, gdy stykali się z nią po raz pierwszy. Tych, którym część tabel i tekstów wydaje się dziś za trudna, zapewniamy, że niedługo będą one dla nich cenną pomocą. Wszystkich zaś prosimy o uwagi i wszelkie opinie na temat PARKIETU i jego zawartości.

Dynamika rozwoju warszawskiej giełdy w minionym roku zadziwiła świat finansowy, a niebywała aktywność naszych inwestorów sprawiła, że ilość składanych na sesję zleceń dogoniła już giełdę w Nowym Jorku. W takiej sytuacji trudno sobie wyobrazić dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego bez jego własnej gazety. PARKIET zamierza nią być. W końcu nie bez powodu pomysł jego wydawania zrodził się właśnie na parkiecie warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Chcielibyśmy, by PARKIET stał się jednym z podstawowych źródeł wiedzy dla każdego inwestora i jego codzienną lekturą. By mu pomagał w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, dostarczając fachowej, rzetelnej i bezstronnej informacji giełdowo – finansowej. Bez względu na stan pogody przy Nowym Świecie oraz ilość nieprzychylnych giełdzie komentarzy polityków.

REDAKCJA

STATYSTYKA RYNKU

AKCJE – RYNEK PODSTAWOWY 14.02.94

SESJA NR: 307

KOD	AKCJA	KURS DNIA (tys. zł) 14.02.	KURS DNIA (tys. zł) 10.02.	ZMIANA (%)	KURS 52 TYGODNI MAKSIMUM (tys. zł)	KURS 52 TYGODNI MINIMUM (tys. zł)	ŚREDNI KURS ZA 10 SESJI	WARTOŚĆ OBROTÓW (mln zł)	ŚREDNI OBRÓT ZA 10 SESJI	WOLUMEN OBROTÓW (szt.)
116	BIG	326 rk 38%	297 rk	9,8	297,0	29,0	270	232 390	187 654	356 426
115	BRE	2 455	2 450	0,2	2 700,0	188,0	2 405	90 477	176 707	18 427
123	BŚK	4 700	4 950 rk	-5,1	6 750,0	4 500,0		466 954		49 676
111	ELEKTRIM	2 450	2 270	7,9	2 270,0	104,0	2 067	378 363	385 749	77 217
104	EXBUD	450	450	-10,0	485,0	50,0	428	130 325	133 803	160 895
112	IRENA	1 925	1 925	0,0	2 090,0	44,5	1 881	35 820	53 998	9 304
105	KABLE	860	800	7,5	800,0	34,0	740	52 238	47 562	30 371
103	KROSNO	815	795	2,5	985,0	29,5	823	36 354	63 363	22 303
113	MOSTOSTAL EXP	2 090 rk 20%	1 900 nk	10,0	2 090,0	162,0	1 862	159 818	149 485	38 234
122	MOSTOSTAL W-WA	2 050 nk	1 995	2,8	1 995,0	910,0	1 768	41 144	44 147	10 035
110	OKOCIM	1 350	1 480	-8,8	1 480,0	104,0	1 322	64 652	102 965	23 945
118	POLIFARB Cn	1 570	1 570	0,0	1 630,0	200,0	1 503	218 732	334 077	69 660
102	PRÓCHNIK	960	930	3,2	1 100,0	38,0	954	31 213	93 353	16 257
120	SOKOŁÓW	550	505	8,9	525,0	220,0	476	107 421	75 017	97 655
106	SWARZĘDZ	590	575	2,6	660,0	36,0	572	47 412	96 610	40 180
101	TONSIL	730 rk 32%	665 rk	9,8	830,0	21,5	699	53 405	54 494	36 579
114	UNIVERSAL	324 rk 19 %	295	9,8	295,0	8,3	278	231 123	189 917	356 671
121	VISTULA	2 890 rk 48%	2 630	9,9	2 850,0	1 005,0	2 636	174 880	165 646	30 256
119	WBK	1 700	1 660	2,4	1 980,0	320,0	1 703	220 238	339 852	64 776
109	WEDEL	3 000	2 850	5,3	3 080,0	201,0	2 782	173 910	164 600	28 985
107	WÓLCZANKA	780	710	9,9	820,0	39,0	761	90 341	77 854	57 911
108	ŻYWIEC	2 600	2 550	2,0	2 645,0	128,0	2 399	94 661	170 047	18 204

OGÓŁEM WARTOŚĆ OBROTÓW:	3 131 871	mln zł
WŁAŚCICIELI ZMIENIŁO:	1 613 967	akcji
WARSZAWSKI INDEKS GIEŁDOWY:	18 059,9	pkt.
ŚREDNIA ZMIANA KURSÓW:	5,8	%

AKCJE-RYNEK RÓWNOLEGŁY

117	EFEKT	800	740	8,1	1 280,0	57,0	953	55 179	86 897	34 487

PRAWA POBORU – RYNEK RÓWNOLEGŁY

117	EFEKT – PP	250 nk	300	-16,7	300,0	300,0		6 966		13 932

rs-redukcja sprzedaży **ns**-nadwyżka sprzedaży **os**-oferta sprzedaży **rk**-redukcja kupna **nk**-nadwyżka kupna **ok**-oferta kupna

SPÓŁKI GIEŁDOWE – KAPITALIZACJA 14.02.94

SPÓŁKA	LICZBA AKCJI (mln)	WARTOŚĆ KSIĘGOWA (mln zł)	WARTOŚĆ RYNKOWA (mln zł)	P/BV	MC/S	UDZIAŁ W OBR. GIEŁDY (%)	WSK. PŁYN. (%)	P/E	EPS za 1993 (zł)	DYWID. za 1992 (zł)	D/Y (%)
BIG	25,786	595 278	8 406 320	14,12	4,71*	8,72	1,4	40,2	8 111*	–	–
BRE	2,000	822 000	4 910 000	5,97	3,05	3,40	0,9	29,7	82 594	12 500	0,5
BŚK	9,260	5 075 224	43 522 000	8,58	5,70	17,52	0,5	23,3	201 406	–	–
ELEKTRIM	6,000	2 357 871	14 700 000	6,23	2,06	14,20	1,3	36,1	67 866	9 000	0,4
EXBUD	5,000	430 229	2 025 000	4,71	2,78	4,89	3,2	86,7	4 672	6 000	1,5
IRENA	0,450	128 453	866 250	6,74	3,10	1,34	2,1	42,9	44 842	–	–
KABLE	2,000	138 417	1 720 000	12,43	3,15	1,96	1,5	127,7	6 737	–	–
KROSNO	2,200	403 775	1 793 000	4,44	2,35	1,36	1,0	186,8	4 362	–	–
MOSTOSTAL EXP	1,800	190 121	3 762 000	19,79	20,82*	6,00	2,1	30,1	69 374*	30 000	1,4
MOSTOSTAL W-WA	0,350	195 545	717 500	3,67	1,16	1,54	2,9	63,8	32 120	–	–
OKOCIM	2,800	545 968	3 780 000	6,92	6,94	2,43	0,9	65,2	20 708	–	–
POLIFARB	3,060	508 452	4 804 200	9,45	3,70	8,21	2,3	44,1	35 625	–	–
PRÓCHNIK	1,500	142 237	1 440 000	10,12	3,69	1,17	1,1	41,0	23 401	–	–
SOKOŁÓW	1,750	367 178	962 500	2,62	1,20	4,03	5,6	51,5	10 675	–	–
SWARZĘDZ	2,500	352 004	1 475 000	4,19	1,90	1,78	1,6	63,8	9 251	–	–
TONSIL	1,500	99 642	1 095 500	10,99	3,56	2,00	2,4	165,5	4 412	–	–
UNIVERSAL	15,000	379 849	4 860 000	12,79	4,55	8,67	2,4	90,9	3 563	–	–
VISTULA	1,000	283 468	2 890 000	10,20	5,23	6,56	3,0	44,3	65 301	–	–
WBK	6,400	2 332 730	10 880 000	4,66	3,10	8,26	1,0	33,5	50 773	–	–
WEDEL	4,986	1 129 480	14 958 900	13,24	6,76	6,53	0,6	33,3	90 025	8 000	0,3
WÓLCZANKA	1,500	138 397	1 170 000	8,45	2,48	3,39	3,9	38,9	20 072	5 000	0,6
ŻYWIEC	2,000	388 194	5 200 000	13,40	6,04	3,55	0,9	33,4	77 861	10 000	0,4
razem		17 034 392	136 537 452	8,02	4,85	100,00		32,6			
EFEKT	0,75	29 880	600 000	20,08	13,52		4,6	51,3	15 591	7 480	0,9

P/BV – wartość rynkowa/wartość księgowa; **MC/S** – wartość rynkowa/sprzedaż za 1993 (banki: sprzedaż = odsetki i podobne dochody); **P/E** – cena/zysk; **EPS** – zysk na akcję za 4 kwartały 1993; **D/Y** – dywidenda do ceny akcji; **WSK.PŁYN.** – liczba akcji, które zmieniły właściciela/wielkość emisji; Zysk i sprzedaż podane za 1993 r. * BIG i Mostostal Exp - zysk i sprzedaż za IV kw. '92 - III kw. '93

DOGRYWKA – WTOREK 14.02.94

WALOR	KURS	K/S REALIZACJA	STAN DOGRYWKI	WALOR	KURS	K/S REALIZACJA	STAN DOGRYWKI	WALOR	KURS	K/S REALIZACJA	STAN DOGRYWKI
BIG	326.000	K 2.9%	zakończona	POLIFARBC	1.570.000	S 100.0%	wyczerpana	EFEKT	800.000	S 100.0%	wyczerpana
BRE	2.455.000		bez dogrywki	PRÓCHNIK	960.000	S 100.0%	wyczerpana	EFEKT-PRA	250.000	K 24.9%	zakończona
BŚK	4.700.000	S 100.0%	wyczerpana	SOKOŁÓW	550.000	S 100.0%	wyczerpana	PPJ4	102.3		bez dogrywki
ELEKTRIM	2.450.000	S 100.0%	wyczerpana	SWARZĘDZ	590.000		bez dogrywki	PPJ5	101.3	K 99.1%	zakończona
EXBUD	405.000	S 100.0%	wyczerpana	TONSIL	730.000	K 0.5%	zakończona	PPJ6	101.5	K 0.0%	zakończona
IRENA	1.925.000	S 100.0%	wyczerpana	UNIVERSAL	324.000	K 20.6%	zakończona	PPT1	97.1	K 0.0%	zakończona
KABLE	860.000		bez dogrywki	VISTULA	2.890.000	K 23.5%	zakończona	PPT2	96.8		bez dogrywki
KROSNO	815.000		bez dogrywki	WBK	1.700.000	S 100.0%	wyczerpana	PPT3	96.8	K 0.0%	zakończona
MOSTAL EXP	2.090.000	K 3.0%	zakończona	WEDEL	3.000.000	S 100.0%	wyczerpana	PPT4	96.5		bez dogrywki
MOSTAL WAR	2.050.000	K 1.3%	zakończona	WÓLCZANKA	780.000		bez dogrywki	PPT5	97.0	K 0.0%	zakończona
OKOCIM	1.350.000		bez dogrywki	ŻYWIEC	2.600.000		bez dogrywki				

KOMENTARZE I PROGNOZY

MACIEJ KWIATKOWSKI

doradca inwestycyjny

Creditanstalt Securities S.A.

Warszawski Indeks Giełdowy wzrósł na wczorajszej sesji o 4,4%, przekraczając 18 tys. punktów i zbliżając się do swojego maksimum. Przypuszczenia o silniejszym wzroście w poniedziałek całkowicie się potwierdziły. Obroty wyniosły ponad 3 biliony zł, czyli nie odbiegały od swojego zwykłego poziomu. Rynek kontynuuje swój powolny wzrost. Jest to rezultatem dużej niepewności panującej wśród inwestorów, którzy boją się bieżącego poziomu cen, ale trudno jest pogodzić się im z perspektywą przegapionej możliwości zarobku. Powszechne jest otwieranie pozycji tylko na jedną sesję. Wydaje się, że kolejny raz doświadczeni gracze przegrywają z nowicjuszami, mając większość swoich portfeli w gotówce i oczekując na korektę. Ich cierpliwość pomału się wyczerpuje. Wystarczy chyba jednak, może dwukrotny, silny skok indeksu do sprowokowania kolejnego spadku cen.

Przypadek BIG–u pokazuje, jak silnie działa wciąż informacja o prawie poboru. Racjonalne tłumaczenia nic nie pomogą, dopóki inwestorzy nie poniosą po raz pierwszy strat kupując papiery na podstawie tej informacji. Na razie działa to na zasadzie samosprawdzającej się hipotezy: wszyscy kupują licząc na zwyżkę cen, która w efekcie faktycznie nadchodzi. Obawiam się, że powyższy mechanizm determinuje niestety bardzo często zachowanie się rynku, nie tylko w przypadku prawa poboru. Na dojrzałym rynku taka strategia nie miałaby szans. Miejmy nadzieję, że takiej sytuacji niebawem się doczekamy. Zwraca uwagę szybka reakcja rynku na opublikowane słabe wyniki finansowe Exbudu i, co prawda opóźniona, na rezultaty Okocimia. Notowania akcji Banku Śląskiego jeszcze raz dowodzą, że cenę na ten walor ustala podaż. Ponadto „pomogło" zapewne porównanie w „Gazecie Wyborczej" banku do portmonetki, sprzedawanej za wielokrotnie wyższą cenę niż jej zawartość. Cały problem polega na tym, że można to odnieść do większości notowanych na giełdzie firm, zaś ceny nie biorą się z ekonomicznej wartości spółek, lecz z chwilowych wahań popytu i podaży, czyli ze spekulacyjnych, krótkoterminowych oczekiwań na zachowanie się kursu w przyszłości. Do redukcji kupna na Universalu i Tonsilu w zasadzie zdążyliśmy się przyzwyczaić, papiery te charakteryzują się dużym odchyleniem standardowym kursu, które jest miarą ryzyka w analizie portfelowej. Ryzyko to musimy jednak ponieść w nadziei na uzyskanie ponadprzeciętnych zysków.

Sesja dzisiejsza powinna przynieść kontynuację tendencji rosnącej, o czwartku jednak nie można powiedzieć nic pewnego. Możliwy jest zarówno powrót wycofanej gotówki na rynek, jak też kolejna faza paniki. W obecnej sytuacji przychylałbym się mimo wszystko do pierwszej opcji.

RAFAŁ LIS

doradca inwestycyjny

Biura Maklerskiego Banku

Gospodarki Żywnościowej

Sesja wczorajsza wniosła trochę ożywienia w porównaniu z ostatnim czwartkiem. Zanotowano już pięć redukcji kupna, a jedynie trzy walory odnotowały spadek kursu. Gdyby nie doniesienia o fatalnych poczynaniach Okocimia i Exbudu w ostatnim kwartale roku ubiegłego, obraz rynku byłby jeszcze bardziej jednoznaczny. Umiarkowane obroty, jak na ten stopień zrównoważenia rynku, wskazują, iż jeszcze wielu inwestorów nie włączyło się z powrotem do gry, a z tego wniosek, iż ewentualny ruch w górę może być jeszcze bardziej gwałtowny.

Nie mam wątpliwości, iż na sesji najbliższej WIG osiągnie nowe maksimum. Myślę także, że skala nierównowagi znacząco się zwiększy. Byłbym jednak wstrzemięźliwy, jeśli chodzi o wysnuwanie wniosku, iż po przekroczeniu dotychczasowych maksimów czeka nas gwałtowna fala wzrostu. Skłaniałbym się raczej do opinii, iż aktualnie inwestorzy zadowalają się mniejszą skalą zysków, stąd też ich realizacja staje się częstsza, a co za tym idzie – prawdopodobieństwo ewentualnych korekt zwiększa się.

MACIEJ BOMBOL

doradca inwestycyjny

Banku Handlowego

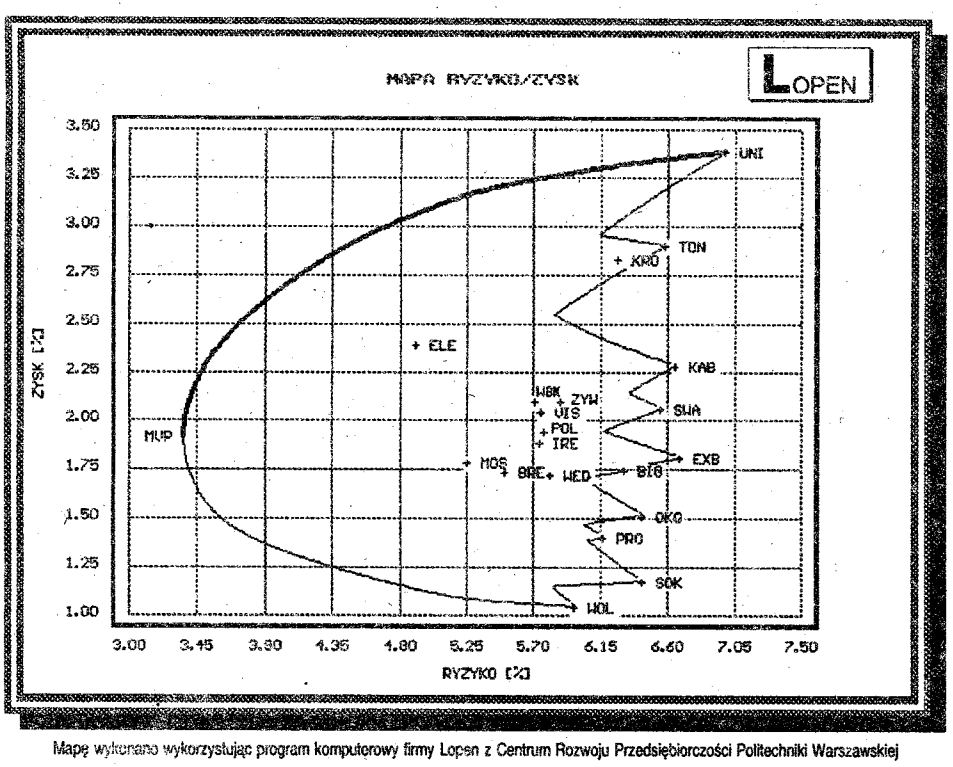
w Warszawie S.A.

