

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 3 (10) MARZEC 2009
PUBLIKACJA BEZPŁATNA



➔ **RYNEK KAKAO: SŁODKO-GORZKI BIZNES**

➔ **NEWCONNECT BEZ INNOWACJI**

**DODATEK SPECJALNY: ANALITYCY XTB
O RYNKACH FINANSOWYCH I TOWAROWYCH**



Pierwszy blog maklerski

Poblogujmy o inwestowaniu...

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

blogi.BOSSA.PL



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

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

Oddziały:

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

OD REDAKCJI

OPCJA POMOCY



Podobno zdziwienie jest pierwszym krokiem na drodze do zrozumienia. Ostatnio dziwię się nieustannie słysząc coraz dalej idące pomysły dotyczące opcji walutowych. Nie zanoszę się jednak na to, żebym zrozumiał ich logikę. Choć, z drugiej strony, to właściwie dlaczego nie mielibyśmy wyciągnąć ręki do przedsiębiorców i pomóc im przezwyciężyć problemy spowodowane tzw. toksycznymi opcjami? Czemu nie? Zrealizujmy ten pomysł! A zaraz po tym proponuję pomóc tym, którzy półtora roku temu kupowali akcje KGHM po 130 zł. Przecież tak dużo by na tym stracili, nie można na to pozwolić! Zresztą, czemu ograniczać się tylko do rynków finansowych? Przecież nie tylko w ich przypadku zdarza się podejmować decyzje na podstawie „błędnych założeń” albo na skutek namowy przebiegłego doradcy. Ostatnio zepsuł się mój komputer, chociaż myślałem, że będzie mi służył jeszcze przez jakiś czas. Podczas zakupu wydawało mi się, że wytrzyma dłużej. Proponuję anulować również tę umowę i zwrócić mi pieniądze. To również była decyzja podjęta na podstawie błędnych założeń i za namową doradcy, który zachwalał swój produkt. Nieważne, że korzystałem z niego przez długi czas i byłem wtedy zadowolony – potrzebuję teraz pomocy państwa! Pomocy potrzebuje też mój kolega, który przegrał ze znajomymi trochę pieniędzy w pokera. Zaczynając grę myślał, że wygra, ale nie udało się. Jestem za tym, żeby zwrócić mu wkład początkowy!

Aż się boję kontynuować ten ciąg irracjonalnych pomysłów – ktoś może go wziąć na poważnie i przedstawić jako swój, a później zyskać zwolenników. Kłopot w tym, że niektóre propozycje, które słyszy się ostatnio z ust najważniejszych osób w państwie, są jeszcze bardziej irracjonalne – brakuje im nawet konsekwencji, której drobny zarys widać w paragrafie powyżej. Zainteresowanych tą tematyką zapraszam do artykułu Tomasza Manowca w bieżącym numerze. A wołających o pomoc odsyłam do jakiegokolwiek elementarza instrumentów pochodnych.

Przewodnim tematem bieżącego numeru jest jednak rynek NewConnect. Próbuje- my ocenić jego funkcjonowanie z perspektywy czasu i zastanawiamy się czy spełnione zostały podstawowe założenia, które przyświecały jego twórcom.

Co jeszcze proponujemy Czytelnikom w tym miesiącu? W zależności od upodobań – kakao lub wino. Uprzedzając pytania, odpowiadam od razu, że nie uruchomiliśmy w gazecie nowego działu kulinarnego. Kakao i wino mają wiele zastosowań – nie tylko dobrze smakują, ale mogą też być obiektem inwestycji. Wino może się też przydać podczas eleganckiej kolacji z wybranką, np. 8 marca – w Dzień Kobiet! Chciałbym również złożyć wszystkim Paniom najserdeczniejsze życzenia w imieniu męskiej części redakcji z okazji ich święta!

Piotr Niewiadomski

REDAKTOR NACZELNY
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL



Marcowy numer przeczytasz również w 20 wybranych kawiarniach

sieci CoffeeHeaven na terenie Warszawy.

Szczegóły na www.gazetatrend.pl.

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:

MEDIA 5 GROUP

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
AL. JEROZOLIMSKIE 53 LOK. 1A 00-697 WARSZAWA
TEL. KOM. 691 954 727
BIURO@GAZETATREND.PL

REDAKTOR NACZELNY
PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL
JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

WYWIAD INWESTORA
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

WYDARZENIA
JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL
MIKOŁAJ ATANASOW
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

INWESTYCJE
DOMINIK KRYZIA
DOMINIK.KRYZIA@GAZETATREND.PL
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

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

WIELCY INWESTORZY
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

INWESTOR PO GODZINACH
PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

KOREKTA
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

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

SKŁAD I GRAFIKA
MICHAŁ FRANKOWSKI
GRAFRA STUDIO - WWW.GRAFRA.COM

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

NAKŁAD
2000 EGZEMPLARZY

KOMUNIKATY O SPÓŁKACH OPRACOWANE NA PODSTAWIE DANYCH Z ESPI

ZDJĘCIE NA OKŁADCE PREZENTUJE
SAŁĘ NOTOWAŃ NEW CONNECT. ŹRÓDŁO GPW.

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

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLESKI



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDARZENIA

- 5 NBP poprawi płynność i zwiększy aktywność banków
Instytucje finansowe wkrótce zaczną pilnie poszukiwać pracowników
- Jakub Domagalski
- 6 FLASH EMITENT - Przegląd najważniejszych informacji o spółkach
Samochód prawie za darmo
Nawet 17 procent zysku już po roku
- Jakub Domagalski
- 7 FLASH EMITENT - Przegląd najważniejszych informacji o spółkach
Google atakuje Microsoft
Utrata pracy nie taka straszna
- Jakub Domagalski

WYWIAD

- 8 Wywiad z Adamem Rucińskim - członkiem Komitetu Doradczego NewConnect - Dorota Sierakowska
- 10 Wywiad z wicepremierem Waldemarem Pawlakiem - Piotr Niewiadomski

POLSKA

- 13 NewConnect bez innowacji
- Artur Szczepkowski
- 16 Podsumowanie Internetowej Gry Giełdowej
- 17 NewConnect: only risk no fun?
- Agnieszka Grabuś
- 20 Skąd te straty? Problem opcji walutowych - Tomasz Manowiec
- 21 Wykup akcji własnych i jego finansowanie - Szymon Okoń

DODATEK SPECJALNY

- 23 Analitycy XTB o rynkach finansowych i towarowych
- Przemysław Kwiecień str. 24
- Marcin R. Kiepas str. 26

INWESTYCJE

- 29 Rynek kakao: słodko-gorzki biznes
- Dorota Sierakowska
- 32 Wytrawne aktywa
- Dominik Kryzia

KOMENTARZE

- 34 Co słysząc na Wall Street? Wszyscy pomagają rynkom, ale nic nie działa
- Piotr Kuczyński

EDUKACJA

- 35 Wskaźniki makroekonomiczne - rozwój gospodarczy - Paweł Cymcyk
- 37 Ocena branży w procesie analizy fundamentalnej - Bartosz Boniecki
- 39 Akademia Giełdowa V

RECENZJE

- 40 „Przeciw Bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka” - Dorota Sierakowska
„Rynek finansowy i jego mechanizmy” - Piotr Niewiadomski
„Era Zawirowań” - Jakub Domagalski

WIELCY INWESTORZY

- 41 Myron Scholes - noblista z ekonomii współtwórcą spektakularnego upadku LTCM - Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 42 Szwedzka gwiazda w Stodole - Piotr Niewiadomski
Słownik Inwestora - Maria Kuśka

DODATEK SPECJALNY

ANALITYCY XTB O RYNKACH FINANSOWYCH I TOWAROWYCH

str. 19



NEWCONNECT BEZ INNOWACJI

str. 13

RYNEK KAKAO: SŁODKO-GORZKI BIZNES

str. 25



NBP POPRAWI PŁYNNOŚĆ I ZWIĘKSZY AKTYWNOŚĆ BANKÓW

Prezes Narodowego Banku Polskiego Sławomir Skrzypek zapowiedział rozszerzenie dotychczasowych oraz wdrożenie nowych instrumentów mających na celu zwiększenie płynności sektora bankowego i pobudzających aktywność banków. Przedstawione na spotkaniu przez szefa polskiego banku centralnego propozycje spotkały się z aprobatą obecnych na spotkaniu przedstawicieli banków komercyjnych. Wprowadzony przez NBP w październiku ubiegłego roku plan poprawy płynności sektora bankowego przyniósł oczekiwane efekty. Średni stan zadłu-

żenia banków z tytułu operacji objętych Pakietem zaufania wynosi obecnie: dla operacji repo 12,2 mld złotych a dla transakcji swapów walutowych 2,3 mld złotych. Ponadto NBP zasilili system bankowy kwotą ponad 8 mld złotych poprzez wcześniejszy wykup obligacji. Zdaniem Narodowego Banku Polskiego niezbędne jest jednak dalsze współdziałanie instytucji odpowiedzialnych za system finansowy, w tym podjęcie działań wynikających z zapowiedzianego przez rząd Planu stabilności i rozwoju, którego zapisy mają - jak dotychczas - charakter bardzo ogólny i w wielu

przypadkach nie są znane jeszcze konkretne rozwiązania. Pożądane efekty może przynieść także skuteczne zachęcenie banków pozostających pod nadzorem właścicielskim skarbu państwa do bardziej otwartej polityki kredytowej. Istotnym czynnikiem niezbędnym do osiągnięcia zamierzonych celów, zarówno gospodarczych, jak i społecznych jest współpraca i koordynacja działań w ramach trzech podstawowych instytucji odpowiedzialnych za stabilność sektora finansowego w Polsce. ■

INSTYTUCJE FINANSOWE WKRÓTCE ZACZNĄ PILNIE POSZUKIWAĆ PRACOWNIKÓW

Z informacji, jakie przedstawiła Gazeta Giełdy Parkiet w dn. 28.02.09 r. wynika, iż wkrótce banki mogą zgłaszać zapotrzebowanie na specjalistów od restrukturyzacji oraz specjalistów od opcji. Nic dziwnego, skoro podczas przetaczającego się kryzysu finansowego znaczna część firm będzie obniżała koszty poprzez redukcję zatrudnienia oraz restrukturyzację. Oczywiście te dwa rodzaje profesji mogą liczyć na specjalną premię w postaci wyższego wynagrodzenia z uwagi na możliwość wystąpienia dużego popytu na takich specjalistów. W przypadku zwolnień w bankach, etatowa redukcja dosięgnie anality-

ków kredytowych, których była spora nadpodaż w branży, a także sprzedawców kredytów. Instytucje jednak mogą ponieść potencjalne koszty związane z fluktuacją pracownika, które oscylują w granicach 150-200% jego rocznego wynagrodzenia - oczywiście w przypadku osób zajmujących kluczowe stanowiska w firmie. ■



REKRUTACJA

FLASH EMITENT

Przegląd najważniejszych informacji
o spółkach

Sfinks Polska w tarapatkach

Zarząd spółki otrzymał wypowiedzenie umowy kredytowej od Raiffeisen Bank Polska oraz zobowiązany jest do spłaty całości zadłużenia w wysokości 9,1 mln zł w terminie do 6 marca. W przypadku niespłacenia długu przez spółkę, bank będzie dochodził swoich praw w postępowaniu egzekucyjnym. Ponadto spółka otrzymała wezwanie do zapłaty 6,8 mln zł od ING BSK tytułem rozliczenia opcji walutowych.

Nowe rekomendacje dla TP SA

Telekomunikacja Polska otrzymała dwie nowe rekomendacje od BNP Paribas (neutralnie z ceną docelową 23,50 zł) oraz od UBS investment Research (kupuj – cena docelowa 24 zł). Nowe wyceny potwierdzają styczeniową prognozę ING Financial Markets z ceną docelową 25 zł – rekomendacja kupuj.

Zarząd ENEA prognozuje nowy zysk za 2008 r.

Zarząd spółki poinformował, że wynik za 2008 r. zostanie skorygowany w dół o 54 mln zł. Zamiast planowanych 250 mln zł zysku netto spółka wygeneruje tylko 194 mln zł. Wynik netto za III 2008 r. kwartał wyniósł 136,1 mln zł.

Bank Handlowy traci przez opcje walutowe

Zarząd banku poinformował w komunikacie, że wynik za 2008 r. będzie pomniejszony o 89 mln zł tytułem podwyższonego ryzyka kredytowego kontrahenta zaangażowanego w opcje walutowe.

Agora skupiła akcje własne

Między 20 a 26 lutego spółka skupiła 129 090 akcji własnych (0,23% kapitału zakładowego) po średniej cenie 12,45 zł. Spółka łącznie od uruchomienia programu skupu akcji skupiła 218 094 akcje stanowiące 0,40% kapitału zakładowego.

Gorszy wynik ING Banku Śląskiego za 2008 r.

Bank odnotował spadek zysku netto za 2008 r. z 610 153 mln w 2007 r. do 455 563 mln w 2008 r. (spadek zysku o 154 590 mln zł.). Ponadto bank planuje nie wypłacać dywidendy zasilać jednocześnie kapitały własne.



Indyjski producent samochodów uruchomi sprzedaż najtańszego samochodu na świecie w pierwszym półroczu br. Model Nano, bo o nim mowa, będzie początkowo sprzedawany w Indiach (Bombaj). Moce produkcyjne koncernu są na tyle ograniczone, że samochód ten nieprędko pojawi się w sprzedaży w Europie, Japonii czy USA. Cena po-

jazdu to 100.000 rupii, co w przeliczeniu na dolary daje nieco ponad 2000 USD. Wersja Standard będzie uboga w wyposażenie, za to droższa wersja, Luxury, będzie posiadać centralny zamek, elektryczne szyby, klimatyzację oraz stylowe stalowe felgi. Niestety samochód nie będzie posiadał bagażnika. Spalanie: 5l/100 km. ■

NAWET 17 PROCENT ZYSKU JUŻ PO ROKU

Nawet 17 procent zysku wolnego od podatku i to już po roku - takie możliwości daje grupowe ubezpieczenie na życie i dożycie Speedway przygotowane przez Wealth Solutions S.A. wspólnie z Towarzystwem Ubezpieczeń na Życie EUROPA SA.

Speedway to propozycja dla tych inwestorów, którzy wierzą, że w najbliższych czterech latach nastąpi odbicie na rynku akcji reprezentowanym w tym przypadku przez pięć globalnych koncernów - Sony, France Telecom, Pfizer (producent Viagry), Enel (największy włoski koncern energetyczny) oraz Deutsche Post (największe na świecie przedsiębiorstwo logistyczne). Wystarczy, że już po roku od rozpoczęcia ubezpieczenia akcje wszystkich pięciu spółek znajdą się na poziomie równym lub wyższym niż ich poziomy początkowe, a inwestor otrzyma zwrot zainwestowanej składki powiększonej o premię w wysokości od 13 do 17 proc. (ostateczna wysokość zostanie określona po zakończeniu subskrypcji). Ubezpieczenie Speedway dostępne jest w ramach subskrypcji trwającej do 20 marca 2009 r., a minimalna składka to 5000 zł.

W sytuacji, gdy warunek nie będzie spełniony po roku, wówczas ponowny odczyt cen akcji zostanie dokonany po dwóch latach.

Jeśli wówczas wszystkie walory będą przynajmniej na poziomie startowym, inwestycja zakończy się wypłatą kuponu między 26 a 34 procent (dwukrotność kuponu rocznego). Analogicznie, w przypadku spełniania warunków po trzecim lub czwartym roku możliwy do zrealizowania zysk to od 39 do 51 lub od 52 do 68 procent. Jeśli ostatecznie po czterech latach nadal nie wszystkie spółki będą na poziomie wyższym lub równym początkowemu, inwestycja zakończy się zwrotem 90 procent zainwestowanej składki. Biorąc pod uwagę skalę spadków na rynku akcji w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy, można przyjąć założenie, że w perspektywie czterech lat rynek akcji będzie wyżej niż obecnie. Wzrosty mogą się jednak pojawić wcześniej - na przykład po roku. Nie musi to być powrót hossy. Wystarczy, że akcje wybranych przez nas pięciu renomowanych spółek nie będą na poziomie niższym niż w momencie rozpoczęcia inwestycji. Wówczas produkt zakończy się zwrotem zainwestowanego kapitału powiększonego o wolną od podatku, nawet 17-procentową premię - powiedział Michał Kowalski, Dyrektor ds. Produktów Inwestycyjnych w Wealth Solutions SA. ■



GOOGLE ATAKUJE MICROSOFT

Firma Google wprowadziła na rynek polski nowoczesny telefon ERA G1, który (jak zapewniają władze firmy) jest lepszy od iPhone czy Samsung Omnia. Telefon wyposażony jest w dotykowy wyświetlacz oraz rozsuwany panel, który rozszerza znacznie funkcjonalność tego niezwykłego telefonu. Aparat telefoniczny wyposażony jest w nowoczesny open source'owy system operacyjny Android, tworzony przez specjalistów z Google oraz 30 międzynarodowych firmach z branży IT. Kilka lat temu firma Android została przejęta właśnie przez Google po to by konkurować w segmencie mobilnych aplikacji tworzonych przez firmę Microsoft: Windows Mobile oraz Symbian. Google planuje obniżyć koszty produkcji przenośnych aparatów telefonicznych aż o 20%, co będzie

możliwe dzięki wprowadzeniu darmowego systemu operacyjnego urządzeń mobilnych. W przeciwieństwie do innych systemów operacyjnych Android jest za darmo - powiedział Andy Rubin z firmy Google. Chiński producent elektroniki HUAWEI planuje wprowadzenie na rynek telefonów z systemem Android najpóźniej do czerwca 2009 r. W Europie jako pierwszy na rynek telefon G1 wyposażony w nowoczesny system Android wprowadził niemiecki T-Mobile (telefon wyprodukowany jest przez firmę HTC). W USA telefon jest dostępny za 199 USD. Telefon ERA G1 z systemem Google Android jako pierwszy wprowadził z końcem lutego br. operator telefonii komórkowej ERA GSM. Komórka dostępna jest już od 1 zł w abonamencie na 36 miesięcy. ■

UTRATA PRACY NIE TAKA STRASZNA

Powodów do obaw o spłatę kredytu nie mają kredytobiorcy posiadający ubezpieczenia od utraty pracy. Spłata kredytu hipotecznego może być zabezpieczona przez towarzystwo ubezpieczeniowe od 6 do 12 miesięcy. Coraz więcej banków wymaga od klientów kupujących mieszkania na kredyt takiego dodatkowego zabezpieczenia. Oczywiście taki komfort nie jest darmowy i banki doliczają kredytobiorcom dodatkowe

kilkadziesiąt złotych do comiesięcznej raty. Warto pamiętać, że ubezpieczyciel nie będzie regulował zobowiązań finansowych klienta, jeśli umowa o pracę zostanie rozwiązana za porozumieniem stron lub utrata pracy nastąpi w wyniku winy pracownika. Jeśli jednak pracownik straci pracę w wyniku strajku, to ubezpieczyciel również może nie wypłacić odszkodowania. ■

FLASH EMITENT

Przegląd najważniejszych informacji
o spółkach

Gino Rossi bez opcji walutowych

Zarząd spółki poinformował w swoim komunikacie, że żadna spółka z grupy nie zawarła opcji walutowych a jedynym instrumentem pochodnym, jaki spółka zawarła to transakcja swapowa na stopę procentową o małej bazie. Spółka poniosła jednak niewielką stratę na tej transakcji w wysokości - 186 tys. zł.

05 NFI VICTORIA bez prezesa

Z dniem 17.02.2009 r. do dymisji podał się prezes spółki Yair Segal. Zmiany personalne wejdą w życie z dniem 8 marca br. Powodem rezygnacji Segala są sprawy osobiste.

Żurawie Wieżowe – zmiany w zarządzie

Rada Nadzorcza spółki powołała z dniem 01.03.2009 r. na stanowisko członka zarządu spółki Roberta Wysockiego. W poprzednich latach Wysocki zajmował stanowisko dyrektora ds. akwizycji i realizacji kontraktów w Żurawiach Wieżowych a także pracował na stanowiskach dyrektorskich m. in. w spółce Budimex Dromex oraz Mostostal Warszawa.

NETIA połączyła się z TELE 2

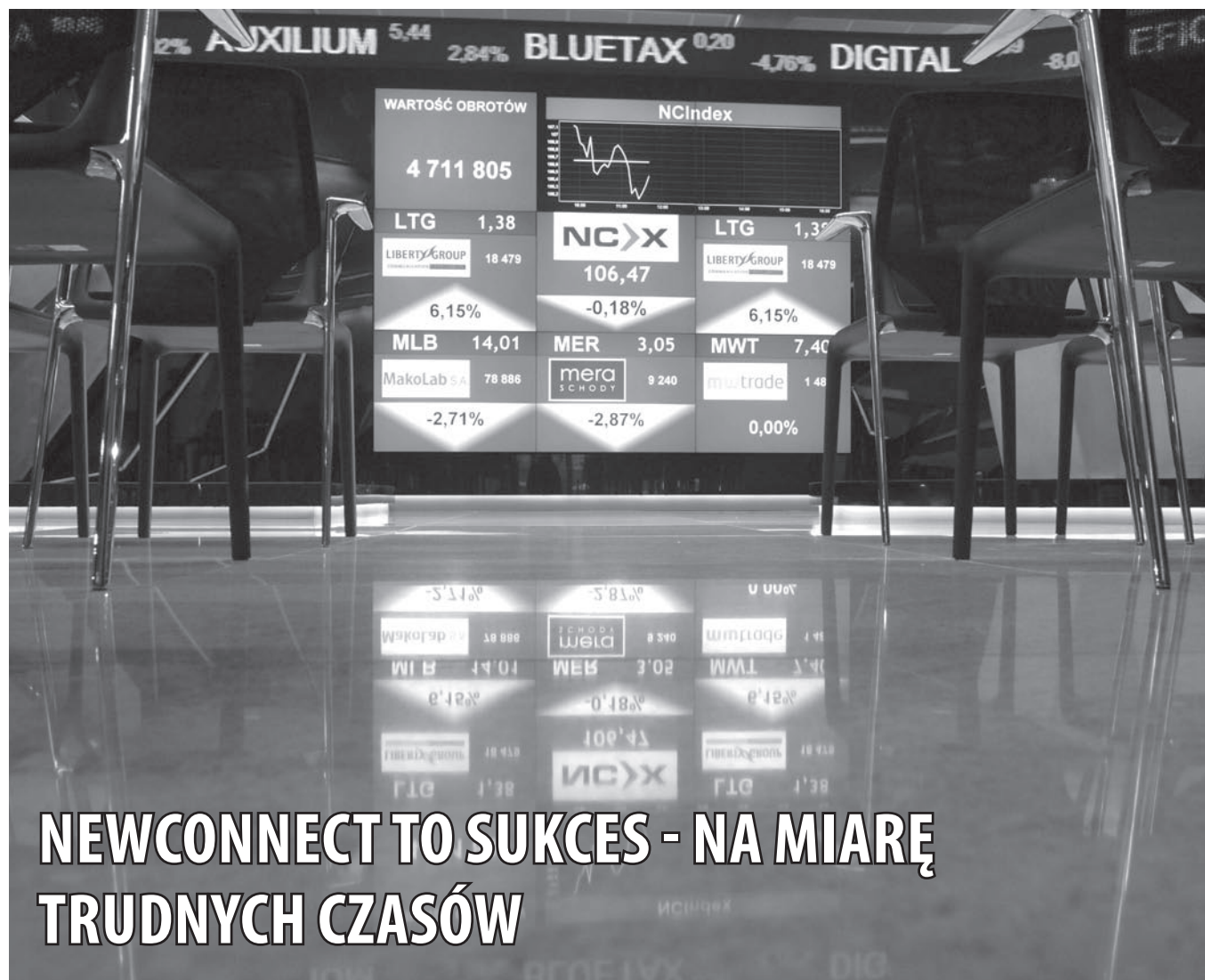
Zarząd Netii poinformował, że z dniem 27 lutego nastąpiło połączenie spółek. Jak podano w komunikacie, „Netia wstąpiła we wszystkie prawa i obowiązki Spółki Przejmowanej, która została rozwiązana”. Zarząd Netii szacuje, że synergia z tytułu połączenia spółek wyniesie ok. 30 mln zł.

Amica wyemitowała obligacje

Spółka wyemitowała nową serię obligacji o łącznej wartości 9 mln. zł w ramach Programu Emisji Obligacji Średnio – i Krótkoterminowych. Papiery wartościowe zostały zaoferowane jedynie inwestorom instytucjonalnym. Głównym celem emisji jest zróżnicowanie finansowania spółki.

Zmiany w akcjonariacie BMP AG

ING TFI poinformowało w komunikacie wysłanym do spółki BMP AG, że podczas ostatnich sesji na GPW dokonało zbycia części akcji spółki i tym samym zeszło poniżej progu 10% kapitału zakładowego. Obecnie udział ING TFI w akcjonariacie spółki wynosi 9,96%.



NEWCONNECT TO SUKCES - NA MIARĘ TRUDNYCH CZASÓW

O kondycji rynku NewConnect i jego perspektywach na przyszłość, a także o obecnych zawirowaniach w polskiej gospodarce rozmawiamy z Adamem Rucińskim, członkiem Komitetu Doradczego NewConnect oraz prezesem kancelarii Ruciński i Wspólnicy, autoryzowanego doradcy na NC.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: Kancelaria Auditorów i Doradców Ruciński i Wspólnicy jest autoryzowanym doradcą na rynku NewConnect. Jakie wymagania stawiane są podmiotowi, który chce uzyskać status takiego doradcy?

