

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 5 (12) MAJ 2009
PUBLIKACJA BEZPŁATNA

INWESTYCJE

PLATYNA

LUKSUSOWY SUROWIEC PRZEMYSŁOWY str. 21

KOMENTARZE

WALUTY W CIENIU WIELKIEJ POLITYKI

str. 27

TEMAT NUMERU:

DIAMENTY OCHRONIĄ TWÓJ KAPITAŁ

str. 23



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

RATINGI OD AAA DO Z



Czy da się określić sytuację finansową kraju lub przedsiębiorstwa za pomocą prostej, kilkustopniowej skali? Do niedawna wielu inwestorów powiedziałoby, że tak – od razu przychodzą na myśl ratingi przyznawane przez największe światowe agencje. Po ostatniej fali bankructw wielu z nich miało już wątpliwości. Kryzys finansowy był trudnym testem dla agencji ratingowych i poważnie nadszarpnął ich reputację. W bieżącym numerze zamieszczamy wywiad z Piotrem Kowalskim, Prezesem Zarządu Fitch Polska – polskiego ramienia jednej z najbardziej wpływowych agencji ratingowych na świecie. W rozmowie wyjaśnia on proces przydzielania ratingów, tłumaczy dlaczego inwestorzy wielokrotnie błędnie odczytywali komunikaty agencji oraz omawia sytuację gospodarczą w Polsce i potencjalne skutki przystąpienia do ERM II.

Zapraszam też do pozostałych artykułów numeru – dobrym uzupełnieniem wywiadu będzie artykuł o ratingach i zestawienie prognoz gospodarczych. Na tej podstawie każdy Czytelnik będzie mógł wyrobić sobie własne zdanie na temat rynku. Następnie, po lekturze tekstów z działu Edukacja wielu Czytelników uruchomi pewnie arkusz kalkulacyjny i będzie samemu wyceniać spółki giełdowe. W czasach, gdy zarówno instytucje finansowe wydające rekomendacje, jak i agencje ratingowe nie cieszą się zaufaniem ze względu na nietrafione oceny, umiejętność samodzielnego przeprowadzania analiz i wycen jest szczególnie istotna.

Wszyscy wiedzą, że diamenty są wieczne i że są najlepszymi przyjaciółmi każdej kobiety. Okazuje się jednak, że mężczyźni również mogą być zainteresowani tymi kamieniami. Zwłaszcza wtedy, gdy można na nich sporo zarobić. Zainteresowanych przedstawicieli obu płci zapraszam do działu Inwestycje – do artykułów o diamentach i platynie. Ale uwaga, Panowie, jak wasza druga połowa usłyszy, że inwestujecie w diamenty, to możecie mieć problemy ze sprzedażą tych aktywów, nawet jeśli dużo na nich zarobicie. No, chyba że zyski przeznaczycie na piękną kolicę...

Piotr Niewiadomski

REDAKTOR NACZELNY
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL



Najnowsze wydanie Trendu przeczytasz również w 20 kawiarniach 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 CYMCIK
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 PRZEDKORREKTURY 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 ESP

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

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLESKI



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDARZENIA

5 Niekończące się kłopoty wielkiej trójki
- Dorota Sierakowska
Pięciolecie polski w unii europejskiej
- Anna Grodecka

6 FLASH EMITENT - Przegląd najważniejszych informacji o spółkach
Międzynarodowa Konferencja Ekonomiczna Emerging Europe 2009
- Jakub Domagalski
Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow

7 FLASH EMITENT - Przegląd najważniejszych informacji o spółkach

WYWIAD

8 Wywiad z Piotrem Kowalskim - Prezesem Zarządu Fitch Polska S.A.
- Dorota Sierakowska

POLSKA

12 Błędy, chciwość, a w końcu reformy agencji ratingowych - Szczepan Kita

14 Wrócenie z prognoz
- Artur Szczepkowski

16 Buy-back czy dywidenda – jak podzielić się zyskiem z akcjonariuszami?
- Tomasz Manowicz

17 Czy bankowa wojna na lokaty dobiega końca? - Tomasz Bar

19 Polski rynek kapitałowy a system corporate governance - Szymon Okoń

INWESTYCJE

21 Platyna - luksusowy surowiec przemysłowy - Dorota Sierakowska

23 Diamenty ochronią twój kapitał
- Dominik Kryzia

25 Droga po kapitał - Jakub Domagalski

KOMENTARZE

27 Waluty w cieniu wielkiej polityki
- Krzysztof Dankowski

28 Trwa szarża byków na Wall Street
- Piotr Kuczyński

EDUKACJA

29 Porównywarki cen dla giełdy, czyli metody mnożnikowe - Bartosz Boniecki

30 Wskaźniki makroekonomiczne - Nastroje gospodarcze - Paweł Cymcyk

RECENZJE

32 Peter Bernstein „Intelektualna Historia Wall Street” - Jakub Domagalski
Derrick Niederman „Wizjonerzy, scep-tycy, łowcy okazji... Profile psychologiczne inwestorów giełdowych” - Anna Grodecka
Słownik Inwestora - Maria Kuśka

WIELCY INWESTORZY

33 Michael Bloomberg - Twórca słynnego portalu informacyjnego
- Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

34 Koncertowa stolica Polski
- Piotr Niewiadomski
I love this game: Tees-6
- Piotr Niewiadomski

CZY BANKOWA WOJNA NA LOKATY DOBIEGA KOŃCA?

str. 17



PLATYNA LUKSUSOWY SUROWIEC PRZEMYSŁOWY

str. 21



DIAMENTY OCHRONIAJĄ TWÓJ KAPITAŁ

str. 23

NIEKOŃCZĄCE SIĘ KŁOPOTY WIELKIEJ TRÓJKI



DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Od kilku miesięcy funkcjonowanie trzech motoryzacyjnych gigantów – firm: General Motors, Chrysler i Ford – jest nieustanną walką o przetrwanie na rynku. Mimo serii niebagatelnych zastrzyków finansowych otrzymanych w prezencie od amerykańskiego rządu,

przedsiębiorstwom tym nadal nie udało się wyjść na prostą.

Najlepiej z całej trójki radzi sobie Ford, który jako jedyny nie skorzystał z publicznych pieniędzy. W pierwszym kwartale firma odnotowała wprawdzie potężną stratę (w wysokości 1,4 mld dolarów), jednak wynik ten okazał się lepszy niż spodziewali się analitycy. Zarząd Forda patrzy na przyszłość z

optymizmem twierdząc, że posiada rezerwy potrzebne do pokrycia strat. Przedsiębiorstwo prognozuje także, że już w 2011 roku powinno zrównać koszty z przychodami.

Do radykalnych kroków posunął się zarząd Chryslera. Ten amerykański gigant planuje ogłosić bankructwo, korzystając jednocześnie z ochrony przed wierzycielami na mocy tzw. Chapter 11. Ta decyzja może przybliżyć firmę do celu, jakim jest połączenie z Fiatem, a co za tym idzie – możliwość zdobycia kolejnych 8 mld dolarów państwowej pomocy.

Także firma General Motors mimo, że nie posuwa się do tak drastycznych kroków jak Chrysler, nie ukrywa, że pomoc ze strony rządu jest jej bardzo potrzebna. Spółka walczy o kolejną dotację, tym razem w wysokości 5 mld dolarów. GM przedstawiła wierzycielom także propozycję zamiany obligacji korporacyjnych na własne akcje, co umożliwi spółce zredukowanie długu, a dla wierzycieli może być ostatnią szansą na odzyskanie pieniędzy. ■

PIĘCIOLECIE POLSKI W UNII EUROPEJSKIEJ

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Podczas minionego długiego weekendu Polacy obchodzili nie tylko Święto Pracy oraz Święto Konstytucji 3 Maja, ale i świętowali pięciolecie Polski w Unii Europejskiej. 1 maja 2004 roku Polska, razem z dziewięcioma innymi państwami, stała się członkiem europejskiego zgrupowania, po kilkunastu latach negocjacji. Eurosceptycy mogli się w czasie ostatnich pięciu lat przekonać, że nasza akcesja była korzystna dla Polski.