Wyniki poniedziałkowej sesji świadczą o ponownym zwiększeniu optymizmu wśród giełdowych inwestorów. Wbrew oczekiwaniom pesymistów dynamika wzrostu WIG–u zwiększyła się w porównaniu z poprzednią sesją. Spadek zanotowały jedynie dwie spółki, przy czym dogrywkę na Bank Śląski wyrównano bardzo szybko. W przypadku Okocimia spadek można tłumaczyć jako spóźnioną odpowiedź inwestorów na słabe wyniki finansowe spółki za ubiegły rok. Chciałbym zwrócić uwagę na fakt ustanowienia przez kursy akcji 7 nowych rekordów cenowych. Równie pozytywnie należy ocenić dogrywkę, na której wykupiono wszystkie akcje zaoferowane do sprzedaży. WIG praktycznie odrobił straty, jakie poniósł podczas ostatniej korekty technicznej na przełomie stycznia i lutego, gdyż osiągnął poziom, który jest o niecały 1 % poniżej rekordowego poziomu ze stycznia.

Wtorkowa sesja może już dać inwestorom odpowiedź na pytanie, w jakim kierunku zmierzać będzie rynek w najbliższej przyszłości. Jeżeli we wtorek nie nastąpi wzrost wartości WIG–u powyżej dotychczasowego maksimum, to jest prawdopodobne, że wykres WIG–u przejdzie w fazę konsolidacji. Jednak moim zdaniem, bardziej prawdopodobne jest ustanowienie we wtorek nowego maksimum przez WIG, co powinno otworzyć drogę do dalszego wzrostu. Niewątpliwie w dalszej perspektywie utrzymywanie dotychczasowej koniunktury na rynku będzie utrudnione przez pojawianie się kolejnych spółek oraz nowych emisji spółek już notowanych na giełdzie. Będzie to z czasem prowadziło do wyrównywania się istotnej dysproporcji pomiędzy popytem a podażą na naszej giełdzie. Obecnie jednak nadal występuje strukturalna przewaga popytu nad podażą, co stwarza dobre rokowania na najbliższą przyszłość. Na marginesie chciałbym zaznaczyć, że obecna sytuacja na giełdzie jest także wynikiem wyraźnego uspokojenia atmosfery politycznej wokół giełdy i prywatyzacji.

Zrealizowany średni zysk z portfela o minimalnym ryzyku (MVP) wynosi: 1.920%. Minimalne ryzyko portfela giełdowego uwzględniającego wszystkie sesje wynosi: 3.358%.

Skład portfela MVP (o minimalnym ryzyku):
BIG 7.6%
BRE 6.8%
Exbud 19.4%
Irena 7.1%
Krosno 11.5%
Universal 2.8%
Vistula 10.8%
Wedel 16.8%
Wólczanka 10.8%
Żywiec 6.4%



Mapę wykonano wykorzystując program komputerowy firmy Lopen z Centrum Rozwoju Przedsiębiorczości Politechniki Warszawskiej

Mapa dla spółek notowanych w okresie 04.10.93r. do 14.02.94r.
Oś pionowa – średni zysk z każdej sesji. W górę – zysk rośnie.
Oś pozioma – ryzyko. W prawo – ryzyko wzrasta.
Linia pogrubiona – zbiór portfeli efektywnych.

Portfel o największym zrealizowanym średnim zysku, wynoszącym 3.391%, składa się w 100% z akcji Universalu. Jego ryzyko wynosi 7.001%.

Zbiór ograniczony krzywymi reprezentuje wszystkie możliwe, istniejące w rzeczywistości, portfele składające się z jednej lub wielu spółek notowanych na warszawskiej giełdzie.

Każdemu punktowi tego zbioru odpowiada co najmniej jeden z możliwych portfeli. Portfele inwestorów mających akcje tylko jednej spółki zaznaczone zostały krzyżykami. Analiza ryzyka portfelowego pozwala poznać miejsce na mapie ryzyka.

Celem doboru walorów do portfela jest ograniczenie ryzyka potrzebnego do osiągnięcia pożądanego zysku. Inwestor powinien dobierać walory do portfela, by osiągnąć jego strukturę wartościową plasującą go na krzywej pogrubionej.

Przedstawia ona portfele efektywne tj. te, które mają:
– najwyższy zysk przy akceptowanym ryzyku,
– najniższe ryzyko dla pożądanego zysku.

KOMENTARZE I PROGNOZY

DAWID WILANOWSKI
makler BM Banku Przemysłowo–Handlowego S.A.

Gdyby wychodzić z założenia, że poruszanie się cen na GPW w cyklach tygodniowych nie straciło swej aktualności, nastrój sesji wtorkowej i być może czwartkowej byłby przesądzony. Tym bardziej że od 27.01., kiedy rynek osiągnął rekordowy poziom, nie pojawiły się żadne wystarczająco istotne informacje fundamentalne, które mogłyby zmienić identyfikację rynku kapitałowego w mentalności inwestorów. Takie korekty jak ostatnia nie są niebezpieczne, dopóki z całą pewnością są przejściowe. Istnieje przekonanie, że każda korekta wzrostu kończy się dość szybko, a rynek chwilę później ulega naciskowi ciągle ogromnego popytu.

Sesja poniedziałkowa, doprowadzając WIG w pobliże ostatniego rekordu, jest kontynuacją tego scenariusza. Dość szybki marsz wskaźnika giełdowego na poziom ponad 18 tys. pkt. świadczy, że rynkowi starczy siły, aby już teraz przystąpić do ustanowienia nowego rekordu. Czy spowoduje to kolejną fazę hossy, pozostaje kwestią otwartą. Siedem rekordowych cen akcji, przy 5 redukcjach kupna na sesji 14 bm. jest na pewno jakimś argumentem. Rynek dopingowany zbliżającym się splitem akcji, jak w przypadku Vistuli, spodziewanymi korzyściami z tytułu praw poboru, jak w przypadku BIG czy Elektrimu, nabrał chyba znowu szybkości. Niekorzystne wyniki finansowe Exbudu skazują walory tej spółki na pewną deprecjację bez możliwości decydującego deformowania obecnego nastroju rynku.

DARIUSZ ADAMKIEWICZ
makler Powszechnego Banku Gospodarczego z Łodzi

Nie sądzę, aby po wczorajszej sesji można mówić o definitywnym powrocie optymizmu na rynek. Owszem, w przypadku pewnej grupy walorów można dostrzec symptomy pozytywnego nastawienia inwestorów, są to z reguły akcje dużych spółek, mających ustabilizowaną sytuację finansową.

Generalnie jednak nie dostrzegam fali entuzjazmu inwestycyjnego, który mógłby sugerować poniedziałkowy wzrost kursów a także przebieg dogrywek. Odnotowane redukcje mają bowiem w obecnej sytuacji drugorzędne, moim zdaniem, znaczenie. Łatwo, pod wpływem jakiegoś negatywnego impulsu, mogą się bowiem zmienić w nadwyżkę sprzedających. Rynek wydaje mi się bowiem nadal niespokojny i nerwowy, a dokonywane przez wielu inwestorów transakcje podszyte są asekuracją. Asekuracja ta, połączona z psychologicznym sondowaniem zachowań inwestorów, wynika w dużej mierze z wciąż niejasną, wręcz niepokojącą sytuacją w otoczeniu giełdy, politycznym i gospodarczym. Dobre sygnały z makrootoczenia praktycznie ostatnio nie nadchodzą, a złe – choćby ostatnia fala rewindykacji płacowych, niosąca zagrożenie nowego impulsu inflacyjnego – mogą w pewnym momencie zaważyć na tendencji koniunktury. Ryzyko inwestycyjne jest więc obecnie spore, fala wzrostu cen może się w krótkim czasie zmienić w trend zniżkowy. Nie mogę się wręcz powstrzymać od osobistej refleksji, że rynek znajduje się obecnie w dość niebezpiecznej fazie koniunktury.

PARKIET PO SESJI 14.02.94

BIG
Popyt na najtańsze nominalne akcje, jakimi są akcje BIG–u i związanego z nim więzami finansowymi Universalu wskazuje na kolejny, wzrastający udział nowych inwestorów. Niewielka reakcja sprzedających w dogrywce wskazuje na faktyczną siłę grupy, znanej w analizie technicznej pod nazwą odd–lot. Trudno bowiem sądzić, że dodatkowa emisja z prawem kupna akcji po 95.000 gra tu zasadniczą rolę. Prawo to nie zmienia bowiem wartości portfela akcjonariuszy. Współczynnik P/E po ostatnim kwartale 1993 roku i uwzględnieniu dokonanej wówczas emisji wzrósł znacznie i utrzymuje się znacznie powyżej tego współczynnika z innych banków.

BRE
Kosmetyczny przyrost kursu po szybkim wzroście w poprzednim tygodniu. Wyczekiwanie na wyniki miesiąca i zależność notowań banków głównie od BŚK powoduje niepewność co do notowań tego waloru. Cena jednej akcji BRE nie ma waloru nominalnej taniości, co jest widoczne na rynku akacji BIG–u. Te akcje cenowo zbliżają się powoli do podobnej bariery płynności, jaką ma BŚK. Może to oznaczać, że dalszy przebieg notowań będzie konsekwencją zdarzeń na rynku BŚK. Zasadnicza różnica istnieje chyba w akcjonariacie obu banków.

BŚK
Znowu bank obniżył swe notowania, co może być konsekwencją struktury własnościowej akcji rozprowadzonych w publicznej ofercie. Jednocześnie jest to wykorzystywane przez skupujących akcje inwestorów dużych, dla których są one na dosyć niskim i bardzo zachęcającym poziomie. Taki obraz rynku był widoczny zwłaszcza w dogrywce.

ELEKTRIM
Znów wysoka aprecjacja, rzadko spotykana dla tego waloru. Dokonało się to po sesji stabilizującej kurs. Był to jednak dobry moment do zakupów. Potwierdzają to wyniki finansowe, wśród których widoczna jest spłata umowy restrukturyzacyjnej. Znacznie zmniejszyła ona zysk netto, który mimo to przyrósł o około 30% w stosunku do 1992 roku. Walor pożądany przez wielu. W wynikach za styczeń dojdzie zysk ze sprzedaży Mostalwaru. Dodatkowo ogłoszono zebranie akcjonariuszy, mające zatwierdzić podwyższenie kapitału z towarzyszącym mu prawem poboru, co u nas ciągle uważa się za rzecz pozytywną.

EXBUD
Nie utrzymała się wysokość kursu po ogłoszeniu fatalnych wyników finansowych. Nie pomogły też wyjaśnienia kierownictwa i prognoza dla holdingu na 1994 rok. Chyba część drobnych inwestorów zacznie studiować analizę fundamentalną, mając świadomość, że cena spółek znajduje swoje odbicie w wartości wypracowanych i ogłaszanych systematycznie zysków.

IRENA
Stabilizacja notowań po szybkim wzroście. W tym przypadku również zadziałały osiągnięte i prognozowane wyniki spółki. Dobre wyniki finansowe nie obniżyły zasadniczo współczynnika P/E, mimo że osiągnięte tempo wzrostu zysku netto jest godne pozazdroszczenia.

KABLE
Kolejny rekord notowań, wskazujący na to, że w przypadku tej spółki nie odgrywają roli ogłoszone właśnie wyniki finansowe. Zysk netto w 1993 roku nie różni się od roku poprzedniego. Dotyczy to wartości nominalnych. Realnie wystąpił znaczny spadek zysków. Zyski z działalności gospodarczej były około trzykrotnie wyższe niż przed rokiem, ale znaczną część zjadły straty nadzwyczajne.

KROSNO
Wysoki współczynnik P/E i duże ryzyko związane z tą spółką nie zniechęcają do kupowania akcji. Tym razem rynek zrównoważony od początku i przez to nie ma widocznych przesłanek do dalszej szybkiej aprecjacji notowań.

MOSTOSTAL EXPORT
W oczekiwaniu na wyniki finansowe nastąpiło wyrównanie najwyższego w historii notowania Mostostalu. Walor odskoczył cenowo od imienniczki z Warszawy. Mimo że z punktu widzenia współczynników P/E stał się lepszą od niej inwestycją, ciągle inwestorzy patrzą na wskaźnik P/BV. Ten wskaźnik na giełdach światowych oscyluje najwyżej wokół 2. Z porównania obu wskaźników wynika wysoki poziom zarządzania kapitałami spółki.

MOSTOSTAL W-WA
Niewielki wzrost notowań, oznaczający dla spółki jej nowe maksimum cenowe za jedną akcję. Analiza wyników finansowych nie wskazuje na takie zachowanie się notowań. Zyski netto tylko o 10% różnią się nominalnie od zysku z 1992 roku. Poprawiona płynność rynku po sprzedaży drugiej transzy akcji przez Elektrim oznacza, że jedynym wytłumaczeniem notowań wyższych niż Mostostalu Export jest zapowiedziany split.

OKOCIM
Straty finansowe w czwartym kwartale były silniejszym bodźcem do sprzedaży po wysokich notowaniach, niż chęć kupna ze względu na nowego inwestora strategicznego browaru. Wyniki ekonomiczne są kiepskie, zwłaszcza w zestawieniu z wynikami Żywca.

POLIFARB
Stabilizacja notowań. Cena jednej akcji nie odbiega zasadniczo od kursu maksymalnego i to, czy pokonanie go będzie barierą łatwą do przebycia, obecnie może zależeć bardziej od aktualnych wyników finansowych niż nawet bardzo optymistycznych prognoz.

PRÓCHNIK
Niewielki przyrost notowań spółki odróżnia ją od pozostałych spółek odzieżowych, które odnotowały maksymalne przyrosty cen. Interesujące jest to, że ogłoszone ostatnio wyniki finansowe nie były złe na tle branży.

SOKOŁÓW
Kolejny maksymalny przyrost notowań spółki, która ma przed sobą podobne atuty do BIG–u i Mostalwaru. Przeciw niej są jej wyniki finansowe. Sprzeczność dwóch kryteriów pozwoliła ustanowić nowe maksimum cenowe za jedną akcję. Kryterium taniości nominalnej zwyciężyło. Nie jest to pierwszy ani zapewne ostatni raz na naszej giełdzie.

SWARZĘDZ
Niewielki wzrost ceny tego waloru. Jeżeli była to reakcja na informacje o kłopotach z nie uregulowaną własnością przedsiębiorstw, to chyba nie ma w ogóle złych wieści dla posiadaczy tych walorów.

TONSIL
Spółka odnotowała zyski w 1993 roku, co już ten rok odróżnia od roku 1992. Zyski te pozwoliły obliczyć współczynnik P/E. Jest to na tyle dobra informacja dla kupujących, że ich chęci nabycia akcji zostały ograniczone przez redukcję kupna. Sama możliwość policzenia P/E odwróciła uwagę od jego poziomu. Trzeba jednak przyznać nabywcom tych akcji, że nawet najwyższy P/E jest lepszy niż kreska w tabelach ekonomicznych.

UNIVERSAL
Po krótkiej stabilizacji notowań mamy znów właściwy temu walorowi poziom wzrostu. Nowe maksimum cenowe może być reakcją na poprawienie pomyłek w sprawozdaniu finansowym. Wydaje się jednak, że w tym przypadku duże znaczenie ma tempo wzrostu zysku netto. Może jednak inwestorom należy się odrobina wyjaśnień dotyczących zysków i strat nadzwyczajnych. W czwartym kwartale zyski nadzwyczajne wyniósły około 103 miliardy, a w ciągu roku straty nadzwyczajne przekroczyły 136 miliardów. Tak duże wartości wymagają zabrania głosu.

VISTULA
Po niewielkiej zniżce, ogłoszonej dacie splitu i dobrych wynikach finansowych poprzednia reakcja inwestorów zaskoczyła chyba wszystkich. Obecnie walor ustanowił nowe maksimum cenowe i towarzyszyła temu redukcja kupna.

WBK
Po szybkim wzroście w styczniu widać wyraźną barierę wzrostu notowań. Ma na to zapewne wpływ podobieństwo do BŚK, którego poziom P/E jest jednak dużo niższy. Przyszłość może być znaczona notowaniami BŚK.

WEDEL
Spółka cechowała się ostatnio dużą stabilizacją notowań i widać było, że bariera trzech milionów jest trudna do pokonania. Obecnie została ona ponownie pokonana, ale czy okaże się tak jak poprzednio nie do przejścia, zobaczymy wkrótce. Wysoka cena jednej akcji ogranicza płynność. W tym przypadku, podobnie do BŚK, BRE i Żywca, zaczyna ograniczać się rola drobnych inwestorów. Oni uważają te walory za drogie i koncentrują swoje zakupy na akcjach tańszych od miliona.

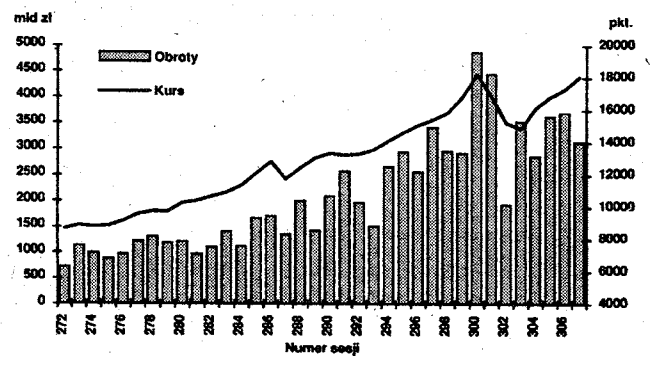
WÓLCZANKA
Znaczny przyrost notowań, który przybliżył spółkę do jej kursu maksymalnego. Tu mają między innymi zastosowanie uwagi przytoczone przy opisie notowań Wedla. Wysokość obrotu wskazywać może, że poziom cen odpowiada i nabywcom, i sprzedającym.

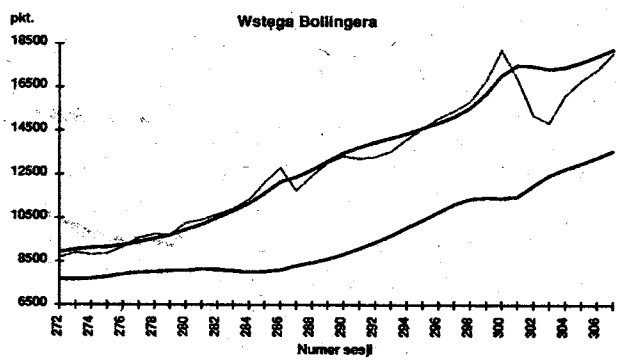
ŻYWIEC
Niewielki wzrost notowań tej spółki po szybkim przyroście poprzednio jest odpowiedzią na ogłoszenie dobrych wyników finansowych za 1993 rok. Na tle roku wyróżniał się czwarty kwartał, zwłaszcza w zestawieniu ze stratami Okocimia w tym samym okresie. Szybszy wzrost zysków niż sprzedaży wskazuje na poprawę zarządzania w tym browarze.

EFEKT
Notowania tej spółki są pod wpływem handlu pierwszą opcją typu call, jaką jest nabywanie praw poboru. Wycena tego odbywa się zwykle w oparciu o skomplikowane procedury statystyczne. U nas trudno dopatrzeć się zasad kształtowania się, zarówno cen tej spółki, jak i praw poboru jej nowej emisji.