Adam Ruciński: Jesteśmy jednym z pierwszych podmiotów wpisanych na listę autoryzowanych doradców rynku NC. Wymagania nie są zbyt skomplikowane. GPW przyjęła taką strategię, że autoryzowanym doradcą może być każdy podmiot, który daje rękojmię rzetelnego wypełniania obowiązków ciążących na Autoryzowanym Doradcy, zna zasady rządzące rynkiem kapitałowym w Polsce oraz podstawowe przepisy z nim związane. Autoryzowany doradca ma być przewodnikiem spółki po rynku kapitałowym - więc musi mieć odpowiednią wiedzę, znać rynek kapitałowy, giełdowy. Rękojmią wiarygodności jest na giełdzie bardzo ważna.

DS: A czy sprawdzanie tej wiedzy i wiarygodności jest długotrwałym procesem?

AR: Nie, nie jest to długotrwały proces. Należy wypełnić formularz umieszczony na stronie internetowej giełdy. W formularzu jest sporo pytań dotyczących działalności danego podmiotu, kompetencji osób w nim zatrudnionych. Giełda na tej podstawie podejmuje decyzję o tym, czy wpisać podmiot listę autoryzowanych doradców.

DS: Proces ten opiera się więc głównie o dane dotyczące działalności danej firmy.

AR: Tak - przy czym niekoniecznie jest to firma, może to być także osoba fizyczna w niej zatrudniona. Taki podmiot musi udowodnić swoją wiedzę, żeby stać się partnerem giełdy przy wprowadzaniu spółek na rynek kapitałowy. Autoryzowany doradca ma także obowiązek opiekowania się daną spółką przynajmniej przez rok.

DS: Jest Pan także członkiem Komitetu Doradczego NewConnect. Jak ocenia Pan 1,5 roku istnienia tego rynku?

AR: Rynek NC startował w dobrym okresie, ale ten dobry okres trwał bardzo krótko. NC zaczął funkcjonować praktycznie na szczycie hossy. Pierwsze dni były okresem bardzo udanym, natomiast potem nastąpił spadek indeksów giełdowych, a także spadek obrotów i ogólne pogorszenie się koniunktury. Nie był więc to okres łatwy dla NC. Sam rynek główny także uciurpiał - spadła liczba spółek na nim debiutujących oraz wielkość ofert, pojawiły się ujemne stopy zwrotu. Ludzie zaczęli tracić na inwestycjach na giełdzie, a to nigdy nie sprzyja rozwojowi rynku, który miał być młodszym bratem rynku regulowanego.

To, co słyszymy obecnie - czyli narzekania, że ten rynek mógłby być większy, że mogłaby być wyższa płynność - nie jest obiektywną oceną.

Mając na uwadze to, że koniunktura w Polsce i na świecie pogorszyła się znacznie, a zainteresowanie akcjami dramatycznie spadło, to uważam, że rynek NC jest sukcesem - na miarę czasów, które mamy. Sukces ten zapewne byłby bardziej spektakularny, gdyby koniunktura była sprzyjająca. Ale jeśli będziemy

porównywać NC z jego starszym bratem, czyli rynkiem regulowanym, to NC można uznać za sukces. Jeśli spadły obroty na dużych podmiotach, takich jak PKN Orlen, to nie ma się co dziwić, że obroty na mniejszych spółkach także są mniejsze. Przypomnijmy sobie jeszcze początki samej GPW w Polsce, wiele osób zadawało sobie pytanie po co nam rynek, na którym jest notowanych pięć spółek.

DS: Z rynkiem NC wiązały się jednak dużo większe spadki niż z rynkiem regulowanym. Z czego to wynika?

AR: To wynika z samej teorii - z mniejszymi spółkami związane jest zazwyczaj większe ryzyko. W okresie dobrej koniunktury oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w mniejsze spółki są znacznie wyższe, jednak w okresie złej koniunktury straty są często bardziej dotkliwe. Młode spółki dość często upadają - ale potrafią się też bardzo dynamicznie rozwijać. Spółce o obrotach 10 mln zł stosunkowo łatwo jest podwoić tę wartość - czasem wystarczą 2-3 kontrakty więcej. Efekt dźwigni operacyjnej pozwala znacznie zwiększyć zyski. W przypadku dużych spółek, takich jak PKN Orlen czy TP SA, ważne są przede wszystkim stabilność, przewidywalność - dlatego trudno oczekiwać, żeby tak duże przedsiębiorstwo w ciągu roku dwukrotnie zwiększyło obroty. Oczywiście można wtedy liczyć także na to, że tak duża spółka nie upadnie z dnia na dzień - co może się zdarzyć mniejszym firmom.

DS: A czy kryzys pociągnął za sobą także zmniejszenie liczby debiutów na NewConnect?

AR: Tak, kryzys zdecydowanie wpłynął na liczbę debiutów na giełdzie. Na początku spadków liczba debiutów utrzymywała się jeszcze na wysokim poziomie. Wynikało to z faktu, iż proces wprowadzania spółki na giełdę jest długotrwały, dlatego przedsiębiorstwa, które zaczynały ten proces przed nadejściem kryzysu, kończyły go już w czasie niekorzystnej koniunktury. Na rynku NC proces ten jest krótszy, jednak i tak trwa on co najmniej kilka miesięcy. Dlatego więc na początku liczba debiutów była w miarę wysoka, a później dramatycznie spadła.

W okresie dekoniunktury zazwyczaj spada liczba spółek, które wyrażają zainteresowanie wejściem na rynek giełdowy - tendencja ta była zresztą widoczna także przy poprzednich cyklach koniunkturalnych. Za koniunkturą podąża także zatrudnienie w domach maklerskich czy towarzystwach funduszy inwestycyjnych. Domy maklerskie są najczęściej twórcami prospektów emisyjnych - więc jeśli nie ma zapotrzebowania na tworzenie prospektów emisyjnych, to liczba pracowników spada. Natomiast w okresie dobrej koniunktury domy maklerskie prześcigają się w wyrzucaniu sobie nawzajem pracowników, którzy zajmują się tymi dokumentami.

DS: Czy według Pana rynek NewConnect ma dobre perspektywy rozwoju?

AR: Jestem przekonany, że NC będzie znaczącym rynkiem w tej części Europy i znaczącym segmentem dla samej giełdy - przede wszystkim dlatego, że polska gospodarka nadal się rozwija. Będą pojawiały się młode przedsiębiorstwa poszukujące kapitału. Znajdą się także osoby, które będą w stanie finansować te projekty i tym samym ponosić pewne ryzyko. Inwestowanie w przedsiębiorstwa na rynku NC nadal będzie atrakcyjnym rozwiązaniem, ponieważ wiąże się z mniejszym ryzykiem niż inwestowanie w podobne spółki, nieznaną cięce się w obrocie giełdowym. Sam fakt, że spółka jest notowana na NewConnect, wymusza ujawnienie przez spółkę pewnych informacji - udziałowiec takiej spółki ma więc nad nią większą kontrolę. Dochodzi tu także element płynności. Oczywiście nie należy oczekiwać, iż ktoś, kto posiada 10% akcji danego emitenta, sprzeda je podczas jednej czy dwóch sesji. Istnieje jednak pewna perspektywa sprzedaży akcji w dłuższym okresie. Natomiast sprzedaż akcji spółki, która nie jest notowana, wiąże się z odwiecznym dylematem wyceny akcji. Jako biegły rewident i doradca inwestycyjny obserwowałem takie procesy - trudno w nich dojść do porozumienia: wycena dla kupującego jest prawie zawsze za wysoka, a dla sprzedającego - za niska.

DS: Rynek NewConnect niewątpliwie miał trudny start. Czy taka sytuacja jest charakterystyczna także dla innych rynków tego typu (AIM, First North)?

AR: Takiej sytuacji, jaką mamy obecnie, nie było dawno. Obecny

okres jest wyjątkowy, dlatego trudno o porównanie.

Dużym problemem na starcie jest zrozumienie mechanizmów rządzących tym rynkiem. Członkowie giełdy i autoryzowani doradcy właśnie tego obawiali się najbardziej. Zrozumienie rynku opiera się także na zaakceptowaniu możliwości upadku jakiejś spółki - nawet jeśli jest ona notowana na giełdzie. Wśród małych spółek upadki pojawiają się najczęściej. Jest to sytuacja typowa w gospodarce - przedsiębiorstwa upadały i będą upadać. Gdy fundusz Venture Capital kupuje spółki do swojego portfela, to też zdaje sobie sprawę z tego, że część z nich zbankrutuje - to jest rzecz normalna. Natomiast pozostałe przedsiębiorstwa mogą w zamian przynieść ponadprzeciętne zyski.

Zresztą, GPW od początku podkreślała, że NewConnect to rynek obciążony pewnym ryzykiem - i inwestorzy muszą się z tym liczyć. Nie można przy zakupie akcji zakładać, że na pewno się na nich zarobi. Dlatego buduje się portfel akcji by zdywersyfikować ryzyko.

W dłuższej perspektywie NewConnect ma szanse na dynamiczny rozwój - jednak musi minąć okres złej koniunktury, związanej z obecnym kryzysem.

DS: Jakie branże będą według Pana najbardziej perspektywiczne?



ADAM RUCIŃSKI

w 2009 roku?

AR: Dużo się mówi o tym, iż rynek NewConnect powstawał na początku z myślą o spółkach technologicznych, innowacyjnych. Jednak warto pamiętać, że spółki notowane na NewConnect są w pewnym stopniu odzwierciedleniem struktury polskiej gospodarki. Wszyscy chcielibyśmy, żeby na tym rynku znajdowały się same Nokie i Microsofty - ale takich spółek w Polsce po prostu nie ma.

Dominują przedsiębiorstwa, które opierają się na tradycyjnym modelu ekonomicznym - ale takie spółki też są potrzebne. Zresztą, żadna giełda na świecie nie składa się tylko i wyłącznie z firm wybitnych.

Oczywiście spółki technologiczne będą się pojawiać na polskim rynku. Faktem jest, że polska gospodarka nie może się opierać już tylko na taniej sile roboczej - pod tym względem Polska nie jest już rynkiem atrakcyjnym. Trzeba stawiać na nowe, innowacyjne produkty, dlatego większa liczba spółek w branży technologicznej jest nieunikniona.

Tu pojawia się inny problem - brak dostatecznego finansowania badań nad innowacyjnymi rozwiązaniami. Ośrodki badań, mieszczące się głównie przy uczelniach, nie mają odpowiednich środków na prowadzenie badań. A jest to działalność bardzo kapitałochłonna. Co więcej, część nakładów może się w ogóle nie zwrócić. Istnieje spore ryzyko, że olbrzymie sumy po prostu przepadną, gdyż dany produkt nigdy nie trafi na rynek.

Niemniej jednak, porównując obecny stan polskiej gospodarki z sytuacją panującą 10 lat temu, widać wyraźnie, że zamożność polskiej nauki i podmiotów skłonnych finansować badania jest coraz większa.

DS: Ostatnio pojawiły się dwa kontrowersyjne projekty: jeden związany z państwową pomocą dla osób fizycznych, które w wyniku utraty pracy nie są w stanie spłacać rat kredytów hipotecznych, i drugi - dotyczący pomocy przedsiębiorstwom, które zaangażowały się w przynoszące straty kontrakty opcyjne. Co sądzi Pan o tych pomysłach?

AR: Pomaganie osobom fizycznym, które popadły w tarapaty, jest dobrym pomysłem. Jestem przeciwnikiem przesadnego angażowania się państwa w gospodarkę, ale są sytuacje szczególne, w których państwo odgrywa pewne role. W tym przypadku stosunek państwa do obywatela jest ważny - nie każdy obywatel jest osobą przedsiębiorczą, nie każdy jest w stanie sobie sam poradzić z tą sytuacją. Jako społeczeństwo powinniśmy sobie jednak pomagać.

Czym innym jest pomoc przedsiębiorstwom - większość z nich sama wpędziła się w tarapaty. Są to bowiem niezależne podmioty gospodarcze, które mają zarządy zawodowo zajmujące się zarządzaniem przedsiębiorstwem. Jeżeli więc te podmioty wpędziły się w kłopoty, to widocznie podeszły do tego nie-

profesjonalnie i nie należy im pomagać. Takie rozwiązanie wydaje się oczywiste, jednak i tu pojawia się wątpliwość. Przedsiębiorstwa to nie tylko prezes i wiceprezes - to także pracownicy. Walka o utrzymanie miejsc pracy jest bardzo ważna, ponieważ gwarantuje to utrzymanie pracownika prawdopodobnie mniejszym kosztem niż w przypadku bezpośredniej pomocy każdej osobie. Do tego dochodzi także element związany z psychiką - ludzie źle znoszą utratę pracy, wpływa ona na nich demoralizująco. Tak naprawdę koszt społeczny jest bardzo ważny. Czasem trzeba dać firmom pieniądze, jednak tylko na ściśle określonych warunkach. To nie może być rozdawnictwo, tylko forma pożyczki.

Jednak nie wszystkim przedsiębiorstwom warto pomagać - w niektórych przypadkach to się po prostu nie opłaca. Czasem zamiast ratować przedsiębiorstwo na siłę, lepiej bezpośrednio pomagać zwolnionym pracownikom.

Nie należy płacić prezesom za ich głupotę. Wiele przedsiębiorstw funkcjonowało na olbrzymich kredytach i wpadły one w tarapaty poprzez głupotę zarządu, a nie w wyniku pomyłki biznesowej. W przypadku pomocy tym podmiotom mogłyby pojawić się uzasadnione pretensje do państwa ze strony rzetelnych przedsiębiorstw, które nie trwoniły pieniędzy z kredytów na drogie samochody i inne fanaberie, a które jako podatnicy miałyby finansować głupotę innych zarządzających.

Przed wszystkim warto więc myśleć o pracownikach, natomiast nie martwić się o zarządy.

DS: Niezwykle gorącym tematem jest kondycja złotego. Niektórzy twierdzą, że krótkoterminowe prognozy w tym zakresie są jak wróżenie z fusów. Zgadza się Pan z tym stwierdzeniem?

AR: Tak. Trudno tu zresztą mówić o prognozach - obecnie żyjemy emocjami, a emocje w krótkim okresie są niemierzalne. Trudno określić, jakie decyzje podejmą inwestorzy w krótkim czasie, zwłaszcza w tak niestabilnym okresie.

Obecna sytuacja wynika głównie z tego, że inwestorzy amerykańscy i europejscy szukają pieniędzy. Porównałbym tę sytuację do lombardu - osoba zdesperowana potrafi zastawić swój majątek nawet za 20% jego wartości po to, żeby szybko zdobyć jakiegokolwiek pieniądze. Zachodnioeuropejskie i amerykańskie podmioty finansowe też szukają pieniędzy za wszelką cenę - sprzedają swoje aktywa zagraniczne często po niskiej cenie, a potem wymieniają je na dolary czy euro, nawet po niekorzystnym kursie.

DS: Ostatnio Goldman Sachs oficjalnie przyznał się do spekulacji.

AR: To nie powinno dziwić - instytucje finansowe spekulowały od zawsze. Jednak

ostatnio robią to niemal po trupach po to, by utrzymać się na lokalnym rynku. Banki amerykańskie martwią się więc o to, aby przetrwać na rynku amerykańskim - sytuacja w Polsce niewiele je obchodzi. Jeżeli mogą one w Polsce zdobyć pieniądze, to z tego korzystają, nie zastanawiając się przy tym, czy tracą twarz. Dla nich to nie jest walka o większy zysk, lecz walka o przetrwanie.

DS: Pojawiały się głosy, że przyznanie się banku Goldman Sachs do spekulacji zahamuje ten proceder i kłopoty złotego się skończą.

AR: Nie sądzę. Rynek jest rozchwiany i nie liczyłbym na to, że spowiedź jakiegoś banku wszystko załatwi. Goldman Sachs to jedna z wielu instytucji, szukających pieniędzy na polskim rynku. Uspokojenie sytuacji nastąpi dopiero wtedy, gdy z rynku amerykańskiego zaczną napływać pozytywne sygnały. Póki tam jest niepewność, nie możemy liczyć na stabilizację rynków w Europie.

Zresztą, nie mamy pewności, czy Goldman Sachs w ogóle ma jakieś pozytywne intencje. Równie dobrze może mieć teraz otwartą pozycję w drugą stronę i chce zarobić na spadkach euro. Być może zagraniczne instytucje na jakiś czas odpuszczają sobie polski rynek, ale nie ma co do tego żadnej pewności.

DS: Można zauważyć, że finansiści w Polsce dzielą się na dwie grupy: pesymistów, którzy sądzą, że najgorsze jeszcze przed nami, i optymistów, którzy przekonują, że polska gospodarka jest na dobrej drodze do wyjścia z kryzysu. Do której grupy się Pan zalicza?

AR: Jestem urodzonym optymistą. Na Giełdzie Papierów Wartościowych nie oczekuję już większych spadków. Natomiast jeśli chodzi o gospodarkę, to wszystkie problemy ujawnią się dopiero w drugim kwartale tego roku. Obecnie mamy okres niepewności - przedsiębiorstwa wstrzymują się z podejmowaniem decyzji. Obieg pieniądza w gospodarce zdecydowanie spadł. Ta niepewność jest największym wrogiem gospodarki, ponieważ podmioty gospodarcze tylko obserwują rynek, nie podejmując żadnych decyzji. Ten strach powinien minąć w połowie roku, ponieważ przedsiębiorstwa nauczą się funkcjonować w trudnych warunkach gospodarczych. Nie oznacza to, że gospodarka będzie już zdrowa - można powiedzieć, że jej stan będzie ciężki, ale stabilny. ■

Adam Ruciński - doradca inwestycyjny i biegły rewident, Prezes Zarządu Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców Sp z o.o., członek Komitetu Doradczego NewConnect, były członek Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.



Rozmowa z wicepremierem Waldemarem Pawlakiem o stanie polskiej gospodarki w czasie kryzysu i planach przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Piotr Niewiadomski: Ostatnio obserwujemy na GPW prawdziwą huśtawkę nastrojów. Dominują jednak tendencje spadkowe. Czy zgadza się Pan z teorią, że giełda jest barometrem gospodarki i wyprzedza ją o około pół roku? Czy obecne spadki mogą być zwiastunem nadchodzącego spowolnienia gospodarczego?

Waldemar Pawlak: Twierdzenie to nie sprawdza się w odniesieniu do polskich realiów. W porównaniu z sytuacją gospodarczą kraju i faktyczną wartością spółek, spadek indeksów jest zbyt duży. Fundamenty naszej gospodarki są mocne. Nastąpiło jednak oderwanie indeksów giełdowych od sfery gospodarki realnej. Dotyczy to także

większości spółek funkcjonujących na naszej giełdzie.

Od ponad roku mamy do czynienia z zakłóconym przebiegiem cyklu indeksów giełdowych. Na normalny przebieg nałożył się kryzys na rynku finansowym, który dodatkowo spowalnia globalną gospodarkę.

Rynek giełdowy funkcjonuje na zasadzie naczyń połączonych, a o kierunkach zmian indeksów decyduje w dużej mierze sytuacja na giełdzie nowojorskiej. Giełdy na tzw. rynkach wschodzących (w tym GPW w Warszawie) szczególnie silnie reagują na zmiany światowych indeksów giełdowych.

W najbliższych kwartałach należy oczekiwać spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Będzie ono wynikało z przebiegu cyklu koniunkturalnego oraz powiązań naszej gospodarki z gospodarkami innych

krajów, w szczególności naszego głównego partnera handlowego - Niemcami.

PN: Czy kryzys finansowy i związane z nim zawirowania, np. obniżone obroty przedsiębiorstw, nie przeszkodzą rządowi w realizowaniu założeń budżetowych?

WP: W lipcu 2008 roku Rada Ministrów Finansów Unii Europejskiej (ECOFIN) podjęła decyzję o zdjęciu z naszego kraju procedury nadmiernego deficytu. Unie Europejska uznała, że w Polsce nie występuje ryzyko powrotu do deficytu przekraczającego 3,0 proc. PKB, nawet w przypadku wystąpienia gorszej koniunktury i spowolnienia wzrostu gospodarczego. Jedno z kryterium konwergencji z Maastricht zostało zatem przez Polskę spełnione w sposób trwały i wiarygodny.

Należy podkreślić, że nasz rząd jest zdeteminowany, aby przystąpić do strefy euro w roku 2012. Z tego względu utrzymanie deficytu sektora finansów publicznych na poziomie przyjętym w ustawie budżetowej, musi być podstawowym założeniem polityki finansowej państwa.

Po przeanalizowaniu sytuacji 30 listopada br. rząd przyjął autopoprawkę do ustawy budżetowej na rok 2009. W założeniach makroekonomicznych przyjęto tempo wzrostu PKB w 2009 roku w wysokości 3,7%. Ponadto rząd przedstawił antykryzysowy plan stabilności i rozwoju, który przewiduje zasilenie polskiej gospodarki w latach 2009-2010 kwotą 91,3 mld zł.

PN: Co sądzi Pan o planie wprowadzenia euro już w 2012 roku?

WP: Przyjęty przez Radę Ministrów kalendarz jasno zarysowuje realną perspektywę wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty w 2012 roku. Konieczne jest jednak przeprowadzenie szerokiej kampanii informacyjnej poświęconej korzyściom i kosztom wprowadzenia wspólnej waluty. Pomocna też będzie z pewnością publikacja Raportu NBP nt. pełnego uczestnictwa w Polsce w Unii Gospodarczo-Walutowej. Jednak już dziś możemy powiedzieć, że pozostawanie poza strefą euro będzie skutkowało pogorszeniem konkurencyjności polskich przedsiębiorstw i gospodarki. Oczekiwane korzyści przystąpienia Polski do strefy euro wynikają przede wszystkim z uniknięcia kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut oraz wykluczenia ryzyka walutowego. Premie za ryzyko powinny prowadzić do relatywnego obniżenia stóp procentowych.

PN: Czy uważa Pan, że Polska zdąży spełnić wszystkie kryteria fiskalne i monetarne?

WP: Polska już teraz spełnia wszystkie kryteria, poza kryterium stabilności kursu, ponieważ złoty nie uczestniczy w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ERM II). Wyzwaniem, które obecnie stoi przed

nami jest utrzymanie wskaźników w dopuszczalnych granicach. Warto też zwrócić uwagę, że Polska jest zobowiązana do wypełniania najważniejszych kryteriów fiskalnych, niezależnie od tego, czy jasno określi datę wstąpienia do wspólnego obszaru walutowego. Będzie to szczególnie trudne w związku z sytuacją na światowych rynkach finansowych. Dlatego projekt ten wymaga ścisłej współpracy rządu oraz Narodowego Banku Polskiego.

PN: Proponowany przez rząd plan zakłada przystąpienie do ERM jeszcze w 2009 roku. Niewykluczone, że światowa gospodarka nie otrząśnie się jeszcze wówczas z kryzysu. Czy sądzi Pan, że uda się utrzymać kurs złotego w wyznaczonym korytarzu?

WP: Ten problem rzeczywiście istnieje, niemniej nie można dziś jednoznacznie wskazać, w jakim stopniu będą odczuwalne skutki zawirowań na światowych rynkach finansowych. Przewidywania te wiążą się z dużą niepewnością. Gotowość do wejścia oraz warunki, na jakich Polska przystąpi do mechanizmu ERM II, będą przedmiotem oceny oraz negocjacji wyspecjalizowanych komórek zarówno rządu, NBP, jak i KE oraz EBC.

PN: Niektórzy ekonomiści twierdzą, że ustalanie sztywnego kursu względem euro w tak niepewnych czasach może być zachętą do ataku spekulacyjnego na naszą walutę. Czy Pana zdaniem takie ryzyko jest poważne?

WP: Jak wiadomo, jednym z czterech warunków wprowadzenia euro jest konieczność utrzymania kursu walutowego w mechanizmie kursowym ERM II, co najmniej przez dwa lata. O ile dla małych krajów jest to w miarę łatwe do spełnienia, to w przypadku dużego kraju, jakim jest Polska, potrzebna jest spora rozważa. Nie chciałbym dopuścić do sytuacji, w której nasz system zostanie wyciśnięty, dlatego, że będziemy się trzymali sztywno jakiejś doktryny.

Zawirowania na rynkach finansowych mogą pomóc Polsce w szybkim wejściu do strefy euro, ponieważ mogą skłonić instytucje europejskie do zweryfikowania sztywnych parametrów, które nasz kraj musi spełnić. Gdyby obecnie Polska miała sztywny kurs walutowy, to po ostatnim wycofaniu kapitału z polskiego rynku, nasze rezerwy walutowe praktycznie by zniknęły.

Dzięki temu, że mamy elastyczny kurs walutowy, to ci, którzy wyprowadzali ka-

piwały krótkoterminowe z naszego rynku, po prostu musieli zapłacić znacznie wyższą cenę. W takich okolicznościach własna waluta jest dość istotnym argumentem wewnętrznych gwarancji dla lepszych perspektyw całej gospodarki.

Pomimo zawirowań na rynkach finansowych wejście do systemu ERM2 możliwe jest w pierwszej połowie 2009 roku.

PN: Na ile realne są Pana zdaniem plany wprowadzenia euro zgodnie z harmonogramem przyjętym przez rząd? Jak wiadomo, konieczna będzie zmiana konstytucji.

WP: Jednoznaczna odpowiedź przed podjęciem konkretnych negocjacji z Unią Europejską jest zbyt ryzykowna. Naszą intencją jest przekonanie opinii publicznej do poparcia wysiłków rządu w sprawie jak najszybszego przyjęcia euro. Wówczas mam nadzieję, że również opinia publiczna będzie skłonna poprzeć decyzję o zmianie konstytucji, co zagwarantuje Polsce spełnienie wszystkich wymogów formalnych.

Dyskusja o wprowadzeniu euro powinna obejmować także ustalenie kursu, po jakim nastąpi wejście Polski do strefy euro. Kurs jest ważniejszy od czasu.

Bardzo istotne dla przedsiębiorców jest wejście w życie, proponowanej przez Ministerstwo Gospodarki, ustawy o zmianie prawa dewizowego, która faktycznie wprowadza euro. Przedsiębiorcy będą mogli teraz prowadzić bezpośrednio rozliczenia w walutach wymienialnych.