W Unii Europejskiej obowiązuje zasada czterech swobód: przepływu towarów, usług, kapitału i osób. Właśnie z tą ostatnią wolnością związanych było w ciągu kilku ostatnich lat najwięcej kontrowersji. Bowiem 1 maja 2004 roku jedynie trzy państwa starej UE (Wielka Brytania, Szwecja, Irlandia) otworzyły swoje rynki pracy dla naszych rodaków. Od maja obecnego roku restrykcje przestały obowiązywać w Danii i Belgii. W całej Unii Europejskiej jedynie Niemcy i Austria zdecydowały się na maksymalne przedłużenie okresu ochronnego. Obywatele Polski, Litwy, Łotwy, Estonii, Węgier, Czech, Słowacji i Słowenii nie mogą liczyć na bezpośredni dostęp do rynków pracy tych dwu państw przed 1 maja 2011 roku, ponieważ postanowiły one



skorzystać z maksymalnego – siedmioletniego – okresu przejściowego, argumentując to m.in. panującym kryzysem gospodarczym.

Te grupy ludności, które najbardziej obawiały się zachodniej konkurencji i wejścia na wspólny rynek europejski, najbardziej skorzystały na naszym członkostwie w Unii Europejskiej. Dzięki objęciu Polski Wspólną Polityką Rolną miliardy złotych popłynęły do polskich rolników. Również przedsiębiorcy otrzymali wsparcie, a zaufanie do produktów pochodzących ze Wspólnoty zwiększyło ich możliwości eksportowe.

Teraz przed nami kolejny krok, który przybliży nas do pełnej integracji z pozostałymi państwami Wspólnoty – przyjęcie euro. Na dzień dzisiejszy najbardziej prawdopodobnym terminem wprowadzenia wspólnej waluty w Polsce jest 2013 rok, za czym opowiada się prezes Narodowego Banku Polskiego – Sławomir Skrzypek. Wszystko zależy w tym momencie od okresu, w jakim wejdziemy do strefy ERM2. O ile wahania złotego na to pozwolą, będzie to możliwe w drugiej połowie 2009 roku – wynika z analiz resortu finansów. ■

FLASH EMITENT

Przegląd najważniejszych informacji o spółkach

WAWEL S.A.

Zarząd spółki przyjął uchwałę rekomendującą radzie nadzorczej spółki wypłatę dywidendy za 2008 r. w wysokości między 7 a 8 zł. Do podziału jest zysk w wysokości 10 498 285 zł. Pozostała część zasili kapitał zapasowy. Proponowany dzień ustalenia dywidendy to 27.07.2009 r., proponowany dzień wypłaty to 12.08.2009 r. Ostateczna decyzja zapadnie na WZA.

LEASCO S.A.

Zarząd Leasco poinformował w komunikacie, że złożył wniosek do sądu o ogłoszenie upadłości z jednoczesną likwidacją spółki. Wcześniej Zarząd informował, że w spółce występują problemy z płynnością finansową i istnieje zagrożenie trwałej niewypłacalności.

EUROCASH S.A.

Zarząd spółki zarekomendował podział części zysku za 2008 r. w kwocie 59 570 056 zł w postaci wypłaty dywidendy akcjonariuszom. Zyska na jedną akcję wyniesie 0,30 zł, pozostała część zasili kapitał zapasowy spółki.

SFINKS POLSKA S.A.

24 kwietnia Br. władze spółki poinformowały, że otrzymały decyzję Sądu Rejonowego w Łodzi o umorzeniu postępowania upadłościowego z możliwością zawarcia układu. W uzasadnieniu decyzji sądu jest adnotacja o braku przesłanek do braku możliwości spłaty zadłużenia. Firma podpisała umowę restrukturyzacyjną z bankami PKO BP, ING oraz RAIF-FEISEN regulujących nowe terminy i sposoby spłaty kredytów. Dodatkowo spółka pozyskała dodatkowe finansowanie w formie pożyczki podporządkowanej realizowanej w ramach grupy.

TP S.A.

23 kwietnia zarząd spółki poinformował, że Walne Zgromadzenie spółki podjęło uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy w wysokości 2 003 473 531,50 zł, tj. 1,50 zł na jedną akcję. Dzień ustalenia prawa do dywidendy wyznaczony jest na 18 czerwca 2009 r., natomiast dzień wypłaty dywidendy wyznaczony jest na 2 lipca 2009 r.

MIĘDZYNARODOWA KONFERENCJA
EKONOMICZNA EMERGING EUROPE 2009

Studenckie Koło Naukowe „Klub Inwestora” działające w SGH ma zaszczyt zaprosić wszystkich zainteresowanych tematyką inwestowania, stosunków gospodarczych, rozwoju oraz współpracy przedsiębiorstw państw Europy Środkowo-Wschodniej na Międzynarodową Konferencję Ekonomiczną - Emerging Europe 2009 pod patronatem rektora SGH. Konferencja prowadzona w języku angielskim odbędzie się w dniach 11-12 maja na terenie SGH. Wśród prelegentów znajdować się będą cenione osobistości SGH oraz polskiego rynku finansowego.



Harmonogram:

11 maja:

Pierwszy dzień Konferencji będzie okazją do wysłuchania prelekcji dotyczących:

- Gospodarczego partnerstwa państw Europy Środkowo-Wschodniej i ich wzajemnych relacji.
- Międzynarodowej politycznej i ekonomicznej współpracy państw Europy Środkowo-Wschodniej.
- Tematowi ekonomicznego trendu zbieżności lub rozbieżności systemów gospodarczych w 20 lat po implementacji ustroju gospodarki rynkowej w Europie Środkowo-Wschodniej.

Tego dnia prelegenci wskazywać będą również na wpływ kryzysu finansowego na działalność polskich przedsiębiorstw oraz na rolę sektora Private Equity jako alternatywnego źródła kapitału w dobie poważnego ograniczenia kredytu bankowego.

12 maja:

W drugim dniu zapraszamy wszystkich do udziału w warsztatach poświęconych:

- Fnsowaniu strukturalnemu – mezzanine
- Wprowadzaniu spółki na giełdę
- Zarządzaniu portfelem inwestycyjnym funduszu PE, ocenie projektów inwestycyjnych
- Transakcjom spekulacyjnym i hedgingowym na rynku forex.

W Konferencji wezmą udział studenci z uczelni ekonomicznych z całej Polski, jak również zaproszeni studenci z głównych ekonomicznych uczelni Rosji, Ukrainy, Białorusi.

Zapraszamy do odwiedzin strony internetowej Konferencji www.emergingeurope.pl gdzie znajdują się wszelkie niezbędne informacje.

OD MAJA NOWE OPŁATY
ZA USŁUGI BANKOWE

JAKUB DOMAGALSKI

JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Trwający kryzys w sektorze bankowym wymusza podnoszenie wysokości opłat za podstawowe usługi bankowe. Na wiosnę jako pierwszy zdecydował się na taki ruch PKO BP S.A. podnosząc stawkę za prowadzenie podstawowego konta z 5,9 zł na 6,9 zł za miesiąc. Zmiana ta może poprawić wynik nawet o ponad 100 mln rocznie. Od maja br. ING Bank Śląski podwyższył ceny wybranych usług bankowych. Wzrosły m. in. opłaty za wyciągi, pobierane w oddziale a także podwyższono również opłatę za wyciągi generowane z Kont z Lwem Student, Standard, Komfort oraz z ROR-ów w walutach. Bank wprowadził również miesięczną opłatę za prowadzenie Konta z Lwem Student w wysokości 2 zł.