ELIGIUSZ NOWAKOWSKI

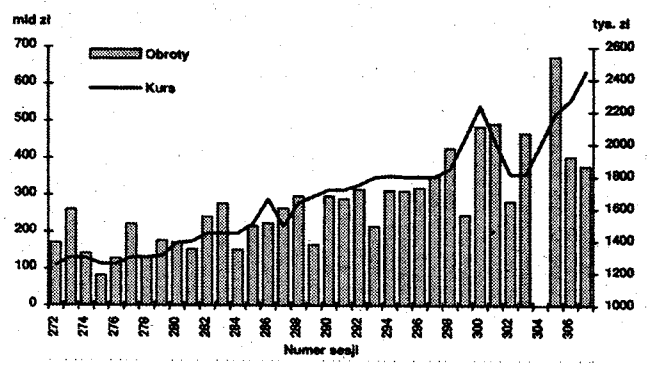
ANALIZA TECHNICZNA

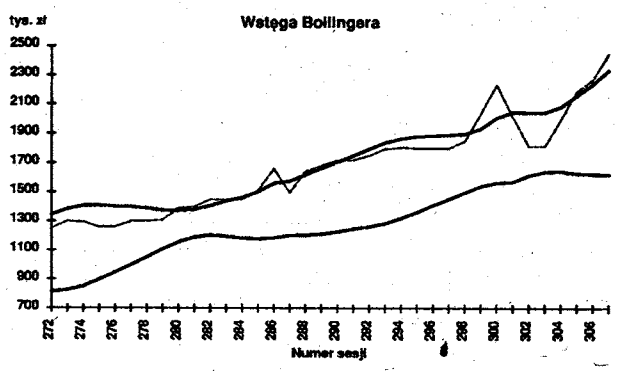




WIG

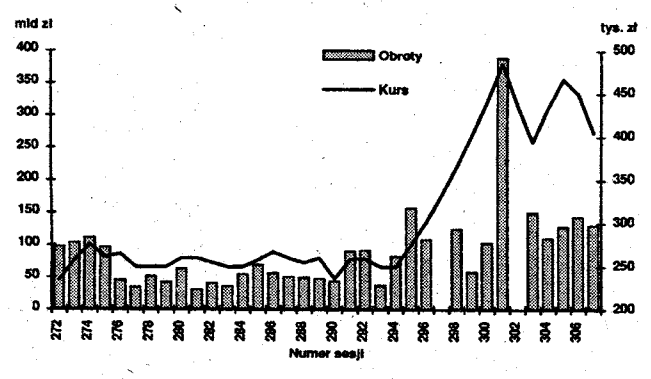
Wczorajszy wzrost wartości WIG–u o 4,4% spowodował dojście jego wykresu do górnej wstęgi Bollingera oraz nieznaczne wyjście poza 25% obwiednią. Pomimo systematycznego wzrostu od sesji 303, wartość TRIN INDEX–u rośnie i na wczorajszej sesji przecięła sygnał od dołu. **Może to świadczyć o tym, że dalszy wzrost WIG–u nie będzie tak dynamiczny jak dotychczas i należy się liczyć raczej z okresem stabilizacji rynku lub może nawet z lekką korektą.** Linia MACD znajduje się w dalszym ciągu pod linią sygnału, jednakże można zaobserwować zwrot w kierunku przecięcia od dołu swojej linii sygnalnej.

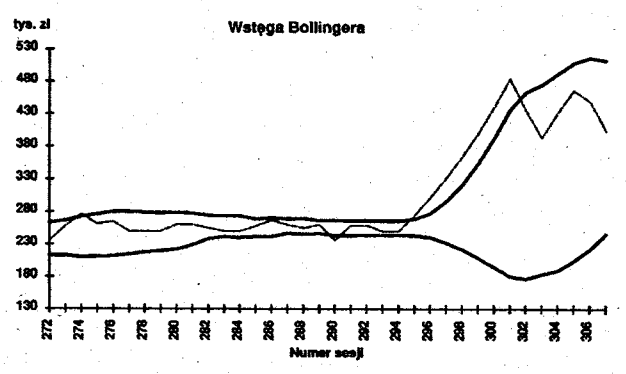




ELEKTRIM

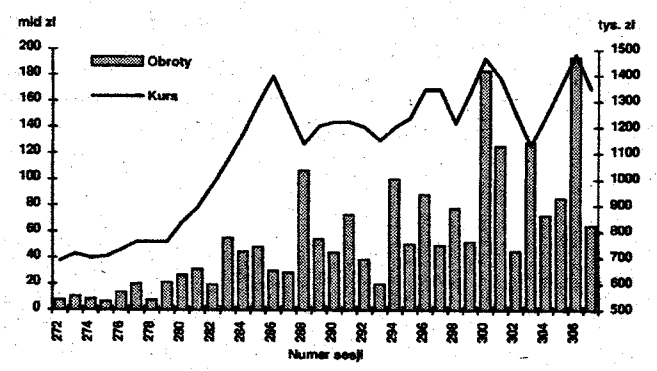
Zapowiedź prawa poboru w stosunku 1:10 zaowocowała kolejnym wzrostem kursu o 7,9%. Wykres cenowy na sesji 303 oparł się o średnią SK–15 i od tego momentu systematycznie pnie się do góry przecinając kolejno średnią krótkoterminową i górną obwiednią 25% dla SK–15. Linia MACD oscyluje wokół sygnału i obecnie znajduje się ponad nią. Wykres oscylatora stochastycznego na poniedziałkowej sesji osiągał max. wartość 100%, natomiast jego linia sygnału zbliżyła się do poziomu wykupienia rynku. Również wskaźnik WWS po przecięciu sygnału od dołu na sesji 304 znajduje się ponad linią wykupienia. **Szybkie zamknięcie dogrywki sprzedaży świadczy o ciągłym zainteresowaniu inwestorów tym walorem.**

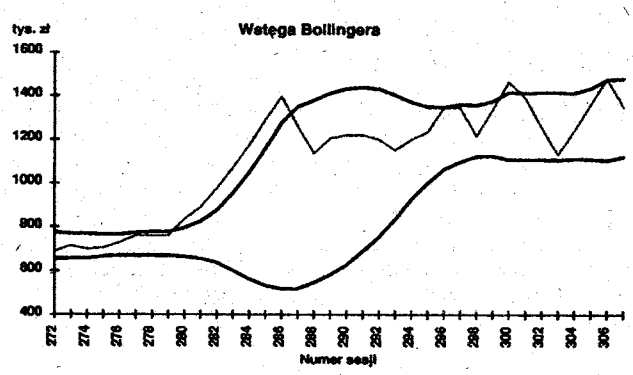




EXBUD

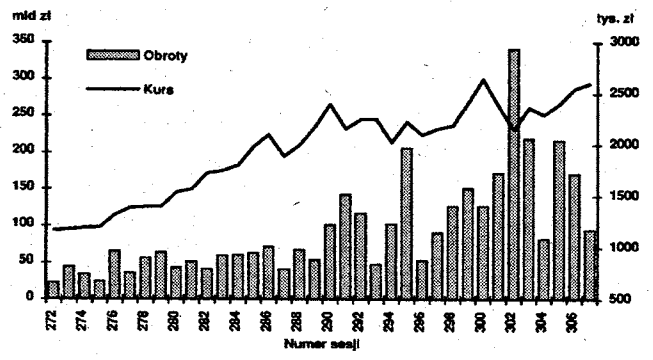
Kurs akcji w dniu wczorajszym spadł o dopuszczalne maksimum. Spowodowało to dojście linii MACD do linii sygnału, generując jednocześnie sygnał sprzedaży. Potwierdzeniem nie najlepszej prognozy dla tego papieru są również duże obroty na sesji 301, układające się wraz z wykresem kursu w formację „dnia odwrotu". W dwóch ostatnich przypadkach okres stagnacji, a nawet lekkiego spadku, trwał od 10 do 20 sesji giełdowych. Oscylator stochastyczny znajduje się obecnie na poziomie 70%, co odpowiada teoretycznej linii wykupienia. Wykres kursu, leżący blisko górnej wstęgi 25% dla SK–15, przeciął także średnią średnioterminową SK–15 i zbliża się do SK–5. **Obecnie brak jakichkolwiek dobrych prognoz dla tego waloru.**

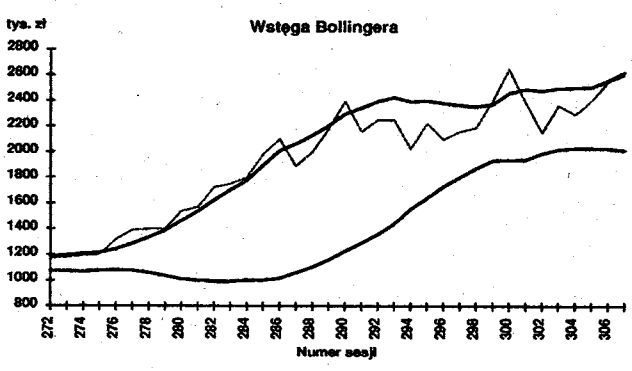




OKOCIM

Zniżka kursu o 8,8% wydaje się być opóźnioną reakcją inwestorów na opublikowanie słabych wyników finansowych za IV kwartał '93. Wykres kursu powrócił do wstęgi 25% dla SK–15 i zbliża się do przecięcia od góry swoich średnich kroczących. Oscylator MACD znajduje się tuż ponad poziomem 0 i zmniejszając swoją wartość oddala się od linii sygnału. Oscylator stochastyczny na sesji 30 osiągnął minimum lokalne, dając sygnał kupna. Obecnie jego wartość wynosi 82%. Wartość linii sygnału wskaźnika WWS systematycznie maleje od sesji 300, a po ostatniej sesji została przecięta od góry. **Wskaźniki analizy technicznej mogą świadczyć o możliwości spadku kursu.**





ŻYWIEC

Wykres kursu od sesji 301 oscylował wokół swoich średnich kroczących, przecinając na sesji 304 od dołu średnią SK–5, czego wynikiem były 2 kolejne wzrosty kursu. Obecnie wykres cenowy znajduje się tuż pod górną obwiednią wstęgi 25% dla SK–15. Od sesji 301 MACD przyjmuje wartości zbliżone do swojego sygnału, nie generując przy tym wyraźniejszych momentów kupna lub sprzedaży. Oscylator stochastyczny, po osiągnięciu miniumum lokalnego na sesji 304 (25%), po 13% zwyżce kursu osiągnął maksimum (100%), zaś jego sygnał doszedł do poziomu wykupienia rynku. **Można przypuszczać, że kurs powinien ustabilizować się nie ulegając dużym wahaniom.**

MACD – Moving Average Convergence Divergence (pol. Oscylator Średnich Kursu). Stosunek dwóch średnich kroczących kursu o różnych oknach. Wynikami konstrukcji parametru MACD są: • identyfikacja zmian trendu • notowanie znaczących zmian kursu • lokalizacja przecięć średnich kroczących. *Stosowanie*: Teoretyczny sygnał zakupu powstaje, gdy linia oscylatora przecina linię sygnału od dołu i wzrasta ponad nią. Teoretyczny sygnał sprzedaży powstaje, gdy linia oscylatora spada poniżej linii sygnału.
TRIN INDEX – Wskaźnik reprezentujący związek pomiędzy wzrastającymi i spadającymi kursami oraz odpowiadającymi im wolumenami akcji. Parametr ten jest ilorazem stosunku liczby akcji, których kursy wzrastają i spadają oraz wolumenu akcji, których kursy wzrastają i spadają w danym okresie. *Stosowanie*: Oznaką hossy jest malejąca wartość tego wskaźnika, oznaką bessy zaś jest wartość rosnąca.
OSCYLATOR STOCHASTYCZNY – Wskaźnik ten mierzy aktualną cenę akcji w stosunku do ceny minimalnej i maksymalnej w okresie poprzedzającym stan obecny i oscyluje w przedziale 0%–100%. *Stosowanie*:Wykorzystywany jest jako sygnalizator wykupienia lub wysprzedania danego papieru. Teoretyczną granicą wysprzedania jest 80%, wykupienia 20%.
SK–5. ŚREDNIA KRÓTKOTERMINOWA – średnia wartość kursu danego waloru z 5 ostatnich sesji.
SK–15 ŚREDNIA ŚREDNIOTERMINOWA – średnia wartość kursu danego waloru z 15 sesji.
OSCYLATOR ŚREDNICH – Iloraz średniej krótkoterminowej SK–5 oraz średniej średnioterminowej SK–15. Badanie zachowania się kursu w stosunku do swoich średnich.
WSTĘGA 25% DLA SK–15 – Obszar zawarty pomiędzy linią obwiednią przyjmującą wartość +/– 25% dla średniej średnioterminowej SK–15 a tą średnią.
WSKAŹNIK WZGLĘDNEJ SIŁY (WWS) Typ oscylatora mierzącego względną, wewnętrzną siłę papieru lub rynku z samym sobą, przyjmujący wartość w granicach 0–100. *Stosowanie*: Teoretyczny moment kupna ma miejsce, gdy wartość oscylatora WWS spadnie poniżej poziomu 30.
WSTĘGA BOLLINGERA Wstęga Bollingera tworzona jest za pomocą średniej n–sesyjnej +\ – (odchylenie standardowe z n–ostatnich kursów) razy k. Parametry zmiennych są następujące n=15, k=2. Sygnały zbliżone do sygnałów wstęgi 25% dla SK–15. Sygnały kupna – gdy wykres zetknie się z dolną wstęgą, sprzedaży – gdy zetknie się z górną.
OBV Linia tworzona poprzez dodawanie lub odejmowanie obrotów w zależności od wzrostu lub spadku kursu akcji. Linia OBV rosnąca szybciej niż wykres kursu świadczy o sile waloru, spadająca szybciej o jego słabości.

Przygotował zespół CONMAR: CEZARY ADAMCZYK, ADAM NOWOTKA, RAFAŁ SOKÓŁ, KRZYSZTOF SZAFIROWSKI

ZE SPÓŁEK

BIG

Wyniki finansowe Banku Inicjatyw Gospodarczych S.A. w styczniu 1994 r.:

zysk brutto	43.386 mln zł
zysk netto	19.022 mln zł

EXBUD

	IV kwartał 1993	IV kwartały 1993 (narastająco)
Przychody netto ze sprzedaży	240.930	728.354
Koszt wytworzenia produkcji sprzedanej	(242.038)	(675.541)
Przychody finansowe	30.901	96.997
Koszty finansowe	(20.839)	(69.773)
w tym odsetki od kredytów i pożyczek	10.863	25.516
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	(4.393)	25.882
Zysk (strata) ze zdarzeń nadzwyczajnych	785	(6.240)
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	(3.608)	19.642
Podatek dochodowy	(4.416)	(6.560)
Inne obow. zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	-	-
Zysk (strata) netto	(8.024)	13.082

Zarząd Spółki ocenia rok 1993 jako szczególnie trudny, nie tylko w aspekcie nadal nieustabilizowanej sytuacji gospodarczej w kraju oraz restrykcyjnej polityki rządów państw, do których Exbud od lat eksportuje usługi budowlane i techniczne, ale przede wszystkim z uwagi na podejmowane w nim ważne decyzje strategiczne, które, oparte na długofalowym rachunku ekonomicznym, nie pozostawały bez wpływu na bieżące efekty. Stąd też uzyskane w 1993 roku wyniki ekonomiczne winny być oceniane w bezpośrednim powiązaniu z globalną strategią rozwoju Exbudu, której głównym założeniem jest taka – geograficzna i rodzajowa – transformacja przychodów, która zapewnia wysoki poziom generowanych zysków.

Wprowadzenie w II połowie 1992 roku blokady wydawania pozwoleń na realizację kontraktów usługowych w Niemczech, wobec wiodącej pozycji tego rynku w eksporcie usług, poważnie ograniczyło możliwości uzyskiwania przychodów z tego rodzaju działalności.

W porównaniu do 1991 roku przychody ze sprzedaży usług w 1993 roku zmniejszyły się o 44,5 mln DM, tj. o 58 proc. Każdy miesiąc blokady oznaczał utratę przychodów rzędu 3,8 mln DM. Skutki blokady były najdotkliwiej odczuwane w 1993 roku, kiedy to upływał termin zakończenia większości kontraktów rozpoczętych przed wprowadzeniem blokady. Liczba realizowanych kontraktów spadła ze 122 w lipcu 1992 roku do 30 w lipcu 1993 roku.

Z powodu blokady nie weszło w życie 89 podpisanych kontraktów na łączną wartość wynoszącą ponad 85 mln DM. W wyniku gwałtownego ograniczenia działalności usługowej w Niemczech spadła też jej efektywność dewizowa dodatkowo obniżając dochody Spółki. Nowe, znacznie zaostrzone warunki realizowania usług na rynku niemieckim, a zwłaszcza wymóg stosowania płac zgodnie z niemieckimi układami zbiorowymi przy jednoczesnym zapewnianiu tzw. świadczeń rozłąkowych wynikających z przepisów polskich, spowodowały dalsze obniżenie efektywności realizacyjnej. Restrykcyjny wydźwięk miały też warunki realizacji usług przez podmioty zagraniczne wprowadzone przez władze byłych krajów socjalistycznych – Czech, Słowacji i Węgier – z zamiarem ochrony własnych rynków w warunkach kryzysu gospodarczego i wysokiego bezrobocia. W tej sytuacji ukierunkowanie działalności na rynek krajowy, a zwłaszcza na pozyskiwanie zleceń o dużej wartości od kontrahentów zagranicznych inwestujących w Polsce, mimo wysokich kosztów transformacji, uznano za zasadne. W porównaniu z 1992 rokiem przychody z eksportu usług zmniejszyły się o ponad 40 proc. Spadkowi przychodów z eksportu usług silnie przeciwdziałał prawie czterokrotny wzrost przychodów ze sprzedaży wyrobów i usług w kraju. Wzrosły też, w zbliżonym tempie, przychody ze sprzedaży towarów. Łącznie przychody ze sprzedaży wzrosły blisko 70 proc. Zmieniła się ich dotychczasowa struktura rodzajowa. Dominującą pozycję zajęła działalność na rynku krajowym, z której pochodziło 57 proc. przychodów ze sprzedaży, a w niej usługi budowlano-montażowe stanowiące blisko 74 proc.