PN: Dziękuję za rozmowę ■

WALDEMAR PAWLAK



NewConnect miał być rynkiem młodych, innowacyjnych spółek. Takich jest jednak jak na lekarstwo. Porażka idei? Niekoniecznie.

ARTUR SZCZEPKOWSKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Powstanie rynku NewConnect było jednym z ważniejszych wydarzeń na polskim rynku finansowym w 2007 roku. Młodszy brat głównego parkietu miał być odpowiedzią na potrzeby mniejszych przedsiębiorstw, a także inwestorów skłonnych ponieść zdecydowanie większe ryzyko za możliwość uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji. Giełda Papierów Wartościowych rozbudzała nadzieje, promując rynek jako

idealny dla firm z innowacyjnych sektorów typu: IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska czy też energia alternatywna. Takie informacje można ciągle znaleźć w broszurach promujących rynek. Rzeczywistość wydaje się jednak trochę inna.

18 miesięcy NewConnect

Aktualnie mija półtora roku funkcjonowania rynku NewConnect. Jest to zatem od-

powiedni czas, by dokładniej się jemu przyjrzeć. A jest co analizować. Inwestorzy mają bowiem do dyspozycji walory aż 85 spółek o łącznej kapitalizacji wynoszącej ok. 1,4 mld zł. Jest to sporo, statystycznie bowiem każda firma warta jest ponad 16 mln zł. Trzeba jednak zauważyć, że średnia ta jest zawyżona przez kilka spółek o bardzo wysokiej kapitalizacji. Zdecydowanym liderem pod tym względem jest wyceniana na ponad 135 mln zł Pharmena. W rzeczywistości zaś ponad połowa notowanych firm ma kapitalizację mniejszą niż 10 mln zł.

Debiutantów na NewConnect zatem nie brakuje. 85 notowanych spółek jest

Trudno było oczekiwać, że NewConnect od początku będzie pełen perełek. W ogóle trzeba przyznać, że w Polsce z innowacją jest ciężko. Przedsiębiorstwa przeznaczają na badania stosunkowo małe środki. Rządowa pomoc także pozostawia wiele do życzenia. W efekcie istniejące jednostki badawcze ciągle borykają się z niedoborem funduszy. Ostat-

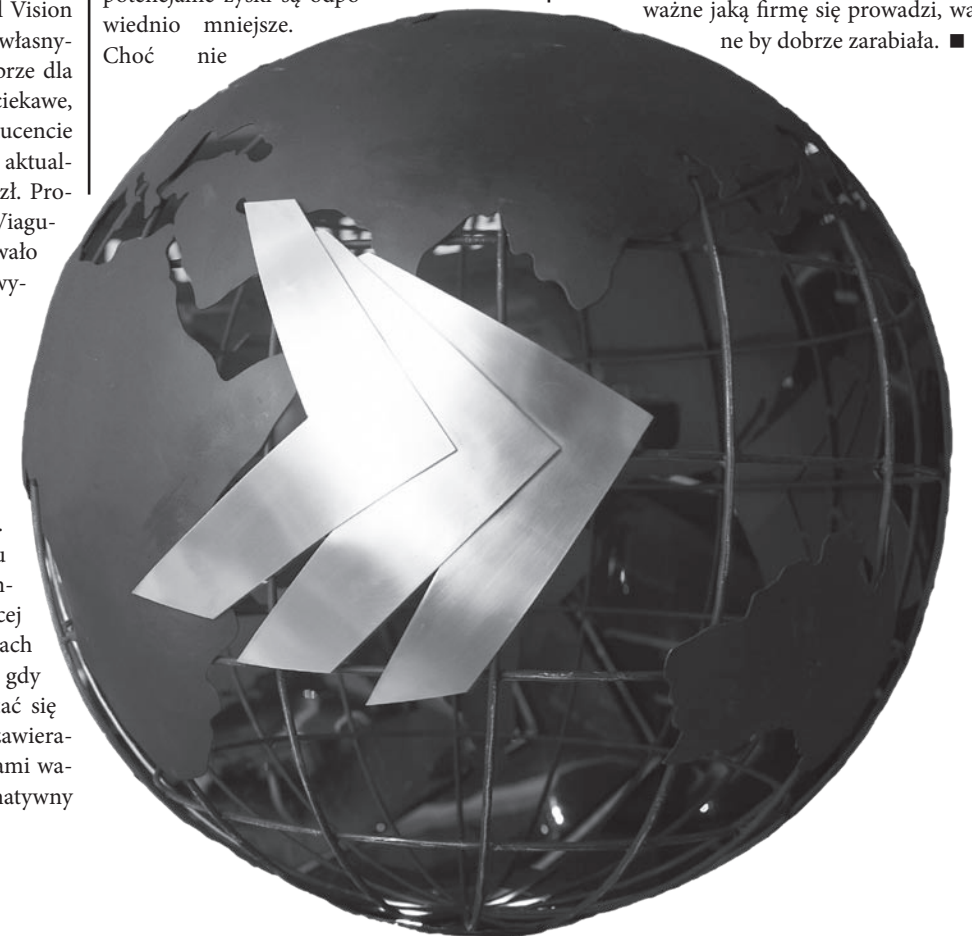
Jedną z firm zaliczanych do grona innowacyjnych jest wspomniana wcześniej Pharmena. Spółka zajmuje się produkcją i sprzedażą kosmetyków, a także prowadzi prace badawczo – rozwojowe nad substancjami czynnymi wykorzystywanymi do ich produkcji. Aktualnie firma nie generuje satysfakcjonujących zysków, niemniej jest wyceniana przy wskaźniku C/Z wynoszącym ok. 300. Inwestorzy widocznie wierzą, że prace badawcze okażą się sukcesem. Ten zaś szybko przełoży się na odpowiednie zyski. Szansa taka upatrywana jest w innowacyjnym leku przeciw miażdżycy, którego badania finansuje między innymi Pharmena.

Euroimplant i Pharmena są perełkami na NewConnect. Zdecydowana większość pozostałych spółek prowadzi „standardową” działalność. Oczywiście nie musi być to

Problemy finansowe firm z NewConnect nie powinny nikogo dziwić. Są one nijako wpisane w funkcjonowanie tego rynku. Młode, rozwijające się firmy muszą sporo zainwestować, aby w przyszłości generować zyski. Od początku funkcjonowania rynku analitycy zwracali uwagę na to, że bankructw na NewConnect będzie więcej niż na rynku głównym. Po 18 miesiącach nie mamy jeszcze żadnego, podczas gdy na starszym parkiecie kilka może stać się faktem za sprawą strat wywołanych zawieraniem spekulacyjnych transakcji opcjami walutowymi. Pod tym względem alternatywny system obrotu nie wypada zatem źle.

Firmy okołobiznesowe nie muszą być wcale nieatrakcyjne dla inwestorów. Łatwo jest ocenić ich sytuację finansową oraz przewidzieć przyszłe wyniki, ponieważ prowadzą one stosunkowo prosty biznes. Jest on oparty głównie na kapitale ludzkim, zazwyczaj nie są zatem potrzebne wielomilionowe inwestycje. Ryzyko związane z inwestycją w takie walory jest zdecydowanie mniejsze od ryzyka, jakie niesie inwestycja w innowacyjne spółki biotechnologiczne. Trzeba jednak pamiętać, że i potencjalne zyski są odpowiednio mniejsze.

Sceptycy często wskazują na duży udział spółek okołobiznesowych, czy też niewielką płynność rynku. Faktem jest jednak, że niepełna 100 spółek pozyskało kapitał na swoją działalność. Firmy te aktualnie radzą sobie lepiej lub gorzej, ale dostały szansę na szersze zaistnienie. Sukcesem jest to, że przekonały one do siebie inwestorów. Ci zaś uwierzyli, że prowadzony biznes jest przyszłościowy i da się na nim zarobić. A chyba to jest najważniejsze. Stara zasada głosi bowiem, że nie jest ważne jaką firmę się prowadzi, ważne by dobrze zarabiała. ■





PODSUMOWANIE INTERNETOWEJ GRY GIEŁDOWEJ

Organizowana od 8 lat Internetowa Gra Giełdowa to popularny wśród studentów konkurs, polegający na inwestowaniu wirtualnych pieniędzy wg zasad panujących na GPW. Na początku lutego br. odbyła się VIII edycja Gry. Co roku konkurs cieszy się dużym zainteresowaniem wśród studentów. W tegorocznej edycji wzięło udział ponad 4 tysiące chętnych. Organizatorem była Gazeta Giełdy Parkiet. Patronat medialny objęła Gazeta Studencka, Planeta FM, Korba.pl, Rzeczpospolita. Cztery rok z rzędu partnerem merytorycznym i sponsorem strategicznym konkursu był Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska.

„Z roku na rok z satysfakcją obserwujemy wysokie zainteresowanie studentów Grą oraz coraz lepsze wyniki laureatów. Wierzymy, że dla wielu z nich uczestnictwo w konkursie to początek przygody z Giełdą, choć nie należy zapominać o tym, że część studentów-inwestorów traktuje go jako poligon. Konkurs umożliwia bowiem wdrożenie swoich strategii bez konieczności angażowania realnych środków.” – powiedział Michał Wojciechowski, Doradca Zarządu DM BOŚ.

W Grze mogą wziąć udział studenci szkół wyższych, którzy chcą sprawdzić swoje umiejętności inwestycyjne. Uczestnictwo w konkursie umożliwia początkującym graczom weryfikację wiedzy na temat giełdy oraz uczy młodych inwestorów poruszania się po rynku przybliżając im mechanizmy jego działania.

Internetowa Gra Giełdowa dla studentów ma charakter rywalizacji indywidualnej. Konkurs składa się z dwóch etapów. Podczas

pierwszego każdy z uczestników otrzymuje wirtualną kwotę 100 tysięcy złotych do zainwestowania w akcje wchodzące w skład indeksu WIG20. Osoby, które wypracują największy zysk przechodzą do finału. Tegoroczny odbywał się w Sali Notowań GPW, a jego uczestnicy mieli za zadanie pomnożyć środki spekulując na kontraktach terminowych na WIG20.

Laureatem tegorocznej Gry został Tomasz Żak z Uniwersytetu Ekonomicznego, który mimo trudnej sytuacji panującej na giełdzie uzyskał blisko 700% zysk. Główną nagrodą dla zwycięzcy były studia podyplomowe International MBA w Szkole Biznesu Politechniki Warszawskiej. Dla pozostałych finalistów czekały m.in. wycieczka do Nowego Jorku, a także kursy przygotowujące do egzaminu CFA, maklera lub doradcę inwestycyjnego, studium podyplomowe – specjalizacja „Giełda i Rynki Finansowe” w Szkole Wyższej Olympus im. Romualda Kudlińskiego, staż na GPW oraz w Presspublice.

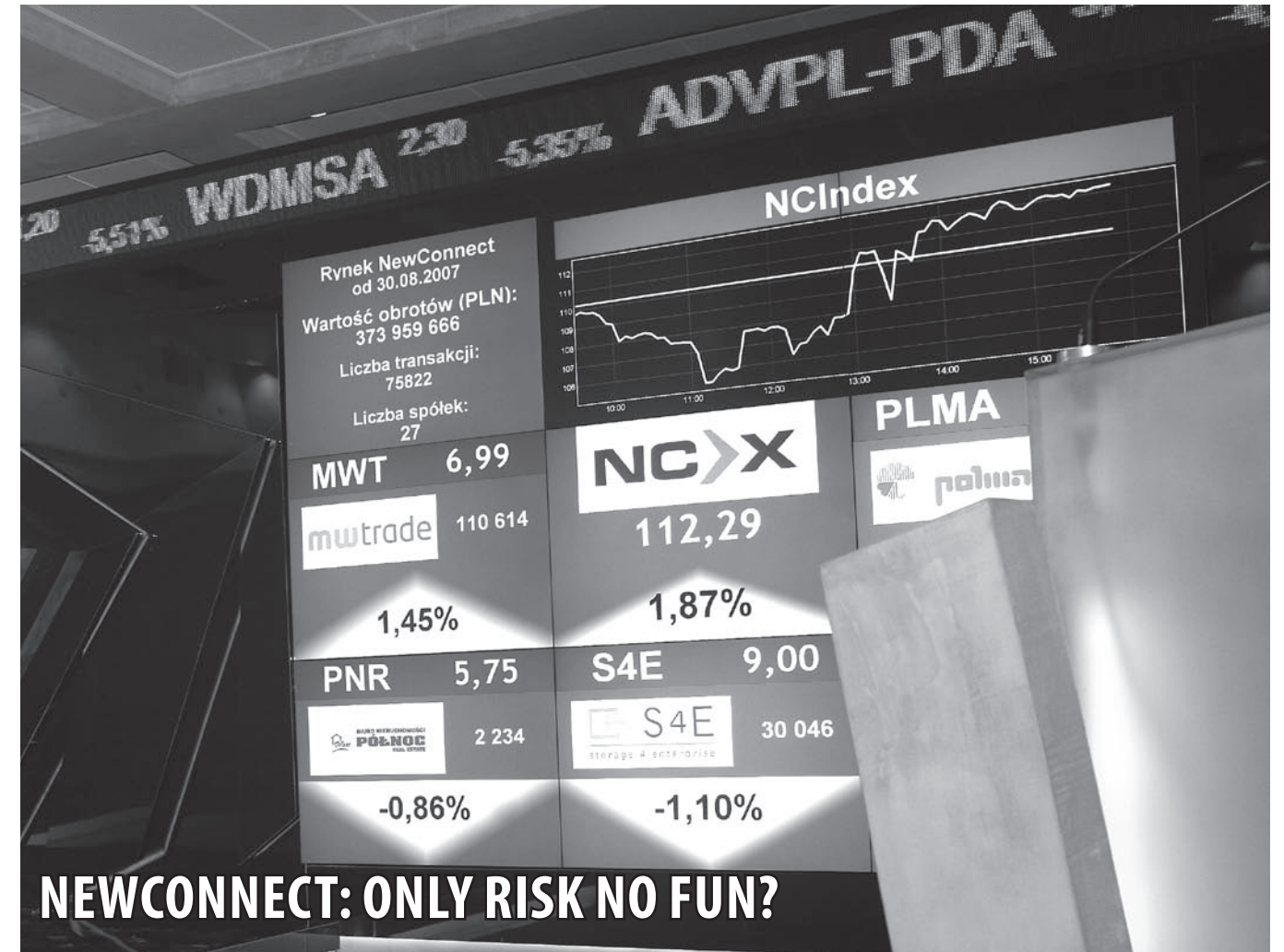
Dodatkowo, stu najlepszych uczestników otrzymało nagrody przygotowane przez Dom Maklerski BOŚ w postaci specjalnej stawki prowizji oraz pakietu Zielony Max zawierający m.in. pełny arkusz zleceń, aplikację Notowań Mobilne, która umożliwia śledzenie notowań za pośrednictwem telefonu komórkowego. Nagrody zostały wybrane w taki sposób, aby służyły najbardziej

utalentowanym graczom, którzy będą mogli wykorzystać zdobyte umiejętności w podczas realnego inwestowania.

„Gratulując zwycięzcom świetnych rezultatów, chciałbym namówić wszystkich uczestników, żeby traktowali swoje wyniki jako przygrzewkę do realnych inwestycji. Tego rodzaju konkursy rządzą się trochę innymi prawami niż inwestowanie swoich własnych pieniędzy. Mimo tego, że wywołują emocje to poziom nadziei i strachu jaki odczuwają realni inwestorzy jest dużo większy i może utrudniać podejmowanie racjonalnych decyzji. Dlatego warto podchodzić do wyników osiągniętych w Grze z pokorą, której brak możemy odczuć boleśnie na prawdziwym rynku.” – dodaje Wojciechowski. ■



MICHAŁ WOJCIECHOWSKI
- DORADCA ZARZĄDU DM BOŚ



NEWCONNECT: ONLY RISK NO FUN?

Na rynku kapitałowym, podobnie jak w innych dziedzinach życia, spotykamy się zarówno ze zjawiskami nowymi, rozwijającymi swe oblicze, jak i dojrzałymi o ukształtowanym charakterze. Z taką sytuacją mamy także do czynienia obserwując warszawski parkiet. Na GPW funkcjonują obecnie dwa rynki: 18-letni regulowany z 357 spółkami o kapitalizacji rzędu 900 miliardów złotych i 17-miesięczny NewConnect z 83 spółkami o wielkości 1,4 miliarda złotych. Inwestorzy mają więc wybór, czy inwestować na rynku regulowanym w spółki o wypracowanej pozycji, czy w akcje młodych spółek notowanych na rynku NewConnect - choć w obliczu kryzysu, z jakim mamy obecnie do czynienia, trudno mówić o wyborze.

AGNIESZKA GRABUŚ
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

A miało być tak pięknie...

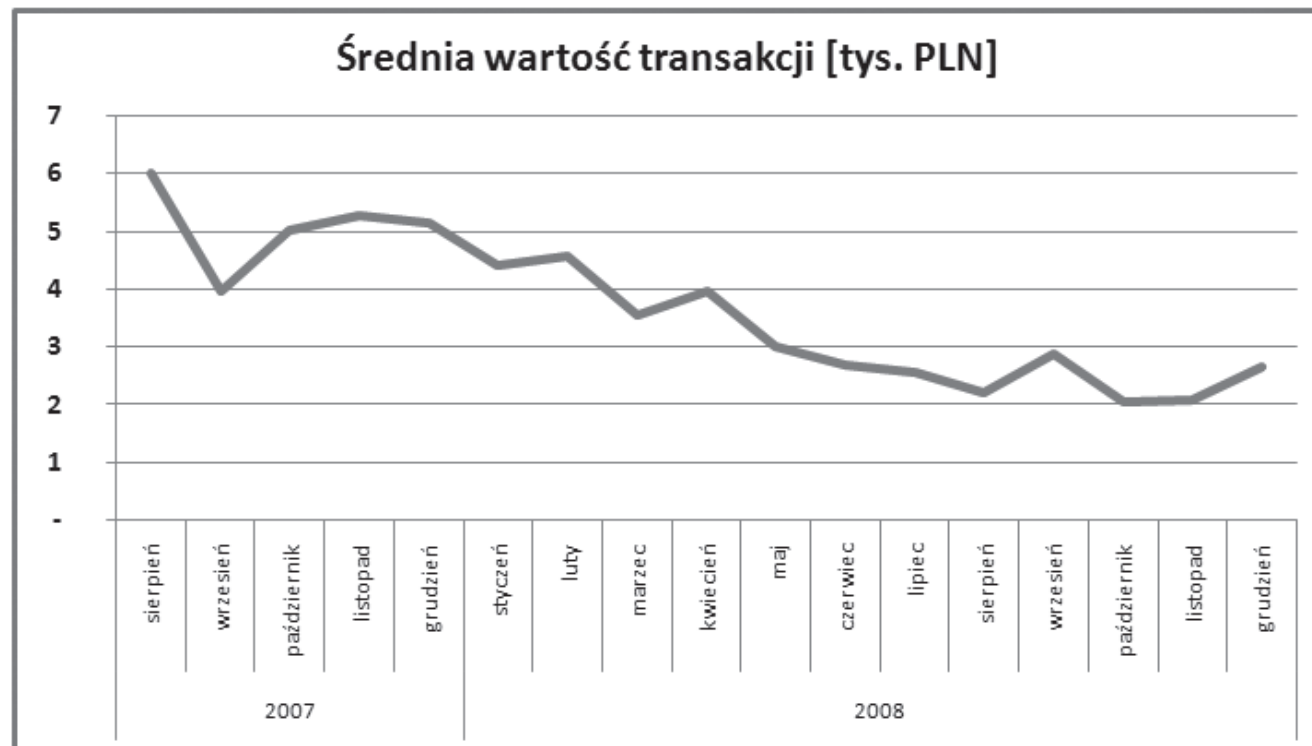
Jak zauważa Paweł Malik, Licencjonowany Doradca Inwestycyjny w firmie M.W. Trade, która jako pierwsza opuściła Newconnect i przeniosła akcje na rynek regulowany, rynek alternatywny zadebiutował dokładnie na szczycie hossy, kiedy indeks WIG20 wzrósł z poziomu poniżej 1000 pkt do blisko 4000 pkt, a więc o 300 %. Jeszcze większy wzrost zanotował indeks WIG, który urósł blisko 5-krotnie. Szczyt wartości na WIG został odnotowany w lipcu 2007 roku, z kolei WIG20 osiągnął swoje maksimum w październiku 2007 roku. Pomysł stworzenia nowej platformy był szczytny. Z jednej strony, bazował na sukcesie innych podobnych rynków jak np. NASDAQ i londyński Alternative Investment Market (AIM), a z drugiej idealnie współgrał z panującą w 2006 i 2007 roku modą na małe spółki. Jednak – jak zaznacza Malik – gwał-

towny napływ środków do funduszy MiŚ wyprodukował spekulacyjną bańkę, która w połowie 2007 roku pękła. Rozpoczęła się bessa napędzana kryzysem finansowym, który teraz wywołuje strach i spustoszenie na rynkach, efektem czego są wielkie sumy pieniędzy „wpompowane” w światowy system finansowy.

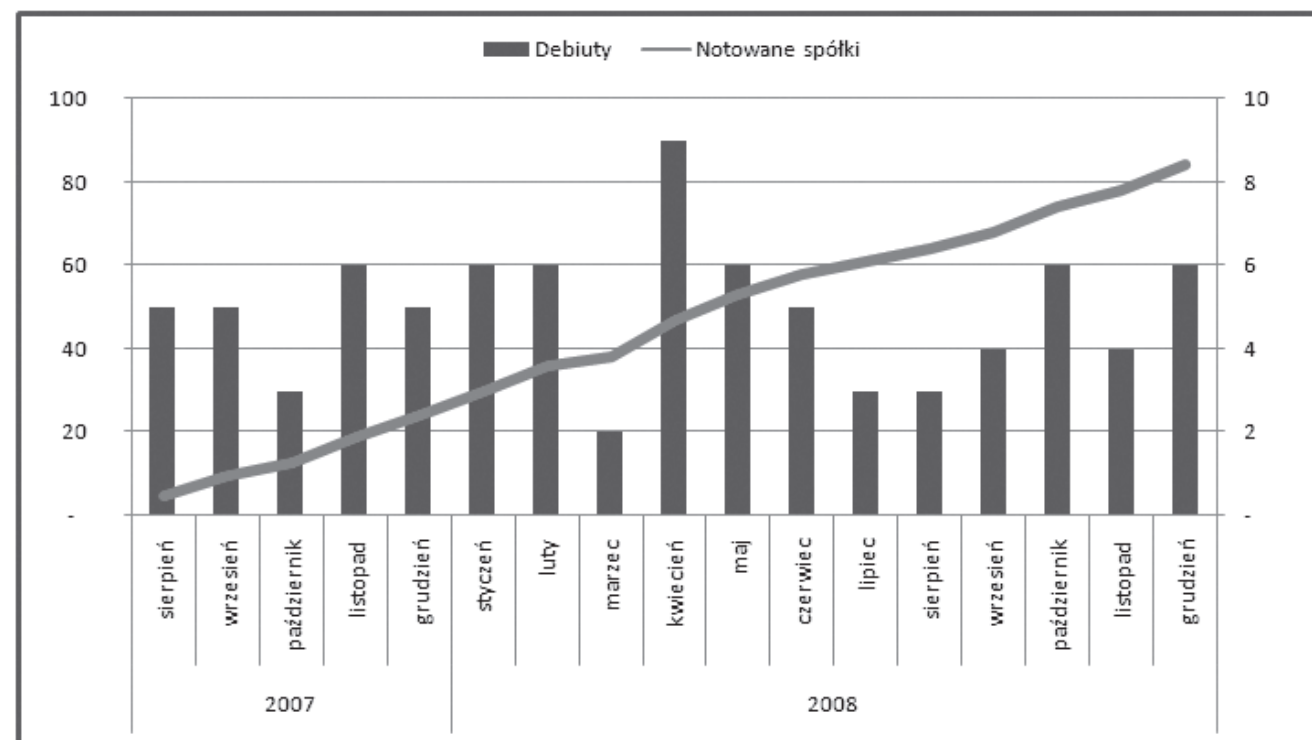
NewConnect – pacjent wymaga reanimacji

Malejąca wartość i liczba transakcji, nieudane debiuty oraz trudności z plasowaniem ofert – tak przedstawia się obraz rynku NewConnect na początku 2009 roku. Zdaniem Tomasza Maślanki, Maklera Papierów Wartościowych w firmie Certus Capital, można stwierdzić, iż problemy głównego parkietu będące rezultatem światowego kryzysu finansowego przeniosły się niemal w całości na alternatywną platformę obrotu. O malejącym zainteresowaniu rynkiem NewConnect dobitnie świadczą statystyki – miesięczna war-

tość obrotów spadła ze 176 milionów złotych (luty 2008) do nieco ponad 20 milionów w listopadzie 2008 r. Także liczba zawieranych transakcji wykazuje tendencję spadkową – o ile jeszcze w lutym było ich niemal 40 000, to w grudniu przekroczona została bariera 10 000. Oznacza to – zauważa Maślanka – iż pod koniec roku 2008 na NewConnect zawierano dziennie przeciętnie ok. 500 transakcji na łączną kwotę nieco ponad jednego miliona złotych. Jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, iż na koniec grudnia notowane były 84 spółki, to widzimy, iż statystycznie transakcję na akcjach danej spółki zawierano rzadziej niż co godzinę. Obok wyżej przedstawionych zagregowanych danych – kontynuuje Tomasz Maślanka – spadała także przeciętna wartość pojedynczej transakcji. O ile w styczniu wynosiła ona ponad 6 tysięcy złotych, to już w IV kw. obniżyła się o 2/3 do zaledwie nieco ponad 2 000 zł. Wszystkie statystyki zgodnie potwierdzają smutny fakt – obrót wtórny na rynku NewConnect niemal zamarł. ■



Źródło: Tomasz Maślanka na podstawie danych ze strony www.newconnect.pl.