W transakcjach bankomatowych zmieniła się m. in. opłata za wypłatę gotówki

w bankomatach innych banków w kraju, dokonywanych kartami debetowymi wydanymi do Kont Student, Standard, Direct – wynosi aktualnie 3% kwoty wypłaty, minimum 5 zł (dotychczas: 5 zł). Kolejnym bankiem zmieniającym stawki za podstawowe usługi bankowe jest Bank Pocztowy, zmiany dotyczą kont osobistych. Na nowej tariffie skorzystają użytkownicy Poczowego Konta Plus - opłaty za przelew, niezależnie od kanału dostępu, zostają dla tego konta zniesione. Niestety przelewy do ZUS i US, kosztować będą 5 zł - wcześniej 10 pierwszych przelewów było za darmo). Klienci korzystający z konta Plus nie zapłacą ponadto za realizację, odwołanie czy modyfikację polecenia zapłaty (dotychczas: darmowe pierwsze 5 poleceń w miesiącu). Zmiany dotyczą również wielu innych rodzajów kont w powyższych bankach, stąd warto zapoznać się dokładnie z nowym cennikiem. ■

CYTATY MIESIĄCA



WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

„Programy pomocowe dla gospodarek zaczynają przynosić efekty. Widać to wyraźnie w Chinach, być może także w USA. Jednak rządy muszą być przygotowane, by zrobić jeszcze więcej.”

- Angel Gurría, sekretarz generalny OECD

„Widzimy duże szanse ożywienia gospodarki na początku 2010 r., ale zależy to od dobrej polityki budżetowo-pieniężnej. Najistotniejsza będzie skuteczność naszego ataku na problemy sektora finansowego i uporządkowanie sytuacji w bankach.”

- Marek Belka, dyrektor Departamentu Europa w MFW

„Odpowiedź władz europejskich na kryzys finansowy naraża na szwank gospodarczą integrację kontynentu. Politycy mogą zaszkodzić perspektywom wzrostu gospodarczego, jeśli będą się upierać, by instytucje finansowe wycofywały się z rynków zagranicznych i koncentrowały na rynkach wewnętrznych.”

- Axel Weber, prezes Bundesbanku

„Podawanie kolejnej sztywnej daty (wejścia do strefy euro) zmniejszyłoby wiarygodność całego procesu. Należy się liczyć z tym, że w 2010 roku nie będziemy spełniać kryterium inflacyjnego.”

- Dariusz Filar, członek Rady Polityki Pieniężnej

„Coś zmieniło się w ciągu ostatniego miesiąca, co sprawiło, że dane nie muszą już być nieustannie korygowane. Moim zdaniem oznacza to, że inwestorzy wierzą, że prognozy w końcu są tak niskie, jak być powinny.”

- Abby Joseph Cohen, ekonomistka banku Goldman Sachs



FLASH EMITENT

Przegląd najważniejszych informacji o spółkach

NAJNOWSZE REKOMENDACJE :

nazwa spółki	data	firma rekomendująca	rekomendacja	cena docelowa
MOL	20-04-2009	ING Wholesale Banking	sprzedaj, cena w HUF	9600,00
PKOBP	17-04-2009	Morgan Stanley	zgodnie z wagą portfela	24,00
PEKAO	17-04-2009	Morgan Stanley	gorzej niż rynek	76,00
POLIME-XMS	17-04-2009	Erste Bank	Sprzedaj	3,30
CO-MARCH	17-04-2009	ING Wholesale Banking	Sprzedaj	51,50
CERSANIT	17-04-2009	Erste Bank	Trzymaj	11,50
ASSE-COSLO	17-04-2009	ING Wholesale Banking	Trzymaj	25,00
ASSE-COPOL	17-04-2009	ING Wholesale Banking	Kupuj	64,00
BUDIMEX	16-04-2009	UniCredit Markets & Investment Banking	Trzymaj	73,00
KGHM	15-04-2009	Erste Bank	Sprzedaj	50,00
KGHM	14-04-2009	UniCredit Markets & Investment Banking	Kupuj	64,00
PULAWY	14-04-2009	Erste Bank	Trzymaj	77,30
DOMDEV	10-04-2009	KBC Securities	Trzymaj	22,60
CEDC	09-04-2009	UniCredit Markets & Investment Banking	Trzymaj	18,50
CYFRPLSAT	09-04-2009	Erste Bank	Akumuluj	16,60
TVN	09-04-2009	IDM	Trzymaj	12,40
PKOBP	09-04-2009	KBC Securities	Trzymaj	26,80
FORTE	09-04-2009	Millenium DM	Kupuj	10,10
OPTO-POL	09-04-2009	Beskidzki DM	Kupuj	15,70
NETIA	08-04-2009	IDM	Kupuj	4,50
NORT-COAST	08-04-2009	BM BGŻ	Kupuj	1,68
RAFAKO	08-04-2009	DI BRE Bank	akumuluj	7,70
ARMATURA	07-04-2009	DM Amer-Brokers	Kupuj	2,31
BUDO-POL	07-04-2009	DM PKO BP	Kupuj	1,50



RATING NIE ODPOWIE NA WSZYSTKIE PYTANIA

Wywiad z Piotrem Kowalskim, Prezesem Zarządu Fitch Polska S.A.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: Amerykańskie spółki upadające niedawno w związku z zawirowaniami na rynkach finansowych miały niejednokrotnie najwyższe ratingi, które oznaczały praktycznie zerowe ryzyko upadku. Czy nie uważa Pan, że bankructwa tych spółek mogą podważać zaufanie do ratingów i być argumentem dla przeciwników ich ogłaszania?

Piotr Kowalski: Po pierwsze: w tym roku mija 100 lat od nadania pierwszego ratingu - a więc istnieje już długa tradycja. Po drugie: wydaje mi się, że powyższe przypadki dotyczą tylko pewnego segmentu rynku, a częściowo wynikają także z tego, że wiele osób nie do końca rozumie, czym jest rating. My oceniamy wiarygodność kredytową podmiotu lub instrumentu, natomiast nie ma to nic wspólnego z wyceną tego instrumentu: oceną, czy jest płynny, czy można go sprzedać i po jakiej

cenie. To są kwestie, które w dużym stopniu przyczyniły się do tego, że niektóre instytucje wpadły w kłopoty.

Nie twierdę, że to co się zdarzyło, nas nie zaskoczyło. Jednak trzeba pamiętać o tym, że agencje ratingowe nie są policją - bazują one na informacjach, które otrzymują od drugiej strony. Więc jeśli podmiot, który oceniamy, nie przekazuje nam wszystkich informacji albo - jak się zdarzało w niektórych przypadkach (a chyba najsłynniejszy z nich to Parmalat) - kiedy przekazuje fałszywe informacje, to my nie jesteśmy w stanie wiele zrobić. Zdarzają się sytuacje, że agencja rezygnuje ze współpracy z podmiotem ze względu na brak wystarczającej ilości informacji.

Trzeba pamiętać o tym, że agencje ratingowe nie są policją - bazują one na informacjach, które otrzymują od drugiej strony.

Wiem, że popularnie się mówi, że to agencje są winne - jednak warto pamiętać, że brak odpowiednich informacji często utrudnia lub nawet uniemożliwia nam pracę. Niemniej jednak zawsze staramy się zakładać, że druga strona podchodzi do tego poważnie. Kłamstwo prędzej czy później wyjdzie na jaw.

DS: A więc wszystkie kontrowersje wynikają z przeceniania znaczenia ratingów przez inwestorów?

PK: Jak się prześledzi historię ratingów, to są dwa modele rozwoju tego biznesu. Pierwszy to model anglosaski: od 1909 roku ratingi były wykorzystywane przez inwestorów - przede wszystkim dlatego, że

inwestorzy tego chcieli, nie zaś dlatego, że ktoś im kazał. Natomiast w Azji, zwłaszcza w latach 90., obowiązywał model, w którym regulator narzucił konieczność wykorzystywania ratingów, co doprowadziło do pewnych perturbacji na tamtych rynkach.

Trzeba zdawać sobie sprawę z tego, że rating jest tylko jednym z szeregu narzędzi, dostępnych dla inwestorów - i nie jest to narzędzie, które odpowie na wszystkie pytania. I jak z każdym narzędziem, także tym należy umieć się posługiwać. Tę sytuację można porównać do warsztatu stolarskiego: nie robi się wszystkiego jednym narzędziem - tak samo jest z inwestowaniem i wykorzystywaniem przy tym ratingów.