Ciężar dokonanej transformacji rodzajowej przychodów spoczął w przeważającym stopniu na Spółce Akcyjnej. Spółka Akcyjna poniosła też koszty działań zmierzających do zmiany geograficznej struktury eksportu usług oraz nakłady związane z przebudową i tworzeniem nowych struktur organizacyjnych, dostosowanych do zmienionych warunków działania. W konsekwencji nastąpiło wyraźne pogorszenie jej wyników w stosunku do osiągniętych w 1992 roku. Pozytywnym zjawiskiem jest natomiast dwukrotnie większy, w stosunku do uzyskanego w 1992 roku, łączny zysk pozostałych jednostek wchodzących w skład holdingu.

Elektrim

	IV kwartał 1993	IV kwartały 1993 (narastająco)
Przychody netto ze sprzedaży	7.330.406	7.121.543
Koszt wytworzenia produkcji sprzedanej	2.106.778	6.496.578
Przychody finansowe	898.337	1.591.314
Koszty finansowe	372.699	692.884
w tym odsetki od kredytów i pożyczek	9.631	31.448
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	712.377	1.268.335
Zysk (strata) ze zdarzeń nadzwyczajnych	- 72.126	- 26.403
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	640.251	1.241.932
Podatek dochodowy	287.202	481.577
Inne obow. zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	231.962	353.038
Zysk (strata) netto	121.087	407.317

Irena

Zarząd Spółki Huta Szkła Gospodarczego Irena S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	53.267	77.245
w tym:		
zapasy	24.291	23.656
należności	25.197	35.245
Zobowiązania długoterminowe	16.489	14.709
Zobowiązania krótkoterminowe	19.775	23.758
Nakłady inwestycyjne	- 122	4.664
Przychody netto ze sprzedaży	38.221	77.782
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	- 142	16.656
Zysk (strata) netto	- 63	8.787

UNIVERSAL

PHZ Universal S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	696.359	812.667
w tym:		
zapasy	170.815	126.170
należności	492.982	645.600
Zobowiązania długoterminowe	288.134	85.831
Zobowiązania krótkoterminowe	445.267	345.230
Nakłady inwestycyjne	1.813	301
Przychody netto ze sprzedaży	361.155	312.383
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	13.107	-34.319
Zysk netto	2.542	35.938

Wyniki finansowe Universalu S.A. w styczniu 1994 r. w mln zł:

Przychody netto ze sprzedaży	55.948
Zysk przed opodatkowaniem	4.878
Zysk netto	4.878

E. Wedel

Zarząd Spółki E. Wedel S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	466.073	788.087
w tym:		
zapasy	100.891	193.113
należności	82.700	111.324
Zobowiązania długoterminowe	-	38.416
Zobowiązania krótkoterminowe	88.768	181.885
Nakłady inwestycyjne	224.512	202.152
Przychody netto ze sprzedaży	531.659	838.701
Zysk z działalności gospodarczej	91.199	126.246
Zysk netto	68.029	120.678

Mostostal Warszawa S.A.

Zarząd Spółki Mostostal Warszawa S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	119.847	168.053
w tym:		
zapasy	25.415	50.432
należności	88.945	109.997
Zobowiązania długoterminowe	21.284	22.213
Zobowiązania krótkoterminowe	59.104	91.998
Nakłady inwestycyjne	4.017	7.309
Przychody netto ze sprzedaży	220.531	160.756
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-556	2.082
Zysk netto	283	1.374

prochnik s.a.

Zarząd Spółki Próchnik S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	101.415	137.690
w tym:		
zapasy	63.794	84.003
należności	26.131	49.414
Zobowiązania długoterminowe	5.131	5.170
Zobowiązania krótkoterminowe	41.667	58.203
Nakłady inwestycyjne	4.775	6.740
Przychody netto ze sprzedaży	104.092	137.983
Zysk z działalności gospodarczej	17.359	28.522
Zysk netto	9.168	16.326
Zysk z tytułu zwrotu pod. doch. za lata 1989–90		4.676

KABLE

Zarząd Śląskiej Fabryki Kabli S.A. podaje do wiadomości raport finansowy za IV kwartał 1993 r. (w mln zł):

	IV kwartał 1992	IV kwartał 1993
Majątek obrotowy	152.184	199.764
w tym:		
zapasy	64.299	63.741
należności	86.489	62.393
Zobowiązania długoterminowe	19.211	5.690
Zobowiązania krótkoterminowe	107.674	45.730
Nakłady inwestycyjne	4.662	5.201
Przychody netto ze sprzedaży	136.295	130.512
Zysk z działalności gospodarczej	5.086	9.709
Zysk netto	3.162	5.215

efekt s.a.

Zarząd Korporacji Gospodarczej Efekt S.A. w Krakowie podaje do wiadomości, że 2 lutego w Sądzie Rejonowym w Gdańsku, Wydział XI Gospodarczy Rejestrowy pod numerem RHB 9394 została zarejestrowana Gdańska Giełda Towarowa S.A. z siedzibą w Gdańsku, której współzałożycielem jest Efekt S.A. Przystępując do Giełdy Spółka Efekt S.A. objęła 2 akcje o jednostkowej wartości nominalnej 50 mln zł i cenie emisyjnej 75 mln zł.

Rozpoczęcie działalności gospodarczej przez Giełdę planowane jest na drugą połowę lutego 1994 r.

VISTULA

Zarząd Spółki ZPO Vistula informuje, że Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie podjął w dniu 9.02.1994 roku Uchwałę Nr 42/94 określając datę podziału wartości nominalnej akcji Spółki na dzień 24.02.1994 r.

UCHWAŁA nr 42/94
Zarządu
Giełdy Papierów Wartościowych
w Warszawie
z dnia 09.02.1994 r.

Na podstawie par. 227 w związku z par. 24 ust. 2 pkt b Regulaminu Giełdy, Zarząd Giełdy postanawia wyrazić zgodę na dokonanie wymiany akcji przez Spółkę Vistula Zakłady Przemysłu Odzieżowego S.A. w Krakowie w dniu 24 lutego 1994 r.

Wszystkie zlecenia maklerskie, wystawione na akcje Vistuli przed wymianą, tracą ważność z chwilą zakończenia sesji w dniu 24 lutego 1994 roku. Zlecenia maklerskie na akcje po wymianie mogą być składane po zakończeniu sesji w dniu 24 lutego br. Kursem odniesienia będzie 1/5 kursu z ostatniej sesji przed wymianą, tj. z dnia 24 lutego br., zgodnie z wpisaną do rejestru handlowego zmianą wartości nominalnej akcji. Przez trzy kolejne sesje po wymianie (28 lutego, 1 marca oraz 3 marca) kurs akcji Vistuli będzie oznaczony „ow".

Mostostal Warszawa S.A.

Zarząd Spółki Mostostal Warszawa S.A. podaje do wiadomości, że w wyniku zakończonego postępowania układowego pomiędzy Cementownią „Chełm" a wierzycielami Mostostal Warszawa S.A. otrzyma od Cementowni spłatę odsetek za zwłokę w wysokości 12.780 mln zł (dwanaście miliardów siedemset osiemdziesiąt milionów), które stanowić będą zysk nadzwyczajny Spółki. Spłaty będą następowały, począwszy od maja 1994 r., w miesięcznych, równych ratach, po 532,5 mln zł przez kolejne 24 miesiące. Oznacza to, że w 1994 roku zyski nadzwyczajne Spółki z tego tytułu wyniosą 4.269 mln zł.

ZYSKI NETTO SPÓŁEK w mln zł

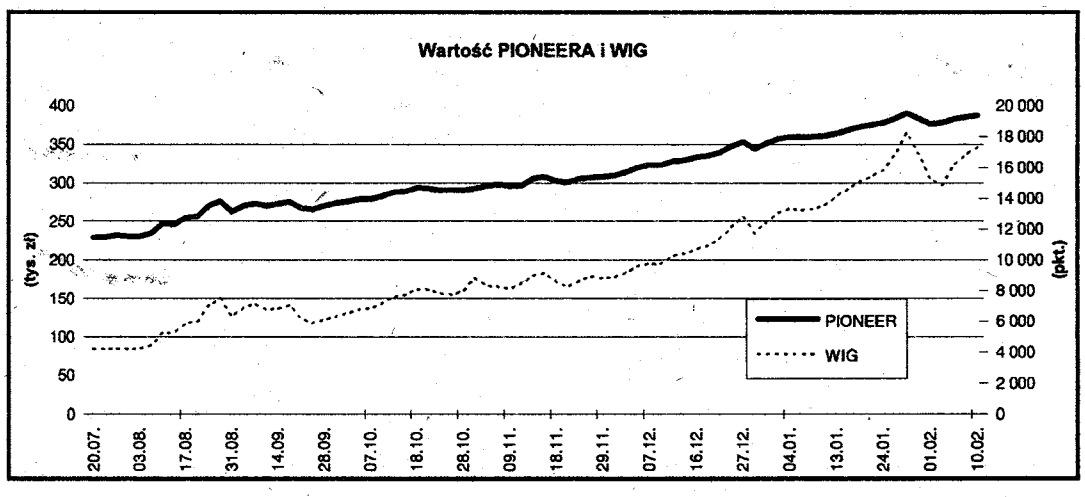
Spółka	IV kw.'92	I kw.'93	II kw.'93	III kw.'93	IV kw.'93
BIG	27.854	30.311	19.012	22.426	28.631
BRE	-1.942	34.617	42.192	54.612	33.766
Elektrim	63.329	68.995	91.217	126.018	121.087
Exbud	16.582	10.717	13.389	-3.241	8.024
Irena	-55	2.901	4.990	3.501	8.787
Kable	3.162	1.120	1.687	1.322	5.215
Krosno	4.658	1.799	899	2.262	4.637
Mostostal Exp.	35.640	25.012	23.278	19.993	
MostostalW-wa	282		5.401*	4.467	1.374
Okocim	7.764	13.432	26.714	35.807	-17.971
Polifarb	20.340	30.637	30.937	39.222	8.215
Próchnik	9.168	7.400	2.220	9.156	16.326
Sokołów	-2.158	3.793	5.792	4.880	4.217
Swarzędz	7.928	3.496	3.455	3.225	12.951
Tonsil	-22.770	1.038	581	576	4.423
Universal	2.642	1.049	4.996	11.464	35.938
Vistula	6.630	20.241	20.394	11.606	13.060
WBK	18.654	69.130	38.242	111.234	106.344
Wedel	80.347	88.517	60.479	61.638	120.678
Wólczanka	7.497	9.353	8.712	3.811	8.232
Żywiec	24.156	18.957	32.585	57.258	46.922
Efekt	1.112	1.922	2.977	3.940	2.854

* zysk za I półrocze '93

PIONEER
WCIĄŻ PONIŻEJ REKORDU

Mimo czterech sesji wzrostu giełdowych notowań akcji PIONEEROWI nie udało się jeszcze osiągnąć poziomu sprzed korekty. Rekordowa wartość aktywów funduszu przypadająca na każdą jednostkę uczestnictwa z 27 stycznia wynosiła 390.000 zł, 10 lutego była o 2.900 zł niższa. W ciągu zaledwie dwóch sesji korekty na giełdzie PIONEER stracił na wartości 14.100 zł. Kolejne cztery dni wzrostu notowań zwiększyły wartość aktywów przypadajacą na każdą jednostkę uczestnictwa o 11.200 zł.

Bank Pekao S.A. pełniący funkcję powiernika Pierwszego Polskiego Funduszu Powierniczego PIONEER dokonał korekty wartości jednostek uczestnictwa wyliczonych w dwóch ostatnich dniach stycznia i dwóch pierwszych dniach lutego. Zmiany wartości, w porównaniu do opublikowanych wcześniej notowań wynosiły od 200 do 400 zł. Ewentualne straty uczestników funduszu wynikające z realizacji zleceń według błędnie wyliczonych wartości jednostek uczestnictwa zostaną bezzwłocznie wyrównane.



Skorygowane wartości PIONEERA:

data	wartość jednostki	maksymalna cena zakupu
27 stycznia	390.000	412.698
31 stycznia	382.800	405.079
1 lutego	375.900	397.778
3 lutego	377.700	399.683

P.B.

PIONEER – WARTOŚCI JEDNOSTKI UCZESTNICTWA – 14.02.94

pierwsze notowanie	na koniec 1992 r.	na koniec 1993 r.	wartość poprzednia	wartość bieżąca
28.07.92	29.12.92	30.12.93	10.02.94	14.02.94
wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa (w zł)				
100.000	114.100	351.000	387.100	390.200
maksymalna cena zakupu jednostki przy wpłatach poniżej 250 mln zł (w zł)				
105.820	120.741	377.354	409.630	412.910

GIEŁDOWY RYNEK OBLIGACJI

OSTATNI TYDZIEŃ PPJ4

W poniedziałek na powszechnym rynku obligacji odnotowano wzrost wartości 3 walorów i spadek kursów 5. Na poziomie z 10 lutego utrzymała się cena PPT1. Właścicieli zmieniło 5.826 walorów. Obroty przekroczyły 14,4 mld zł i były o 23,6 proc. niższe niż na poprzedniej sesji. Inwestorzy złożyli na obligacje 317 zleceń. W większości przypadków wahania kursów były niewielkie, w granicach od 0,2 do 0,5 pkt. proc. Po czwartkowym spadku o 3 pkt. proc., o 2,8 pkt. wzrosła wartość PPT2.

W dalszym ciągu trudno więc mówić o ukształtowaniu się jednoznacznej tendencji kursowej. Spośród 9 serii obligacji skarbowych handlowanych na giełdowym rynku powszechnym między 7 i 10 lutego ceny trzech spadły, jednej wzrosły i czterech nie zmieniły się, podczas gdy tydzień wcześniej odnotowano zwyżkę kursów aż w siedmiu przypadkach. Dzienne zmiany kursów walorów rocznych nie przekraczały 0,5 pkt. proc. W ciągu tygodnia cena PPJ4 obniżyła się o 0,1 pkt. 0,7 pkt. straciła na wartości PPJ5, kurs PPJ6 w skali trzech notowań zwyżkował o 0,2 pkt. proc. Na rynku papierów trzyletnich, z racji znacznie mniejszej płynności, wahania cen były większe i sięgały 3 punktów proc. z sesji na sesję. Po gwałtownych wzrostach szybko jednak następowały spadki notowań i odwrotnie. Ostatecznie przed weekendem większość cen wróciła do poziomu sprzed tygodnia. Tylko PPT3 między 7 i 10 lutego odnotowała spadek wartości o 0,9 punktu procentowego.

W poprzednim tygodniu do obrotu na powszechnym rynku weszła VI seria obligacji trzyletniej. Na trzy kolejne sesje giełda nie przyjęła jednak ani jednego zlecenia na te papiery. W tej sytuacji specjalista ustalał tylko kurs szacunkowy. Po raz pierwszy do transakcji PPT6 doszło 14 lutego. W obrocie znalazło się 50 walorów. Kurs ustalił się na poziomie 95 proc. wartości nominalnej, a więc o 2 pkt. proc. poniżej wartości ustalonej przez specjalistę 10 lutego.

W poniedziałek w obrocie na rynku blokowym znalazło się 11 pakietów VII serii pożyczki jednorocznej, przy czym odnotowano dużą rozpiętość cen transakcji. 1 blok PPJ7 sprzedano po kursie otwarcia 99,0 proc. wartości nominalnej. Na notowaniach ciągłych cena kolejnych 10 bloków ustalona została na poziomie 100,9 proc. nominału.

W związku ze zbliżającym się terminem wykupu IV serii pożyczki jednorocznej (2 marca br.) z końcem bieżącego tygodnia zakończy się giełdowy obrót tymi walorami.

PIOTR BUCZEK

OBLIGACJE SKARBOWE – GIEŁDOWY RYNEK POWSZECHNY - 14.02.94

kod	data wykupu	kurs (% nominału) 14.02		kurs (% nominału) 10.02		zmiana	odsetki skumul.	cena rozlicz.	obrót	
						(pkt.)	(tys.zł)	(tys.zł)	(szt.)	(tys.zł)
PPJ4	02.03.94	102,3		102,7	nk	-0,4	385,2	1.408,2	1.548	4.359.787
PPJ5	02.06.94	101,3		101,1		+0,2	252,1	1.265,1	2.771	7.011.184
PPJ6	02.09.94	101,5	nk	101,7	nk	-0,2	175,0	1.190,0	243	578.340
PPT1	04.08.95	97,1	nk	97,1	nk	0,0	11,3	982,3	436	856.566
PPT2	03.11.95	96,8		94,0		+2,8	12,3	980,3	377	739.146
PPT3	04.02.96	96,8	nk	97,0		-0,2	11,3	979,3	111	217.405
PPT4	05.05.96	96,5		97,0		-0,5	10,3	975,3	226	440.836
PPT5	05.08.96	97,0	nk	96,8	nk	+0,2	10,3	980,3	64	125.478
PPT6	05.11.96	95,0	nk	97,0	ks	-2,0	10,3	960,3	50	96.030
								razem	5.826	14.424.772

FUNT WYHAMOWAŁ SPADEK

Ostatni tydzień przyniósł wzrost ceny waluty amerykańskiej o 1,2 proc. O ponad 270 zł zdrożał zielony w banku centralnym i na wolnym rynku. Dolara pchało w górę podniesienie oprocentowania przez Rezerwę Federalną i poźniejszy spadek stóp procentowych w Zjednoczonym Królestwie. Pomiędzy 7 i 11 lutego marka po początkowym spadku wróciła do poziomu z przełomu stycznia i lutego. W ostatni piątek i poniedziałek, podobnie jak i dolara, notowano ją na najwyższych pozycjach w historii. Po tygodniu niemal nieprzerwanego spadku cena waluty brytyjskiej obniżyła się o 1,3 proc. w NBP i o 0,9 proc. w kantorach prywatnych. Początek nowego tygodnia to dalszy wzrost kursów wszystkich walut, poza dolarem, który w banku centralnym zniżkował w poniedziałek o 24 zł.

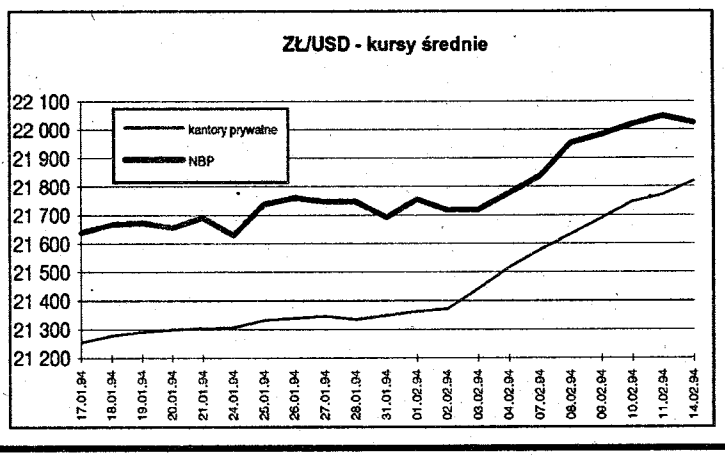
Na rynkach światowych dolar gwałtownie spadł w relacji do jena japońskiego, co należy tłumaczyć fiaskiem rozmów prezydenta USA Clintona i premiera Hosokawy. Zdaniem niektórych obserwatorów, Stany Zjednoczone są gotowe do wprowadzenia sankcji handlowych wymierzonych w japońskich partnerów. Dealerzy twierdzili, że na wynik rozmów USA – Japonia najgwałtowniej zareagowali japońscy eksporterzy wyprzedając dolary. Groźba sankcji i zwyżka kursu jena wywołały gwałtowny spadek cen papierów na giełdzie tokijskiej. Indeks Nikkei stracił w poniedziałek ponad 531 pkt. zatrzymując się na poziomie 19.459 pkt.