Źródło: Opracowanie Tomasz Maślanka na podstawie danych ze strony www.newconnect.pl.

Jak zauważa Maślanka, swoje kryzysowe chwile miał także funkcjonujący od czerwca 1995 roku londyński AIM. Po początkowej euforii związanej z jego powstaniem, liczba notowanych spółek rosła bardzo dynamicznie i na koniec 1996 roku przekroczyła 200. Jednak ze względu na ówczesne pogorszenie nastrojów na rynku finansowym na podwojenie tej liczby trzeba było poczekać aż do hossy internetowej, czyli roku 2000. Do końca 2008 roku na AIM zadebiutowało ponad

2 500 firm, pozyskując łącznie ponad 34 mld funtów. Miejmy nadzieję, iż w okolicach roku 2020 podobne statystyki będziemy mogli przedstawić dla NewConnect - dodaje.

NewConnect – kiedy warto?

Przez ostatnie trzy lata gracze giełdowi przyzwyczaili się wybierać inwestycje jedynie w oparciu o kryterium „gdzie można więcej zarobić”. Obecnie trwa jednak trudny

okres na światowych rynkach finansowych i jest to również mocno odczuwalne na naszym rodzimym parkiecie, zarówno GPW jak i NewConnect. Czasy hossy na rynkach światowych dawno już minęły i coraz częściej inwestorzy zadają sobie pytanie, jak długo potrwa fala masowych wyprzedaży i jak chronić to, co jeszcze zostało w portfelu po jesiennym gwałtownym załamaniu rynku. Zdecydowana większość inwestorów, zarówno instytucjonalnych jak i indywidualnych,

miniony rok z pewnością pamiętać będzie jako rok pogromu. – mówi Edyta Gajda z kancelarii Auxilium. Główny indeks GPW WIG20 spadł o 48%, co jest wynikiem najgorszym od początku funkcjonowania warszawskiego parkietu. Przeceny wielu spółek sięgnęły 70-80%, licząc od ich rekordowych wycen z połowy 2007 roku. Wydawać się może, że niskie ceny akcji powinny zachęcać do zakupów. Na rynku panuje jednak strach i niepewność - czy warto w 2009 roku inwestować w akcje z rynku regulowanego, a tym bardziej z rynku NewConnect? Zdaniem Gajdy odpowiedź na to pytanie nigdy nie będzie jednoznaczna, gdyż składa się na nią wiele czynników. Szybko słabnąca krajowa gospodarka oraz ogólnoswiatowy kryzys uderza w wyniki finansowe spółek, w tym również tych największych z GPW oraz mniejszych, ale równie odczuwających jego skutki z rynku NewConnect. Pojawiający się brak popytu na wyprodukowane dobra, spadek zamówień i sprzedaży – kontynuuje Gajda - wiąże się również z załamaniem na rynku pracy, a tym samym zmniejszeniu konsumpcji. Zawsza napływają informacje o planowanych zwolnieniach, urlopach przestojujących, skróceniu czasu pracy oraz ograniczeniach inwestycji, co nie rokuje dobrze na najbliższe miesiące. Spółki giełdowe, zarówno z rynku GPW, jak i NewConnect, coraz częściej publikują informacje o obniżeniu planów wynikowych, słabszych prognozach na rok przyszły oraz gorszych niż planowane wynikach za rok miniony. Stąd też wnioskować należy – zdaniem

Edyty Gajdy - że wyniki za pierwsze sześć miesięcy 2009 roku będą słabsze w porównaniu z rokiem poprzednim. Ceny akcji spółek notowanych na NewConnect w związku z tym również będą się obniżać, robiąc grunt w okolicach dna, które będzie sygnałem kupna pod przyszłe odbicie i wzrosty. W zestawieniu z sygnałem z rynku, jakim będzie choćby lekkie ożywienie gospodarcze za oceanem i na rodzimym gruncie, inwestycje w akcje spółek z NewConnect oraz GPW mogą przynieść pierwsze zyskowe inwestycje.

Jak i kiedy inwestować?

Oplacalność inwestycji na rynku NewConnect oraz GPW w głównej mierze jest uzależniona od polityki dotyczącej oprocentowania lokat. Zdaniem Gajdy kolejne obniżki stóp procentowych – jeśli takowe nastąpią - spowodują spadek kosztów kredytów oraz - co najważniejsze - oprocentowania lokat terminowych. Stworzy to warunki na to, że oszczędności powoli powinny zacząć wracać na rynek akcji i funduszy. Wówczas powinno zacząć się powoli odbudowywać zaufanie do rynku kapitałowego, co da realną szansę na wzrosty. Co do wyboru konkretnych branż, to zdaniem Gajdy najlepiej skupić się wokół tych, których akcje najbardziej potaniały. Inwestorzy powinni odszukać wśród wielu spółek notowanych na rynku NewConnect swoistych okazji oraz podmiotów mało uzależnionych od koniunktury globalnej. Przy wyborze podmiotów inwestycyjnych z rynku NewConnect w obecnej sytuacji należałoby się skoncentrować nad spółkami, które nadal (nie bacząc na kryzys gospodarczy) mają dobre wyniki finansowe, zwiększają udział w rynku, ich dochody są zdywersyfikowane. - Wartymi zainteresowania są spółki z rynku

NewConnect, które ten trudny dla wielu czas wykorzystają na restrukturyzację, może jakąś akwizycję lub rozwój poprzez budowę grup kapitałowych.

Może sektor IT?

Zdaniem Bartosza Zalewskiego z Go-Advisers kryzys z przedsiębiorstwami niektórych branż powinien obejść się łagodniej - do sektorów, które powinny w 2009 roku radzić sobie nieco lepiej niż reszta gospodarki, należy sektor IT. Reprezentantów branży IT na NewConnect jest wiele: Rodan Systems, Infosystems, InteliWISE, Positive Advisory. Zalewski jest zdania, że trudna sytuacja gospodarcza w Polsce powoduje, iż wśród rodzimych firm (szczególnie tych z sektora małych i średnich przedsiębiorstw) można zaobserwować wyraźną zmianę w podejściu do technologii teleinformatycznych. - Przedsiębiorcy zaczynają zdawać sobie sprawę, iż systemy informatyczne pomogą obniżyć im koszty i poprawić wydajność działalności. Pomimo wyraźnie uszczuplonych przez kryzys budżetów przedsiębiorstwa nie powinny znacząco zmniejszać wydatków na informatyzację. Całkowite odłożenie inwestycji w IT z powodu kryzysu na pewno nie byłoby rozsądnym rozwiązaniem. To firmy, które pomimo trudnej sytuacji, zdecydowały się na wdrożenie nowoczesnych rozwiązań informatycznych i dzięki nim uzyskują oszczędności, mają większe szanse na przetrwanie oraz uzyskanie przewagi konkurencyjnej nad tymi firmami, które na taki krok się nie odważyły. - twierdzi Zalewski. Podstawą do umiarkowanego optymizmu dla przedstawicieli branży IT są wyniki badań, przeprowadzonych przez firmę informatyczną Sybase Polska pod koniec 2008 roku (firma ta przeprowadziła badanie ankietowe wśród swoich klientów i partnerów biznesowych). Według 66% badanych światowy kryzys gospodarczy nie będzie miał wpływu na wydatki polskich firm związane z ich informatyzacją. Zarządzający rodzimymi przedsiębiorstwami mają więc świadomość tego – kontynuuje Zalewski - iż systemy IT są, w dobie zawirowań gospodarczych na świecie, jednym z najważniejszych elementów budowania przewagi konkurencyjnej oraz czynnikiem umożliwiającym elastyczne dostosowywanie się do zmiennych warunków rynkowych. Choć w dobie kryzysu gospodarczego każda inwestycja obciążona jest znacznie większym ryzykiem niepowodzenia, niż w czasie dobrej koniunktury, inwestorzy powinni w 2009 roku spojrzeć łaskawym okiem na spółki z sektora IT. Czas pokaże, czy dzięki konieczności informatyzacji polskich małych i średnich przedsiębiorstw, firmy informatyczne obecne na rynku NewConnect przyniosą przyzwoite zyski, a inwestorom dadzą szansę na trafne ulokowanie kapitału, nawet w czasie bessy. ■



SKĄD TE STRATY? PROBLEM OPCJI WALUTOWYCH

Tematem nieschodzącym z czołówek gazet w ostatnich tygodniach jest problem opcji walutowych, w które zaangażowane są polskie firmy. Na podstawie otrzymanych zgłoszeń Ministerstwo Gospodarki oszacowało straty na ok. 5-6 mld zł. Natomiast z ankiety przeprowadzonej przez Komisję Nadzoru Finansowego wśród banków i spółek giełdowych wynika, iż straty mogły sięgnąć nawet 8 mld zł. Przy czym oba szacunki dokonane były przy kursie EUR/PLN na poziomie mniej więcej 4.0, a dalsza deprecjacja złotego powiększa ujemną wycenę opcji.

TOMASZ MANOWIEC
ANALITYK RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

Często podnoszone jest pytanie, jak mogło dojść do sytuacji, w której straty osiągają tak astronomiczne kwoty. Najczęściej za przyczynę podaje się spekulację lub brak wiedzy o zabezpieczaniu ryzyka walutowego i strategiach opcyjnych. Nie wiadomo, czy przedsiębiorstwa świadomie wystawiły się na ryzyko, czy tylko uległy namowom banków, by zakupić te właśnie instrumenty.

Nieumiejętność stosowania hedgingu doprowadziła do niewłaściwego wykorzystania strategii zwanej „korytarzem”. Jest to strategia rynkowa polegająca na jednoczesnym zawarciu dwóch kontraktów opcyjnych z tym samym terminem

wykonania. „Korytarz” to bardziej zaawansowana technika hedgingowa zabezpieczająca otwartą pozycję walutową przed ryzykiem kursowym. Wyróżnia się dwa rodzaje tej strategii – zabezpieczające długą oraz krótką pozycję walutową. W celu zabezpieczenia krótkiej pozycji na rynku walutowym należy stworzyć zobowiązanie do kupna waluty obcej, a dla zabezpieczenia długiej pozycji – zobowiązanie sprzedaży waluty. W przypadku ochrony przed spadkiem kursu walutowego, którego obawiali się eksporterzy, kupowana jest opcja put i jednocześnie wystawiana opcja call. Natomiast dla zamknięcia krótkiej pozycji walutowej i ochrony przed wzrostem kursu walutowego, którego obawiają się z kolei importerzy, podejmuje się odwrotne działanie – kupno opcji call i jednoczesną sprzedaż opcji put.

W związku z tym, że kupno zwykłej opcji, która jest najlepszym instrumentem zabezpieczającym, wiąże się z zapłatą premii, wystawia się drugą opcję, by zainkasować za nią należną premię. W takiej sytuacji wypłacona i otrzymana premia kompensują się, a przy pewnych warunkach mogą się zrównać i spowodować

wać, że strategia stanie się zerokosztową. W rezultacie ostateczny kurs rozliczenia transakcji znajdzie się w przedziale domkniętym utworzonym z kursów wykonania obu opcji.

Wykorzystanie tej strategii może zakończyć się na trzy sposoby. Przy aprecjacji waluty osiągane są zyski z opcji put, kompensujące straty wynikające z niższych przychodów ze sprzedaży. Jeżeli kurs znajdzie się w przedziale pomiędzy kursami wykonania opcji, wynik na zabezpieczeniu jest stały, a korzyści osiąga się z deprecjacji złotego. Natomiast przy słabnącym kursie, straty z opcji niwelują dodatkowe zyski ze sprzedaży, zapewniając stały poziom wartości przychodów. W ten sposób eksporter może niskim kosztem zapewnić sobie niemal stały poziom przychodów, niezależnie od zmian kursu walutowego.

Jednak „korytarz” będzie skuteczny przy zachowaniu jednego istotnego warunku – ilość waluty w obu opcjach musi być równa ekspozycji przedsiębiorstwa na ryzyko walutowe. Wtedy straty na zabezpieczeniu kompensowane będą większymi przychodami i odwrotnie – niższe przychody pokryte będą zyskami z opcji. I właśnie ta zasada została złamana przez polskie firmy, bowiem wartość wystawianych opcji przewyższała wpływy osiągane z eksportu. Dlatego teraz, przy deprecjacji polskiej waluty, ujemna wycena opcji nie może być skompensowana wyższymi przychodami z eksportu i pojawia się strata netto na zabezpieczeniu.

Opcje call wystawiane były z wysokimi kursami wykonania, by zmniejszyć prawdopodobieństwo osiągnięcia przez nie stanu „in the money”. Jednak im bardziej odległy kurs wykonania opcji call od kursu bieżącego, tym niższa jest uzyskiwana premia jednostkowa. Dlatego wystawiane opcje opiewały na ogromne sumy. Ce-

lem wystawienia opcji na większą kwotę było uzyskanie wyższej premii z tego tytułu. Dzięki temu strategia stawała się zerokosztową, ponieważ otrzymane środki pokrywały koszt kupna opcji put. Wraz ze wzrostem kwot, na które wystawiane były opcje, rosło ryzyko, a teraz przy słabnącym złotym – rosną straty.

Taka strategia na rynku instrumentów pochodnych mogła być efektem niewiedzy przedsiębiorców i braku świadomości ponoszonego ryzyka. Tymczasem zdarzają się przypadki, kiedy firmy przyznają się do tego, iż świadomie brały na siebie takie zagrożenie. A tego nie można już określić inaczej niż spekulacja na rynku walutowym.

Jednak jest jeszcze jeden aspekt, o którym w ogóle się nie mówi. Otóż większość z zawieranych transakcji opcyjnych miała być rozliczona w trakcie tego roku lub nawet w roku 2010. Zostały one zatem zawarte na zabezpieczenie wpływów z eksportu z dłuższego okresu. Nawet jeśli wartość wystawionych opcji była równa wpływom z eksportu i działanie było właściwe, to obecne straty z wyceny instrumentów pochodnych będą skompensowane większymi przychodami dopiero w ciągu kilku lub kilkunastu najbliższych miesięcy. Dlatego straty są dotkliwe i mają duży wpływ na bieżącą działalność firm. Bardzo gwałtowna deprecjacja polskiej waluty doprowadziła do tego, że ujemna wycena opcji przewyższa możliwości spółek do uzupełnienia depozytów. Dodatkowym niekorzystnym czynnikiem jest spadek popytu zagranicznego na polskie produkty doświadczany obecnie przez polskich eksporterów, w związku z czym planowane wcześniej przychody nie będą w pełni zrealizowane. Powoduje to, że ekspozycja z tytułu opcji przewyższa realizowane kontrakty.

Należy także zaznaczyć, że dopóki pozycje nie zostaną zamknięte, jest to tylko wycena księgowa. Trzeba również pamiętać, że publikowane dane o stratach uwzględniają jedynie finansowe rozliczenie instrumentów i nie biorą pod uwagę korzyści, jakie osiągane są z wyższych przychodów z eksportu.

Wymienione wyżej przyczyny spowodowały, że wiele przedsiębiorstw znalazło się w bardzo trudnej sytuacji, co może doprowadzić do fali bankructw z powodu opcji. Jednak nie można stwierdzić, że hedging jest niebezpieczny i zbędny. Brak zabezpieczenia ekspozycji na ryzyko walutowe traktuje się bowiem również jako spekulację, tyle że pasywną. Dlatego należy świadomie dobierać i rozsądnie wykorzystywać dostępne instrumenty zabezpieczające. ■

WYKUP AKCJI WŁASNYCH I JEGO FINANSOWANIE

SZYMON OKOŃ
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Ustawą z dnia 13.06.2008 r. do Kodeksu spółek handlowych zostały wprowadzone istotne zmiany zwiększające atrakcyjność przeprowadzania wykupów własnych. Poprzez nowe regulacje rozszerzono możliwość nabywania akcji własnych przez spółki akcyjne jak również wprowadzono możliwość bezpośredniego i pośredniego finansowania tego przedsięwzięcia. Zmiany te zostały poddyktowane przez konieczność wprowadzenia do polskiego systemu prawnego Dyrektywy 2006/68/WE Wspólnoty Europejskiej zmieniającej Dyrektywę 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymania oraz zmian wysokości ich kapitału. Ta swoistego rodzaju liberalizacja przepisów dotyczących wykupu akcji własnych dokonana w obliczu obecnej sytuacji panującej na rynkach finansowych, może mieć szczególne znaczenie.

Rozszerzenie możliwości nabywania akcji własnych

Do niedawna obowiązywała regulacja nadająca uprawnienie do nabywania akcji własnych na podstawie upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie jedynie spółkom akcyjnym będącym instytucjami finansowymi. Celem tego nabycia mogła być wyłączenie dalsza odsprzedaż akcji. Istniało także inne ograniczenie, uchwała walnego zgromadzenia musiała określać okres upoważnienia, który nie mógł być dłuższy niż jeden rok. Ponadto obowiązywał również limit związany z łączną wartością nominalną nabytych akcji własnych, który wynosił 5% wartości kapitału zakładowego.

Przepis ten w obecnej redakcji stanowi, że zakaz nabywania akcji nie dotyczy sytuacji nabycia na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie. W dalszej części wskazuje, że wspomniane upoważnienie powinno określać warunki nabycia, w tym maksymalną liczbę akcji do nabycia, okres upoważnienia, który nie może przekraczać pięciu lat, oraz maksymalną i minimalną wysokość zapłaty za nabywane akcje, jeżeli nabycie następuje odpłatnie. W przypadku nabycia akcji własnych na pod-

stawie upoważnienia walnego zgromadzenia łączna wartość nominalna nabytych akcji nie może przekraczać 20 % kapitału zakładowego spółki.

Jeżeli doszło do wykupu akcji własnych, którego podstawą było upoważnienie walnego zgromadzenia to na podstawie znowelizowanego art. 363 KSH zarząd jest zobowiązany do powiadomienia najbliższego walnego zgromadzenia „o przyczynach lub celu nabycia, liczbie i wartości nominalnej tych akcji, ich udziale w kapitale zakładowym, jak również o wartości świadczenia spełnionego w zamian za nabyte akcje”.

Pozytywny wymiar zmian

Jak można zauważyć nowelizacja wprowadziła duży zakres swobody w przedmiocie nabywania akcji własnych, co należy ocenić pozytywnie. W obliczu dynamicznie rozwijającego się polskiego rynku kapitałowego tego typu zmiany z pewnością wpłyną na podwyższenie konkurencyjności polskich spółek na światowych rynkach finansowych. Ponadto ułatwią dostęp do zestawu narzędzi pozwalających szybko reagować na zmiany zachodzące w dynamicznym środowisku rynków kapitałowych. Dzięki wprowadzeniu takiego rozwiązania, spółki mogą czerpać wiele korzyści.

W pierwszym rzędzie należy wskazać na fakt, że dokonanie wykupu akcji własnych może być pewnego rodzaju informacją dla akcjonariuszy o pozytywnych perspektywach rozwojowych przedsiębiorstwa. Zarządzający bardzo często posiadają lepszą informację o swoim przedsiębiorstwie niż zewnętrzni inwestorzy. Są oni lepiej poinformowani o przyszłych zyskach niż akcjonariusze. Podstawą takiego rozumowania jest teoria sygnalizacji¹. Decyzja spółki o buy-backu, bo tak nazywana jest z języka angielskiego instytucja wykupu akcji własnych, może świadczyć o tym, że nie ma lepszej inwestycji niż akcje własnej spółki.

Jest to również jedna z metod mająca wpływ na kształtowanie struktury kapitału

1. Birgham E.F., Houston J.F., Podstawy zarządzania finansami. Tom 2, PWE, Warszawa 2005, s. 170-171

spółki. Może przejawiać się w zwiększeniu udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Działanie to pozwala na kształtowanie struktury kapitałowej spółki w kierunku minimalizacji kosztu kapitału. Podejmując tego typu działania należy zwrócić szczególną uwagę na możliwość przedsiębiorstwa w zakresie zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych w przyszłości. W wyniku korzystania z kapitału obcego w finansowaniu działalności powstaje ryzyko finansowe związane z niepewnością cechującą przyszłą wielkość zysku operacyjnego². Stosując dźwignię finansową należy pamiętać, że spółka osiąga korzyści tylko wtedy gdy koszt kapitałów obcych jest niższy od rentowności jej majątku.

Wykup akcji własnych przez emitenta prowadzi do zmniejszenia ilości akcji w obrocie, co przy założeniu stałych zysków na podobnym poziomie w przyszłych latach powinno skutkować wzrostem cen akcji. Ma to pozytywny wpływ na finansową analizę wskaźnikową przedsiębiorstwa. W przeciwieństwie do emisji akcji w tym przypadku mamy do czynienia z pewnego rodzaju skondensowaniem kapitału. Zmniejszenie liczby akcji powoduje przede wszystkim wzrost wskaźników rentowności oraz wskaźników oceny rynkowej wartości akcji i kapitału³.

Ponadto warto podkreślić korzyści wykupu akcji własnych w zakresie kształtowania programów motywacyjnych dla pracowników. Jedną z form wynagradzania spółki są akcje przyznawane członkom kierownictwa na podstawie wyników spółki. Można również wyróżnić plany opcji menedżerskich, pozwalające zakupić kierownictwu akcje spółki w określonym czasie w przyszłości, po ustalonej cenie⁴. Przy tworzeniu tego typu programów motywacyjnych zakłada się, że menedżerowie będą skupiali się na maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, pod warunkiem, że sami będą znaczącymi akcjonariuszami.

Buy-back jest wykorzystywany również w zakresie działań na rynku kontroli. Instytucja ta może być skutecznie użyta jako metoda obrony przed wrogiem przejęciem⁵. Poprzez

dokonanie wykupu akcji własnych spółka wykorzystuje posiadany nadmiar gotówki, co zmniejsza jej płynność finansową. Ponadto wykup może być finansowany dodatkowo pozyskanym kapitałem obcym, co w znaczący sposób zmniejsza zdolność spółki do zaciągania zobowiązań w przyszłości. Takie działania prowadzą do znaczących zmian w strukturze kapitału, które czynią spółkę mniej atrakcyjną jako cel przejęcia.

Finansowanie nabywania akcji własnych

Nowelizacja art. 345 KSH wprowadziła zmiany w zakresie finansowania wykupu akcji własnych. Przepis w obecnym brzmieniu pozwala na bezpośrednie i pośrednie finansowanie nabycia lub objęcia emitowanych przez spółkę akcji. Finansowanie powinno nastąpić na warunkach rynkowych, po zbadaniu wypłacalności przez dłużnika. Jeżeli spółka finansuje nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji, następuje to w zamian za godziwą cenę. Dla celów finansowania konieczne jest utworzenie kapitału rezerwowego z zysku. Finansowanie wymaga uprzedniej uchwały walnego zgromadzenia, która stanowi podstawę i jednocześnie określa granice tej czynności.

Powyższe zmiany mają przede wszystkim na celu ułatwienie finansowania przez spółkę nabycia akcji własnych. Tutaj należy zwrócić uwagę na możliwości w zakresie przeprowadzania wykupów lewarowanych i medeżerskich. Transakcje te są traktowane jako efektywne narzędzia zwiększające wartość przedsiębiorstwa, przynoszące wymierne korzyści finansowe.

Pierwsza z nich, wykup lewarowany (Leveraged Buyout, LBO). Polega on na przejęciu przedsiębiorstwa przez grupę inwestorów, którzy w tym celu wykorzystują dług jako główne źródło finansowania. Podstawową cechą tego typu transakcji jest niewielkie wykorzystanie kapitału własnego kupujących oraz pozyskanie większości środków na sfinansowanie z instrumentów dłużnych. Art. 345 KSH był bardzo często określany jako bariera w stosowaniu instrumentu w postaci specjalnej spółki inwestycyjnej (Special Purpose Vehicle, SPV). W procesie tego typu wykupu SPV zaciąga dług na finansowanie nabycia spółki przejmowanej. Następnie, po przejęciu, dochodzi do fuzji obu spółek, w wyniku czego struktura kapitałowa SPV staje się strukturą kapitałową nowo utworzonego przedsiębiorstwa. Zaangażowany dług jest spłacany ze środków wygenerowanych przez

podmiot przejęty po jego nabyciu.

Natomiast wykup medeżerski (Management Buyout – MBO) to sytuacja, w której przedsiębiorstwo zostaje zakupione, bądź wykupione przez zarządzającą nim kadrę kierowniczą. Jest to transakcja finansowana długiem zbliżona w konstrukcji do wykupu lewarowanego. MBO występuje najczęściej w czterech przypadkach: przy dokonywaniu zmian w jednostkach biznesowych grup holdingowych, gdy wyniki osiągane przez przedsiębiorstwo i jego wartość rynkowa mogą być na skutek nieefektywnego zarządzania niższe od możliwych do osiągnięcia, gdy mamy do czynienia z nieefektywnym zarządzaniem i pojawiły się problemy między kierownictwem a udziałowcami oraz gdy notowana na rynku publicznym spółka jest zdaniem obecnego kierownictwa zbyt nisko wyceniana⁶. Jeżeli grupa nabywców ma jasno określony plan zarządzania i zdolność do jego efektywnego wdrożenia, to tego typu transakcja stanowi szansę szybkiego wzrostu rynkowej wartości nabytego przedsiębiorstwa i tym samym pomnożenia własnego dochodu⁷.