W dobrych czasach byliśmy krytykowani przez podmioty, które uważały, że ich rating jest za niski. Ale to wynika z naszego podejścia: nadajemy oceny, które uwzględniają sytuację danego przedsiębiorstwa w przekroju całego cyklu gospodarczego, przez co nasze ratingi charakteryzuje mniejsza zmienność niż rekomendacje dotyczące akcji. Tym się różni nasza praca od pracy analityków equity. U nich pretekstem do sprzedania akcji może być np. odejście prezesa czy też słabszy wynik

Trzeba zdawać sobie sprawę z tego, że rating jest tylko jednym z szeregu narzędzi, dostępnych dla inwestorów - i nie jest to narzędzie, które odpowie na wszystkie pytania.

kwartalny. My dążymy do tego, żeby rating był niezmienny przez 12 miesięcy, a nawet dłużej.

Nasze podejście konsultujemy na bieżąco z inwestorami, którzy wyraźnie dali nam do zrozumienia, że nie chcą, żeby ratingi często się zmieniały.

Dla nas cena akcji jest w pewnym sensie bez znaczenia; patrzymy głównie na to, czy firma jest w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań finansowych.

Jeszcze długo będą trwały dyskusje związane z papierami, które przeżywały kłopoty w USA. Są tacy, którzy twierdzą, że jeśli ktoś jest w stanie trzymać te papiery do momentu wykupu, to może zarobić spore pieniądze.

DS: Czyli kontrowersje wobec niespodziewanie upadających przedsiębiorstw posiadających wysokie ratingi raczej wynikają z tego, że ratingi są ustalane długoterminowo?

PK: To, że ratingi mają charakter długoterminowy, to zupełnie inna kwestia. Zawirowania, o których Pani mówi, dotyczą przed wszystkim instytucji finansowych, a nie przedsiębiorstw. Jak już wspominałem, ratingi nie biorą pod uwagę (choć teraz być może się zwróci na to większą uwagę), czy jest płynność na rynku danego instrumentu, czy można ten instrument sprzedać - a o to przecież chodziło w kłopotach większości podmiotów: nie można było sprzedać, bo nie było rynku.

DS: A czy zawirowania na giełdach mogą przyczynić się do tego, że agencje ratingowe zmienią nieco podejście i ratingi będą ustalane na krótszy okres?

PK: Wydaje mi się, że nie. Na pewno zmieniła się nasza metodyka, jeśli chodzi o instrumenty egzotyczne, czyli CDOs - ale to jest kwestia, która nie dotyczy Europy Środkowo-Wschodniej. Takie instrumenty nie były tu emitowane - to, czy jakieś banki je kupowały, to już inna kwestia. Zapewne prędko tego rynku w naszym regionie nie będzie.

Poza tym, tak wiele w naszym podejściu na przykład do oceny przedsiębiorstw się nie zmieniło. Zawsze kluczową kwestią była dla nas płynność i dostęp do źródeł finansowania. W obecnych czasach jeszcze bardziej zwracamy na to uwagę. Słyszysz się często, że banki z różnych względów ograniczają akcję kredytową: a przecież w Europie trzeba zrolować kilkadziesiąt miliardów euro długów. Pojawia się więc pytanie: jak to zrobić? Kto da te pieniądze, jeśli nie banki?

Jeżeli analitycy widzą, że przedsiębiorstwo za rok czy dwa ma do zrolowania jakiś dług, to analizują, jak się ono do tego przygotowuje już teraz. Rok to tylko pozornie dużo czasu.

Na szczęście dane pokazują, że jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, to w Europie jest z nimi nienajgorzej, bo przez tych parę miesięcy 2009 roku wyemitowano ich prawie tyle, co w całym zeszłym roku. Jest popyt, zwłaszcza dla firm z dobrym ratingiem - co ciekawe: emisji było prawie 200 i tylko dwie z nich nie miały ratingu.

DS: Czy są plany narzucenia na agencje ratingowe jakichś norm, regulacji?

PK: Tak, teraz często mówi się o tym, że agencje powinny być pod większą kontrolą.

Tymczasem podejrzenia o konflikt interesów w agencjach (którym płaci emitent)

wynikają - według mnie - w dużej mierze z niezrozumienia struktury organizacyjnej agencji. Dotychczas nikt nie zaproponował lepszego modelu - a przecież każdy model ma swoje wady.

Pojawiały się propozycje, żeby to inwestorzy płacili agencjom ratingowym. Ale tu też pojawiają się pytania, głównie o to, co dalej z ratingami publicznymi. Przecież skoro inwestor zapłaci, to dlaczego miałby się dzielić ratingiem z kimś innym? Co więcej, można sobie wyobrazić sytuację, iż niektórym inwestorom może zależeć na tym, żeby rating był niższy niż powinien być, bo wtedy zarobią na tym więcej pieniędzy. Tu też więc pojawia się potencjalny konflikt interesów.

Najważniejszą kwestią jest to, jak ten konflikt jest zarządzany wewnątrz agencji. U nas sprawa jest prosta - są dwie grupy pracowników: analitycy i ludzie odpowiedzialni za rozwój biznesu. Między nimi jest chiński mur: analitycy nie wiedzą, na jakich warunkach współpracujemy z firmami, które oceniamy: na jak długi okres podpisana jest umowa, jakie jest wynagrodzenie agencji, itp. A co chyba najważniejsze, wynagrodzenie analityka nie ma nic wspólnego z wynagrodzeniem, jakie otrzymujemy od firm: analityk nie ma więc żadnego interesu w tym, żeby nadawać wyższy lub niższy rating, bo to nie rzutuje na ocenę jego pracy, wynagrodzenie, czy awans.

Natomiast druga grupa - czyli ci, którzy negocjują umowy z firmami - w ogóle nie bierze udziału w pracach analitycznych.

Nasze ratingi charakteryzuje mniejsza zmienność niż rekomendacje dotyczące akcji. Tym się różni nasza praca od pracy analityków equity.

DS: Czyli odpowiedni podział pracy zapewni sprawne funkcjonowanie agencji ratingowych?

PK: Tak, trzeba o tym pamiętać. Oczywiście granice podziału pracy schodzą się na szczytach władzy firmy, ale i tam szefowie analityków mają dostęp tylko do zagregowanych danych po to, żeby na przykład mogli zaplanować inwestycje osobowe. Natomiast nadal nie wiedzą, ile poszczególne

podmioty płacą agencji.

DS: Jak prawdopodobnie będą wyglądały regulacje narzucane na agencje ratingowe?

PK: Tego jeszcze nikt do końca nie wie. Niepokoi mnie nieco kwestia: czy regulacje będą podobne - bardzo niedobre byłoby wprowadzenie przez USA i Europę innych regulacji. Rynki, czy to się komuś podoba czy nie, są globalne.

Pojawiają się też pomysły, że trzeba stworzyć europejską agencję ratingową. A przecież Fitch w 80% jest własnością francuską - więc jesteśmy agencją europejską. Mamy jedną z central w Nowym Jorku - ale co z tego, skoro naszym właścicielem jest jeden z najbogatszych Francuzów?

Regulacje agencji nie są niczym złym - bo będą się koncentrować na tym, czy w agencji istnieje zarządzanie potencjalnym konfliktem interesów.

DS: A czy jest szansa na stworzenie jednolitych, globalnych regulacji?

PK: Wydaje mi się, że jest. Niedługo Parlament Europejski ma głosować nad propozycjami regulacji dla agencji. Regulacje agencji nie są niczym złym - bo będą się koncentrować na tym, czy w agencji istnieje zarządzanie potencjalnym konfliktem interesów, czy przestrzega się code of conduct. Natomiast będzie źle, jeśli regulator będzie narzucał określoną metodykę - o tym nie powinien decydować regulator, lecz inwestorzy. Fitch publikuje za darmo wszystkie metodyki, a przy zmianie którejkolwiek z nich wysyła do inwestorów tzw. consultation paper, aby także inwestorzy - czyli najważniejsi odbiorcy ratingów - mogli wyrazić swoje zdanie na temat proponowanych zmian. Wprawdzie za to nam płaci emitent, ale jeśli okaże się, że inwestorzy nie interesują się naszymi ratingami, to także emitenci nie będą mieć naszych ratingów. Mieszanie w to regulatora jest zagrożeniem dla podstawowej idei ratingu, jaką jest obiektywna opinia. Wybór trzeba zostawić uczestnikom rynku.