Niekorzystnie na notowania dolara wpłynęły także dane o niewielkim wzroście indeksu cen produkcyjnych w USA. W styczniu wskaźnik zwyżkował zaledwie o 0,2 proc., co zdaniem specjalistów wyklucza w najbliższym czasie możliwość dalszego podnoszenia stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Po kilku dniach zniżki notowań swoje dno znalazł funt szterling. Od czasu zaskakującej redukcji stóp procentowych w Wielkiej Brytanii funt spadł o 4 fenigi w relacji do marki niemieckiej i o 2 centy w stosunku do dolara. W poniedziałek, w południe, za dolara amerykańskiego płacono 1,7469 DEM i 104,85 JPY. Funt szterling ceniony był na poziomie 1,4666 USD i 2,5618 DEM.

ZDZISŁAW GRZĘDZIŃSKI

waluta	NBP średni	kantory prywatne kupno	kantory prywatne sprzedaż
USD	22.024	21.755	21.886
DEM	12.559	12.346	12.424
GBP	32.194	31.560	31.752



BANKI A GIEŁDA

ROZMOWA Z JERZYM STOPYRĄ, DYREKTOREM DEPARTAMENTU POLITYKI PIENIĘŻNO–KREDYTOWEJ NBP

– Jak w NBP ocenia się nową sytuację na rynku pieniężnym, stwarzaną przez Giełdę Papierów Wartościowych?

– Rozwój giełdy zasadniczo zmienia tradycyjne stereotypy kategorii rynku pieniężnego. Obok oszczędności w rozumieniu tradycyjnym pojawiają się oszczędności – lokaty w akcjach. Spełniają one funkcję koła zamachowego koniunktury. W okresie boomu giełdowego nakręcają one popyt. W NBP jesteśmy zdania, że konieczne jest silniejsze powiązanie tego, co się dzieje na giełdzie, z instrumentami polityki pieniężnej. Oszczędności przechowywane w papierach wartościowych stają się bowiem w Polsce coraz poważniejszym wyznacznikiem skłonności do oszczędzania, a więc popytu konsumpcyjnego, relacji między podażą a popytem itp., czynników, które decydują o koniunkturze, inflacji itp.

– Lokaty w akcjach spowodowały zmniejszenie depozytów złotowych w bankach...

– Kapitalizację giełdy w 1993 r. szacuje się na ok. 70 bln zł, a spowodowany tym ubytek depozytów złotowych w bankach szacujemy na ok. 10–15 bln zł. Ubytek depozytów złotowych w niektórych bankach był większy, ale było to spowodowane innymi przyczynami, w tym przesunięciami z depozytów złotowych na walutowe. Duży wzrost depozytów walutowych w nie mniejszym stopniu niż z przesunięciami z depozytów złotowych wiązał się jednak z przypływem walut z zagranicy, w tym na giełdę.

– Czy obniżenie przez banki przed rokiem stóp procentowych od depozytów złotowych było posunięciem uzasadnionym?

– Bank centralny zdecydował się w 1993 r. tylko na stosunkowo niewielkie obniżenie stóp procentowych i wpłynęło to stymulująco na koniunkturę. Przed podobnym krokiem powstrzymuje obecnie banki m.in. sytuacja na giełdzie. Fakty są takie, że na giełdzie są notowane tylko 23 firmy i w najbliższej przyszłości przybędą jedna, dwie, co pozostaje dalekie od rzeczywistego i potencjalnego popytu na akcje. Co innego gdyby podaż akcji mogła ulec radykalnemu zwiększeniu. Wówczas stabilizacja rynku papierów wartościowych byłaby po prostu naturalnym tego następstwem. Należałoby oczekiwać od Skarbu Państwa większej aktywności w regulowaniu tego rynku. Jest on właścicielem dużej części pakietów akcji notowanych na giełdzie. Nie leży przecież w interesie Skarbu Państwa takie przegrzanie koniunktury na giełdzie, którego następstwem byłby gwałtowny spadek cen akcji.

– Ilustracją może być chyba m.in. sprzedaż akcji Banku Śląskiego. Gdyby Skarb Państwa mógł w ubiegłym tygodniu sprzedać na giełdzie jakąś pulę akcji tego banku, to ich cena nie byłaby chimeryczna, a budżet państwa mógłby zyskać nie mniej niż z proponowanych i kontrowersyjnych opłat od obrotów giełdowych... Zbyt małą aktywność zarzuca się jednak również bankowi centralnemu w stwarzaniu warunków zachęcających banki komercyjne do pozyskiwania depozytów złotowych...

– Przed 2 tygodniami (18 stycznia) ustalona została sztywna stopa procentowa w operacjach na otwartym rynku na poziomie 27 proc., co jest bardzo korzystne dla banków, gdyż dotyczy środków krótkoterminowych. Powinno to skłonić banki komercyjne do aktywniejszego pozyskiwania depozytów á vista. Drugim krokiem zwiększającym względną atrakcyjność pozyskiwania depozytów złotowych przez banki będzie wprowadzenie rezerw obowiązkowych od depozytów walutowych. Jeśli te środki nie wystarczą, to bank centralny będzie musiał sięgnąć do ostrzejszych instrumentów, w tym podwyżki stóp procentowych.

– Dlaczego bank centralny nie obniża stopy rezerw obowiązkowych od depozytów złotowych? Stworzyłoby to bankom komercyjnym większe możliwości zastosowania wyższych stóp procentowych od depozytów złotowych.

– Obawiamy się utrzymywania przez banki zwiększonej płynności w walutach obcych. W tych warunkach bank centralny musiałby oferować wyższe stopy procentowe na otwartym rynku.

– Jak to pogodzić z zakładanym przez NBP obniżeniem inflacji w 1994 r. do poziomu 23 proc., porównując ceny w grudniu 1994 r. z ich poziomem w grudniu 1993 r.?

– O stopie procentowej, czy jest wysoka czy niska, decyduje nie jej wielkość nominalna, ale realna. Prognozy makroekonomiczne wskazują, że w 1994 r. trudno będzie utrzymać inflację – jak w 1993 r. – na poziomie zbliżonym do oprocentowania depozytów rocznych czy półrocznych, m.in. w związku z tym, co się dzieje na giełdzie. Gdy okaże się, że inflacja rzeczywiście spada (ceny w grudniu 1993 r. były o 37,6 proc. wyższe niż w grudniu 1992 r.), to biorąc pod uwagę pewien stymulujący wpływ giełdy na popyt, spadek nominalnych stóp procentowych banku centralnego musiałby być nieco słabszy od inflacji, a więc realnie stopy te wzrosną.

– Biorąc pod uwagę te wszystkie aspekty, jak w NBP ocenia się wpływ giełdy na politykę pieniężną banku centralnego?

– Często się słyszy, że banki powinny udzielić komuś kredytu, czy ustalić dla kogoś stopę procentową na specjalnych warunkach, a bank centralny powinien nakazać to bankom komercyjnym. Giełda dostarcza bankom istotnych informacji o rynku, które uodparniają je na impulsy mogące zagrażać tendencji stabilizacyjnej.

– Dziękujemy za rozmowę.

Rozmawiał MAREK MISIAK

GIEŁDA A INFLACJA

Pod koniec stycznia w obiegu znajdowało się w Polsce (bez kas banków) około 115 bln zł. Z tej kwoty 20 stycznia 3,5 bln zł wzięło udział w transakcjach giełdowych. Doliczając do tego wolne kwoty trzymane na rachunkach inwestycyjnych, środki zamrożone w emisjach akcji Banku Śląskiego i BRE oraz szykowane na zakup akcji Rafako, można zapewne kwotę pieniądza „trzymanego przez giełdę" podwoić. Czy znaczy to, że giełda poprzez redukcję pieniądza w obiegu towarowym redukuje inflację?

W zasadzie tak, choć to nie takie proste.

Pierwsza odpowiedź brzmi – tak. Gdyby pieniędzy tych nie zagospodarowała giełda, stworzyłyby one dodatkowy popyt na przykład na kiełbasę zwyczajną, wódkę czystą oraz papier toaletowy, a – tym samym – spowodowałyby wzrost cen wyżej wzmiankowanych wyrobów.

Inteligentny czytelnik – a inni nie czytają „Parkietu" – po powyższym *dictum* poczuje się zapewne w intelektualnym klinczu. Z jednej strony uzna, że jest coś z prawdy w tym, że giełda może hamować inflację. Z drugiej – gotów będzie zapewne przyznać, że „coś w tym jest, ale to nie takie proste".

Dwa mity, które z wolna przełamujemy.

Nasz inwestor – bywa, że pierwotny lub wtórny analfabeta – który mówi, że „to nie takie proste", wyczuwa fałsz dwóch mitów socjalistycznej gospodarki niedoborowej. Pierwszy z nich dotyczy elastyczności dochodowej popytu. W czasach socjalizmu, czyli systemu gospodarczego, w którym pieniądza było w bród, a towaru jak na lekarstwo, każda złotówka dodatkowego dochodu przekładała się na złotówkę przyrostu popytu na cokolwiek. (Na cokolwiek, co było do kupienia.) Wynikało to z racjonalnego zachowania konsumenta, który wiedział, że złotówka nie wydana dzisiaj zmieni się jutro w dziewięćdziesiąt groszy. Dlatego łatwa do zrozumienia dla niego była liniowa (przy współczynniku kątowym równym – albo większym – jedności) funkcja popytu, w której jedyną zmienną objaśniającą był poziom dochodu.

W rzeczywistości jednak – nie kwestionując faktu, że wzrost globalnego dochodu jest dodatnio skorelowany z makroekonomicznym popytem – łatwo zauważyć, iż popyt na różne dobra konsumpcyjne uzależniony jest od wielu czynników.

Zrozumienie prostego faktu, iż zmiana dochodu nie musi powodować zmiany popytu na wiele dóbr, może umocnić w nas wiarę w drugi duchowy spadek po marksizmie–socjalizmie. W tym micie pieniądze w magiczny sposób dzielą się na konsumpcyjne (na wódkę, kiełbasę i papier) i inwestycyjne (na cegłę, mebel i glazurę). (Jak łatwo zauważyć w potocznym rozumieniu „inwestycja" znaczyła coś, bez czego można się obejść, ale co wypada zrobić, aby inni nie myśleli, że nas na to nie stać.) Wedle tego rozumowania kwadratowe złotówki wydane na inwestycje są inne niż okrągłe złotówki wytaczające się na rynek konsumpcyjny. A zatem dowolny przyrost złotówek inwestycyjnych nie wywoła żadnego przyrostu popytu konsumpcyjnego (i tym samym inflacji). Także każda transformacja pieniądza okrągłego w kwadratowy pomniejszy (*vide* przedpłaty na mieszkania i małe fiaty) inflację. *Ergo*, w rozumowaniu tym trzy i pół biliona złotych wydane na giełdzie to trzy i pół biliona mniej na rynku dóbr. A więc o ileś procent mniejszy popyt i – o mniej więcej tyle samo – mniejsza inflacja.

Wyznawcom powyższych poglądów życzyć należy wszelkiej pomyślności, dużo zdrowia oraz szczęścia w interesach (bez dużej dawki szczęścia przy obecnym poziomie wiedzy ekonomicznej raczej za interesy niech się nie zabierają). Słuchać ich sądów w tematach makroekonomicznych raczej jednak nie należy. W makroekonomii bowiem wszystko wygląda prawie tak, ale troszeczkę inaczej.

Skomplikowane związki.

Każdy podział rynku ma charakter umowny i jest – co najwyżej – statyczną fotografią stanu „na". Wedle stanu „na 1 stycznia" posiadałem 2 miliardy w pięknej willi, ale nikt mi nie broni, abym 2 stycznia sprzedał willę i pieniądze ulokował w akcjach (czy odwrotnie). Dopiero z całą świadomością ułomności wszelkich podziałów możemy rynek przegrodzić na dwie części: dóbr i pieniędzy. W pewnym uproszczeniu powiedzieć można, iż rynek dóbr jest rynkiem korzyści *spot*, czyli natychmiastowych (dziś kupiłem traktor, to już dzisiaj pojadę sobie nim do sąsiada – niech wie), a rynek pieniężny rynkiem korzyści „future", czyli przyszłych. Tym, co łączy obydwa rynki i co zarazem przesądza o opłacalności inwestycji w środki trwałe, jest stopa procentowa. Kształtowanie się stopy procentowej na rynku pieniężnym – w bardzo zawiły sposób – obok wahań popytu i innych czynników wpływa na poziom cen dóbr, którym zwyczajowo mierzymy poziom inflacji.

Nie pretendując do rozwiązania tego problemu w ogóle, ani tym bardziej w gospodarce polskiej A.D. 1994 . (kto potrafi niech się zgłosi po Nagrodę Nobla), pokażmy kilka jego implikacji.

1) Odpływ pieniądza z rynku dóbr do giełdy (element rynku pieniężnego) – to już wiemy – zmniejsza inflację popytową.

2) Redukcja popytu na niektóre dobra zmniejsza ich produkcję, co – zgodnie z zasadą ekonomiki skali – zwiększa koszty jednostkowe i powoduje inflację ciągnioną przez koszty.

3) Wzrost popytu na akcje powoduje odciągnięcie pieniądza z rynku innych walorów, a w szczególności powoduje:

a) spadek popytu tezauryzacyjnego na waluty obce, co przyczynia się do niższej (niż w innym przypadku) ich ceny. Niższa cena walut z kolei obniża cenę dóbr importowanych i ich krajowych substytutów, co zmniejsza inflację (z drugiej strony niższa cena walut obniża eksport).

b) spadek popytu na depozyty, co zmniejsza możliwości kredytowe banków i z dwóch powodów (redukcja popytu na kredyty oraz konieczność pozyskania środków) skłania je do podwyżki stopy procentowej. Wyższa zaś stopa procentowa jednoznacznie podsyca inflację.

c) w warunkach dużej opłacalności inwestycji w akcje i (jak pokazaliśmy wyżej powodowanego przez nią) wzrostu stóp procentowych budżet może sprzedać swoje papiery wartościowe (obligacje i bony skarbowe) jedynie podnosząc ich cenę. Zmniejsza to możliwość finansowania wydatków budżetowych z założonego deficytu budżetowego (lub – co na jedno wychodzi – wymusza większy dług publiczny przy takich samych wydatkach). A nic tak nie syci inflacji – o czym wie już Waldemar Pawlak – jak rosnący wskutek deficytu dług publiczny.

Pokazałem powyższy tekst pewnemu politykowi. „Phi – powiedział – co mi po takich ekonomistach, którzy nie potrafią mi powiedzieć – czy tak, czy owak". Powiedział i poszedł. I dalej – sądzę – ze swadą tłumaczy wszystkim, na czym polega ekonomia i kiedy to grozić nam może inflacja.

A jednak pewien pożytek z ekonomistów być może. Jeśli się we stu zawezmą, to może temu jednemu politykowi wytłumaczą, że ekonomia nie jest taka prosta. Chociaż jest metoda skuteczniejsza. Niech polityk zagra na giełdzie. Jeżeli wygra – wtedy z ufnością powierzymy mu opiekę nad finansami publicznymi.

MICHAŁ ZIELIŃSKI

REGULAMIN FUNDUSZU POWIERNICZEGO

Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy

ROZDZIAŁ I

Przepisy ogólne

Art. 1

Nazwa funduszu brzmi: „Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy", zwany dalej „Funduszem". Używana jest także skrócona wersja nazwy: „Pioneer PPFP" oraz jej odpowiednik w języku angielskim: „Pioneer First Polish Trust Fund".

Art. 2

Fundusz jest ustanowiony zgodnie z ustawą z dnia 22 marca 1991 r. „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych" (Dz.U. nr 35 poz. 155 z późn. zmianami), zwaną dalej „Ustawą".

Art. 3

Fundusz jest zarządzany przez „Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych, Spółka Akcyjna" z siedzibą w Warszawie.

Art. 4

§ 1 Niniejszy regulamin, zwany dalej „Regulaminem", został uchwalony przez Walne Zgromadzenie Pioneer Pierwszego Polskiego Towarzystwa Funduszy Powierniczych S.A. na podstawie art. 101 § 2 Ustawy oraz zatwierdzony przez Komisję Papierów Wartościowych w trybie art. 97 Ustawy.

§ 2 Regulamin określa cel i zasady funkcjonowania Funduszu oraz prawa i obowiązki stron umowy zawartej pomiędzy powierzającym środki pieniężne, zwanym dalej: „Uczestnikiem", a Pioneer Pierwszym Polskim Towarzystwem Funduszy Powierniczych S.A., zwanym dalej „Zarządzającym Funduszem".

Art. 5

Ilekroć w Regulaminie jest mowa o:

1. Agencie Obsługującym Uczestników Funduszu – rozumie się Financial Services Sp. z o.o., spółkę prawa polskiego działającą na zlecenie i w imieniu Zarządzającego Funduszem.

2. Prowadzącym Dystrybucję – rozumie się podmioty uprawnione na podstawie umowy z Zarządzającym do występowania w imieniu Zarządzającego Funduszem w zakresie zbywania i umarzania Jednostek Uczestnictwa oraz odbierania od Uczestnika Funduszu innych oświadczeń woli związanych z uczestnictwem w Funduszu. Zarządzający Funduszem będzie ogłaszał listę Prowadzących Dystrybucję stosownie do treści art. 38 § 4 i art. 39.

ROZDZIAŁ II

Cel Funduszu i zasady dokonywania przez Zarządzającego Funduszem lokat kapitałowych

Art. 6

Fundusz służy do zbiorowego lokowania środków pieniężnych w papierach wartościowych w interesie i na wspólny rachunek Uczestników Funduszu.

Fundusz jest funduszem mieszanym – powierzone środki pieniężne mogą być inwestowane w papiery wartościowe wierzycielskie i udziałowe (akcje).

Art. 7

Celem Funduszu jest długoterminowe powiększanie wartości jego aktywów przez ich inwestowanie w papiery wartościowe przy zachowaniu zasady ograniczonego ryzyka dokonywanych inwestycji.