Podsumowanie

Zmianę dokonaną nowelizacją Kodeksu spółek handlowych w zakresie nabywania i finansowania nabycia akcji własnych należy ocenić pozytywnie. Obecna regulacja kreuje rozwiązania ułatwiające i przyspieszające czynności kapitałowe w spółkach. Zmiany pozwalają zmniejszyć koszty prowadzenia działalności gospodarczej, dzięki możliwości wykorzystania nowych narzędzi mających wpływ na strukturę kapitału i finansowanie spółki. Ponadto należy zwrócić również uwagę na większą możliwość w zakresie tworzenia programów motywacyjnych dla pracowników czy stosowania instytucji jako skutecznego środka obrony przed wrogiem przejęciem. Nowe rozwiązania w zakresie finansowania wykupu akcji własnych z pewnością przyczynią się do zwiększenia ilości wykupów lewarowanych i menedżerskich, co wydaje się ekonomicznie racjonalne. Powyższe zmiany będą miały pozytywny wpływ na rozwój i funkcjonowanie polskich spółek akcyjnych. ■

6. Wrzesiński M., Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce., K.E. Liber, Warszawa 2000, s. 93-102

7. Crawford E.K., A Management Guide to Leveraged Buyouts, John Wiley&Sons, New York 1987, s.19-20

2. Ibidem, s. 151

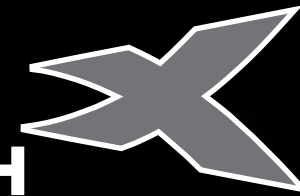
3. Między innymi: rentowność kapitału własnego, marża zysku netto przypadającego na jedną akcję, relacja ceny do zysku na jedną akcję, stopa dywidendy.

4. Birgham E.F., Houston J.F., Podstawy zarządzania finansami. Tom 1, PWE, Warszawa 2005, s. 47

5. Frąckowiak W., Fuzje i przejęcia, PWE, Warszawa 2009, s. 101

DODATEK SPECJALNY

ANALITYCY XTB O RYNKACH FINANSOWYCH I TOWAROWYCH



XTB Trade Brokers
Dom Maklerski S.A.



LUTY NA GLOBALNYCH RYNKACH FINANSOWYCH – REGION W OPAŁACH

Hasło kryzys w rosnącym natężeniu towarzyszy nam już od półtora roku. Zmieniają się jednak tematy przewodnie

Na początku były to tylko banki hipoteczne, takie jak Countrywide Financial i Northern Rock, potem ogólnie rynki nieruchomości w USA i Wielkiej Brytanii, następnie straty banków, przejęcie Bear Stearns, bańka spekulacyjna na rynku ropy, upadek Lehman Brothers itd. W lutym uwaga w dużej mierze (zwłaszcza w Europie) skoncentrowała się na naszym regionie, głównie za sprawą

lawinowych spadków wartości lokalnych walut. Trzeba przyznać, że część parametrów makroekonomicznych w ostatnich kwartałach ulegała pogorszeniu, również w Polsce. Jednak mimo wszystko nie tłumaczą one tak drastycznych zmian wycen na rynkach walutowych czy na rynku kredytowym. Oczywiście stwierdzenie, że amerykańskie rynki żyją sytuacją w Europie Wschodniej

byłoby sporą przesadą. Tam rynki cały czas czekają na szczegóły planu nowego zespołu Departamentu Skarbu dla sektora bankowego. Niestety czas nie zatrzyma się w miejscu. Systematycznie złe wiadomości z realnej gospodarki sprawiły, iż w ostatnim dniu miesiąca amerykański indeks S&P500 znalazł się poniżej minimów z 2008 roku.

Fundamenty w regionie ulegały pogorszeniu...

Przez większą część minionego roku dominowała opinia, że wpływ zewnętrznych zawirowań na polską gospodarkę będzie umiarkowany. Okazało się jednak, że spowolnienie w Polsce będzie znaczące, jednak i tak perspektywy wzrostu rysują się lepiej niż przeciętnie w całej UE. Mimo to od sierpnia minionego roku złoty traci na wartości, przy czym spadki wartości w drugiej połowie stycznia i w lutym można określić niemal jako paniczne. Co się zatem zmieniło? Trzeba przyznać obiektywnie, że na przestrzeni ostatnich 3 lat część fundamentów Polsce, zwłaszcza z punktu widzenia waluty, uległa pogorszeniu. Deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł z 1% do 5% PKB w końcówce minionego roku, jednocześnie jego pokrycie inwestycjami bezpośrednimi spadło z ponad 2,3 do niecałych 0,8. Choć wzrost zadłużenia zagranicznego do trzeciego kwartału 2008 był relatywnie niewielki, wzrastało głównie zadłużenie krótkoterminowe oraz zadłużenie w sektorze bankowym – odpowiednio do 15 i 11% PKB. Od tego czasu wobec osłabienia złotego, te liczby wzrosły o ponad 30%. Stopień pokrycia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego przez rezerwy walutowe w trzecim kwartale 2008 wynosił jeszcze nieco ponad 1, wobec 1,64 3 lata wcześniej.

...jednak w wybiórczy i niepełny sposób tłumaczą one zachowanie rynków walut

To pogorszenie jednak tylko w relatywnie niewielkiej części tłumaczy to, co wydarzyło się na rynku złotego. Choć w ostatnim czasie w zagranicznej prasie właśnie takimi czynnikami tłumaczy się słabość polskiej waluty, ograniczenie się tylko do tego wątku byłoby niepoprawnym uproszczeniem. Po pierwsze, należy zwrócić uwagę na niespójność w czasie. Wspomniane pogarszanie się „wskaźników bezpieczeństwa” miało miejsce od połowy 2005 roku, tymczasem niewielka korekta na rynku złotego zakończyła się w trzecim kwartale tamtego roku otwierając kolejną falę hossy. Hossy, która od połowy 2006 roku obejmowała już większość walut z rynków wschodzących (jak brazylijski real, meksykańskie peso, malezyjski ringgit, rumuński ron, ale także turecka lira i węgierski forint, które wcześniej traciły wobec lokalnych problemów). Najgorętsza faza tej hossy (z której częściowo wyłamała się tylko turecka lira) zaczęła się pod koniec trzeciego kwartału 2007 i trwała prawie cały rok, mimo że było wiadomo o problemach w

globalnym systemie finansowym, a wspomniane wskaźniki notowały systematycznie gorsze wartości. Mamy również niespójność o charakterze geograficznym. Polskie wskaźniki są gorsze niż te dla azjatyckich gospodarek rozwijających się (jak Tajlandia czy Malezja), w wielu przypadkach gorsze również niż w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej czy nawet Turcji. Jednak generalnie sytuacja przedstawia się nieporównywalnie lepiej niż w Rumunii czy Bułgarii (nie wspominać o Ukrainie czy Kazachstanie, a kraje te zaliczamy również do naszego regionu), gdzie relacja deficytu na rachunku bieżącym do PKB to odpowiednio 14 i 24% PKB, a zadłużenie krótkoterminowe przekracza 40% PKB. Mimo to rumuński ron stracił mniej niż złoty, a w Bułgarii ciągle obowiązuje ten sam sztywny kurs walutowy względem euro. Warto odnotować, że katalizatorem wyprzedaży na rynkach walut wschodzących były następstwa upadku Lehman Brothers, kiedy okazało się, że na rynku nie ma płynności i wielu inwestorów zaczęło uciekać w kierunku bezpiecznych aktywów. Zamieszanie na rynku walut wschodzących zaczęło się w październiku 2008 od ogromnej zmienności na walutach „latynoskich”, jak real czy peso (w ciągu kilku dni peso straciło w relacji do jena niemal 30%). Później jednak z dwóch powodów pałeczkę pierwszeństwa przejął rynek złotego. Po pierwsze, nowe kraje UE znacznie bardziej uzależnione są od kapitału zewnętrznego, a po drugie w tej grupie złoty jest największym i najbardziej płynnym rynkiem. Inwestorzy na rynkach finansowych powinni zwrócić uwagę na analogie do rynku surowców z 2008 roku, gdzie potężna amplituda wahań cen też nie była uzasadniona czynnikami fundamentalnymi, które dopiero w dłuższym okresie sprowadziły je do bardziej racjonalnych poziomów. Dla wielu inwestorów na rynku walutowym pojęcie „długi termin” jednak nie istnieje.

Notowania złotego będą zależeć od sytuacji zewnętrznej, ale także rozsądnej polityki gospodarczej

Ostra wyprzedaż walut regionu jest nieestety pewnego rodzaju samospełniającym się kryzysem, gdyż wzrost wartości zobowiązań zewnętrznych oznacza duże realne straty – dla gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, ale również banków. W drugiej części lutego złotemu udało się odrobić część strat, po części dzięki obronieniu maksimów z lutego 2004 roku na EURPLN. Wpisały się w to również zapowiedzi rządu dotyczące sprzedaży walut na rynku, jak i komunikat o współpracy banków centralnych regionu. To nie są jednak czynniki, które determinują notowania złotego w okresie dłuższym

niż z reguły jeden dzień. Te zależą zasadniczo od nastrojów na rynkach zewnętrznych i ustanowienie nowych minimów przez amerykańskie indeksy giełdowe nie jest tu dobrym prognostykiem. Ze strony polskich władz potrzebne jest zachowanie rozsądnej polityki gospodarczej i dyscypliny budżetowej, skuteczne wykorzystywanie środków z Unii, wspólna strategia w sprawie euro rządu i NBP oraz ewentualnie rozmowy w sprawie przededefiniowania kryterium kursowego z KE i Europejskim Bankiem Centralnym.

Amerykański sektor bankowy czeka na konkretny plan

Początek lutego w USA mógł dać inwestorom pewną nadzieję na choćby niewielką poprawę sytuacji. Indeksy aktywności ISM okazały się wyższe od oczekiwań – o 3,6 pkt. dla sektora przemysłu oraz 3,9 pkt. dla usług. Choć (zwłaszcza w przemyśle) były to ciągle niskie poziomy, razem z oczekiwaniami na wystąpienia Timothego Geithnera było to impulsem do kilkudniowej poprawy koniunktury. Był to jednak fałszywy sygnał. Z pozostałych danych lepsza okazała się tylko sprzedaż detaliczna (wzrost o 1% m/m), natomiast gorsze były dane o produkcji, dane z rynku mieszkaniowego czy indeksy aktywności na wschodnim wybrzeżu. Ciągłe bardzo złe wygląda też sytuacja na rynku pracy. Na koniec miesiąca otrzymaliśmy jeszcze fatalne dane o zamówieniach i wreszcie przeszacowanie spadku PKB w czwartym kwartale aż do -6,2%. W tej sytuacji zejście do minimów z listopada ubiegłego roku było nieuniknione. Indeksy Dow Jones i DAX30 ten poziom przebiły pierwsze, bronił się on tylko na indeksie S&P500, ale w ostatnim dniu lutego i tu mamy nowe minimum, co może zachęcać do kontynuacji wyprzedaży. Ratunkiem mógłby okazać się spójny plan dla sektora finansowego (jak na przykład kroki podjęte przez brytyjski rząd polegające na ubezpieczeniu aktywów w zamian za akcje bez prawa głosu), ale z sygnałów płynących z Fed, Departamentu Skarbu i od prezydenta można wyczytać, iż taki plan ciągle nie jest gotowy. Ewentualne pogłębienie spadków na S&P500 miałyby duże znaczenie nie tylko dla innych giełd, ale również dla rynku walutowego i surowcowego. ■

PRZEMYSŁAW KWIECIEN
GŁÓWNY EKONOMISTA

Trade Brokers
Dom Maklerski S.A.
PRZEMYSŁAW.KWIECIEN@XTB.PL
KWIECIEN.BLOG.PL
WWW.XTB.PL



KOLEJNY MIESIĄC BESSY

Luty to już dwudziesty miesiąc bessy na warszawskiej giełdzie.

W tym czasie indeks szerokiego rynku spadł, z ustanowionego w dniu 6 lipca 2007 roku historycznego szczytu na poziomie 67568,51 pkt. (ceny zamknięcia) do 21923,27 pkt. na zamknięciu sesji w dniu 26 lutego br. A więc o ponad 67 proc.

Odrobienie tych strat wymagałoby wzrostu indeksu WIG o 208 proc. Gdyby zabawić się statystyką i przyjąć, że giełda osiągnęła właśnie długoterminowy dołek i stoi u progu nowej kilkuletniej hossy, podobnej do tej z lat 2001-2007, to najwcześniej w kwietniu 2013 roku indeks szerokiego rynku będzie mogła fetować nowe historyczne rekordy.

Rozczarowujące wyniki i dane makro

W lutym większość spółek notowanych na GPW opublikowała raporty za IV kwartał 2008 roku. Jakkolwiek zdarzały się mile niespodzianki, to ten sezon wyników przejdzie do historii jako rozczarowujący. Także w odniesieniu do największych spółek, które również odczuły skutki spowolnienia gospodarczego.

Nie zachwyciły nie tylko wyniki, ale też dane makroekonomiczne, jakie w drugim miesiącu 2009 roku trafiły na rynek. Stycyniowy spadek dynamiki sprzedaży detalicznej o 22,9 proc. w relacji miesięcznej i wzrost

o zaledwie 1,3 proc. w relacji rocznej, czy też odnotowany w tym miesiącu spadek produkcji o odpowiednio 5,8 proc. i o 14,9 proc., wskazują na dalsze zdecydowane hamowanie polskiej gospodarki.

...oraz Rada Polityki Pieniężnej

Słabnąca gospodarka nie dostała w lutym należytego wsparcia ze strony Rady Polityki Pieniężnej. Po odważnych decyzjach w grudniu i styczniu, gdy Rada obniżyła stopy po 75 punktów bazowych, w lutym wróciła do zachowawczej polityki, tnąc koszt pieniądza zaledwie o 25 punktów.

Po tej decyzji, stopa referencyjna spadła w Polsce do 4 proc. Tyle tylko, że przy tej skali spowolnienie gospodarczego, jakie obecnie obserwujemy, to aż 4 proc.

Rada Polityki Pieniężnej uzasadniała tę ostrożną decyzję, obawami o dalszą deprecjację złotego. Tymczasem, nawet jeżeli przyjąć, że osłabienie złotego jest pochodną obniżek stóp procentowych (to nie jest takie pewne w okresie silnego kryzysu), to redukcja stóp o 25 punktów bazowych w szczególnie sposób złotemu nie pomaga. Inwestorzy w dalszym ciągu oczekują kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Prawdopodobna marcowa obniżka stóp przez Europejski Bank Centralny o 50 punktów do 1,5 proc., te oczekiwania dodatkowo jeszcze podsyca. A to, jeżeli tylko wierzyć w korelację notowań złotego i poziomu kosztu pieniądza (Rada w to wierzy), złotemu nie pomoże.

Wydaje się, że Rada Polityki Pieniężnej zrobiłaby znacznie lepiej, gdyby obniżyła w lutym stopy o kolejne 75 punktów bazowych (do 3,5 proc.), sugerując jednocześnie zakończenie cyklu obniżek. Wówczas kwestia kształtowania się stóp, przestałaby mieć znaczenie dla rynku walutowego, a gospodarka dostalaby dodatkowe wsparcie.

Problemy regionu pogrążyły GPW

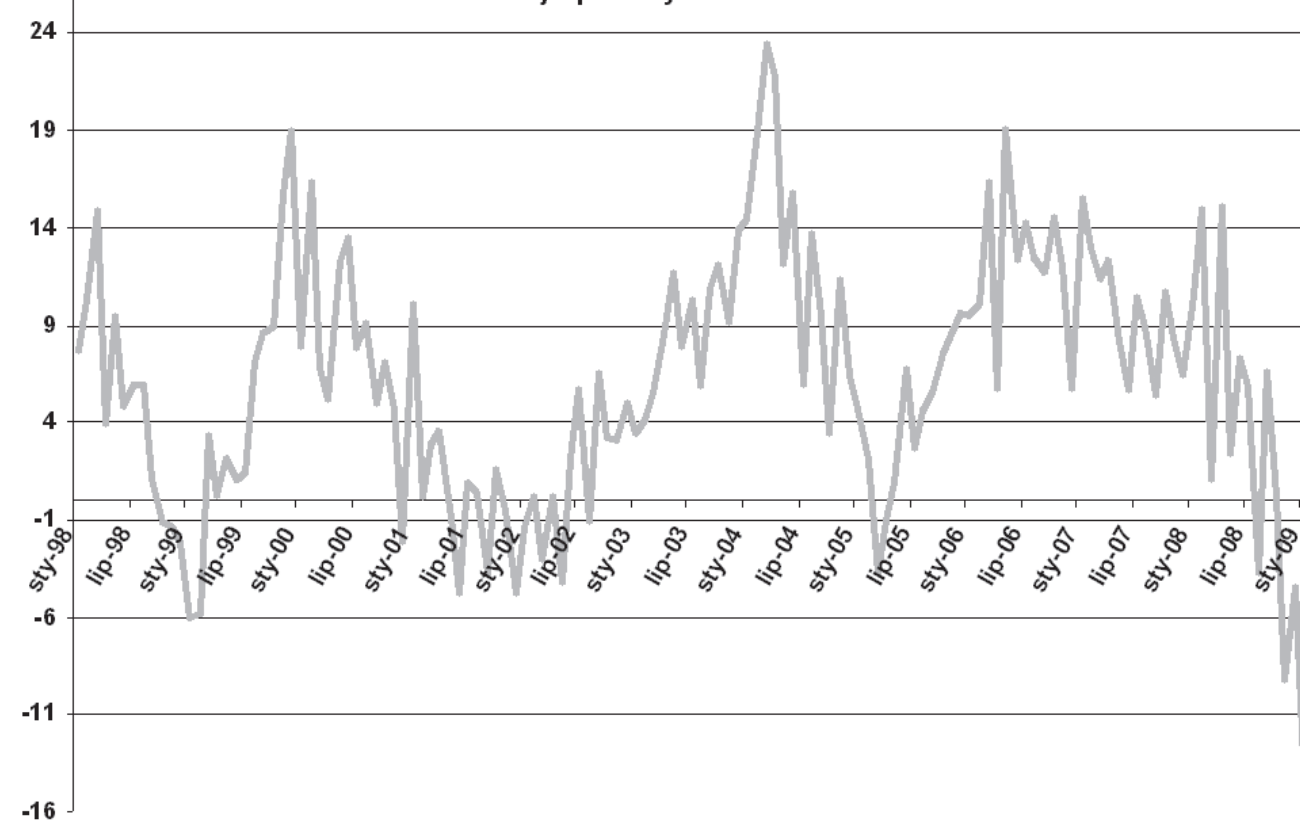
Lutowe spadki na warszawskiej giełdzie, to nie tyle „zasługa” słabych wyników kwartalnych spółek, czy też sugerujących silne spowolnienie danych makroekonomicznych, co lawinowego wzrostu obaw o pogłębienie kryzysu w Europie Środkowej i Wschodniej. W zachodniej prasie powoli przybierają one formę pewnej psychozy. A to nie zachęca do inwestycji w tym regionie.

Można jednak znaleźć dobre strony takiej sytuacji. Taki powszechny strach przed po-

głębieniem kryzysu, czego efektem będzie bankructwo któregoś kraju (np. Ukrainy), może zwiastować rychłą pomoc dla krajów położonych w tej części świata. Szczególnie, że już kilka tygodni temu pojawiły się informacje, że mocno zaangażowane w tym regionie banki zachodnioeuropejskie, naciskają na Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny, o takie wsparcie.

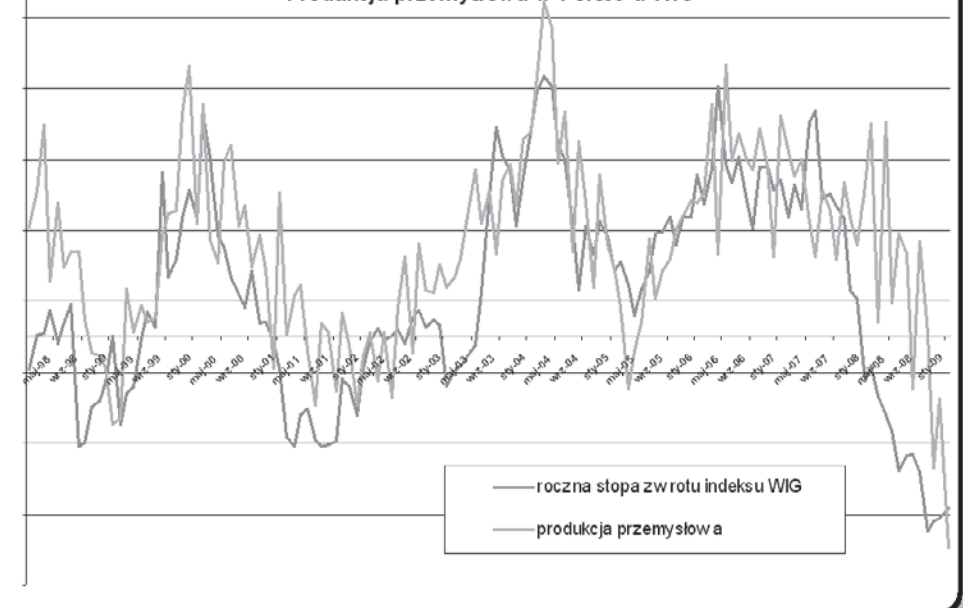
Ewentualna pomoc dla Europy Środkowej i Wschodniej znacznie ograniczyłaby ryzyko inwestycyjne, stanowiąc zachętę do kupna akcji i walut wybranych krajów. W przypadku polskiej giełdy, z uwagi na relatywnie silne fundamenty gospodarcze i coraz wyraźniej rysującą się na horyzoncie perspektywę przyjęcia euro, dodatkowym czynnikiem zwiększającym atrakcyjność inwestycji w akcje, byłby niski kurs złotego. Tworzy to sytuację, w której inwestorzy zagraniczni będą mogli zarobić podwójnie. Zarówno na wzroście cen akcji, jak i na umocnieniu złotego, które powinno iść w parze z poprawą klimatu inwestycyjnego.

Produkcja przemysłowa w Polsce



Wykres rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce

Produkcja przemysłowa w Polsce a WIG



Wykres rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce

Poziom 20000 pkt. może zatrzymać niedźwiedzie

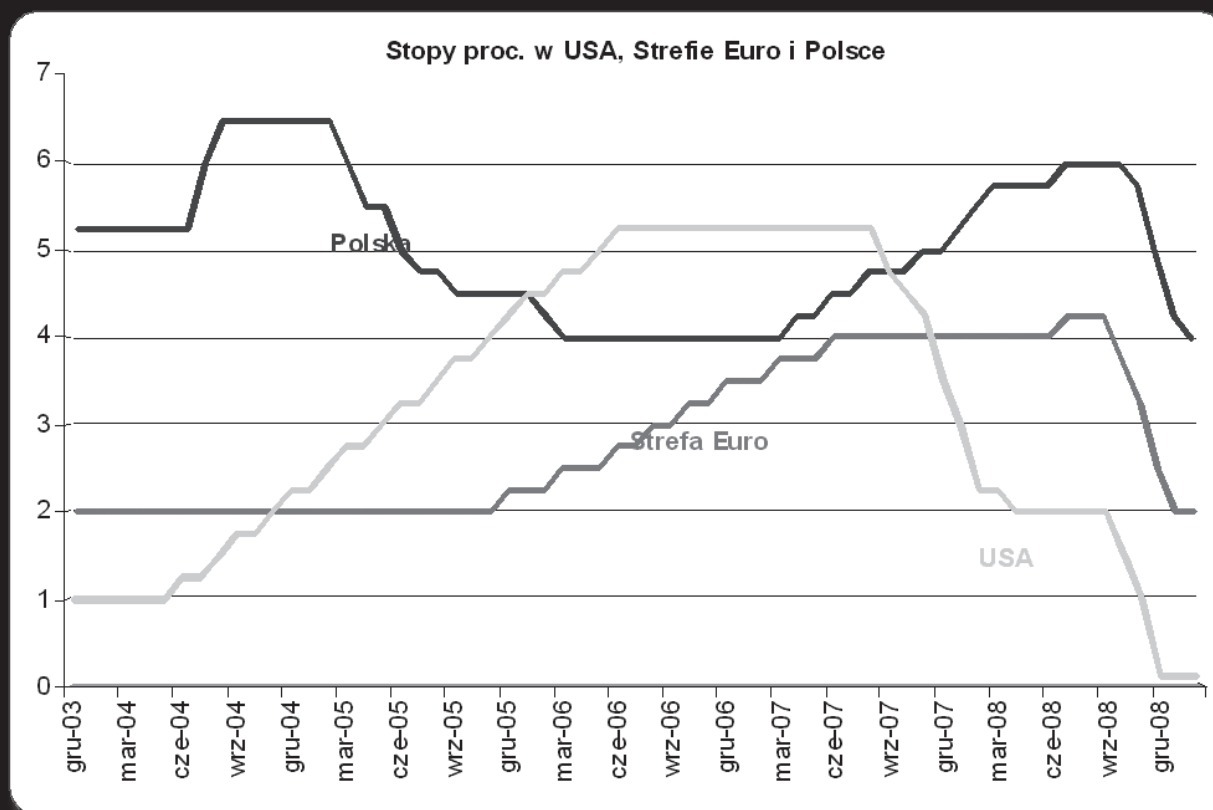
W ostatnich dniach stycznia indeks WIG naruszył wsparcie (a w lutym je przełamał), jakie na wykresie dziennym tworzyło dolne

ograniczenia trzymiesięcznego trendu bocznego 24852,95-29600,54 pkt. Spadek w dniu 18 lutego br. do 20370,29 pkt. (nowe minimum bessy), był pochodną właśnie tego wybiecia.

W tym dniu nastąpił silny zwrot na GPW.