DS: A więc inwestorzy mają wgląd w metodykę i mają też wpływ na to, w jaki sposób ustala się ratingi?

PK: Inwestorzy znają metodykę, ale absolutnie nie mają żadnego wpływu na poszczególne decyzje. Mają oni wgląd na trzech poziomach: po pierwsze, na naszej stronie internetowej każda metodyka jest dostępna za darmo dla każdego. Na pierwszej stronie każdej metodyki są wymienieni jej autorzy - a inwestor może do każdej z tych osób zadzwonić. Po drugie, inwestorzy mogą kupić raport, w którym jest uzasadnienie, dlaczego rating jest na danym poziomie. Po trzecie, w raporcie są wymienieni analitycy odpowiedzialni za daną spółkę (nad spółką zazwyczaj pracuje ok. 2 analityków, ale decyzje o ratingu są podejmowane przez komitet - nie jest to decyzja indywidualna, lecz kolektywna). Także z tymi analitykami można się skontaktować.

DS: Czy podmioty, dla których ustalany jest rating, mogą w jakiś sposób ten rating zakwestionować?

PK: Mogą. Przede wszystkim, firma ma do wyboru kilka produktów. Oprócz ratingu publicznego istnieje także rating prywatny, który - jak sama nazwa wskazuje - nie jest przez nas publikowany, dopóki firma nie wyrazi takiej chęci. Rating prywatny ustala się często w przypadku prywatnych emisji, gdy inwestorzy wymagają ratingu, a spółka nie chce się publicznie odkrywać.

Istnieje także swoisty wstęp do ratingu, tzw. szacunek ratingu - wtedy tylko szacuje się potencjalny rating firmy. Daje to firmie możliwość zadecydowania czy kontynuować współpracę z agencją czy nie.

Spółka ma także prawo do odwołania się od decyzji komitetu ratingowego - wtedy komitet ten zbiera się jeszcze raz. Spółka musi jednak dobrze uzasadnić swoje racje, przedstawić konkretne powody, dla których jej rating powinien być zmieniony. W takich przypadkach czasem zdarza się, że spółka w odwołaniu przedstawia informacje, których wcześniej nam nie ujawniła. Pojawia się wtedy zasadnicze pytanie: dlaczego wcześniej spółka zataiła te informacje i co jeszcze może ukrywać?

Dawniej spółki często chciały mieć rating AAA. Kryzys nieco przytemperował te ambicje. Dziś na świecie są zaledwie 4

spółki z ratingiem AAA. Co więcej, tylko jeden bank ma taki rating. Oczywiście każda spółka sądzi, że należy jej się wysoki rating.

My jednak staramy się podpisywać umowę z emitentem tylko wtedy, gdy wiemy, że druga strona zdaje sobie sprawę z tego, jak wygląda proces nadania ratingu i jakie są tego konsekwencje w zależności od wybranego produktu.

DS: Jakie korzyści wiążą się z posiadaniem wysokiego ratingu przez spółkę?

PK: Wysoki rating daje szansę na obniżenie kosztów finansowania - to jest jego główna zaleta. Po drugie, ułatwia on szerzej rozumiane kontakty gospodarcze, rozszerza grono inwestorów. Ważną kwestią może być także dostęp do pewnych źródeł finansowania, który byłby niemożliwy bez ratingu.

Można także obniżyć koszty gwarancji Skarbu Państwa albo zamienić gwarancję na rating. Koszty gwarancji (kilka procent) i nadania ratingu (przy dużych emisjach w sumie to poniżej 10 punktów bazowych) są nieporównywalne.

Rating poprawia też wizerunek przedsiębiorstwa. Niektóre firmy podkreślają w swojej strategii, że chcą być jak najbardziej transparentne - takie firmy mają najczęściej ratingi z trzech agencji (przykładem takiej firmy w Polsce jest TP SA).

DS: Polska gospodarka radzi sobie w kryzysie całkiem nieźle na tle innych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Wielu powtarza wręcz, że Polska jest liderem w regionie. Czy rzeczywiście Polska zasługuje na miano lidera i jak się mają do tego wyższe ratingi takich państw jak Czechy czy Słowacja?

PK: Czechy i Słowacja mają rzeczywście wyższe ratingi, ale wysokość ratingu i radzenie sobie w dobie kryzysu gospodarczego to w pewnym sensie dwie odrębne kwestie.

Wcześniej inwestorzy często traktowali wszystkie kraje Europy Środkowo-Wschodniej jako jeden region. A nie można przecież porównywać sytuacji Węgier z sytuacją Czech, a sytuacji Słowacji z sytuacją Bułgarii - nie mówiąc już o Ukrainie.

Słowacy mają wyższy rating niż Polska głównie ze względu na euro, natomiast Czesi mają lepszą sytuację w finansach pu-

blicznych. Jednak zarówno Słowacja, jak i Czechy, prawdopodobnie będą na minusie, jeśli chodzi o wzrost gospodarczy. Słowacy mają jeszcze jeden problem: w dużej mierze polegają tylko na jednej gałęzi przemysłu - przemyśle samochodowym - i to może mieć niekorzystne konsekwencje.

Polska ma o tyle lepszą sytuację, że u nas udział eksportu w PKB jest mniejszy niż u naszych sąsiadów, więc kryzys w handlu światowym jest dla nas relatywnie mniej dotkliwy. Mamy też większy rynek wewnętrzny, czyli jest szansa, że skutki kryzysu zostaną w pewnym stopniu złagodzone przez popyt wewnętrzny. Jednak największym problemem w Polsce są finanse publiczne.

Czechy, Słowacja i Polska wymieniane są jako kraje, z którymi kryzys raczej obejdzie się relatywnie łagodnie. Najwyższy rating w tym regionie ma jednak Słowenia (AA).

Wysoki rating daje szansę na obniżenie kosztów finansowania - to jest jego główna zaleta. Po drugie, ułatwia on szerzej rozumiane kontakty gospodarcze, rozszerza grono inwestorów.

DS: Czyli można powiedzieć, że z punktu widzenia ustalania ratingu uruchomienie tzw. elastycznej linii kredytowej przez MFW jest drobnostką?

PK: Na pewno nie przyczyni się to do zmiany ratingu, ale jest to czynnik pozytywny. To w pewnym sensie może uchronić Polskę od dalszych perturbacji, spekulacji na złotym. A jeśli kurs się ustabilizuje, pojawi się kwestia wejścia do ERM II.

DS: Czy w takim razie jest prawdopodobne, że decyzja o przystąpieniu Polski do strefy euro podniosłaby rating Polski?

PK: Sama decyzja o przystąpieniu do mechanizmu ERM II nie. Rating może zmienić podanie przez UE konkretnej daty przyjęcia euro. Taką informację ogłasza się zwykle na 6-9 miesięcy przed wstąpieniem do strefy euro i wtedy też podnoszony jest rating. Taka sytuacja miała miejsce zarów-



Sądzę, że ten rok dla sektora bankowego może być trudny. Ale trzeba zaznaczyć, że wszyscy porównują obecną sytuację do dwóch ostatnich lat, który były rekordowe.

no w przypadku Słowenii, jak i Słowacji.

Natomiast sama kwestia przystąpienia do ERM II nic nie zmienia z punktu widzenia ratingu, ponieważ są kraje, które są w ERM II od kilku lat ... i nic. Przystąpienie do ERM II to byłby jednak dobry sygnał, bo wymusiłoby to na Polsce dyscyplinę w finansach publicznych.

DS: Czy taka linia kredytowa jest rzeczywiście Polsce potrzebna już teraz, czy ma ona raczej charakter profilaktyczny?

PK: W tej chwili to jest kwestia bardziej profilaktyki. To jest taki dobry sygnał dla rynku: jeśli będzie źle, to Polska ma się czym bronić.