Art. 8

§ 1 Dochody osiągnięte w wyniku dokonanych inwestycji, w tym odsetki oraz dochody pochodzące z dywidend, powiększają wartość Funduszu, jak również zwiększają odpowiednio wartość Jednostek Uczestnictwa.

§ 2 Dochody, o których mowa w § 1, nie są rozdzielane pomiędzy Uczestników Funduszu, w szczególności Zarządzający Funduszem nie będzie wypłacał dywidend ani innych zysków kapitałowych.

Art. 9

§ 1 Majątek Funduszu jest inwestowany w papiery wartościowe z uwzględnieniem następujących zasad:

a) co najmniej 90% wartości środków Funduszu powinno być lokowane w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu w rozumieniu art. 1 Ustawy,

b) do 10% wartości środków Funduszu może być lokowane w innych papierach wartościowych, w tym w zagranicznych papierach wartościowych, pod warunkiem możliwości ustalenia ich ceny z częstotliwością nie mniejszą niż jest to konieczne dla obliczenia Wartości Netto Aktywów Funduszu,

c) nie więcej niż 5% wartości środków Funduszu może być lokowane w papierach wartościowych jednego emitenta. Niniejsze ograniczenie nie stosuje się do papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.

§ 2 W celu zapewnienia płynności finansowej Funduszu Zarządzający Funduszem może lokować środki pieniężne na krajowym rynku depozytów międzybankowych na okres nie przekraczający 30 dni. Lokaty dokonywane będą w bankach o dobrej kondycji finansowej.

ROZDZIAŁ III

Jednostki Uczestnictwa

Art. 10

§ 1 Jednostka Uczestnictwa stanowi tytuł do udziału we wspólnej masie majątkowej, jaką stanowi Fundusz, w tym do udziału w dochodach Funduszu zgodnie z Ustawą i Regulaminem.

§ 2 Jednostki Uczestnictwa nie są oprocentowane.

§ 3 Jednostki Uczestnictwa nie mogą być zbywane przez Uczestnika Funduszu, lecz podlegają dziedziczeniu.

§ 4 Uczestnik Funduszu ma prawo umorzyć Jednostki Uczestnictwa na warunkach określonych w art. 19–21 Regulaminu.

Art. 11

§ 1 Uczestnicy Funduszu otrzymują taką liczbę Jednostek Uczestnictwa, jaką mogą nabyć za kwotę zainwestowaną przez nich w Funduszu, pomniejszoną o kwotę opłaty manipulacyjnej, określonej w art. 18 Regulaminu, i następnie podzieloną przez Wartość Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa w Dniu Wyceny.

Art. 12

§ 1 1. Uczestnik Funduszu otrzymuje świadectwo uczestnictwa w Funduszu zwane dalej: „Świadectwem Uczestnictwa", określające datę jego wystawienia, nazwę Funduszu oraz liczbę i cenę nabytych lub /i umorzonych Jednostek Uczestnictwa.

2. Cenę nabytych i/lub umorzonych Jednostek Uczestnictwa określa się stosownie do treści odpowiednio art. 17 i art. 19 Regulaminu.

§ 2 W interesie Uczestnika Funduszu leży niezwłoczne zgłoszenie Agentowi Obsługującemu Uczestników Funduszu wszelkich nieprawidłowości zawartych w Świadectwie Uczestnictwa.

§ 3 Świadectwo Uczestnictwa może przybierać formę wydruku komputerowego.

§ 4 Świadectwa Uczestnictwa są wystawiane przez Agenta Obsługującego Uczestników Funduszu.

ROZDZIAŁ IV

Zasady nabywania i umarzania Jednostek Uczestnictwa

Art. 13

§ 1 Nabywanie Jednostek Uczestnictwa następuje na podstawie umowy zawartej pomiędzy osobą powierzającą środki pieniężne a Zarządzającym Funduszem.

§ 2 Zarządzający Funduszem jest obowiązany zbywać bez ograniczeń Jednostki Uczestnictwa na warunkach określonych w Ustawie oraz Regulaminie obowiązującym w dniu zawarcia Umowy, o której mowa w § 1.

Art. 14

§ 1 Nabywcą Jednostek Uczestnictwa może być osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna nie posiadająca osobowości prawnej.

§ 2 1. Jednostki Uczestnictwa mogą być nabywane przez pełnomocnika.

2. Pełnomocnictwo powinno być udzielone albo w obecności Pracownika Prowadzącego Dystrybucję, albo z podpisem poświadczonym notarialnie.

3. Pełnomocnictwo udzielone poza granicami kraju powinno być poświadczone przez polskie przedstawicielstwo dyplomatyczne, urząd konsularny lub zagraniczną placówkę banku polskiego.

§ 3 Osoba małoletnia, która nie ukończyła w dniu zawierania umowy 13 lat, może nabywać Jednostki Uczestnictwa jedynie przez przedstawiciela ustawowego, zaś po ukończeniu 13 lat za zgodą przedstawiciela ustawowego.

Art. 15

§ 1 1. Umowa, o której mowa w art. 13 § 1 wchodzi w życie, z zastrzeżeniem § 2, z chwilą złożenia przez powierzającego środki pieniężne lub osobę występującą w jego imieniu prawidłowego pisemnego zlecenia nabycia Jednostek Uczestnictwa i powierzenia Zarządzającemu Funduszem środków pieniężnych w kwocie nie niższej niż obowiązująca w dniu zawarcia umowy Minimalna Lokata w Funduszu.

2. Początkowa Minimalna Lokata w Funduszu wynosi 1 (jeden) milion zł, a każda następna lokata wynosi co najmniej 500 (pięćset) tysięcy zł.

§ 2 1. Nabywca Jednostek Uczestnictwa staje się Uczestnikiem Funduszu w najbliższym Dniu Wyceny po otrzymaniu przez Agenta Obsługującego Uczestników Funduszu zlecenia nabycia Jednostek Uczestnictwa i środków pieniężnych związanych z tym zleceniem.

2. W wypadku otrzymania przez Agenta Obsługującego Uczestników funduszu zlecenia oraz środków pieniężnych, o których mowa w ust. 1, w Dniu Wyceny do godz. 13.00, nabywca Jednostek Uczestnictwa staje się Uczestnikiem Funduszu w tym Dniu Wyceny.

3. Godzina 13.00, o której mowa w ust. 2, odpowiada godzinie zamknięcia sesji giełdowej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zmiana godziny zamknięcia sesji giełdowej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie modyfikuje odpowiednio treść ust. 2. Taka modyfikacja nie stanowi zmiany Regulaminu, podlega jednak niezwłocznie publikacji w sposób określony w art. 39.

§ 3 Okres pomiędzy zawarciem umowy a Dniem Wyceny, o którym mowa w § 2, nie powinien być dłuższy niż 5 dni roboczych (tj. z wyłączeniem: niedziel, świąt, sobót oraz innych dni wolnych od pracy), chyba że opóźnienie jest skutkiem wadliwości informacji, którą przedstawił klient.

Art. 16

§ 1 Do odbierania oświadczeń woli oraz przyjmowania środków pieniężnych od nabywców Jednostek Uczestnictwa są uprawnieni Prowadzący Dystrybucję, działający w imieniu Zarządzającego Funduszem.

§ 2 Zarządzający Funduszem może zbywać Jednostki Uczestnictwa również bezpośrednio.

Art. 17

Cena nabycia Jednostki Uczestnictwa, zwana dalej „Ceną w Ofercie Publicznej", określana jest w Dniu Wyceny. Jest ona równa Wartości Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa obliczonej w Dniu Wyceny, powiększonej o należną opłatę manipulacyjną.

Art. 18

§ 1 1. Z zastrzeżeniem § 2 i 3 niniejszego artykułu nabycie Jednostek Uczestnictwa podlega opłacie manipulacyjnej w maksymalnej wysokości 5,5% Ceny w Ofercie Publicznej, o której mowa w art. 17.

2. Obowiązującą tabelę stawek opłaty manipulacyjnej Zarządzający Funduszem publikuje w prospekcie informacyjnym oraz ogłasza poprzez wywieszenie lub wyłożenie do wglądu w lokalach Prowadzących Dystrybucję.

§ 2 1. Z zastrzeżeniem ograniczeń przewidzianych w ust. 2 i 3 niniejszego paragrafu nabycie Jednostek Uczestnictwa przez osobę, która była już Uczestnikiem Funduszu, jest zwolnione z opłaty manipulacyjnej.

2. Wolne od opłaty manipulacyjnej jest nabycie Jednostek Uczestnictwa do wysokości kwoty, jaką osoba, o której mowa w ust. 1, otrzymała w zamian za umorzenie uprzednio nabytych Jednostek Uczestnictwa.

3. Zwolnienie, o którym mowa w ust. 1 i 2, przysługuje jeden raz w roku kalendarzowym i pod warunkiem, że okres pomiędzy umorzeniem uprzednio nabytych Jednostek Uczestnictwa a zawarciem kolejnej umowy o nabycie Jednostek Uczestnictwa nie przekracza 60 dni.

4. Przepisy ustępów poprzedzających niniejszego paragrafu stosuje się odpowiednio do tych Uczestników Funduszu, którzy umorzywszy jedynie część swoich Jednostek Uczestnictwa, nabywają nowe Jednostki Uczestnictwa.

§ 3 1. Zarządzający Funduszem może zmniejszyć opłatę lub zwolnić nabywcę Jednostek Uczestnictwa z obowiązku jej ponoszenia.

2. Zwolnienia oraz ulgi, o których mowa w ust. 1, udziela bezpośrednio Zarząd Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych S.A.

Art. 19

§ 1 Uczestnicy Funduszu mogą umorzyć Jednostki Uczestnictwa po złożeniu któremukolwiek z Prowadzących Dystrybucję prawidłowego zlecenia umorzenia.

§ 2 1. Zlecenie, o którym mowa w ust.1, może być złożone przez pełnomocnika.

2. W zakresie składania zleceń umorzenia przez pełnomocnika stosuje się odpowiednio przepis art. 14 § 2 ust. 2

§ 3 W zakresie składania zleceń umorzenia przez małoletniego stosuje się odpowiednio przepis art. 14 § 3.

Art. 20

§ 1 1. Ceną Umorzenia jest Wartość Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa obliczoną w najbliższym Dniu Wyceny po otrzymaniu przez Agenta Obsługującego Uczestnika Funduszu zgłoszenia umorzenia.

2. W przypadku otrzymania przez Agenta Obsługującego Uczestnika Funduszu zgłoszenia umorzenia w Dniu Wyceny do godziny 13.00 cenę umorzenia ustala się w tym Dniu Wyceny.

3. Godzina 13.00, o której mowa w ust. 2, odpowiada godzinie zamknięcia sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zmiana godziny zamknięcia sesji giełdowej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie modyfikuje odpowiednio treść ust. 2. Taka modyfikacja nie stanowi zmiany Regulaminu, podlega jednak bezzwłocznie publikacji w sposób określony w art. 39.

§ 2 Okres pomiędzy złożeniem oświadczenia o umorzeniu a Dniem Wyceny, o którym mowa w § 1, nie powinien być dłuższy niż 5 dni roboczych (tj. z wyłączeniem niedziel, świąt, sobót oraz innych dni wolnych od pracy), chyba że opóźnienie jest skutkiem wadliwości informacji, którą przedstawił klient.

Art. 21

§ 1 Uczestnik Funduszu w zleceniu, o którym mowa w art. 19, może żądać:

a) albo umorzenia określonej liczby posiadanych Jednostek Uczestnictwa,

b) albo umorzenia takiej liczby posiadanych Jednostek Uczestnictwa, która zapewni mu w zamian za umorzenie uzyskanie żądanej kwoty pieniężnej.

§ 2 W przypadku, gdy w Dniu Wyceny, o którym mowa w art. 20 § 1, okaże się, że kwota żądana jest wyższa niż kwota możliwa do uzyskania z umorzenia Jednostek Uczestnictwa, umarza się całe saldo posiadanych Jednostek Uczestnictwa.

Art. 22

§ 1 Z zastrzeżeniem treści § 2 zobowiązania pieniężne związane z nabywaniem i umarzaniem Jednostek Uczestnictwa są wyrażane i regulowane w walucie polskiej.

§ 2 Zobowiązania pieniężne, o których mowa w § 1, w stosunkach z osobami zagranicznymi są realizowane zgodnie z prawem dewizowym.

Art. 23

§ 1 1. Zarządzający Funduszem może rozwiązać umowę, o której mowa w art. 13 jedynie w wypadku likwidacji Funduszu prowadzonej w trybie art. 111 Ustawy, stosownie do poniższych ustępów.

cd. na str. 10

REGULAMIN FUNDUSZU POWIERNICZEGO

Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy

cd. ze str. 9

2. W celu likwidacji Funduszu Zarządzający Funduszem jest obowiązany powiadomić o tym Komisję Papierów Wartościowych oraz ogłosić zamiar likwidacji w dziennikach wymienionych w art. 39 § 2, wyznaczając termin, do którego możliwe jest umarzanie Jednostek Uczestnictwa, nie krótszy jednak niż 6 tygodni.

3. W terminie dwóch tygodni po upływie terminu, o którym mowa w ust. 2, Zarządzający Funduszem jest obowiązany wypłacić w zamian za umorzone Jednostki Uczestnictwa co najmniej kwotę proporcjonalną do kwoty uzyskanej ze sprzedaży aktywów funduszu, nie niższą jednak niż Wartość Netto Aktywów Funduszu z dnia ogłoszenia o zamiarze likwidacji Funduszu.

§ 2 Uczestnik Funduszu może rozwiązać umowę, o której mowa wyżej, jedynie w trybie umorzenia wszystkich Jednostek Uczestnictwa znajdujących się na jego rachunku.

ROZDZIAŁ V

Obliczanie Wartości Netto Aktywów Funduszu i Wartości Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa

Art. 24

§ 1 Wartość Netto Aktywów Funduszu jest wyceniana w Dni Wyceny, które przypadają na poniedziałkową, wtorkową i czwartkową sesję na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zarządzający Funduszem może ustanowić dodatkowe Dni Wyceny w związku ze zwiększeniem liczby sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, informując o tym w sposób określony w art. 39.

§ 2 Wartość Netto Aktywów Funduszu jest równa wartości wszystkich aktywów Funduszu pomniejszonych o wartość zobowiązań Funduszu w Dniu Wyceny.

§ 3 Wartość Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa jest równa Wartości Netto Aktywów Funduszu w Dniu Wyceny, podzielonej przez całkowitą liczbę Jednostek Uczestnictwa, które w tym dniu są już w posiadaniu Uczestników Funduszu.

§ 4 Środki pieniężne przekazane wraz ze zgłoszeniem nabycia Jednostek Uczestnictwa nie powiększają Wartości Netto Aktywów Funduszu w Dniu Wyceny, w którym zostały zarejestrowane przez Agenta Obsługującego Uczestników Funduszu.

Art. 25

§ 1 Wszystkie papiery wartościowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie są wyceniane w/lub przed Dniem Wyceny, stosownie do kursu dnia lub kursu odniesienia w przypadku notowań w systemie jednolitego kursu dnia, lub kursu zamknięcia w przypadku papierów notowanych w systemie ciągłym.

§ 2 W szczególności wartość jednorocznych i trzyletnich obligacji Skarbu Państwa jest wyceniana według ceny rozliczeniowej na rynku powszechnym, będącej sumą skumulowanych odsetek oraz iloczynu kursu bieżącego obligacji i jej wartości nominalnej.

Art. 26

Wartość akcji i obligacji do momentu rozpoczęcia ich notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest określana według ostatniej ceny sprzedaży na rynku pierwotnym w/lub przed Dniem Wyceny.

Art. 27

Inne papiery wartościowe, które nie są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie mogą być wyceniane według następujących zasad:

1. Na podstawie ostatniej ceny sprzedaży w/lub przed Dniem Wyceny, według średniej z danych prezentowanych przez trzy instytucje finansowe, zaangażowane w obrót takimi papierami wartościowymi, które mają najwyższe obroty.

2. Na podstawie ostatniej ceny sprzedaży dla papierów wartościowych najbardziej porównywalnych, biorąc pod uwagę wysokość oprocentowania oraz termin realizacji.

Art. 28

Jeżeli z jakichkolwiek powodów nie jest możliwa wycena papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i/lub NBP nie notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie według zasad art. 27, ich wartość określa się według formuły liniowej przyjmując, że wartość ta wzrasta każdego dnia w okresie, na który dany papier wartościowy został nabyty – o stałą równą dyskontu, z którym ten papier nabyto, podzielonemu przez liczbę dni w okresie.

Art. 29

§ 1 Papiery wartościowe notowane za granicą są wyceniane według ostatniej ceny sprzedaży na głównej giełdzie, na której są notowane w/lub przed Dniem Wyceny, a w przypadku papierów wartościowych nie notowanych na giełdzie według kursów publikowanych w tabelach finansowych zamieszczanych w specjalistycznych wydawnictwach.

§ 2 Ceny papierów wartościowych notowanych za granicą są zamieniane na ceny w złotych polskich na bazie średniego kursu dla transakcji dewizowych ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w Dniu Wyceny dla waluty, w jakiej papier wartościowy jest notowany.

Art. 30

Jeżeli z jakiegokolwiek powodu nie jest możliwa wycena papierów wartościowych w sposób określony powyżej, Zarządzający Funduszem, działając w dobrej wierze, oszacuje wartość takich papierów przy użyciu kryteriów najbardziej zbliżonych do opisanych powyżej, chyba że takie kryteria okazałyby się niekorzystne dla Uczestników Funduszu.

Art. 31

Należne odsetki z tytułu posiadania środków pieniężnych na rachunkach bankowych lub krótkoterminowych papierów wartościowych powiększają wartość aktywów funduszu w Dniu Wyceny.

ROZDZIAŁ VI

Przechowywanie Aktywów

Art. 32

§ 1 Aktywa Funduszu są przechowywane przez bank–powiernika, zwany dalej „Bankiem Powiernikiem".

§ 2 Bankiem Powiernikiem Funduszu jest Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna.

Art. 33

Zagraniczne papiery wartościowe mogą być przechowywane pod kontrolą Banku Powiernika w uznanych zagranicznych bankach powierniczych, działających w państwach, w których dokonano emisji papierów wartościowych, o których mowa wyżej.