Wykres indeksu WIG w kompresji dziennej



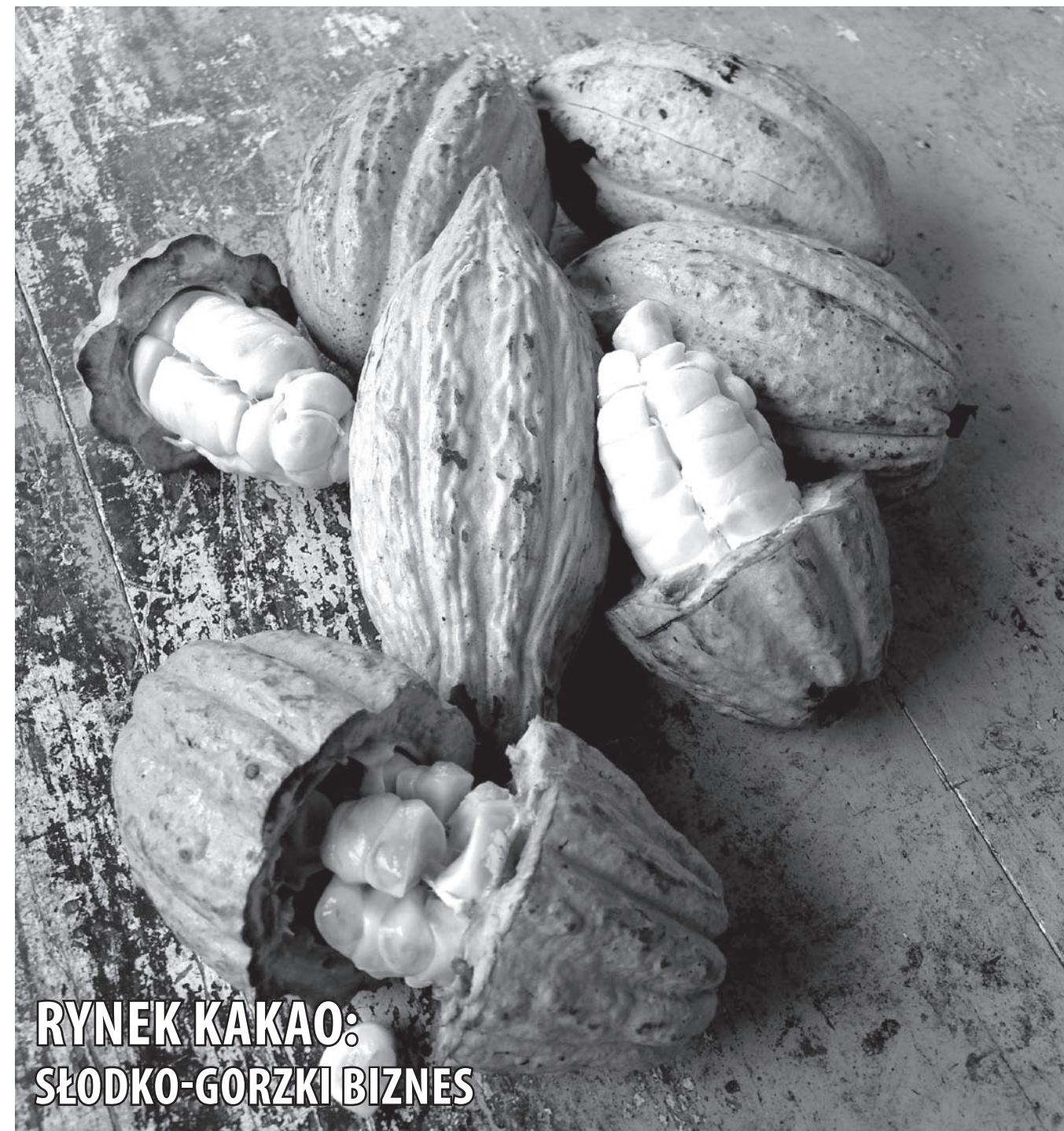
Stopy procentowe w USA, Strefie Euro i Polsce

Fakt, że miał on miejsce powyżej psychologicznej bariery 20 000 pkt., każe zwrócić na niego uwagę. Również dlatego, że wykres dzienny i tygodniowy tworzy coraz liczniejsze wzrostowe dywergencje ze wskaźnikami. Nie bez znaczenia jest również skala przeceny, jakie od wakacji 2007 roku doznała warszawska giełda.

Pomimo tych wszystkich popytowych sygnałów, które pozwalają postawić tezę, że okolice 20000 pkt. mogą wyznaczać kres bessy, w dalszym ciągu nie ma technicznych sygnałów, które potwierdzałyby zmianę trendu na wykresie indeksu WIG. Pierwszym takim sygnałem będzie powrót powyżej 24500-24852,95 pkt. A więc powrót powyżej dołka z 20 listopada 2008 roku i przełamanie linii

oporu, poprowadzonej po szczytach z września 2008 roku i stycznia 2009 roku. ■

MARCIN R. KIEPAS
ANALITYK RYNKÓW FINANSOWYCH
Trade Brokers
Dom Maklerski SA
MARCINKIEPAS.BLOX.PL



RYNEK KAKAO: SŁODKO-GORZKI BIZNES

Rynek kakao jest najmniejszym rynkiem wśród soft commodities, jednak od pewnego czasu cieszy się on coraz większym zainteresowaniem, nie tylko wśród osób związanych z branżą cukierniczą. Rynek ten rządzi się podobnymi prawami jak opisywany przeze mnie w poprzednim numerze gazety TREND (styczeń-luty 2009) rynek kawy. Również w tym przypadku najważniejszymi producentami surowca są kraje Afryki i Azji Południowo-Wschodniej, natomiast popyt leży głównie w rękach kilku dużych firm.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Prym Afryki

W produkcji ziaren kakaowca główną rolę odgrywają kraje afrykańskie. Największym producentem tego surowca jest Wybrzeże Kości Słoniowej, które odpowiada za około 40% światowej podaży kakao. Drzewa kakaowe uprawia się na dużą skalę także w takich krajach jak Ghana, Indonezja, Nigeria i Ka-

merun.

Przyczyną takiego rozmieszczenia produkcji są specyficzne wymagania kakaowca. Roślina ta potrzebuje dużej wilgotności, odpowiedniej wysokości nad poziomem morza i wysokich temperatur przez cały rok, dlatego rośnie tylko w klimacie okołorównikowym. Kakaowiec to roślina długowieczna - może wydawać owoce przez około 25 lat. Zbiory odbywają się dwa razy w ciągu roku: pierwsze przypadają na okres od końca września do lutego, natomiast drugie - o nieco mniej-

szym plonie - w okresie letnim (od maja do sierpnia).

Niestabilna podaż

Podaż kakao często ulega wahaniom, dlatego cena surowca w danym roku jest dość ciężka do przewidzenia. Największy wpływ na taki stan rzeczy mają warunki pogodowe w krajach produkujących kakao: w klimacie subtropikalnym zdarzają się susze oraz

powodzie, które potrafią w znaczący sposób obniżyć plon. Kakaowiec jest bowiem wrażliwy na każdą z tych skrajności.

Warto podkreślić, że podaż kakao nie jest elastyczna cenowo - po posadzeniu drzewka kakaowego na pierwsze owoce trzeba czekać 4-5 lat. Stąd też zniszczenie plantacji kakaowca, np. w wyniku suszy lub powodzi, może zatrzymać produkcję na danym obszarze na kilka lat.

Dużym problemem, związanym z podażą kakao, jest ryzyko polityczne, dotyczące w szczególności państw Afryki Zachodniej. Dla przykładu, w 2002 roku w Wybrzeżu Kości Słoniowej wybuchły niepokoje społeczne, które przyczyniły się do spowolnienia gospodarczego. Kłopoty były wywołane m.in. zatrzymywaniem transportów kakao oraz wycinaniem drzew kakaowca przez rebeliantów.

Problemy w krajach produkujących kakao często znajdują odbicie w gwałtownym wzroście cen tego surowca. Można to było zaobserwować w 2002 roku (właśnie przy okazji konfliktu na Wybrzeżu Kości Słoniowej), a także wcześniej - w latach 70. XX wieku, kiedy to dotkliwie susze zniszczyły wiele plantacji, powodując gwałtowny spadek plonów. Na przywrócenie wysokiego poziomu produkcji trzeba było czekać kilka lat.

Od ziarna do czekolady

Ziarna kakaowca różnią się między sobą w zależności od gatunku. Do produkcji czekolady używa się tylko trzech odmian kakaowca - mimo że na świecie jest ich znacznie więcej. Najbardziej rozpowszechniona jest odmiana forastero, która stanowi około 80% światowej produkcji kakao. Jest to odmiana stosunkowo łatwa w uprawie, ale też o gorszej jakości. Za najbardziej szlachetną uważa się odmianę criollo, która ze względu na wysublimowany smak jest także najdroższa. Natomiast mianem odmiany trinitario określa się mieszańce, powstałe z połączenia odmian forastero i criollo.

Surowe ziarna kakaowca, zanim trafią na sklepowe półki w postaci czekolady lub kakao w proszku, muszą przejść długotrwały proces przetwórczy. Najpierw ziarna kakaowca ulegają kilkudniowej fermentacji w miejscu ich wytworzenia. Następnie są suszone, pakowane w worki i transportowane do odbiorców na całym świecie. Firmy zajmujące się przetwórstwem kakao poddają ziarna ocenie jakościowej, a następnie prażą je w celu wydobycia wyrazistego smaku i aromatu. Na koniec, w procesie tłoczenia, otrzymuje się masło kakaowe, będące głównym składnikiem czekolady. Składniki, które pozostaną

po produkcji masła kakaowego, są używane w produkcji kakao w proszku.

Big Chocolate

Znaczna część popytu na kakao znajduje się w rękach zaledwie kilku przedsiębiorstw. Głównymi graczami na tym rynku są firmy Mars, Cadbury, Nestlé oraz The Hershey Company. Spółki te, pejoratywnie określane mianem „Big Chocolate” (w analogii do „Big Oil” i „Big Tobacco”), zmonopolizowały rynki w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii i wielu innych krajach. Ich duży udział w rynku jest zasługą głównie niskich cen, oferowanych przez „Wielką Czwórkę” swoim klientom.

Handel kakao odbywa się głównie za pośrednictwem kontraktów terminowych, notowanych na IntercontinentalExchange (ICE) w Nowym Jorku. Jeden kontrakt (symbol CC), opiewa na 10 tysięcy ton wysuszonych ziaren kakaowca. Transakcje rozliczane są dostawnie pięć razy w roku: w marcu, maju, lipcu, wrześniu i grudniu - a surowiec transportuje się do jednego z kilku możliwych do wyboru portów.

Ziarna kakaowca wycenia się różnie w zależności od miejsca, skąd pochodzi surowiec.



Do tzw. grupy A (najdroższej) zalicza się kakao z Ghany, Wybrzeża Kości Słoniowej, Nigerii, Togo i Sierra Leone. Nieco tańsze jest kakao z grupy B, pochodzące m.in. z Wenezueli, zaś najmniej trzeba zapłacić za kakao z grupy C, obejmującej m.in. Malezję i Haiti.

Kontrowersje

Wokół rynku kakao powstało wiele kontrowersji - zwłaszcza tych związanych z niewolniczą pracą dzieci na plantacjach surowca. Handel niewolnikami kwitnie głównie w krajach afrykańskich, takich jak Nigeria, Wybrzeże Kości Słoniowej, Mali i Ghana.

Po raz pierwszy naświetlono ten problem w raporcie UNICEF w 1998 roku. Przełomem miał być rok 2001, kiedy to kilka firm - ważnych producentów wyrobów czekoladowych - zobowiązało się do wyeliminowania najgorszych form niewolnictwa w swoich łańcuchach dostaw. Postanowienia tzw. Protokołu Harkina-Engela (znanego też pod nazwą Cocoa Protocol) obejmowały w szczególności umożliwienie certyfikowania produktów, które powstały bez udziału niewolniczej pracy.

Plany oznaczania niektórych wyrobów czekoladowych etykietą „slave-free” spełzły jednak na niczym, ponieważ postanowień Protokołu Harkina-Engela nie dotrzymano do dziś, mimo że już dwukrotnie ustalano „ostateczny termin” (na 2005 r., a następnie na 2008 r.). Zresztą, nawet gdyby etykieta „slave-free” istniała, to obecnie i tak prawdopodobnie żaden produkt by na nią nie zasługiwał.

Problem dzieci, pracujących niewolniczo na plantacjach kakao (często tylko w zamian za jeden posiłek dziennie), jest niezwykle niewygodny dla firm-gigantów w tej branży. Duże przedsiębiorstwa przetwórcze i cukiernicze niejednokrotnie były oskarżane o przemykanie oka na ten niechlubny proceder - i trudno się temu dziwić. Konkurencyjność „Big Chocolate” polega bowiem na oferowaniu klientom niskich cen wyrobów czekoladowych - a ich utrzymanie jest możliwe m.in. dzięki wykorzystaniu taniej siły roboczej na plantacjach kakao.

Prawie jak złoto?

Rynek kakao, jako jeden z nielicznych rynków surowcowych, wychodzi obronną ręką z trwającego na świecie kryzysu. Niektórzy porywają się nawet na porównanie tego surowca ze złotem. I choć jest to bardzo śmiała interpretacja (ze względu na zupełnie inną specyfikę obu rynków), warto zauważyć, że za rynkiem kakao przemawiają całkiem nieźle uwarunkowania fundamentalne.

Popyt na kakao jest w miarę stabilny - nawet w okresie recesji (w końcu nic nie działa na człowieka tak pokrzepiająco, jak tabliczka czekolady). Z drugiej strony, wielkość podaży ulega wahaniom, wynikającym z coraz częstszych niespodzianek klimatycznych oraz z nieustabilizowanej sytuacji politycznej w krajach produkujących kakao. Co więcej, istnieją uzasadnione przypuszczenia, że światowe organizacje zajmujące się obroną praw człowieka będą wywierać coraz większą presję na plantatorów, korzystających z niewolników - czyli niezwykle taniej siły roboczej. To wszystko stwarza dogodne warunki do formowania się rynku byka. Niemniej jednak, warto pamiętać o tym, że rynek kakao jest niewielki, a więc dość podatny na działania spekulacyjne. ■

CIEKAWOSTKI

- Najbardziej cenioną odmianą kakaowca jest *criollo porcelana*, której nazwa jest związana z bardzo jasnym kolorem ziaren przed fermentacją.
- Zarówno ziarna kakao, jak i masę kakaową można... wędzić. W jednej z cukierni w Ferrarze we Włoszech powstała pierwsza na świecie wędzona czekolada.
- Ziarna kakaowca były walutą Majów, np. jeden królik kosztował 10 ziaren, a jeden osioł - 50 ziaren. Majowie także jako pierwsi odkryli pobudzającą moc kakao.
- Czasem wymienia się czwartą odmianę kakaowca - ekwadorskiego *national* - którego wcześniej bez powodzenia próbowano sklasyfikować jako podgatunek *criollo* lub *forastero*.
- Określenia *chocolatier*, oznaczającego cukiernika, specjalizującego się w wyrobach z czekolady, po raz pierwszy użyto we Francji. Wyraz ten nie ma swojego lokalnego odpowiednika w wielu krajach, w tym w Polsce.





WYTRAWNE AKTYWA

DOMINIK KRYZIA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Niepewność na rynkach finansowych jest jedną z mocniejszych przesłanek skłaniających do poszukiwania nowych sposobów lokowania pieniędzy. Obok najbardziej znanych alternatywnych aktywów inwestycyjnych takich jak kruszce i sztuka, coraz większym zainteresowaniem cieszą się wina jako bezpieczne uzupełnieniem portfela nowoczesnego inwestora. Ta forma lokowania kapitału jest popularna od kilkunastu lat, m.in. w USA, Rosji czy Wielkiej Brytanii, a zainteresowanie nią systematycznie rośnie, tym bardziej, że wyniki finansowe znacznie przekroczyły wcześniejsze oczekiwania.

borze marki lub rocznika kierować się tylko jednym wskaźnikiem; dodatkowo trzeba wiedzieć, jakie wina z upływem lat nabiorą wartości, toteż samodzielne dokonywanie inwestycji tego typu jest niezwykle pracochłonne i wymaga dużej staranności. Konieczne są badania i analizy, aby zrozumieć, co należy kupić i dlaczego, oraz określić, jaka cena zakupu jest rozsądna. Polski inwestor może mieć z tym problemy ze względu na to, że ośrodki produkcji i handlu winem znajdują się poza naszym krajem, a polski rynek usług związanych z inwestycjami w wino dopiero raczkuje. Dodatkową trudnością jest brak polskojęzycznej literatury na ten temat, a anglojęzycznej jest bardzo mało. Dlatego człowiek, który nie zna się na winie, a chce w nie inwestować, powinien postarać się o dobrego doradcę, który dysponuje fachową wiedzą.

Inwestując w wino, nie można zapomnieć o kosztach, jakie należy ponieść. Koszty transakcji na dużych płynnych rynkach, takich jak rynek akcji i obligacji, są bardzo niskie, natomiast na rynku win są wysokie. Za butelkę kupioną na aukcji prowizja zwykle wynosi od 10 do 15% wyliczowanej kwoty. Ponadto dochodzą wydatki związane z ubezpieczeniem, transportem oraz odpowiednim przechowywaniem wina w specjalnie przystosowanych piwnicach. Inwestor kupując wino nie musi go zabierać do domu - może zlecić jego przechowanie firmom dysponującym profesjonalnymi piwnicami. Przykładowo koszty składowania wina w Wielkiej Brytanii wynoszą zwykle od 7 do 10 funtów za butelkę rocznie.

Rynek fizyczny wina nie jest regulowany oraz nie posiada jednolitego systemu informacji, przez co może dochodzić do nadużyć lub manipulacji. Ceny są często ustalane lokalnie. Dlatego przed dokonaniem zakupu należy porównać oferty w kilku miejscach tak, aby dokonać transakcji po najkorzystniejszej cenie. Również przy wyborze winiarni i pośredników dobrze jest zachować ostrożność i należyta staranność. Warto zawsze sprawdzać ich reputację.

Zakup wina to inwestycja długoterminowa, gdzie najkrótszy horyzont inwestycyjny to 5 lat. Jednak aby zmaksymalizować zysk, powinno się czekać do osiągnięcia dojrzałości przez wino, zwykle dla prestiżowych marek jest to od 10 do 20 lat. W tym czasie mogą nastąpić niekorzystne zmiany warunków na rynku wina, co niesie ze sobą spore ryzyko inwestycji, związane choćby ze zmianami kursu walut. Należy pamiętać, że podstawową walutą, w której dokonuje się transakcji na rynku wina, jest funt. Pomimo że wino zyskuje na wartości przez lata, w niektórych przypadkach już w ciągu roku można sporo zarobić.

Płynność rynku wina w porównaniu z rynkami akcji i obligacji jest mała, co może

prowadzić do gwałtownych ruchów cen, jednak do tej pory charakteryzował się on mniejszą zmiennością niż rynek papierów wartościowych. Ta umiarkowana płynność rynku, pomimo że z roku na rok jest coraz wyższa, wyklucza analizę techniczną jako skuteczną metodę prognozowania zmian cen oraz utrudnia uzyskanie satysfakcjonującej stopy zwrotu.

Dużym minusem inwestycji w wino jest brak stałego dochodu z posiadania cennego trunku. Wszystko to sprawia, że eksperci zalecają lokować w wino nie więcej niż 15% kapitału. Polskie prawo zabrania handlu alkoholem bez koncesji, co utrudnia inwestycje tego typu.

Fundamentalne korzyści

Główną zaletą inwestycji alternatywnych, w tym również tych w wino, jest znaczna niezależność od zewnętrznych czynników makroekonomicznych, przez co są one odporne na inflację, wahania stóp procentowych i wszelkie kryzysy, dzięki czemu daje bardzo dobre możliwości dywersyfikacji ryzyka. Przez ostatnie 20 lat wina wykazywały niską korelację z akcjami i obligacjami. Współczynnik korelacji liczony za lata 1987-2006 między WAM Fine Wine Index, odzwierciedlającym zmiany cen na rynku wina, a indeksem FTSE kształtował się na poziomie 0,2. Dla indeksu Dow Jones Industrial i złota wynosił on odpowiednio

0,4 i 0,3. W przypadku indeksu WIG20 korelacja szacowana była na poziomie 0,1.

Dobrze dobrana i wyważona piwnica win powinna dać stopę zwrotu na poziomie 10-15% rocznie. Dotychczas najwyższe zyski przynosiły wina z Bordeaux i Burgundii. Należy pamiętać, że im wcześniej wino zostanie zakupione, tym wyższy zysk może przynieść. Niestety niektóre gatunki win mogą stracić na wartości, choć zdarza się to bardzo rzadko, a jeżeli już, to ceny korygowane są zwykle o parę punktów procentowych. Zmiany cen na rynku dość dobrze odzwierciedla indeks markowych win z renomowanych winnic Liv-ex 100 londyńskiej giełdy win Liv-ex (London International Vintage Exchange). Jego wzrost był imponujący do tego stopnia, że przebił wszystkie znane indeksy akcyjne. Eksperci przewidują kontynuację tego trendu.

Do niedawna ta forma lokowania pieniędzy była zarezerwowana dla wąskiej grupy specjalistów. Jednak sytuacja się zmieniła i obecnie niemal każdy inwestor dysponujący przynajmniej kwotą 500 funtów może sobie na nią pozwolić. Aby stworzyć bardziej zrównoważony portfel, minimalizując tym samym ryzyko, należy zainwestować przynajmniej 5000 funtów.

W odróżnieniu od akcji, wino istnieje w postaci fizycznej, przez co jego cena nie może spaść do zera. A gdy nawet straci na wartości, zawsze można je wypić. Inwestycje w trunki mają też tę zaletę, że można się nimi pochwalić, dodają prestiżu i pozytywnie wpływają na wizerunek inwestora.

Kluczowe determinanty cen

Rynek wina rządzi się specyficznymi prawami, które mają wpływ na zmiany cen poszczególnych produktów. Wycena win zależy w większym stopniu od ich walorów smakowych niż możliwości dalszego wykorzystania. O wyjątkowości smaku decydują takie

czynniki jak sposób uprawy, jakość gleby, wielkość opadów, wahania temperatury oraz nasłonecznienie. Nawet jeden dzień deszczowy może mieć wpływ na finalną jakość trunku. Dlatego warunki klimatyczne odgrywają tutaj kluczową rolę, przez co roczniki młodsze mogą być wartościowsze od starszych. Przy zakupie wina należy również zwrócić uwagę na markę, klasę jakościową, wielkość produkcji, miejsce pochodzenia oraz rocznik. Jednak cena zależy tak naprawdę od subiektywnych czynników, takich jak gusty i trendy kreowane przez znawców. Według ostatnich badań istnieje silna korelacja między wysokimi ocenami wina w skali Roberta Parkera i jego ceną. Jednocześnie, gdy wino osiągnie dojrzałość i pełnię smaku, to zaczyna być intensywniej spożywane, przez co staje się bardziej rzadkie na rynku, co z kolei powoduje presję na wzrost cen. Ponadto sposób przechowywania wpływa na jakość wina, a tym samym na jego cenę.

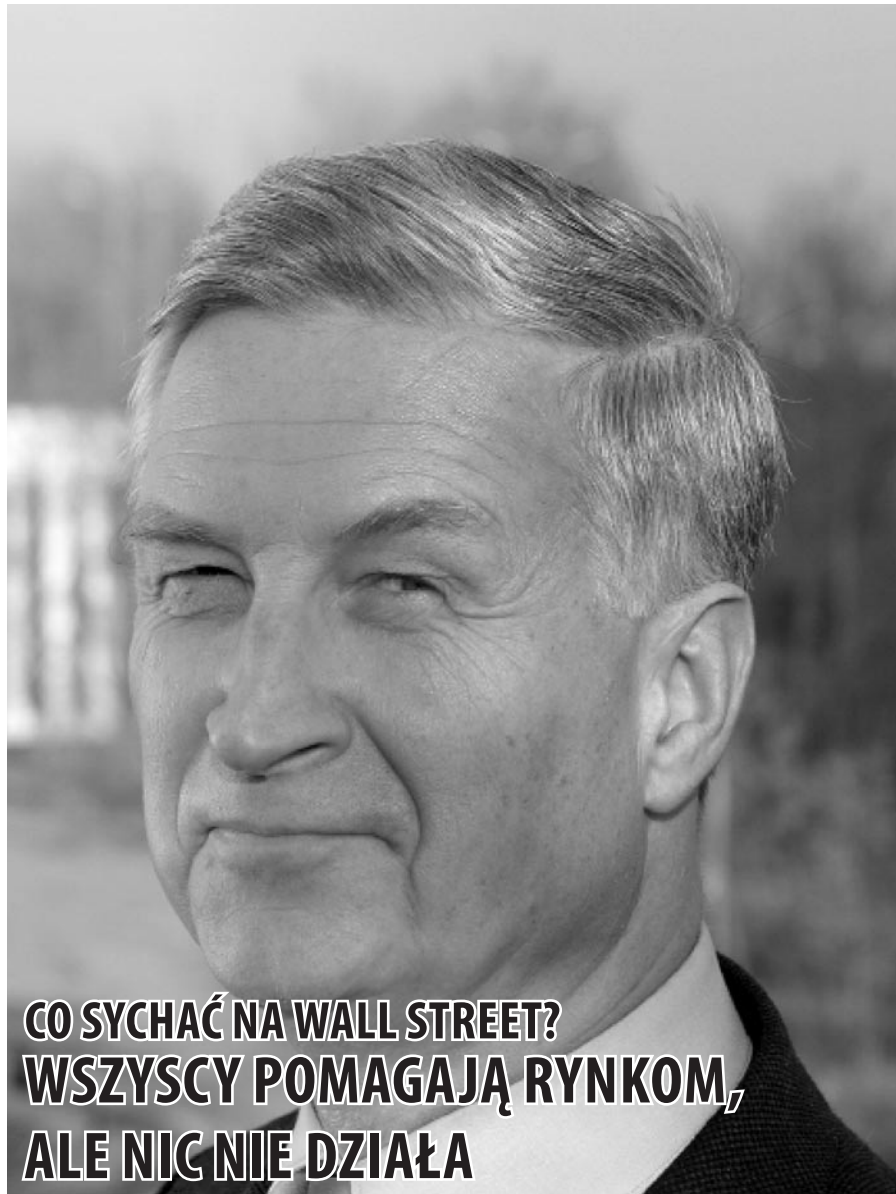
Rynek win charakteryzuje się trwałą strukturalną nierównowagą popytu i podaży. Podaż ograniczona jest ze względu na skończoną liczbę wiodących producentów (w sumie około 75 na świecie), ograniczony areal upraw i limitowaną wydajność z hektara winnicy. Jej wahania zależą w znacznym stopniu od warunków klimatycznych w danym roku. Podaż starych roczników w wyniku ciągłej konsumpcji systematycznie maleje, średnio 2% na rok. Popyt natomiast dynamicznie rośnie. Według ostrożnych szacunków wzrost wynosi 2% rocznie. Generowany jest on głównie przez kraje Europy i Ameryki, a ostatnio również obserwuje się wzmożone zainteresowanie winem ze strony inwestorów chińskich i dalekowschodnich. Wzrasta też popyt na wina niższych klas. Te dwie tendencje stymulują wzrost cen w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Esencja smaku

Wina, w które warto inwestować, to wina francuskie, a szczególnie te z Bordeaux, ponieważ cieszą się one niepodważalną renomą oraz są najlepiej opisane i poznane. Dlatego są najpewniejszą lokatą kapitału. Ciekawą propozycją są również wina włoskie, australijskie czy kalifornijskie. Eksperci zalecają, aby nie inwestować w wina starsze niż czterdziestoletnie, ponieważ one osiągnęły już szczyt cenowy.