Uruchomienie linii kredytowej daje nadzieję, że nie powtórzy się sytuacja np. taka jak na Węgrzech, gdzie już są duże kłopoty i trzeba mobilizować wszystkie siły; a tym bardziej taka, jak na Łotwie, której premier powiedział, że jeśli nie dostaną pieniędzy, to w czerwcu zbankrutują.

Dobrze, że jesteśmy drugim krajem, który taką możliwość dostaje. Dobrze też, że jest to nagłaśniane. Najważniejsze jest to, że jest to źródło bez żadnych warunków: to oznacza, że zostaliśmy bardzo dobrze ocenieni przez drugą stronę. MFW nie daje pieniędzy lekką ręką: Łotwie i Ukrainie stawia się warunki, których te państwa nie mogą spełnić.

Warto jednak zaznaczyć, że ostateczna decyzja nie została jeszcze podjęta. Wprawdzie wszystko wskazuje na to, że Polska będzie miała dostęp do linii kredytowej, ale formalnej decyzji jeszcze nie ma. Jednak 20 mld dolarów to jest już sporo pieniędzy i skutki takiej informacji widać choćby po zachowaniu złotego. Warto też pamiętać, że jeśli będziemy chcieli wykorzystać kie-

dys te pieniądze, to trzeba będzie je kiedyś także oddać.

DS: A więc w najbliższym czasie nie przewiduje Pan zmiany ratingu Polski?

PK: Rating ma na razie perspektywę stabilną. W tej chwili pracujemy nad jego uaktualnieniem.

DS: Jakie są Pana prognozy na dalszą część 2009 roku? Czy czeka nas to słynne tsunami?

PK: Sądzę, że ten rok dla sektora bankowego może być trudny. Ale trzeba zaznaczyć, że wszyscy porównują obecną sytuację do dwóch ostatnich lat, który były rekordowe.

Często słyszymy narzekania pod naszym adresem, że ciągle obniżamy ratingi krajom w tej części Europy - jednak oprócz dwóch z nich wszystkie przecież mają ratingi inwestycyjne. Jeśli państwo spada z A na BBB+, to jest to spora różnica, ale w dalszym ciągu jest to dobry rating.

Ten rok niewątpliwie będzie dla banków trudny, bo będą one musiały bronić swoich pozycji. Ale o tsunami raczej nie mówię.

DS: Jakie są Pana rady dla inwestorów: w jakim stopniu warto opierać swoje decyzje na ratingach?

PK: Niestety ze względu na pełnione przeze mnie stanowisko nie mogę udzielać rad. Chciałbym tylko nadmienić, że ratingi to ciekawe i nieskomplikowane narzędzie, ze stuletnią historią. Na pewno trzeba nauczyć się jego poprawnej interpretacji i umieć je wykorzystywać. Trzeba to narzędzie po prostu dobrze zrozumieć. ■



BŁĘDY, CHCIVOŚĆ, A W KOŃCU REFORMY AGENCJI RATINGOWYCH

W ostatnich miesiącach desperacko poszukuje się winnych kryzysu finansowego. Politycy wytykają błędy opozycji, prezesi banków tłumaczą się przed rządowymi komisjami, zaś przeciwnicy wolnego rynku wieszczą załamanie „zbrodniczego” systemu. Także agencje ratingowe poddaje się (jak najbardziej zasłużonej) krytyce.

SZCZEPAN KITA;
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Za (ich) błędy się płaci

„Historia agencji ratingowych to opowieść o kolosalnej pomyłce”. W ten sposób Henry Waxman, demokrat z Izby Reprezentantów, opisał działalność agencji ratingowych – podmiotów, których znaczący udział w wybuchu światowego kryzysu finansowego jest dziś niezaprzeczalny. Jednak czy faktycznie była to jedynie pomyłka? Zwykły błąd w procedurze oceny ryzyka kredytowego? „Errare humanum est”. Nikogo nie dziwi, że pewna

część umów kredytowych zawieranych przez banki zawsze zasila portfel tak zwanych „złych kredytów”, których ściągnięcie od dłużników jest utrudnione lub zgoła niemożliwe. Podobnie wizja inwestora, który nigdy nie popełnia błędów, wydaje się czystym absurdem. Czy od analityków zatrudnionych w agencjach ratingowych jako od jedynych moglibyśmy wymagać nieomyślności?

Na długo przed pęknięciem bańki na rynku obligacji hipotecznych, w jednym z wewnętrznych maili w Standard & Poor's (S&P) anonimowy analityk napisał: „Agencje ratingowe tworzą kolejnego, jeszcze większego potwora: rynek CDO.

Miejmy nadzieję, że zanim ten domek z kart upadnie, wszyscy będziemy bogaci i na emeryturze”. Przez długi czas agencjom ratingowym jedna rzecz szła wyśmienicie – było nią zarabianie pieniędzy. Wspomniany wyżej Henry Waxman wskazuje, że dochody agencji ratingowych wzrosły w latach 2002-2007 trzykrotnie. Moody's pięć lat z rzędu miał najwyższą marżę zysku spośród spółek należących do (nomen omen) S&P 500. Z oceną ryzyka kredytowego bywało nieco gorzej. Nie trzeba szukać daleko – Enron, na kilka tygodni przed słynnym finansowym skandalem, miał najwyższy możliwy rating – AAA. Lehman Brothers posiadał według S&P

rating A (silna zdolność do terminowej regulacji zobowiązań, ocena znacznie ponad poziomem spekulacyjnym) 10 września 2008 roku, na 5 dni przed ogłoszeniem bankructwa.

Greed is good

Rynek agencji ratingowych jest de facto oligopolem – największe przedsiębiorstwa, starając się o rating, rozważają głównie triadę: S&P, Moody's i Fitch. Jednocześnie klientom agencji ratingowych – emitentom instrumentów dłużnych, które miały zostać ocenione pod kątem ryzyka kredytowego – nie zależało na prawdziwej, bezstronnej ocenie ryzyka, tylko na gwarantującym łatwiejszą sprzedaż wysokim ratingu. Według Jima Goodnighta, CEO produkującego oprogramowanie dla biznesu SAS Institute, banki same się oszukiwały, dając agencjom ratingowym do zrozumienia, że będą preferować agencje „najprzyjaźniejsze dla emitenta”. Oznacza to nie tylko przyznawanie wysokich ocen, ale także generalną niechęć do obniżania już istniejących ratingów. Agencje są często oskarżane o zbyt późne reagowanie na pogarszającą się sytuację w badanych spółkach. Co ciekawe, w niektórych wypowiedziach reprezentacji agencji wprost wyjaśniają, że nie chcą opierać się w swoich ocenach na spekulacjach, lecz czekają na potwierdzenie w faktach. Zakrawa to o paranoję – agencje przyznają się, że ich ratingi są często ocenami ex post! Oznacza to, że ich przydatność w analizie przyszłej wypłacalności jest relatywnie niewielka.

Co warto podkreślić, agencje ratingowe nie odpowiadały za złą jakość swojej pracy. Ratingi, w przeciwieństwie na przykład do sprawozdań finansowych, w przypadku których podawanie fałszywych lub wprowadzających w błąd danych jest karalne, mają charakter opinii i jako takie podlegają ochronie prawnej na mocy I Poprawki do Konstytucji. Można gorzko żartować, że podstawowe idee zachodnich demokracji – dążenie do zysku w ramach swobody działalności gospodarczej oraz wolność słowa – walenie przyczyniły się do obecnego kryzysu.