Art. 34

§ 1 Bank Powiernik jest zobowiązany do:

a. bezpiecznego przechowywania aktywów Funduszu,

b. zapewnienia, że zbywanie i umarzanie Jednostek Uczestnictwa jest zgodne z prawem i Regulaminem,

c. obliczania Wartości Netto Aktywów Funduszu zgodnie z prawem i Regulaminem,

d. wykonywania poleceń Zarządzającego Funduszem, chyba że są sprzeczne z prawem lub Regulaminem,

e. zapewnienia w transakcjach dotyczących aktywów Funduszu, aby należności były wypłacane w terminie określonym w Regulaminie,

f. zapewnienia zgodnego z prawem i Regulaminem ogłaszania dochodów Funduszu,

§ 2 Szczegółowe obowiązki Banku Powiernika reguluje umowa o powierzeniu aktywów Funduszu zawarta pomiędzy tym bankiem a Zarządzającym Funduszem.

ROZDZIAŁ VII

Zasady zarządzania Funduszem

Art. 35

§ 1 Fundusz jest zarządzany przez Zarządzającego Funduszem na zasadach wyłączności.

§ 2 Zarządzający Funduszem jest zobowiązany w szczególności do:

1. dokonywania lokat kapitałowych w sposób określony w art. 9, kierując się najlepiej pojętym interesem Uczestników Funduszu,

2. sprawowania nadzoru nad wszystkimi operacjami finansowymi Funduszu,

3. wykonywania prawa głosu z akcji wchodzących w skład Funduszu,

4. realizowania obowiązków publikacyjnych, o których mowa w art. 38.

Art. 36

§ 1 1. Zarządzający Funduszem za zarządzanie Funduszem pobiera wynagrodzenie w wysokości do 2,0% przeciętnych miesięcznych aktywów netto Funduszu rocznie, zwane dalej „Wynagrodzeniem". Wynagrodzenie przekazywane jest ze środków Funduszu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca.

2. Zarządzający Funduszem ma prawo nie pobierać wynagrodzenia za zarządzanie tą częścią aktywów Funduszu, którą ulokował w zagranicznych papierach wartościowych.

§ 2 Oprócz wynagrodzenia ze środków Funduszu pokrywane są wszelkie prowizje maklerskie za transakcje portfelowe, podatki oraz inne opłaty, a w szczególności takie jak: opłaty za przechowywanie aktywów Funduszu, za prowadzenie rejestrów Uczestników Funduszu, księgowanie, opłaty związane ze zbywaniem i umarzaniem Jednostek Uczestnictwa, łącznie z kosztami drukowania i rozpowszechniania materiałów informujących o Funduszu i stanie jego aktywów.

§ 3 Z wyłączeniem prowizji maklerskich za transakcje portfelowe, podatków oraz innych opłat wymaganych przez organy państwowe, w związku z działalnością Funduszu, Wynagrodzenie oraz koszty, o których mowa w § 2, nie mogą łącznie przekroczyć rocznie wartości 4% średnich miesięcznych aktywów netto Funduszu.

Art. 37

Rachunkowość Zarządzającego Funduszem, w tym sprawozdania finansowe Zarządzającego Funduszem i Funduszu, są kontrolowane każdego roku przez biegłych rewidentów.

ROZDZIAŁ VIII

Obowiązki publikacyjne Zarządzającego Funduszem

Art. 38

§ 1 1. Regulamin i jego zmiany podlegają publikacji w sposób określony w art. 39.

2. Niezależnie od obowiązku publikacji Regulaminu i jego zmian Zarządzający Funduszem zapewni osobom nabywającym Jednostki Uczestnictwa możliwość zapoznania się z treścią Regulaminu poprzez jego wywieszenie lub wyłożenie do wglądu w lokalach Prowadzących Dystrybucję.

3. Na żądanie osoba nabywająca Jednostki Uczestnictwa ma prawo otrzymać egzemplarz Regulaminu.

§ 2 Zarządzający Funduszem publikuje sprawozdania finansowe Funduszu co najmniej jeden raz w roku.

§ 3 Zarządzający Funduszem nie rzadziej niż jeden raz w miesiącu przedstawia do publicznej wiadomości dane o aktualnej Wartości Netto Aktywów Funduszu na Jednostkę Uczestnictwa i Cenie w Ofercie Publicznej.

§ 4 1. Jednocześnie z publikacją Regulaminu Zarządzający Funduszem ogłosi Listę Prowadzących Dystrybucję.

2. Zarządzający Funduszem poinformuje niezwłocznie o dokonanych zmianach na Liście Prowadzących Dystrybucję, jak również zmianie Dni Wyceny, o której mowa w art. 24 § 1.

Art. 39

§ 1 Zarządzający Funduszem publikuje informacje, o których mowa w art. 38 § 1 ust. 1 oraz § 2–4, w dwóch dziennikach o zasięgu ogólnopolskim.

§ 2 Za dzienniki, o których mowa w ust. 1, uważa się „Rzeczpospolitą" i „Gazetę Wyborczą".

§ 3 Zmiana dziennika dokonana za zgodą Komisji Papierów Wartościowych nie stanowi zmiany Regulaminu.

ROZDZIAŁ IX

Zgromadzenie Uczestników Funduszu

Art. 40

§ 1 1. Wszyscy uczestnicy Funduszu w Dniu Zaprotokołowania, zdefiniowanym w ust. 3, mają prawo do głosowania na zgromadzeniu uczestników zwanym dalej: „Zgromadzeniem Uczestników".

2. Wszystkie Zgromadzenia Uczestników odbywać się będą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

3. W przypadku gdy Zarządzający Funduszem zaproponuje zmianę Regulaminu w jakiejkolwiek kwestii określonej w ust. 5 wszyscy Uczestnicy Funduszu w dniu zaprotokołowania wyznaczonym przez Zarządzającego Funduszem w ciągu 60 dni poprzedzających wyznaczoną datę Zgromadzenia Uczestników zostaną zawiadomieni o Zgromadzeniu Uczestników oraz o celu lub celach takiego Zgromadzenia. Zawiadomienie zostanie opublikowane przynajmniej na 20 dni przed przewidywaną datą Zgromadzenia Uczestników w dwóch dziennikach wymienionych w art. 39 § 2.

4. Uchwały przedstawione uczestnikom Funduszu na Zgromadzeniu Uczestników zapadają większością głosów reprezentujących zbyte Jednostki Uczestnictwa w Dniu Zaprotokołowania.

5. Zmiana Regulaminu dotycząca:

– zwiększenia wynagrodzenia dla Zarządzającego Funduszem

– innych postanowień, które mogłyby znacząco zmniejszyć prawa lub przywileje Uczestników Funduszu lub wartość ich Jednostek Uczestnictwa, wymaga dla swej ważności zatwierdzenia przez Uczestników Funduszu w formie uchwały podjętej na Zgromadzeniu Uczestników.

6. Jakiekolwiek pisemne oświadczenie sporządzone przez osoby posiadające większość zbytych Jednostek Uczestnictwa w dniu sporządzenia takiego oświadczenia będzie traktowane na równi ze Zgromadzeniem Uczestników, na którym podjęto prawomocne decyzje uczestników Funduszu.

§ 2 Przepisu § 1 nie stosuje się do osób, które stały się uczestnikami Funduszu po dniu opublikowania zmian Regulaminu w trybie art. 39, uwzględniających niniejsze postanowienia.

ROZDZIAŁ X

Postanowienia końcowe

Art. 41

§ 1 Wszelkie zmiany Regulaminu są dokonywane na podstawie art. 101 § 2 Ustawy przez Walne Zgromadzenie Pioneer Pierwszego Polskiego Towarzystwa Funduszy Powierniczych S.A. oraz zatwierdzane przez Komisję Papierów Wartościowych.

§ 2 Zmiany Regulaminu wywierają skutki prawne wobec Uczestników Funduszu z dniem ich opublikowania w trybie określonym w art. 39 Regulaminu.

§ 3 Wszelkie kwestie prawne nie ujęte w Regulaminie będą rozstrzygane zgodnie z przepisami prawa polskiego.

Art. 42

Regulamin wchodzi w życie z dniem ogłoszenia zgodnie z art. 39

PRZEDSTAWIAMY:

Biuro Maklerskie Banku Śląskiego

W grudniu 1993 roku Biuro Maklerskie Banku Śląskiego dostało porządną lekcję sprawności operacyjnej. Za sprawą prywatyzacji macierzystej jednostki. Klienci złorzeczyli na bałagan w kolejkach, na małą liczbę maklerów, wreszcie na fakt, że dostali tylko 3 akcje. Trudno jednak obarczać za to winą pracowników Banku Śląskiego. Oferta, którą w normalnych warunkach proponują klientom, należy bowiem do najbogatszych na rynku, a sprawność obsługi może być wzorem dla wielu pozostałych biur. Co najważniejsze, Biuro Maklerskie BŚK nie wprowadziło limitów wpłat przy otwieraniu rachunków przez drobnych inwestorów. Większość biur, w obawie przed falą amatorów giełdy z cienkimi portfelami, wymaga zainwestowania od razu pięćdziesięciu, stu, a w skrajnych wypadkach nawet pięciuset milionów złotych.

Biuro Maklerskie BŚK stosuje też minimalne opłaty przy otwieraniu rachunków. Założenie konta inwestycyjnego kosztuje 100 tysięcy złotych, 200 tys. – oprocentowanie, a roczna jego obsługa jest darmowa. Ma to szczególne znaczenie dla rzeszy drobnych klientów. Dla początkujących graczy istotny jest fakt, że biuro maklerskie proces zakładania rachunku pieniężnego i rachunku papierów wartościowych rozciąga na dwa tygodnie. Za długo. Niektóre biura otwierają oba typy rachunków natychmiast.

Czas pracy Biur Maklerskich BŚK jest dopasowany do wymagań inwestorów. W większych ośrodkach (m.in. w Warszawie) Punkty Obsługi Klienta otwarte są wcześnie, bo już od 7.30 *rano*, a *czynne do godziny* 17.30. Na niekorzyść biura BŚK świadczy rozwiązanie problemu składania zleceń w dniu sesji giełdowej. Przyjmowane są przez godzinę do 8.30, ale tylko od inwestorów z grubszymi portfelami. Jedno zlecenie złożone w dniu sesji giełdowej musi opiewać na sumę co najmniej 500 milionów złotych. Jest to znaczna niedogodność dla drobnych klientów, którzy szczególnie na pierwszej sesji tygodnia (w poniedziałek po weekendzie) powinni mieć możliwość składania takich zleceń. Inne biura maklerskie również stosują limity, ale znacznie mniejsze, na przykład 100 milionów złotych (Bydgoski Bank Komunalny).

Walorem Biura Maklerskiego BŚK jest jednak możliwość składania zleceń telefonicznych, ale tylko w większych ośrodkach. Nie ma ograniczeń kwotowych, a wymagana jest jedynie odrębna umowa klienta z biurem.

Do zestawu usług, jakie powinno oferować biuro maklerskie swoim klientom, należy możliwość uczestniczenia w dogrywkach. Niestety, tylko nieliczne Punkty Obsługi Klienta BŚK mają taką ofertę (m.in. w Warszawie). Pozbawia to doświadczonych graczy dynamicznej, modnej szczególnie ostatnio, formy inwestowania, a tym samym znacznie ogranicza możliwość rozporządzania własnym kapitałem.

Ważne znaczenie dla dużych inwestorów ma możliwość korzystania z kredytu pod zastaw akcji oraz odroczonej płatności za kupione walory. Obie usługi są prowadzone przez Biuro Maklerskie Banku Śląskiego. Wymagają jednak odrębnej umowy inwestora z bankiem.

Bank Śląski ma drugą pod względem wielkości sieć Punktów Obsługi Klienta w kraju (największą ma Centralne Biuro Maklerskie Pekao S.A.). Biuro Maklerskie BŚK nadzoruje pracę 52 POK–ów, w tym 2 w Warszawie i jednego w Legionowie. Pracuje w nich około 20 maklerów licencjonowanych. Za mało, skoro na giełdzie wisi ogłoszenie, że BM Banku Śląskiego poszukuje pracowników. W sumie pracownicy BM BŚK obsługują około 40 tysięcy klientów.

Biura Maklerskie BŚK w stolicy:
1) Złota 1
2) Nowowiejska 5
BM w Legionowie znajduje się przy ulicy Handlowej 14

Inne informacje dostępne w centrali biura w Katowicach:
tel. 59–96–81 wew. 109 lub 58–70–79

BOGDAN WIŚNIEWSKI

* * *

Biuro Maklerskie Banku Śląskiego w Katowicach, podobnie jak inne domy maklerskie w kraju, jest w trakcie rozwiązywania piętrzących się trudności. Lista społeczna inwestorów, oczekujących w oddziale banku przy ul. Nowowiejskiej w Warszawie na otwarcie rachunku inwestycyjnego, liczy około 1000 osób. Dziennie otwieranych jest tylko 10 nowych rachunków. Można przyjąć, że ostatni klienci na tej liście dostaną się przed oblicze maklera za kilka miesięcy. Perspektywa ta jednak nikogo nie przeraża. Biuro Maklerskie Banku Śląskiego ograniczyło ostatnio liczbę inwestorów mogących uczestniczyć w dogrywkach. Wymagane jest posiadanie karty uczestnictwa. Uzyskać ją mogą osoby, które zdeponowały co najmniej 10 mld zł na koncie Domu Maklerskiego BŚK. W dogrywce może uczestniczyć też maksymalnie dziesięciu klientów nie spełniających powyższego warunku.

Jednym z podstawowych problemów, przed którym stoi Dom Maklerski BŚK, jest jego szczupła baza lokalowa. Mimo że biuro dysponuje drugą co do wielkości w kraju siecią punktów obsługi klienta (52), nie są one przygotowane do przyjmowania tak dużej liczby inwestorów. Właściwy standard pracy ma zapewnić nowa siedziba biura w Katowicach, do której już zaczęto przeprowadzać niektóre wydziały. Starania o pozyskanie nowego lokalu czynione są też w Warszawie. Obecna siedziba domu maklerskiego przy ul. Nowowiejskiej zupełnie nie nadaje się do obsługi tak dużej liczby inwestorów. Ze względu na małą powierzchnię biura nie można zwiększyć liczby już istniejących stanowisk. Biuro Maklerskie Banku Śląskiego cierpi też na brak wysoko wykwalifikowanej kadry. Obecnie pracuje tutaj ponad dwudziestu licencjonowanych maklerów. Ich liczbę można by zwiększyć dwukrotnie. Z niecierpliwością czeka się na wyniki ostatniego kursu maklerskiego. Kolejnym problemem jest rozwój istniejącej sieci komputerowej. Istniejący system, aby sprostać coraz większym wymaganiom, jest ciągle modyfikowany. Dąży się do połączenia w jedną sieć komputerową wszystkich punktów obsługi klienta z centralą oraz bezpośrednio z giełdą. Niezmiernie ważna jest modyfikacja oprogramowania, które powinno być zintegrowane i przygotowane do ewentualnego dalszego rozwoju. Biuro Maklerskie Banku Śląskiego w dalszej perspektywie liczy na pomoc organizacyjną i technologiczną ze strony partnera holenderskiego, który posiada obecnie 25,9 % wszystkich akcji.