Podsumowując, podobnie jak w przypadku pozostałych inwestycji alternatywnych, wina mogą stanowić atrakcyjne uzupełnienie portfela i pomimo wysokich prowizji są coraz częściej postrzegane jako niekonwencjonalne źródło zysków, odznaczające się akceptowalnym poziomem ryzyka. ■





PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

W styczniu indeks S&P 500 dwa razy próbował pokonać poziom 872 pkt., ale za każdym razem test był nieudany i owocował odbiciem w dół. Cały miesiąc zakończył się spadkiem indeksów, co może nieco niepokoić. Co prawda powiedzenie Wall Street „jaki styczeń, taki cały rok” nie zawsze się sprawdza, ale jednak rzeczywiście najczęściej rok się kończy tak, jak i styczeń. W lutym przez długi czas (do ostatniego tygodnia) trend spadkowy był kontynuowany.

Z całą pewnością jednak indeksy wylądowałyby dużo niżej, gdyby nie szykowanie przez administrację USA planu pomocy gospodarce i bankom. W końcu przecież raporty kwartalne spółek były bardzo słabe (na szczęście dla byków sezon intensywniej publikacji się już zakończył). Udało się w końcu przepchnąć plan pomocy na sumę 787 mld USD. Niepokojące było jednak to, że nie udało się uzyskać międzypartyjnego kompro-

misu (dlatego trwało to tak długo, co bardzo niepokoiło rynki). W Izbie Reprezentantów wszyscy Republikanie głosowali przeciw, a w Senacie, gdyby nie pomoc 3 senatorów z Partii Republikańskiej, plan ugrzązłby w Kongresie na dłużej.

Po przyjęciu zmodyfikowanego planu przez Senat na giełdach doszło do przeceny. Nawiasem mówiąc, od początku roku każde zrealizowanie informacji o pomocy rządu/Fedu kończy się przeceną, co jest szczególnie niepokojące. Ta przecena nie byłaby tak spektakularna, gdyby nie to, że rynki czekały również na to, co powie Timothy Geithner, sekretarz skarbu USA. Oczekiwano, że przedstawi on kolejny plan pomocy sektorowi finansowemu (łącznie z ideą „banku złych aktywów”), ale inwestorów spotkał zawód. Owszem, plan ma podobno opiewać na nawet 2.500 mld USD, ale brak w nim było szczegółów (np. cen wykupu złych aktywów i zasady współpracy prywatno-publicznej). Problem jest taki, że jeśli plan jest „w lesie”, a Republikanie postanowili być twardą opo-

zycją, to do jego przyjęcia może minąć wiele tygodni. A tego czasu po prostu brak.

Sytuacja była bardzo poważna. W ostatnim tygodniu lutego indeks S&P 500 miał już tylko parę procent do dna z zeszłego roku. Przelamanie tego poziomu otwierałoby drogę ku 400 pkt. Było o co walczyć. Cała uwaga rynków skupiła się znowu na bankach. Pogłoski o zbliżającej się nacjonalizacji kilku banków w połączeniu z wygasaniem lutowych opcji (duże zaangażowanie grających na spadki) doprowadzały do spadku indeksów. Prawdziwy cios zadał jednak rynkowi Christopher Dodd, szef senackiego Komitetu ds. Bankowości. W wywiadzie dla telewizji Bloomberg powiedział, że być może niektóre banki będą musiały zostać znacjonalizowane na „krótki okres”. Potwierdził tym najgorsze oczekiwania graczy obawiających się, że nacjonalizacja tak mocno zwiększy liczbę akcji, że te obecne na rynku praktycznie stracą wszelką wartość.

To mogło się skończyć tragicznie. Jednak bykom pomógł Ben Bernanke, szef Fed, mimo, że jego słowa nie brzmiały zbyt optymistycznie. Powiedział, że można oczekiwać końca recesji w 2009 roku i wzrostu gospodarczego w 2010 roku, ale tylko wtedy, jeśli działania podejmowane przez administrację, Kongres i Fed przywrócą wcześniej stabilizację w sektorze finansowym. Zwrócono uwagę na to, że nie mówi już o ożywieniu w drugiej połowie roku, a samo ożywienie warunkuje skutecznością pomocy rządu i Fed. Tego wcześniej w wypowiedziach szefa Fed nie było. W drugiej turze (pytania i odpowiedzi) stwierdził, że plan pomocy bankom może zwiększyć ilość akcji w obrocie tylko wtedy, jeśli gospodarka naprawdę poważnie zwolni, a w systemie finansowym powstaną kolejne, poważne straty. Inwestorzy przestali się bać nacjonalizacji i indeksy wzrosły, ale potem znowu powróciły wątpliwości.

Na razie można powiedzieć, że rynkowi nic dotychczas na dłuższy okres nie pomagało. Żadne plany, żadne miliardy dolarów pomocy. To jest zachowanie niezwykle niepokojące. Wydawałoby się prawie pewne, że użyte środki muszą, po prostu muszą, doprowadzić się do obudzenia nadziei, a to z kolei do podniesienia indeksów. Przecież giełda naprawdę często wyprzedza wydarzenia. Tym razem nic takiego się nie działo. Pozostaje postawić pytanie: czy rynek wie (przeczuwa), że niedługo pojawi się coś, co go kompletnie załamie, czy też nadal czeka na przekroczenie przez programy pomocy masy krytycznej, która uruchomi nadzieję, a co za tym idzie poprowadzi indeksy na północ? Ciągłe uważam, że chodzi o ten optymistyczny scenariusz, ale z niecierpliwością czekam na marcowy test siły byków. ■

WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE – ROZWÓJ GOSPODARCZY

PAWEŁ CYMCYK
A-Z FINANSE
MAKLER/ANALITYK

W ostatnim artykule opisałem wskaźniki gospodarcze obrazujące sytuację w skali makro. Znając definicje i interpretacje informacji o PKB, inflacji, stopie procentowej, sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej wiemy, że pozwalają one jednoznacznie stwierdzić, czy gospodarka danego kraju rozwija się, stoi w miejscu czy się kurczy. Oczywiście ostatnia z tych opcji, fachowo nazywana recesją, jest wyjściem najgorszym z możliwych i dlatego każdy kraj stara się jej uniknąć za wszelką cenę. Jak duża może być to cena, doskonale pokazują ostatnie dane o planowanym deficycie budżetowym USA w 2010 roku. Rząd największej gospodarki świata chce zadłużyć się na ponad 1,7 biliona dolarów (1700 miliardów dolarów), po to, aby jak najszybciej pobudzić własną gospodarkę i z aktualnych poważnych problemów przywrócić ją na ścieżkę rozwoju.

Opisane poprzednio wskaźniki wyraźnie pokazują, jak wygląda obecnie sytuacja, co przecież jest konsekwencją przeszłych wydarzeń. Nie pozwalają jednak (poza informacją o sprzedaży i produkcji) na prognozowanie przyszłości, która dla rynków finansowych jest istotniejsza niż przeszłość. Żeby dobrze opisać jak rozwija się gospodarka i jakie może mieć to odzwierciedlenie w bliższym i dalszym okresie dla skali makro warto posłużyć się wskaźnikami rozwoju gospodarczego. Tym tematem zajmimy się w tej części.

ISM

Najpopularniejszym i najszerzej komentowanym wskaźnikiem opisującym stan gospodarki amerykańskiej jest indeks ISM. Wskaźnik publikowany przez Institute for Supply Management (Instytut Zarządzania Podażą) przeprowadza ankietę wśród managerów 370 przedsiębiorstw. Ich odpowiedzi w większości o charakterze tak/nie pozwalają wyliczyć wartość wskaźnika, dla którego graniczną wartością jest liczba 50. Jeżeli ISM jest wyższy od 50, oznacza to rozwój gospodarczy, jeżeli niższy - recesję. Przy omawianiu wskaźnika nie sposób nie poruszyć kwestii konstrukcji indeksu. Na ISM składa się 9 czynników, z czego część opisuje sferę usług i tworzy indeks ISM Services Non-Manufacturing, a część sferę produkcji, co generuje indeks ISM Manufacturing. Te właśnie dane są przewidywane i oczekiwane przez rynek. Informacja o

usługach jest znacznie istotniejsza z uwagi na fakt, że PKB w USA w ponad 75 proc. tworzone jest z wykonywanych usług. Podobnie, choć z mniejszym udziałem procentowym, dotyczy to pozostałych gospodarek rozwiniętych.

Ankieta służąca do wyliczenia indeksu dotyczy 6 sfer działania przedsiębiorstwa: nowych zamówień, produkcji, zatrudnienia, zapasów, ceny i portfela zamówień. Dla każdego z nich tworzony jest osobny subindeks i dopiero one służą do wyznaczenia indeksu produkcyjnego i usługowego ISM. Trzy z tych subwskaźników są dostosowywane sezonowo, co pozwala wykluczyć cykliczne zmiany. Istotne, że graniczna wartość 50 dotyczy wszystkich rodzajów indeksu ISM, co ułatwia interpretację; ale największą wagę przypisuje się tylko informacji o wielkości wskaźnika dla produkcji i usług. Warto zwrócić uwagę również na termin publikacji ISM-produkcja i ISM-usługi. Część produkcyjna jest ogłaszana pierwszego roboczego dnia miesiąca, a dopiero dwa dni później rynki dowiadują się o zmianie w sekcji usługowej. Ponieważ druga publikacja opisuje znacznie dokładniej zmiany zachodzące w gospodarce, jej ogłoszenie oznacza większą nerwowość na rynkach przy jednoczesnych prognozach i nastrojach będących konsekwencją informacji o produkcji.

Tu dochodzimy do pierwszej istotnej różnicy pomiędzy danymi faktycznymi, jakimi były informacje ze strefy makro, a indeksami ISM. Ponieważ tworzone są one z ankiet, ich nieodłącznym elementem są emocje i nastroje. To szybko zmieniające się czynniki, przez co niemierzalne, więc nie możemy mówić o obiektywnych prognozach przyszłego rozwoju. Co najwyżej mamy obraz aktualnych nastrojów odnośnie przewidywań przyszłej sytuacji.

PMI

Wskaźnik ISM opisywał rozwój gospodarki amerykańskiej. Analogiczną funkcję dla Europy pełni indeks PMI (choć jest wyznaczany również dla USA). Wskaźnik opisuje aktywność gospodarczą w sektorze wytwórczym i jest publikowany przez agencję Reuters. Agencja przeprowadza ankietę wśród managerów ds. zakupów w firmach i podobnie jak w ankiecie ISM pyta o nowe zamówienia, produkcję, zatrudnienia, wielkość zapasów, cenę i portfel zamówień. Jak łatwo można się domyślić, również PMI występuje w odmianie usługowej i produkcyjnej. PMI

Services (usługi) oraz PMI Manufacturing (produkcja) to dane opisujące aktualny rozwój gospodarczy w badanym kraju lub strefie gospodarczej. Należy wspomnieć, że PMI jest tworzony osobno dla każdego kraju europejskiego, a metodologia obliczania indeksu jest różna dla różnych krajów, aby najdokładniej oddawać lokalną sytuację gospodarczą. Publikowane są jednak również wskaźniki PMI obejmujące całą strefę euro lub Unię Europejską. Ponieważ idea wskaźnika PMI jest zbliżona do ISM, również i w tym przypadku strefę rozwoju od recesji oddziela wartość 50. Im niżej jest indeks, tym większe problemy ma gospodarka, a wyższe wartości odbierane są jako okresy prosperity.

Wskaźnik PMI ma analogiczne wady jak ISM. Głównym problemem są tu nastroje, co doskonale można zaobserwować, analizując wartości, jakie PMI prezentował w przeszłości i obecnie. Najwyższy odczyt PMI-usługi dla strefy euro wskaźnik zanotował w kwietniu 2000 roku (62 pkt.), a więc tuż przed pęknięciem bańki internetowej i okresem 12-miesięcznej recesji. Po tych wydarzeniach dopiero w trzecim kwartale 2003 indeksowi udało się wyjść powyżej granicę 50 pkt. Wtedy gospodarki europejskie wkraczały już w okres najszybszego rozwoju od kilkunastu lat. Obecnie indeks znajduje się na swoich historycznych minimach (w lutym 2009 odczyt to zaledwie 38 pkt.) i od maja 2008 roku konsekwentnie wskazuje na recesję w krajach wspólnej waluty. Jeżeli przyjąć analogię do poprzednich okresów, można zatem przewidywać, że tak złe oczekiwania to zapowiedź rychłej poprawy sytuacji gospodarczej. W sumie setki miliardów dolarów pompowanych w gospodarki krajów na całym świecie ostatecznie muszą wywołać jakiś impuls. Pytanie, które wszyscy sobie w tym momencie zadają to czy będzie to trwała tendencja, czy tylko chwilowa poprawa.

NY Empire State / Philadelphia Index

Nie wszystkie wskaźniki rozwoju opisują całe gospodarki. Znacznie więcej indeksów koncentruje się na mniejszych regionach. Do tego grona można zaliczyć indeksy NY Empire State i Philadelphia Index. Oba mierzą aktywność gospodarczą sektora wytwórczego w wybranych regionach USA. Oprócz nich istnieje cały szereg indeksów opisujących gospodarkę poszczególnych stanów lub miast, ale rynki finansowe największe znaczenie przypisują tym wskaźnikom, które posiadają dwa istotne czynniki. Po pierwsze obliczane są podobnie do indeksów krajowych, co gwarantuje poprawną metodologię. Po drugie muszą mieć dużą wartość prognostyczną, czyli wykazywać dużą korelację z głównym indeksem rozwoju (ISM). Dla przykładu

Philadelphia Index, mimo że mierzy zmiany gospodarcze tylko w trzech stanach (Pennsylvania, New Jersey i Delaware), posiada historyczną zbieżność z ogólnym ISM rzędu 78 procent. Indeks NY Empire State to z kolei ankieta przeprowadzana wśród 175 szefów firm ze stanu New York, w której oceniają oni perspektywy biznesu w najbliższych 6 miesiącach. Jest on również dobrym prognostykiem rozwoju dla całego kraju. Za obliczanie wartości tych indeksów odpowiedzialne są regionalne oddziały Banku Rezerwy Federalnej, co uwiarygodnia odczyty. Rozwój gospodarki charakteryzuje się wartościami powyżej zera, a ujemne liczby sugerują kurczenie się gospodarki.

Chicago PMI

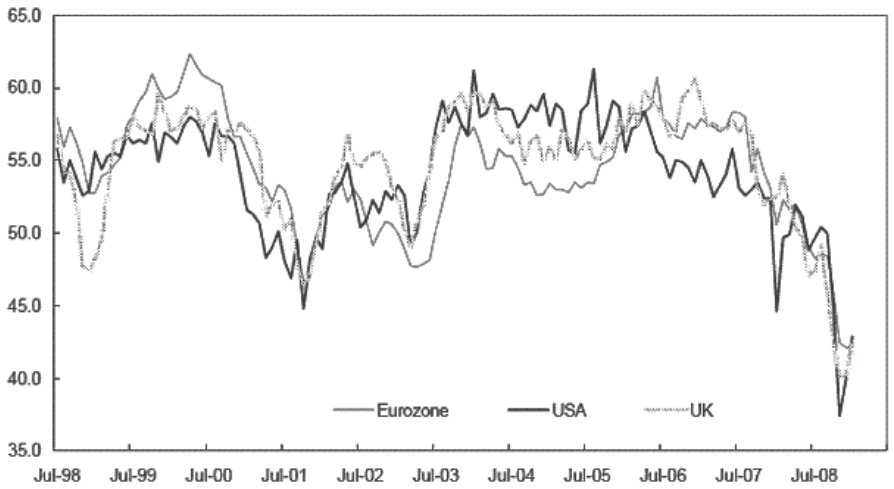
Na szczególną uwagę zasługuje regionalny wskaźnik Chicago PMI. Podobnie jak indeksy NY czy Philadelphia, koncentruje się on na wybranym regionie i obrazuje aktywność sektora wytwórczego okręgu Chicago. Ten indeks jest jednym z najważniejszych regionalnych wskaźników, ponieważ wykazuje aż w 91-procentową korelację z indeksem ISM. Dzięki temu, że jest publikowany 1-3 dni przed ISM stanowi znakomite źródło informacji o przyszłym najważniejszym odczycie. Jak uzyskano tak dużą historyczną zależność? Chicago PMI ma konstrukcję podobną do ISM, a wartością oddzielającą rozwój od recesji jest również 50. (INFOGRAFIKA4)

Podsumowanie

Opisane powyżej wskaźniki gospodarcze uznaje się za wyznaczniki przyszłego rozwoju gospodarczego. Dzięki comiesięcznej publikacji i bieżącym ankietom wskaźniki pozbawione są wad historyczności odczytu, jak ma to miejsce w przypadku wskaźników strefy makro. Zamiast tego pojawia się inny negatywnie wpływający element – nastroje. Ten czynnik praktycznie uniemożliwia określenie indeksów jako całkowicie obiektywnych, ponieważ powtórzenie badania nawet na tej samej grupie managerów nie da identycznego wyniku. Mimo to zarówno ISM jak i PMI to indeksy cieszące się szerokim zainteresowaniem i są uznawane za dobrze odzwierciedlające aktualny stan gospodarczy i najbliższe perspektywy.

Wnioski z nich płynące są znacznie dokładniejsze i wiarygodne, jeżeli możemy połączyć je z wskaźnikami opisującymi sytuację na rynku pracy. Nimi zajmę się już w kolejnym numerze. ■

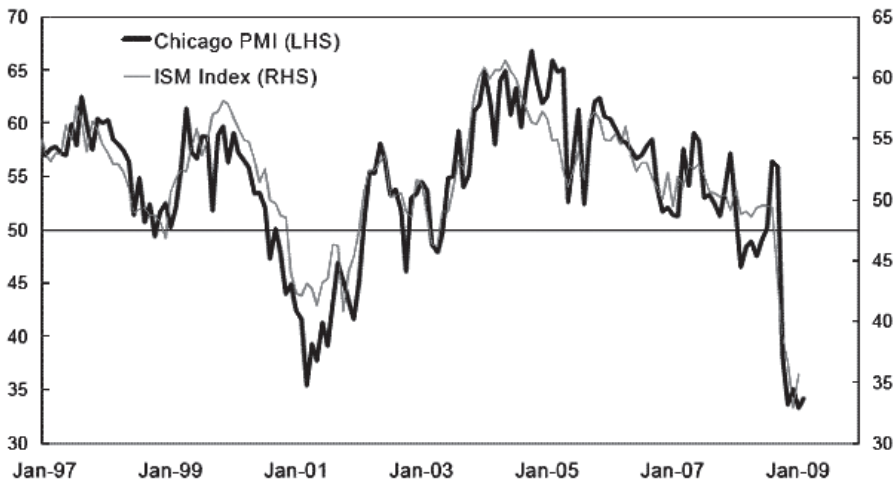
Wskaźnik makroekonomiczny	Definicja
ISM Indeks	(ang. ISM = Institute for Supply Management) mierzy aktywność w amerykańskim sektorze przedsiębiorstw przemysłowych
PMI	(ang. PMI = Purchasing Managers Index) indeks aktywności gospodarczej w sektorze wytwórczym; europejski odpowiednik amerykańskiego ISM
NY Empire State/Philadelphia Index	mierzą aktywność sektora wytwórczego w wybranych rejonach kraju
Chicago PMI	wskaźnik obrazuje aktywność sektora wytwórczego okręgu Chicago, jeden z najważniejszych regionalnych wskaźników PMI, który pomaga w prognozach indeksu ISM



IKONOGRAFIKA 2 - INDEKS PMI-USŁUGI DLA STREFY EURO, WIELKIEJ BRYTANII I USA

	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan
Composite	50	44.6	37.4	40.1	42.9
Activity	51.5	44.5	33.3	38.9	44.2
Orders	50.6	44.3	35.6	38.9	41.6
Backlog	46.5	44.0	39.5	42.5	37.5
Export Orders	50.5	50.0	34.5	39.5	39.0
Employment	44.2	41.7	31.1	34.5	34.4
Inventory chg	45.5	48.0	46.0	49.0	41.5
Inv Sentiment	62.5	67.5	65.0	65.5	62.5
Prices Paid	70.6	53.3	37.0	36.1	42.5
Supp Deliv	53.5	48.0	49.5	48.0	51.5

IKONOGRAFIKA 3 - INDEKS ISM-USŁUGI (COMPOSITE) I JEGO POSZCZEGÓLNE SKŁADNIKI



IKONOGRAFIKA 4 - INDEKS ISM ORAZ DOBRZE PRZEWIDUJĄCY GO INDEKS CHICAGO PMI



OCENA BRANŻY W PROCESIE ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Szanowny Czytelniku, w poniższym artykule omówione zostaną niektóre aspekty analizy branżowej. Niestety jest ona dla małych inwestorów trudno dostępną sztuką. Aby dokładnie zbadać sytuację branży, należałoby zebrać wszystkie dane finansowe od przedsiębiorstw danego sektora, dokonać ich analizy i na podstawie metod prognostycznych obliczyć prawdopodobne kształtowanie się przychodów, różnych kategorii kosztów i zysków w określonym segmencie rynku – wiąże się to z bardzo dużymi kosztami. Stąd dostęp do takich informacji ma niewielu inwestorów. Mimo wszystko jest sens zapoznawania się z narzędziami analizy otoczenia konkurencyjnego, które mogą w tym przypadku (inwestora z niewielkim kapitałem) posłużyć jako zmienne jakościowe. Gdy dojdzie do zmiany jednej z nich na gorsze (na przykład regulacji prawnych), oczywistym będzie wzrost ryzyka działalności (gorsze prawo to większe ryzyko i/lub niepewność dla działalności firm), pociągający za sobą spadek wartości akcji. Z takim założeniem zapraszam do zapoznania się z najważniejszymi narzędziami analizy branży (otoczenia konkurencyjnego).

Mistrz Porter...

Najpopularniejszą formą analizy otoczenia konkurencyjnego jest analiza „pięciu sił” stworzona przez Michaela Portera. Rozpatruje ona atrakcyjność inwestycyjną sektora w pięciu wymiarach:

- 1) Siły oddziaływania dostawców i możliwości wywierania przez nich presji na przedsiębiorstwa sektora
- 2) Siły oddziaływania nabywców i możliwości wywierania przez nich presji na przedsiębiorstwa sektora
- 3) Natężenia walki konkurencyjnej wewnątrz sektora
- 4) Groźby pojawienia się nowych producentów
- 5) Groźby pojawienia się substytutów

Relacje przedsiębiorstwa i środowiska, w jakim funkcjonuje można żartobliwie porównać do związku dwojga ludzi („firmy”) i ich relacji ze środowiskiem, w jakim żyją („otoczenia”).

Groźba pojawienia się nowego producenta to groźba wprowadzenia na rynek nowych produktów – towarów o bardzo podobnych cechach użytkowych, różniących się pod względem jakości, znaku firmowego, czy wyglądu.

Groźba pojawienia się substytutu to zagro-

żenie ze strony produktu zastępczego, który zaspokaja podobne potrzeby klientów, i spełnia podobne funkcje użytkowe (aczkolwiek może mieć znacznie szersze zastosowanie), ale w sensie technologicznym jest zupełnie innym wyrobem – np. substytutem notatnika jest netbook, lub laptop – można zapisywać w nich różne uwagi, robić notatki, ale jednocześnie spełniają one znacznie więcej funkcji.

W przypadku przytoczonej powyżej metafory związku groźba pojawienia się nowych produktów to ryzyko, że poznane zostaną nowe osoby, które mogą drastycznie wpłynąć na skład związku, względnie jego liczebność (niekoniecznie za zgodą obu stron). Nasza sympatyczna para może również ucieść z powodu substytutów – szczególnym zagrożeniem może stać się zwłaszcza mama jednego z partnerów – dla drugiej osoby w związku będzie to oczywiście (potencjalna) teściowa, która wszakże „w sensie technologicznym jest zupełnie innym produktem”, ale może spełniać niektóre z funkcji drugiej osoby w związku.

Zagrożenie ze strony nowych wyrobów, czy dóbr zastępczych zależy od trzech czynników:

- 1) Atrakcyjności sektora
- 2) Barrier wejścia/ wyjścia
- 3) Możliwości represji ze strony producentów sektora

Im sektor jest atrakcyjniejszy – w znaczeniu wzrostu sprzedaży, rentowności, czy wielkości mierzonej ilością sprzedanych towarów (ostatni wskaźnik jest „odporny” na wysokość inflacji – nie bierze jej pod uwagę), tym więcej firm chce do niego wejść. Im wyższe przeszkody we wchodzeniu do branży – jak choćby konieczność poniesienia znacznych nakładów początkowych (na maszyny, zakup technologii, czy promocję nowej marki) oraz bariery wyjścia (niski koszt zakończenia działalności), tym większa kolejka chętnych do rozpoczęcia działalności na danym rynku.