Reformy w Unii Europejskiej

W toku dyskusji nad reformą systemu finansowego, która ma zapobiec powtórzeniu się obecnego czarnego scenariusza, pojawiły się liczne propozycje zmian przepisów dotyczących agencji ratingowych, które mogłyby wyeliminować wspomniany konflikt interesów. Jedną z najbardziej interesujących jest odebranie emitentom możliwości wyboru agencji na rzecz wskazywania ich przez giełdy, na których dany

papier jest notowany. Inną jest finansowanie ocen przez zainteresowanych inwestorów. 23 kwietnia bieżącego roku Parlament Europejski przyjął rozporządzenie, które zaostrza regulacje dotyczące agencji ratingowych. Kiedy wejdzie ono w życie, agencje będą podlegały rejestracji przez Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Papierami Wartościowymi (CESR), która umożliwi organom nadzoru ich kontrolę i zagwarantuje przejrzystość działalności. Za łamanie określonych w rozporządzeniu reguł grozić będzie utrata licencji. Rozporządzenie obejmuje ponadto zakaz świadczenia usług doradczych, obowiązek

kierunku. Natomiast wprowadzenie do spółki niezależnych dyrektorów, których wynagrodzenie nie będzie zależało od wyników spółki, prawdopodobnie pozostanie bezowocne. Przypomnijmy, że wynagrodzenie analityków w agencjach ratingowych także ma być niezależne od wyników finansowych, co jednak nie powstrzymało zakrojonego na szeroką skalę konfliktu interesów. Ponadto w odniesieniu do wszystkich wymienionych regulacji znaczenie podstawowe będzie miała skuteczność ich egzekucji. Na poznanie efektów tych reform pozostanie nam jeszcze trochę poczekać.



ujawnienia założeń i modeli, na podstawie których przyznano ocenę, oraz obowiązek publikacji rocznych sprawozdań. Ponadto w zarządach agencji ma się znaleźć co najmniej dwóch niezależnych dyrektorów, których wynagrodzenie nie będzie mogło zależeć od ich wyników finansowych.

Założenia tej reformy są szczerze, zwłaszcza w zakresie zakazu jednoczesnego świadczenia usług doradczych przez agencje ratingowe. Możliwość taka dodatkowo zwiększała presję, aby wysoko oceniać spółki, na rzecz których świadczone były jednocześnie usługi doradcze. Wynikało to między innymi stąd, że ratingi w sposób wyraźny kształtują sytuację przedsiębiorstwa poprzez zwiększanie lub zmniejszanie ich wiarygodności i zmiany kosztu kapitału obcego, co bezpośrednio wpływa na ceny ich akcji. Poszerzenie obowiązków informacyjnych także można zakwalifikować jako krok w dobrym

Co dalej z agencjami?

Jednym z głównych przejawów kryzysu jest upadek zaufania na rynkach finansowych. Dopiero, gdy zostanie ono odbudowane, świat będzie mógł wyjść z recesji. Na chwilę obecną śmiało można mówić o kompromitacji agencji ratingowych. Reforma agencji może okazać się najważniejszym przejawem poprawy efektywności wymuszonej przez kryzys. Jeżeli chcą one zachować swoją rolę we współczesnej gospodarce, muszą skupić się na funkcji, dla której został powołane – wiarygodnej i rzetelnej ocenie ryzyka kredytowego. Wszak errare humanum est, in errore perservare stultum¹. Zaś rynek głupoty nie wybacz. ■

¹ Błądzić jest rzeczą ludzką, trwać w błędzie – głupota.

WRÓŻENIE Z PROGNOZ

Optymiści twierdzą, że spowolnienie gospodarcze, którego właśnie jesteśmy świadkami, ma charakter krótkotrwały. Pesymiści zaś są zdania, że światowy kryzys nie pozwoli polskiej gospodarce rozwijać się przez co najmniej kilka najbliższych lat. Obie opcje posilkują się różnorodnymi prognozami makroekonomicznymi. Problem w tym, że te prognozy ciągle się zmieniają. Trudno zatem być pewnym czegokolwiek, a tym bardziej przyszłości..

ARTUR SZCZEPKOWSKI;
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Na początku 2007 roku ekonomiści prognozowali wzrost polskiego PKB na poziomie grubo przekraczającym 5%. Więcej, wzrost ten miał być utrzymany na podobnym poziomie aż do 2012 roku, kiedy to Polska współorganizuje Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej. Podobne prognozy utrzymywały się do końca 2007 roku. W tym czasie trudno było znaleźć poważną międzynarodową instytucję, która negocjowałaby dobre perspektywy dla polskiej gospodarki. Optymizm zaczął zmniejszać się dopiero w drugiej połowie 2008 roku. Niemal rok od początku kryzysu.

Coraz gorsze prognozy dla polskiej gospodarki

Rok 2008 był jednym z najgorszych dla inwestorów giełdowych mimo, że polska gospodarka rozwijała się przyzwoicie. Szybki wzrost polskiego PKB napawał zapewne ekonomistów optymizmem. Jak się później okazało – nadmiernym optymizmem. Mało który analityk trafnie bowiem przewidział przyszłość. Jeszcze na początku października ubiegłego roku Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozował 3,8-procentowy wzrost polskiego PKB w 2009 roku. Aktualnie zaś, według tych samych ekspertów, Polacy powinni szykować się do recesji. Według najnowszych szacunków PKB może spaść o 0,7%. Przez ostatnie 8 miesięcy warunki rynkowe zmieniły się znacznie, ale czy aż tak?

W połowie ubiegłego roku zapewne nikt nie przypuszczał, że Lehman Brothers może upaść. Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę sugerowały jednak, że zarówno gospodarkę światową, jak i polską czeka spowolnienie. Wydaje się zatem, że prognozy ekspertów nie były przygotowywane z należytą starannością. Wypadałoby zatem zastanowić się nad następującą kwestią. Skoro eksperci tak bardzo się pomylili, to co gwarantuje, że aktualnie też się nie mylą? A może, zamiast prognozowanego przez MFV spadku PKB w roku bieżącym o 0,7% i wzrostu w 2010 roku o 1,3%, zobaczymy 1-procentowy wzrost w roku bieżącym i 3% wzrostu w roku następnym?

Na świecie jeszcze gorzej

Mimo wszystko trzeba przyznać, że aktualne prognozy MFV odnoszące się do polskiej gospodarki są znacznie lepsze od prognoz dotyczących innych krajów. Globalny PKB w 2009 roku może bowiem zmniejszyć się o 1,3% (na



początku roku MFV przewidywał spadek o 0,5%). Zdecydowanie gorzej wyglądają prognozy odnoszące się do strefy euro. Tutaj eksperci są zdania, że w roku bieżącym należy oczekiwać spadku PKB o 4,2%. Sporo? Niekoniecznie, Łotwa, Litwa czy Estonia powinny liczyć się z dwucyfrowym spadkiem PKB.

Pod koniec kwietnia Economist Intelligence Unit (EIU) obniżył prognozy PKB dla strefy euro w 2009 roku. Eksperci przewidują, że spadnie on o 4,3 proc. Ma to być w dużej mierze skutkiem niekorzystnej sytuacji w Niemczech, gdzie gospodarka może skurczyć się nawet o 5,3%. EIU nie widzi także czynników mogących pozytywnie wpłynąć na rozwój gospodarczy w kolejnych latach. Tym samym dłuższa recesja jest nieunikniona, choć nie powinna się ona pogłębiać.

Niekiedy jednak nie trzeba czytać prognoz, by wiedzieć, że jest źle. W Hiszpanii stopa bezrobocia przekroczyła właśnie 17%. Oznacza to, że bezrobotnych jest już przeszło 4 mln Hiszpanów. Trudno także oczekiwać poprawy sytuacji. Od stycznia liczba bezrobotnych wzrosła bowiem o ponad 800 tys. osób. Problemy ma także Wielka Brytania, gdzie deficyt budżetowy może przekroczyć w 2009 roku aż 12% PKB. Rządzący mają w planach podwyżki akcyzy na alkohol i papierosy oraz chcą wprowadzić nową stawkę podatku dla najlepiej zarabiających. Zapewne będzie się to wiązać ze sporymi protestami społecznymi.