DARIUSZ JAROSZ

Lp.	Nazwa podmiotu prowadzącego biuro maklerskie	Liczba punktów obsługi klienta	Minimalny wkład przy otwieraniu rachunku	Zlecenia w dniu sesji giełdowej	Zlecenia telefoniczne	Koszt otwarcia rachunku (opłata za prowadzenie)	Czas oczekiwania na otwarcie rachunku	Przybliżona liczba otwartych rachunków	Zakres zezwoleń
1.	Bank Polska Kasa Opieki S.A. tel. 625 54 76	86	250 tys.	do 9:30	tak	100 tys. min. 500 mln	wstrzymane	80 000 (100 tys.)	E
2.	Bank Zachodni we Wrocławiu tel. (071) 44 29 54	24	nie ma	do 8:45 min. 150 mln	tak	350 tys. (200)	3 tygodnie	17 000	E
3.	Polski Bank Rozwoju S.A. tel. 630 04 26	1	500 mln	do 9:15 min. 100 mln	tak	nie ma (nie ma)	natychmiast	odmówiono podania informacji	A,C,D
4.	Kredyt Bank S.A. tel. 32 46 37	1	100 mln	do 9:30 min. 100 mln	nie	600 tys. (600 tys.)	4 tygodnie	750	C
5.	Bydgoski Bank Komunalny S.A. w Bydgoszczy te. (052) 22 92 75	10	nie ma	do 8:30 min. 100 mln (do 9:00 W-wa)	tak (od 100 mln)	500 tys. (100 tys.)	wstrzym. od 14 II	brak danych	A,B
6.	Bank Staropolski S.A. w Poznaniu te. (061) 52 02 04	2	nie ma	do 9:00 min. 50 mln	tak (zlecenia całodobowe)	500 tys. (nie ma) 500 tys. (tel.)	2 tygodnie	3000	B
7.	Bank Przemysłowo – Handlowy w Krakowie tel. (012) 21 11 03	30	250 tys.	do 8:30 min. 500 mln (do 9:00 W-wa)	nie	200 tys. (200 tys.)	2 tygodnie	brak danych	E
8.	Bank Śląski w Katowicach tel. (032) 59 96 81 w. 109	52	nie ma	do 8:30 min. 500 mln (do 8:35 W-wa)	tak	100 tys. 200 tys. (oproc. (nie ma)	2 tygodnie	40 000	A,B,C,E
9.	Bank Gdański w Gdańsku tel. (058) 37 99 18	16	nie ma	do 9:30 min. 200 mln	tak	70 tys. (nie ma)	1 tydzień	30 000	A,E
10.	"Arabski i Gawor" Biuro Maklerskie s.c. tel. (012) 21 88 14	2	nie ma	do 8:15	tak	400 tys. (nie ma)	wstrzymane	odmówiono podania informacji	B,E
11.	Bank Inicjatyw Gospodarczych BIG S.A. tel. 693 67 10	3	nie ma	do 9:30 W–wa do 8:45 POK	nie	2 mln (200 tys.)	wstrzym. do 28 II	2 500	A,C
12.	Kant Imm sp. z o.o. tel. 45 37 08	1	nie ma	do 10:00	tak	500 tys. (500 tys.)	1 tydzień	1000	
13.	Warszawski Dom Maklerski sp. z o.o. tel. 625 57 94	2	30 mln	do 9:00	tak	100 tys. (min. 60 tys.)	8 tygodni	ponad 1 000	E
14.	Powszechna Kasa Oszczędności BP tel. 628 32 61 w. 508, 509	25	500 tys.	do 9:15 min. 200 mln	tak (od 10 mld)	100 tys. (nie ma)	3 tygodnie	odmówiono podania informacji	A,E
15.	Penetrator S.A. tel. (012) 21 54 44	3	nie ma	do 8:40	tak	brak danych	brak danych	9 900	B
16.	Dom Maklerski BMT sp. z o.o. (dawne WCIK) tel. (061) 52 71 11	3	nie ma	do 8:45	tak	1,5 mln (nie ma)	natychmiast	1450	B,C,E
17.	Bank Rozwoju Eksportu S.A. tel. 625 79 34	11	nie ma	do 8:45 min. 100 mln	tak	200 tys. (150 tys.)	2 tygodnie	10 000	A
18.	Powszechny Bank Kredytowy S.A. w Warszawie tel. 625 00 72	19	100 mln (centr.) 1 mln (oddziały)	wstrzymane	tak	200 tys. (200 tys.)	2 tygodnie	11 000	B,E
19.	Powszechny Bank Gospodarczy S.A. w Łodzi tel. (042) 36 71 34	23	nie ma	do 8:30	tak	brak danych	brak danych	4 700	A,B,E
20.	Wielkopolski Bank Kredytowy S.A. tel. (061) 54 28 96	33	nie ma	do 9:00	tak (od 100 mln)	500 tys. (nie ma) 500 tys.(tel.)	2 tygodnie	35 000	C,E
21.	Bank Gospodarki Żywnościowej tel. 20 02 51 w. 201, 202	34	nie ma	do 9:00 min. 100 mln	tak	200 tys. (100 tys.)	wstrzym. do 15 III	12 000	E
22.	Polski Dom Maklerski S.A. tel. 628 44 71 w. 140, 131	1	50 mln	do 8:15	tak od 300 mln	500 tys. (500 tys.)	1-2 dni	odmówiono podania inf.	
23.	Bank Depozytowo – Kredytowy w Lublinie S.A. tel. (081) 220 91	18	nie ma	do 9:00 do 9:30 centr.	tak od 200 mln	100 tys.	brak danych	10 970	A,B
24.	Dolnośląski Dom Maklerski S.A. tel. (071) 44 17 23	4	nie ma	do 9:30	tak	500 tys. (1 mln)	wstrzymane	1800	C
25.	Bank Depozytowo – Powierniczy "Glob" S.A. tel. 27 18 35 w. 804, 805	3	50 mln	do 8:30 min. 50 mln	nie (tak tylko dla wcześniejszych klientów)	300 tys. (brak danych)	brak danych	500	E
26.	Bank Handlowy w Warszawie S.A. tel. 621 03 21 w. 371	3	nie ma	do 9:30 centr. do 9:00 POK	nie min. 100 mln	2 mln (3 mln)	2 tygodnie	1 000	A,E
27.	Pomorski Bank Kredytowy S.A. tel. (091) 88 36 05	21	nie ma	do 9:00 min. 200 mln	tak	nie ma (250 tys.)	1 tydzień	4 300	B,E
28.	Krakowski Dom Maklerski S.A. tel. (012) 22 67 32	2	nie ma	do 8:40 tel. do 8:30	tak	300 tys. (nie ma)	natychmiast	10 000	
29.	Bank Ziemi Radomskiej S.A. tel. (048) 45 53 97	2	nie ma	do 8:30 min. 100 mln	tak	nie ma (100 tys.)	wstrzymane	3000	B
30.	Bank Promocji Eksportu "Animex Bank" S.A. tel. 20 63 58	1	250 tys.	do 9:30 min. 100 mln	nie	900 tys. (100 tys.)	brak danych	800	
31.	Creditanstalt Securities S.A. – Dom Maklerski tel. 630 62 72	1	500 mln	do 9:30	tak	2 mln (100 tys./kwartał)	2 tygodnie	odmówiono podania informacji	A
32.	Przedsiębiorstwo Maklerskie "Elimar" S.A. tel. (032) 59 24 44	1	nie ma	do 8:30	tak	300 tys. (nie ma)	natychmiast	750	
33.	Beskidzki Dom Maklerski tel. (030) 240 64	1	nie ma	do 8:30	tak (ograniczone)	300 tys. (nie ma)	natychmiast	3 100	
34.	Małopolski Dom Maklerski S.A. tel. (035) 43 23 48	1	nie ma	do 8:00	tak od 100 mln	100 tys (nie ma)	natychmiast	750	
35.	Dom Maklerski "Instalexport" S.A. tel. 642 63 38	1	nie ma	do 9:30	tak	brak danych	brak danych	brak danych	
36.	Dom Maklerski IKB Polonia S.A. tel. (012) 37 39 47	1	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	biuro w organizacji	A
37	Śląski Dom Maklerski SA tel. (032) 58 92 03	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	biuro w organizacji	

Dane w tabeli dotyczą centrali. Warunki zakładania i prowadzenia rachunków w części oddziałów niektórych biur maklerskich różnią się (z reguły na niekorzyść) w stosunku do centrali.
A – zezwolenie na prowadzenie działalności dealerskiej
B – zezwolenie na obrót obligacjami II emisji
C – zezwolenie na obrót obligacjami jednorocznymi (pakiety powyżej 10 mld zł)
D – zezwolenie na obrót obligacjami PPT (pakiety powyżej 10 mld zł)
E – zezwolenie na przyjmowanie zleceń kupna i umarzania jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych

PRZEGLĄD PRASY

UCZMY SIĘ GIEŁDY

Fala emocji okołogiełdowych powoli opada. Próbuje się ją pobudzić na nowo domysłami o mafijnych zachowaniach niektórych inwestorów i maklerów, ale ten temat trafia na łamy jedynie dość poślednich tytułów prasowych. Poważna prasa stara się jednak wyciągnąć wnioski z nadzwyczajnego zainteresowania giełdą i oczekiwaniom tym wyjść naprzeciw. Stąd coraz obszerniejsze działy poświęcone relacjom giełdowym, rubryki dotyczące edukacji nowych i potencjalnych inwestorów, wszelakie porady i poradniki. Jest to bez wątpienia pozytywny skutek narodzin nowej pasji Polaków, niezwykle cenny z punktu widzenia edukacji ekonomicznej społeczeństwa.

Jest jednak znacznie poważniejszy aspekt tej sprawy. Ożywiona aktywność inwestycyjna rodaków odkrywa pewne nowe prawdy o nas samych. Zwraca na to uwagę Michał Zieliński na łamach TYGODNIKA POWSZECHNEGO, pisząc:

Na giełdzie nie dzieje się nic innego, jak tylko objawia prawda o polskiej gospodarce i polskim społeczeństwie. Przy tej okazji demitologizują się jednak nieco trudniejsze niż kierowanie – najbardziej nawet wzorowym – kółkiem rolniczym (...) Z pozostałych czynników szczególne znaczenie miał w czasach naszej giełdowej bessy (i ma obecnie) procent, będący ceną kapitału i określający przez to nasz zarobek w przypadku złożenia depozytów terminowych w banku. Rok 1991 był jedynym, kiedy stopa oprocentowania depozytów rocznych (w pierwszym półroczu 79%) dogoniła inflację. Natychmiast też Polacy obalili mit ludzi nieoszczędnych. W pierwszym kwartale tego roku z 20 bilionów złotych przyrostu zasobów pieniężnych 95 procent, czyli 19 bilionów zdeponowali w bankach. (...) Giełda przyczyniła się do obalenia – ostatecznie, mam nadzieję – najbardziej nierozsądnego z polskich mitów ekonomicznych. Mitu braku pieniędzy. Pieniądze mamy, ale ponieważ są to dość twarde pieniądze, umiemy je szanować. I wyglądający pozornie na zbiorowe szaleństwo pęd do gry giełdowej jest tego dowodem.

Są zatem podstawy, by wyrazić następujące przypuszczenie: społeczeństwo jest przygotowane do aktywnego działania na rynku kapitałowym, istnieją już instytucje, które ową aktywność umożliwiają, a brak jest – brzmi to zapewne dość brutalnie – woli politycznej i wyobraźni decydentów, by tę aktywność wykorzystać dla rozwoju gospodarczego, tak nią sterować, by siła pieniądza jednostek stała się również udziałem silnego ekonomicznie państwa.

Niestety, okoliczności towarzyszące działaniu giełdy warszawskiej, zamieszanie w koalicji rządowej z powodu programu prywatyzacji wskazują, że administracja państwa zainteresowanie rynkiem kapitałowym podporządkowuje bieżącym potrzebom budżetu, bez względu na to, że ci sami często obywatele są konsumentami środków budżetowych i inwestorami giełdowymi. Czy to przyczynia się do stabilizacji rynku kapitałowego, do potwierdzenia dążeń społecznych, by mądrze gospodarować własnymi zasobami? Można powiedzieć, że są to pytania retoryczne. Ale prof. Andrzej Sopoćko na łamach CASH sprawę traktuje bardziej zdecydowanie pisząc:

Najważniejszą cechą rynku papierów wartościowych jest poziom tzw. przejrzystości (transparency). Trzeba wiedzieć, czym i jak się handluje, jeśli są afery – ujawniać je zgodnie z ich skalą. Nie wolno ich natomiast sztucznie wywoływać. Przeciwdziałanie zaś plotkom i pomówieniom jest takim samym obowiązkiem moralnym jak ujawnianie rzeczywistych kantów. (...) Trudno też, przy minimalnej choćby wiedzy o rynku kapitałowym, zrozumieć kalkulacje strat skarbu państwa, jaką posłowie wywiedli z obserwacji pierwszych notowań Banku Śląskiego. Giełda przecież nie wycenia przedsiębiorstwa, tylko jego akcje i to na poziomie marginalnym. Dosłownie. Jeśli więc na jednej sesji obracano 1,5 procent emisji, to znaczy, że ustalono ceny dla tego ułamka wartości firmy. Oczywiście średnie kursów w długim okresie zbliżają się do potencjalnej wartości przedsiębiorstwa. Ale tylko w długim. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa na podstawie kursów jednej sesji, w dodatku w szczytowym punkcie hossy giełdowej, trąci paranoją. Paranoikiem byłby więc i ten, kto chciałby w tym momencie kupić sobie kontrolny pakiet akcji. Te kilkanaście bilionów złotych, które rzekomo można by uzyskać od Internationale Nederlanden Bank, jest więc taką samą iluzją, jak polskie kolonie w Afryce czy podbój USA przez polską motoryzację.

Nie wiem, czy w tym wszystkim chodzi o rozgrywki personalne, czy o ignorancję podniesioną do poziomu cnoty, może jeszcze coś innego. Wiem jedynie, że prowadzenie tej gry poprzez rynek papierów wartościowych jest skandalem.

ADAM CYMER

VADEMECUM ANALIZ GIEŁDOWYCH (1)

INFORMACJA NA GIEŁDZIE I METODY JEJ ANALIZOWANIA

Giełda jest miejscem, gdzie pieniądze, które mają dać zysk, znajdują dla siebie alternatywną lokatę. Pieniądze trafią na giełdę tylko wówczas, gdy inwestorzy będą przewidywać wysokie zyski przy akceptowanym ryzyku.

Ryzyko na giełdzie jest większe niż w bankach państwowych. Znają je ci, którzy choć kilka dni byli biedniejsi na skutek spadku kursów. Takich załamań nasza giełda miała kilka, ale do tej pory ogólny trend – w analizie technicznej zwany **pierwotnym** – jest wzrostowy. Z załamań giełda szybko wychodziła obronną ręką, chociaż obecne kursy niektórych spółek są znacznie niższe od notowań maksymalnych.

Ryzyko i przewidywane dochody spółek określają ceny akcji. Ryzyko i przyszłe dochody można analizować na wiele sposobów. Zasób informacji wykorzystywanych przez inwestorów i szybkość działania wyznaczają efektywność rynku.

Badania giełdy w Nowym Jorku pokazują, że reakcja na informację wynosi tam średnio 8 minut. Po podaniu jakiejś informacji w dowolnym przedsiębiorstwie (np. zamówienie przez LOT samolotów u Boeinga) znajduje ona swoje odbicie w notowaniach na giełdzie NYSE (New York Stock Exchange) po ośmiu minutach. U nas czas płynie wolniej. Do analizy notowań można wykorzystywać wszystkie (lub wybrane) poprzednie notowania na giełdzie. Analizując historię przebiegu notowań czynimy pierwszy krok na drodze do efektywności giełdy. Na tym oparta jest stosowana u nas często i znana z Analizatora Giełdowego **analiza techniczna.** Ten typ analizy – o którym będziemy pisać bardzo dużo – jest znany w świecie od początku giełd.

Innym rodzajem przewidywania przyszłości w oparciu o analizę powiązań pomiędzy spółkami jest analiza ryzyka i zysków. Jest ona zwana analizą ryzyka lub portfelową i znana jest u nas chociażby z programów Portfolio firmy Lopen. Za rozwój tego rodzaju analizy giełdy przyznano trzem amerykańskim ekonomistom Nagrodę Nobla w 1990 roku. Efektywność giełdy wzrasta, gdy wykorzystana jest każda informacja znana obecnie. Oprócz notowań historycznych znaczenie tu mają informacje wybiegające w przyszłość. Ta metoda zwana jest **analizą fundamentalną.** Ten rodzaj analizy dąży do wyznaczenia ceny akcji – zarówno przeszłych, jak i przewidywanych. Do tego jednak potrzebna jest duża wiedza ekonomiczna, a ponadto sprawozdawczość przeznaczona dla graczy giełdowych, która powinna spełniać warunek zwany w angielszczyźnie *true and fair.* Musi się ona różnić od sprawozdawczości podatkowej, która u nas dominuje. Istnieje bowiem sprzeczność pomiędzy płaceniem podatków a dążeniem właściciela akcji do bogacenia się. W USA i Europie Zachodniej sprawozdawczość dla inwestorów zdecydowanie różni się od rachunkowości podatkowej. Nikt nie zna danych oddawanych urzędom skarbowym. W Polsce praktycznie znamy tylko te właśnie dane. Celem cyklu naszych publikacji będzie poznanie zasad wszystkich trzech metod wykorzystania informacji w celu poprawy efektywności giełdy. Będziemy pisać o analizie technicznej, przedstawiając jej zawiłości. Innym rodzajem analizy będzie analiza portfela. Pokażemy też, w jaki sposób wykorzystać wyniki ekonomiczne do analizy fundamentalnej. Zwracać będziemy uwagę na pracę analityka finansowego, którego rola będzie tym większa, im bardziej różnić się będą standardy rachunkowości dla inwestorów od tych dla urzędów skarbowych.

ELIGIUSZ WOJCIECH NOWAKOWSKI
ANDRZEJ POGORZELSKI

HAZARD, SZCZĘŚCIE I PRZEPOWIADANIE PRZYSZŁOŚCI (1)

HAZARD, CZYLI RYZYKO

Czy giełda – gra na giełdzie – dopracowała się już swojej filozofii? Nie wiem, ale sądzę, że powinna była (jeśli ją ma) lub powinna (jeśli jej nie ma) to zrobić. Z niefachowego punktu widzenia mogłoby się zrazu zdawać, że taka filozofia giełdy i gry na giełdzie powinna mieć charakter zdecydowanie racjonalistyczny i deterministyczny, to znaczy – przynajmniej starać się opisywać operacje giełdowe jako procesy dokonujące się zgodnie z określonymi prawami dostępnymi, faktycznie lub choćby potencjalnie, umysłowi ludzkiemu, który – w historii cywilizacji euroamerykańskiej począwszy od czasów Grecji, a później Renesansu – opiera się na logice arystotelesowskiej i tzw. naukowym sposobie poznawania świata. Krótko mówiąc: musi (czy musiałaby) to być filozofia optymistyczna, zakładająca istnienie systemu praw rządzących światem w ogóle (a giełdą w szczególności), jak również przyjmująca, że prawa te są dostępne aktualnie i potencjalnie ludzkiemu rozumowi.

Jak się dowiaduję, istnieją trzy systemy gry na giełdzie: opracowane – odpowiednio – przez wykresowców, tabelarystów i intuicjonistów, które w zasadzie opierają się na owej optymistyczno–racjonalistycznej filozofii giełdy. Jednakże bogata historia praktyki gry – nie mówiąc już o słynnym amerykańskim eksperymencie z małpą zaprzęgniętą do tej aktywności, skądinąd zmonopolizowanej przez człowieka – zdają się rzucać cień wątpliwości na ową (dominującą?) filozofię giełdy. Wątpliwości te z kolei pozwalają – choćby tytułem hipotezy – mniemać, że zarówno giełda jako taka, jak i gra na niej są zjawiskami i procesami czysto irracjonalnymi (lub transracjonalnymi), które przebiegają raczej w sferze wolności niż determinacji. Innymi słowy: podobnie jak Demiurg – Stworzyciel naszego kosmosu, tak i bożek giełdy jest **prawie** wszechmocny i **prawie** wszechwiedzący. **Prawie,** a nie absolutnie. W przeciwnym bowiem razie trzeba by powiedzieć, że wolność ludzka jest iluzją.

Hazard – takie jest imię bożka giełdy. Hazard – historycznie rzecz biorąc – zrodził się u Sumerów w Mezopotamii około 2800 lat przed Chrystusem. A zrodził się wraz z pewną grą: gra ta, w języku ludu, który przejął ją od Sumerów, a zwał się Akkadami, nosiła miano *sar.* Poprzez języki arabski i turecki przybrała ona nazwę *azzahr;* w tej postaci przejął ją język hiszpański. W wersji angielskiej, niemieckiej i polskiej imię to brzmi „hazard" – i oznacza coś więcej niż tylko jedną konkretną grę. (Grą tą jest także *trik–trak* – angielski *backgammon;* u starych Sumerów gra ta, przy której posługiwano się kostką, ilustrowała zasadę przypadku odgrywającego istotną rolę w każdym procesie natury.)

Starożytni potrafili uznać i uszanować rolę hazardu – czyli ryzyka – w życiu kosmosu i w życiu człowieka. Z biegiem czasu, a ściślej z biegiem dziejów myśli europejskiej, później także amerykańskiej, prowadzącym do dominacji racjonalizmu i determinizmu, jako kategorii objaśniających świat i życie, wiedza o hazardzie (tak pojętym), o ryzyku, o trafie (przypadku) zeszła na margines czy do podziemi naszej kultury. Pozostawała tam też do niedawna. Ale oto w naszych czasach hazard zaczyna powoli powracać do swych praw...

cdn.

JERZY PROKOPIUK

PARKIET GAZETA GIEŁDY

Wydawca PARKIET spółka z o.o., redaktor naczelny: Krzysztof Szwedzik, zespół: Miłosz Węglewski (I z-ca red. nacz.), Adam Cymer (z-ca red. nacz.), Jerzy Boćkowski (sekr. red.), Wiktor Dłuski, Dariusz Jarosz. Prenumerata: Dariusz Zbiejczuk – 27-54-01 w. 224. Adres redakcji 00–375 Warszawa ul. Smolna 13. Tel. 27–94–22, tel./fax 27–94–10. Skład i łamanie RADIUS s.c. Warszawa ul. Poznańska 11, tel. 621–91–97. Druk: WZGraf.