Wreszcie, jeżeli przedsiębiorstwa już obecne w sektorze dysponują dużym arsenałem broni do wojny z konkurentami (jak choćby walka cenowa, silny lobbying polityczny, niskie koszty jednostkowe wyrobu), zniechęcają przez to do wchodzenia na dany rynek.

Przydatnym narzędziem w ocenie sektora jest wyznaczenie fazy cyklu życia, w jakim się znajduje. Koncepcja cyklu życia sektora inspirowana jest cyklem życia człowieka. Dzieli się ją na cztery fazy: narodziny, rozwój, dojrzałość i starzenie się, przyporządkowując każdej z faz określone kryteria oceny: stopy i możliwości wzrostu sektora, liczebność i strukturę konkurencji, technologie obecnie w branży i dostęp do sektora. Gałęzie przemysłu lub usług znajdujące się w jednej z dwóch pierwszych faz

charakteryzują się dużym potencjałem wzrostu, a sektor rozwijający się dodatkowo osiąga już wysoką stopę wzrostu, z czego oczywiście cieszą się inwestorzy. Branże w fazie starzenia się nie są atrakcyjne dla alokacji kapitału, ale należy pamiętać, że otoczenie konkurencyjne funkcjonuje w szerszym otoczeniu zewnętrznym, które może mieć wpływ na odrodzenie się sektora („życie po życiu”). Otoczenie zewnętrzne analizowane jest w pięciu wymiarach:

- 1) prawnopolitycznym (np. zmiana systemu politycznego na kapitalistyczny pobudziła wiele gałęzi przemysłu gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, które wykazywały cechy charakterystyczne dla sektorów starzejących się);
- 2) międzynarodowym
- 3) ekonomicznym
- 4) technologicznym (przełomy technologiczne mogą znacznie poprawiać wyniki sektora, jak choćby komputeryzacja przedsiębiorstw, przynosząca niekiedy znaczne oszczędności)
- 5) socjokulturowym (przykładowym sektorem, który może nagle „odmłodnieć”, jest świat mody z charakterystyczną dla niego zmiennością popytu i wpływem projektantów na gusta klientów)

Dwie ostatnie „siły” z modelu Portera to segmenty dostawców i nabywców. Idealną sytuacją dla firmy jest struktura wielu małych dostawców i nabywców, co nie pozwala na wywieranie presji na przedsiębiorstwo. Pozycję dostawców może ugruntować duży udział w kosztach firmy, lub w tworzeniu jakości wyrobu finalnego – taki dostawca jest wówczas kluczowym partnerem i posiada możliwość wpływania na swojego klienta. Inną ważną kwestią jest pozycja monopolistyczna danego dostawcy lub odbiorcy. Jeżeli z racji posiadanych patentów, zezwoleń czy know-how dostawca jest monopolistą na rynku, będzie bardzo trudno negocjować z nim korzystniejsze warunki umów. Nawet jeżeli ostatecznie pojawią się konkurenci, koszt zmiany dostawcy będzie bardzo duży.

...i inni

Istnieje wiele innych narzędzi analizy strategicznej. Podejście Portera jest popularne ze względu na swoją logikę i prostotę. Wymienię poniżej kilka ważnych rodzajów analiz wraz z kilkudziesięciu podsumowaniem. W celu poszerzenia wiedzy o nich, polecam książkę G. Gierszewskiej i M. Romanowskiej „Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”

W celu wyznaczenia granicy rozwoju firmy stawia się pytanie, jaki jest potencjał glo-

balizacyjny przedsiębiorstwa – czy jest ono w stanie rozwinąć się z małego podmiotu rynku lokalnego w międzynarodową korporację. Istnieje kilka grup czynników pomagających przewidzieć, czy dana branża może mieć globalny charakter. Pierwszą grupą są czynniki rynkowe, gdzie bierze się pod uwagę klientów, możliwość umiędzynarodowienia marketingu i dystrybucję. Ponadto bardzo ważne jest, aby określić koszty globalizacji – ile należy zainwestować, by działać efektywnie na dużą skalę. Istotną rolę w procesie wchodzenia na nowe rynki odgrywa także państwo. Może ono wiele rzeczy ułatwić umiejętnie prowadzoną polityką rządu (jak choćby przez dobór barier celnych, subwencji, stabilizację prawa, etc.). Nie sposób także zapomnieć o sprawdzeniu, jak radzą sobie nasi potencjalni rywale, którzy już weszli na rynek światowy.

Dopełnieniem analizy konkurencji jest wyznaczenie mapy grup strategicznych. Pokazują one, które firmy stosują podobną strategię rozwoju, wskazując tym samym na właściwych konkurentów. Przykładem jest rynek samochodowy – trudno powiedzieć o markach Rolls-Royce i Daewoo, że konkurują ze sobą, choć operują na jednym rynku. Tym, co czyni różnicę jest strategia, jaką stosują w swojej działalności. Na jednym rynku może w ogóle nie być grup strategicznych, albo istnieć ich nawet kilka. W tym drugim przypadku wyznacza się bariery mobilności wewnętrznej, które informują o łatwości przechodzenia firmy z jednej części rynku do drugiej. Przykładowo przedsiębiorstwa piłkarskie – kluby łatwo mogą przemieścić się o klasę niżej (praktycznie brak barier), ale w drugą stronę już nie – awans o klasę wyżej jest rzeczą o wiele trudniejszą. Jest to przykład bariery asymetrycznej.

Podsumowanie

Analiza „pięciu sił” Portera skupia się na takich aspektach otoczenia konkurencyjnego, jak: dostawcy, nabywcy, konkurencja wewnątrz sektora, potencjalni nowi producenci i produkty. Szczególnie przydatne w tej analizie jest określenie fazy cyklu życia sektora, która mierzy atrakcyjność inwestowania w daną gałąź. Z racji kontrowersji co do tego, że różne czynniki mogą wpłynąć na fazę cyklu życia, włącznie z powrotem do fazy rozwoju, proponuję oceniać branże również w przestrzeni pięciu wymiarów szerszego otoczenia zewnętrznego (prawno-politycznego, międzynarodowego, ekonomicznego, technologicznego, socjokulturowego). Do analizy sektorowej służą także inne narzędzia, jak mapa grup strategicznych, czy potencjał globalizacyjny. Mimo tego, że brak danych finansowych implikuje niekompletność oceny, warto poznać choćby relacje między różnymi czynnikami w ujęciu jakościowym. ■



Akademia Giełdowa to cykl cotygodniowych spotkań poświęconych tematyce inwestowania na rynkach kapitałowych organizowany przez Studenckie Koło Naukowe Klub Inwestora już po raz piąty. Wykłady i warsztaty będą odbywać się w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie w dniach 26 marca - 14 maja 2009 r.

W tym roku tematem przewodnim projektu będzie inwestowanie w dobie kryzysu finansowego. O początkach kryzysu, sposobach radzenia sobie na rynkach kapitałowych, walutowych i surowcowych opowiedzą najwybitniejsi polscy specjaliści – pracownicy domów maklerskich, firm doradztwa inwestycyjnego oraz banków. Wzorem ubiegłych edycji, prelegenci podzielą się z uczestnikami nie tylko teoretyczną wiedzą, ale i swoimi doświadczeniami. Wśród naszych zeszłorocznych wykładowców wymienić należy tak znanych i utytułowanych analityków jak Piotr Kuczyński czy Marek Zuber.

Akademia Giełdowa będzie się odbywać się w dniach 26.03.-14.05.2009 na terenie SGH, w formie cotygodniowych spotkań. Ze względu na olbrzymie zainteresowanie bezpłatnym kursem i ograniczoną liczbą miejsc (350 osób), do zakwalifikowania się konieczne będzie rozwiązanie krótkiego testu online, sprawdzającego podstawową wiedzę o rynkach finansowych.

Tegoroczna edycja składa się z dwóch etapów. W pierwszym etapie odbędzie się 5 wykładów, zakończonych egzaminem. Na podstawie wyników tego egzaminu organizatorzy wyłonią grupę najlepszych, którzy zostaną zaproszeni do wzięcia udziału w drugim etapie – warsztatach case study, które poprowa-

dzi firma Ernst&Young.

Zachęcamy do wzięcia udziału w Akademii Giełdowej osoby, zainteresowane tematyką giełdową oraz posiadające podstawową wiedzę o giełdzie i inwestowaniu. Udział będzie dla nich okazją do poszerzenia wiedzy i zdobycia nowych umiejętności podczas warsztatów, prowadzonych przez wybitnych specjalistów. Dla najlepszych uczestników Akademii przewidziane są nagrody, w tym płatne praktyki.

Udział w Akademii Giełdowej jest bezpłatny. ■

Informacje o Akademii Giełdowej oraz rejestracja już wkrótce na stronie: <http://www.inwestor.edu.pl/akademiagieldowa/zapisy.php>



PETER L. BERNSTEIN „PRZECIW BOGOM. NIEZWYKŁE DZIEJE RYZYKA” PRZYPADEK - MIARA NASZEJ IGNORANCJI?

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Książka Petera L. Bernsteina przedstawia ewolucję pojęcia ryzyka w świadomości ludzi na przestrzeni wieków.

Lektura „Przeciw bogom...” uświadamia czytelnikowi, że próby pomiaru ryzyka są dziedziną bardzo młodą. Przez wiele wieków sądzono, że istota ludzka jest jedynie pionkiem w rękach losu. Jednakże próba kwantyfikacji ryzyka uświadomiła człowiekowi, że jego przyszłość zależy także od jego decyzji. „Przeciw bogom...” opisuje podwaliny takich dziedzin nauki, jak statystyka i teoria gier, które na początku traktowano bardzo nieufnie. Warto

zauważyć, że stanowią one podwaliny współczesnych finansów.

„Przeciw bogom” przybliża sylwetki takich naukowców jak Bernoulli, Pascal, Bayes, Gauss, Markowitz czy von Neumann nie tylko przez pryzmat ich badań, lecz także w kontekście czasów, w których żyli. Jest to szczególnie interesujące, gdyż wielu z nich prezentowało innowacyjny, jak na swoje czasy, sposób myślenia, przez co zazwyczaj spotykali się oni z niezrozumieniem w czasach im współczesnych.

Autor nie stroni od ciekawostek. Z książki Petera L. Bernsteina możemy się dowiedzieć m.in. kto nazywał siebie „człowiekiem ze zwiniętym mózgiem”, kto był zażartym wrogiem Keynesa we współczesnym mu środowisku akademickim oraz dlaczego hołdowanie własnemu ego często kłóci się z racjonalnością.

WIESŁAW DĘBSKI „RYNEK FINANSOWY I JEGO MECHANIZMY”

WZMACNIANIE FUNDAMENTÓW RECEPTA NA TRUDNE CZASY

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

O tym, że sytuacja na rynku jest obecnie bardzo wymagająca wie już chyba każdy. Podczas kryzysu rynek oczyszcza się z przedsiębiorstw, które mają niezdrowe „fundamenty”. Trzeba jednak przypomnieć, że nie tylko z nich. Z rynku znikają również inwestorzy, którzy nie są w stanie przetrwać w trudnych warunkach. Na wymagającym rynku dużo trudniej o imponujące stopy zwrotu. Warto

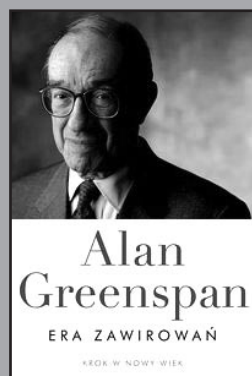
zwiększyć swoje szanse na sukces zdobywając dodatkową wiedzę.

Książka Wiesława Dębskiego jest bardzo dobrym wprowadzeniem w świat rynków finansowych dla osób, które dopiero zaczynają inwestować. Jej ogromną zaletą jest to, że jest napisana prostym językiem, dzięki czemu nawet osoba bez przygotowania ekonomicznego spokojnie poradzi sobie z przyswojeniem zaprezentowanych treści. Kolejnym niezaprzeczalnym atutem jest to, że opisane w niej zostały różnorodne zagadnienia – od podstaw funkcjonowania GPW, poprzez wprowadzenie do kontraktów terminowych, a na analizie portfelowej kończąc.

Czy jest to w takim razie idealna pozycja bibliograficzna? Niestety nie. Otóż, naturalną konsekwencją tego, że książka porusza wiele zagadnień jest to, że żadnego nie prezentuje bardzo szczegółowo. Nie można jednak

podchodzić do niej jak do swego rodzaju „biblii finansisty”, której opanowanie daje szeroką wiedzę ze wszystkich dziedzin. Jeżeli jednak założymy, że naszym celem jest opanowanie podstaw funkcjonowania rynków różnych instrumentów finansowych, a dopiero w dalszej kolejności planujemy specjalizować się w którymś z nich, to „Rynek finansowy i jego mechanizmy” jest dobrym wyborem.

Wiedza jest dla inwestorów tym, czym wskaźniki fundamentalne dla spółek. A w czasach kryzysu „zdrowe fundamenty” są wyjątkowo ważne. ■



etapach swojego życia, ciekawych epizodach i decydujących momentach w karierze. Z publikacji dowiemy się, jak szef FED walczył z kryzysem po zamachach z 11 września, mierzył się z wielkim upadkiem funduszu LTCM, czy stawiał czoło bessie milenijnej. Przez wiele lat funkcjonowania na jednym z najważniejszych stanowisk rządowych w USA, Alan Greenspan oddziaływał na świat jak nikt inny dotąd. Stał się wielkim autorytetem, którego słuchali wszyscy analitycy i doradcy. W „Erze Zawirowań” autor dzieli się swoim wielkim doświadczeniem, pokazuje problemy gospodarek światowych oraz wskazuje na największe zagrożenia dla ludzkości. W książce znajdują się również części poświęcone Chinom, Indiom oraz Rosji, czyli największym konkurentom USA.

Bardzo istotnym uzupełnieniem publikacji jest cześć zawierająca zdjęcia z życia prywatnego

watnego i politycznego autora. Kilka komiksów i wiele zdjęć ukazuje Greenspana w przeróżnych sytuacjach: od spotkań z prezydentem G.W. Bushem, B. Clintonem, po zdjęcia z przekazania obowiązków szefa FED.

Duża dawka polityki zmieszanej z ekonomią oraz światem finansów, przeplatane ciekawymi wątkami z życia Greenspana, składają się na bogato opisany świat wielkiego człowieka, jakim bez wątpienia jest autor. ■

MYRON SCHOLES – NOBLISTA Z EKONOMII WSPÓŁTWÓRCĄ SPEKTAKULARNEGO UPADKU LTCM

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GMAIL.COM

Myron Scholes jest laureatem Nagrody Nobla z ekonomii, którą otrzymał wspólnie z Robertem C. Mertonem w 1997 roku. W 1994 roku zainwestował wszystkie swoje pieniądze w stworzenie nowatorskiego funduszu hedgingowego Long Term Capital Management, który po paru latach znakomitych wyników zbankrutował w 1998 roku, przechodząc do historii i po raz kolejny wysuwając sylwetkę Scholesa na pierwszy plan ekonomicznych wydarzeń.

Początki kariery ekonomicznego geniusza

Myron Scholes urodził się 1 lipca 1941 roku w Timins w Ontario. Jego rodzina przeprowadziła się do Kanady w czasie Wielkiego Kryzysu. Region Timins słynął z wydobywania złota i zapewniał ojcu przyszłego ekonomisty, dentyście, klientelę. Z kolei matka Scholesa wraz ze swoim wujem prowadziła sieć sklepów spożywczych w Timins i jego okolicach. Po śmierci wuja matka zrezygnowała z aktywnej pracy i poświęciła się wychowywaniu dwóch synów.

W 1951 roku rodzina Scholesów przeprowadziła się na południe, do Hamilton. Myron Scholes był w szkole dobrym uczniem, a jego rodzice wspierali ekonomiczne zainteresowania syna. Pomagał wujowi w biznesie wydawniczym, a kiedy był w liceum, rodzice przekonali go do założenia rachunku maklerskiego. Już w szkole był skarbnikiem przeróżnych klubów; zaangażował się nawet w hazard, by poznać tajniki prawdopodobieństwa i ryzyka.

Po 16 urodzinach w życiu Myrona pojawiła się zła passa. Jego matka zmarła na raka, a u niego samego odkryto poważne problemy ze wzrokiem. Myron nie był w stanie czytać przez dłuższy czas i z konieczności rozwinął u siebie silnie umiejętności słuchania i abstrakcyjnego myślenia, co przydało mu się później w karierze akademickiej. Dopiero operacja transplantacji rogówki w wieku 26 lat poprawiła możliwości widzenia naukowca.

W 1962 roku Myron Scholes zdobył tytuł licencjata ekonomii na McMaster University. Młody ekonomista kontynuował edukację na Uniwersytecie Chicago, gdzie w 1964 roku obronił tytuł MBA. Jeszcze podczas pierwszego roku studiów na uniwersytecie w Chicago Myron Scholes rozważał powrót w rodzinne strony i współpracę przy rozwoju biznesu wuja. Jednak nauka i akademicki klimat wciągnęły go tak bardzo, że zmienił

zdanie. Podczas studiów w Chicago pracował jako programista i świat komputerów zafascynował go na tyle, że o mało nie został w tej branży – tym bardziej, że odnosił w niej znaczne sukcesy. Jednak w Chicago nie było dobrych możliwości poszerzania wiedzy z tej dziedziny, a profesor Myrona Scholesa, Merton Miller, zaproponował mu pisanie doktoratu, który ekonomista obronił w 1969 roku.

Akademicka kariera i Nagroda Nobla

W 1968 roku, tuż przed ukończeniem studiów doktoranckich, Myron Scholes zaczął uczyć na MIT Sloan School of Management. Tam poznał Fischera Blacka i Roberta Mertona, wraz z którymi stworzył słynny model wyceny opcji, nazwany później modelem Blacka-Scholesa. Pięć lat później przeniósł się z powrotem do rodzimego uniwersytetu w Chicago, gdzie mógł na bieżąco współpracować z Blackiem i Millerem. Dopiero w 1981 roku dokonał kolejnej zmiany uniwersytetu – tym razem na Stanford, gdzie przebywał do przejścia na emeryturę w 1996 roku.

Od 1990 roku Scholes bezpośrednio zaangażował się w pracę na rynkach finansowych. Pracował w Salomon Brothers, początkowo jako konsultant, potem już jako dyrektor zarządzający.

W 1997 roku Myron Scholes i Robert Merton zostali uhonorowani Nagrodą Nobla w dziedzinie ekonomii za stworzenie nowej metody do wyznaczania wartości instrumentów pochodnych. Podczas gdy model Blacka-Scholesa koncentrował się na wycenie opcji, Robert Merton rozwinął prace umożliwiające szersze zastosowanie tego modelu. Fischer Black, który był współautorem słynnych równań, zmarł w 1995 roku, dlatego nie mógł zostać odznaczony nagrodą - kapituła nie przyznaje jej pośmiertnie.

Krótką historia Long Term Capital Management

W 1994 roku Myron Scholes razem z paroma kolegami założył fundusz hedgingowy, który nazwali Long Term Capital Management. Początkowy kapitał funduszu był równy miliardowi dolarów, a w pierwszych latach roczna stopa zwrotu oscylowała wokół 40%. Fundusz zatrudniający specjalistów z banku Salomon Brothers i naukowców wykorzystywał w inwestycjach skomplikowane modele matematyczne i procesy arbitrażu, handlując głównie na rynku obligacji amerykańskich, japońskich i europejskich.

Niestety dobra passa skończyła się wraz z nadejściem kryzysu azjatyckiego w 1997 roku i kryzysu w Rosji. W 1998 roku fundusz stracił 4, 6 miliarda dolarów w mniej niż cztery miesiące na skutek niekorzystnego otoczenia rynkowego. LTCM i jego założycieli pogrążyło stosowanie dużej dźwigni i znaczące zaangażowanie w obligacje skarbowe Rosji, która w sierpniu 1998 roku ogłosiła zawieszenie spłaty zobowiązań i dewaluację rubla. Formalnie fundusz zakończył swoją działalność dopiero w 2000 roku, kiedy też wszyscy jego wierzyciele zostali spłaćeni. Jego historia pokazuje, jak bardzo nieprzewidywalne są rynki finansowe - nawet geniusz noblistów nie jest w stanie wygrać z rynkiem.

Dzisiaj Myron Scholes jest prezesem Platinum Grove Asset Management. Jest to fundusz hedgingowy, który ekonomista założył wspólnie z byłym partnerem LTCM, Chi-fu Huang. Początkowo fundusz odnosił duże sukcesy, chociaż nie tak spektakularne, jak kiedyś LTCM; od czasu kryzysu nie osiąga pozytywnej stopy zwrotu. Prywatnie Myron Scholes jest żonaty i ma dwie córki. W wolnych chwilach lubi grać w golfa i jeździć na nartach. ■



Książki można nabyć w księgarni internetowej Maklerska.pl

SZWEDZKA GWIAZDA W STODOLE

Już 22 kwietnia w warszawskiej „Stodole” odbędzie się koncert jednej z największych gwiazd szwedzkiej i europejskiej sceny muzycznej – wystąpi Per Gessle z zespołu Roxette.

PIOTR NIEWIADOMSKI, EMI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Niemal każda osoba interesująca się muzyką zna takie utwory jak „It must have been love” czy „Listen to your heart”. Do dziś są to znaki firmowe szwedzkiego duetu Roxette, który w 2002 roku zawiesił swoją działalność. Od tamtej pory Per Gessle skoncentrował się na solowej karierze. Nagrał kilka płyt, którymi przypominał głównie szwedzkiej publiczności, że nadal stać go na tworzenie ciekawej muzyki.

W tym roku Gessle chce ponownie podbić listy przebojów dzięki swojej nowej płycie



„Party Crasher” oraz europejskiemu tournee, które niebawem się rozpoczyna. 22 kwietnia szwedzki artysta przyjedzie do Polski i zagra koncert w warszawskim klubie „Stodola”. Bilety są jeszcze dostępne, choć może się to szybko zmienić, gdyż czasu do koncertu pozostało już niewiele.

Fani zespołu Roxette mieli już okazję usłyszeć szwedzki duet na żywo w Polsce w 2001 roku, gdy odbyły się dwa koncerty. Jak widać, kto nie załapał się na pierwsze występy zespołu, musiał czekać na kolejną szansę aż 8 lat. Następna okazja do usłyszenia na żywo takich hitów jak „The look” albo „Listen to your heart” pewnie również nie pojawi się zbyt prędko. Zachęcam zatem wszystkich tych, którzy wiedzą, że muzyczna scena w



Szwecji to nie tylko zespół Abba, na koncert Pera Gessle 22 kwietnia w Stodole! ■

SŁOWNIK
INWESTORA

MARIA KUŚKA
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

Underwriting (gwarantowanie emisji papierów wartościowych) – to zobowiązanie podmiotu gwarantującego emisję do zakupu papierów wartościowych pochodzących z nowej emisji w przypadku, gdyby inne podmioty nie objęły wszystkich papierów w drodze subskrypcji w z góry ustalonym terminie. Gwarant przejmuje wówczas pozostałe walory po z góry ustalonej cenie. Jest to rodzaj zabezpieczenia dla emitenta, który płaci gwarantowi za pozbycie się ryzyka. Może dotyczyć zarówno emisji papierów dłużnych jak i kapitałowych. W Polsce underwriting stał się popularny po okresie bardzo wysokiego popytu na akcje w 1993 i 1994 roku, kiedy zainteresowanie inwestorów się ustabilizowało i zwiększyło się ryzyko niepełnego objęcia emisji przez inwestorów.

Konkurs piękności na rynku kapitałowym – koncepcja mówiąca, że inwestorzy na rynku kapitałowym zachowują się analogicznie do decydentów podczas konkursu piękności. Według tej teorii inwestorzy wybierają nie te spółki, które uważają za najatrakcyjniejsze, ale te, które w ich opinii „podobają” się innym graczom. Autorem koncepcji jest John Maynard Keynes, który przedstawił ją w swojej książce pt. „Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza”. ■

GRA FOREX
JUNIOR TRADER

Udowodnij, że instrumenty pochodne nie są dla Ciebie tajemnicą.
Zainwestuj wirtualnie na rynku finansowym i wygraj!

TERMINY

Rozpoczęcie: 2 marca

Zakończenie: 27 marca

NAGRODY

- **LAPTOP, KSIĄŻKI**
- Płatne **PRAKTYKI** w **XTB**
- Dla najlepszych **MOŻLIWOŚĆ PRACY**



SZCZEGÓŁY: www.marketwizards.wne.uw.edu.pl

ORGANIZATOR



Koło Naukowe Inwestycji i Finansów

Market Wizards

PARTNER STRATEGICZNY

X-Trade Brokers
Dom Maklerski SA

PARTONI KONKURSU



TREND
NIEZŁOŻYŃCZĄ O SZUKANIE INWESTOWANIA

ŹŁE SZUKASZ!
NOWE DOŚWIADCZENIA
ZAWODOWE SĄ GDZIE
INDZIEJ!
ZGŁOŚ SIĘ DO NAS,
A MY POKAŻEMY CI
WŁAŚCIWĄ DROGĘ!



Wszystkich studentów i nie tylko zapraszamy na:

Studia Podyplomowe

International Accounting - Rachunkowość międzynarodowa

Studia Podyplomowe MSR/MSSF

Studia Podyplomowe Rachunkowość Zarządcza i Controlling

Kursy zawodowe

Przygotowanie do egzaminu państwowego na doradcę podatkowego

Rachunkowość od podstaw do samodzielnego księgowego