Problemy analityków z prognozami

Problemy z dokładnością prognoz nie dotyczą jedynie Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Na początku II kwartału 2008 roku Komisja Europejska prognozowała 5-procentowy wzrost polskiej gospodarki. Według danych z początku roku bieżącego ma to być już 3 punktów procentowych mniej. Możliwe, że za kilka tygodni prognozy zostaną ponownie uaktualnione i zapewne będą dla Polski mniej korzystne. Tyle, że o tym, czy będą trafne, przekonamy się za kilkanaście miesięcy. NBP, Bank Światowy, a także duże banki inwestycyjne publikują kolejne prognozy. Są one mniej lub bardziej optymistyczne. Łączy je zaś jedno – są często zmieniane. Warto zastanowić się zatem nad tym, czy prognozy te należy brać na poważnie, a jeśli tak, to które...

Analizując przewidywania analityków z ostatnich kilku lat można dojść do wniosku, że bardzo rzadko potrafią oni przewidzieć punkty zwrotne w cyklach koniunkturalnych. Najlepiej radzą sobie z prognozami krótkoterminowymi. Trudno oczekiwać, by spełniały się prognozy co do rozwoju gospodarczego pojedynczego kraju czy też regionu na kilka lat do przodu. Skoro jednak prognozy te są, delikatnie rzecz ujmując, przestrelone, pozostaje zastanowić się nad sensem ich publikowania. Oczywiście eksperci zwracają uwagę na to, że warunki rynkowe w ostatnich miesiącach ciągle się zmieniają. Tyle, że takie nagłe zmiany obserwujemy raz na

kilka lat. Kowalski ma prawo nie wiedzieć, że spółki giełdowe są mocno przewartościowane, a na rynku nieruchomości tworzy się bańka spekulacyjna. Ekspert powinien zaś to zauważyć i rozumieć, czym to może grozić. Ryzyko to powinno być zaś uwzględniane w publikowanych raportach. Tyle, że większość ekspertów postępuje jak Kowalski – skoro teraz jest dobrze, to przyjmujemy, że w przyszłości także będzie dobrze.

Problemy z prognozami krótkoterminowymi

Sztuką jest przewidzieć poziom rozwoju gospodarczego kraju na kilka lat do przodu. Prognozy krótkoterminowe obciążone są znacznie mniejszym błędem i powinny w większym stopniu pokrywać się z rzeczywistością. Niestety nie zawsze tak jest. W ostatnim czasie sporym zaskoczeniem dla analityków okazał się jedynie 2-procentowy spadek polskiej produkcji sprzedanej przemysłu w marcu bieżącego roku. Eksperci prognozowali, że spadek będzie o kilka pkt proc. większy. Co ciekawe, również miesiąc wcześniej okazało się, że analitycy zbyt pesymistycznie formułowali swoje prognozy. Zaskoczeniem okazał się także wzrost średniej płacy w przedsiębiorstwach o 5,7 %. Aktualnie wynosi ona zatem niecałe 3 333 zł brutto.

Pozytywnych informacji jest w ostatnich tygodniach więcej i nie odnoszą się one jedynie do polskiej gospodarki. Powoli poprawiają się nastroje we francuskim biznesie, poprawia się PMI w przemyśle strefy euro a ceny domów jednorodzinnych w USA zaczynają rosnąć (House price index wzrósł w lutym o 0,7% w ujęciu miesiąc do miesiąca). Oczywiście informacji niekorzystnych jest znacznie więcej, recesja w wielu krajach jest bowiem faktem. Warto mieć jednak na uwadze, że pozytywne także istnieją i jest ich coraz więcej.

Nie jest tak źle

Nie tylko pojedyncze wskaźniki makroekonomiczne sugerują możliwą poprawę sytuacji gospodarczej w najbliższych kwartałach. W drugiej połowie kwietnia ministrowie finansów oraz szefowie banków centralnych państw G7 stwierdzili, że jeszcze w 2009 roku gospodarka światowa zacznie wychodzić z recesji. Gdyby te przewidywania się spełniły, polska gospodarka mogłaby dużo zyskać. Słaby złoty sprawia bowiem, że polskie przedsiębiorstwa są znacznie bardziej konkurencyjne na światowych rynkach niż jeszcze rok czy dwa lata temu. Lepsza sytuacja makroekonomiczna zachęcałaby także krajowe przedsiębiorstwa do inwestycji, które mogą się okazać stosunkowo tanie dzięki niskim cenom surowców. O tym, że dużo można zaoszczędzić, przekonać się można było analizując wyniki dużych infrastrukturalnych przetargów. Przykładami mogą być druga linia metra w oraz Most Północny w Warszawie, których budowa okaże się znacznie

tańsza w czasach spowolnienia gospodarczego. Zaoszczędzone środki można zaś przeznaczyć na inne inwestycje.

O tym, że polska gospodarka dosyć skutecznie broni się przed kryzysem, rządząca partia przekonuje opinię publiczną już od roku. Podejmowane działania zaczynają przynosić efekty. Podczas gdy sąsiednie kraje zwiększają wydatki w celu poprawienia koniunktury, polski rząd stara się je ograniczać. Mimo, że prawdopodobnie nie uda się uniknąć zwiększenia założonego deficytu, to nie będzie on wyglądał źle w porównaniu z deficytem pozostałych krajów europejskich. Podejmowane działania cieszą ekspertów, a polska gospodarka staje się powoli wzorem do naśladowania dla innych. Warto wspomnieć choćby o kredycie od Międzynarodowego Funduszu Walutowego, jaki ma szansę zaciągnąć Polska na bardzo korzystnych warunkach. Nie byłoby to możliwe, gdyby rządzący w sprawie kryzysu nie podejmowali działań trochę na przekór wszystkim.

Agencje ratingowe na cenzurowanym

Kryzys finansowy trudno było przewidzieć, niemniej od ekspertów wymaga się, by w swoich ocenach i prognozach uwzględniali wszelkie możliwe do zaistnienia zdarzenia. Pierwsze na cenzurowanym znalazły się agencje ratingowe, które są częściowo odpowiedzialne za kryzys. Dawały one bowiem zbyt wysokie oceny wiarygodności instytucjom finansowym, które w rzeczywistości na to nie zasługiwały. Zgodnie z nowymi regulacjami, działalność agencji ratingowych będzie podlegać większej kontroli. Agencje będą musiały ujawniać znacznie większą ilość danych, choćby tych, na podstawie których dokonują ocen. W ich zarządach będą musiały zasiadać niezależni i nieodwołalni eksperci, a usług doradczych nie będzie można świadczyć instytucjom, których ocen się dokonuje. Możliwe, że podobne regulacje powstaną także na poziomie globalnym.

Pierwsze efekty nagonki na agencje ratingowe są już widoczne. W swoich ocenach są one znacznie bardziej konserwatywne, nie boją się także ich obniżać. Pod koniec kwietnia Moody's Investors Service obniżył rating kredytowy Łotwy do Baa3 (z Baa1). Jest to najniższy poziom oceny inwestycyjnej. W oczach ekspertów straciła także Litwa, której rating spadł z A2 do A3. Można przypuszczać, że w najbliższych tygodniach kolejne kraje będą musiały pogodzić się z niższymi ocenami. Dyskusyjne pozostaje pytanie, czy jest to słuszne. Oceny obniżane są bowiem stosunkowo od niedawna, a kryzys trwa już półtora roku.

Banki straszą kryzysem

Na początku kwietnia Mateusz Morawiecki, prezes Banku Zachodniego WBK, w jednym z wywiadów stwierdził, że właśnie wzbiera fala tsunami, która może zagrazić bankom. Tym sa-

mym dołączył do grupy prezesów banków narkotykujących zarówno na sytuację gospodarczą, jak i na mizerne, ich zdaniem, działania rządu, które mogłyby poprawić sytuację banków. Co ciekawe, mówiąc o wojnie depozytowej, stwierdził że warto zastanowić się nad administracyjnym ograniczeniem wysokości ich oprocentowania. Zapewne wielu analityków czytając tenże wywiad złapało się za głowę. W końcu to banki zaczęły walczyć o depozyty klientów indywidualnych mimo, że nie musiały. Wystarczyło bardziej ufać konkurencji, a rynek międzybankowy nie byłby martwy.

Warto przypomnieć, że we wrześniu 2008 roku, po upadku Lehman Brothers, rynek międzybankowy stał się bardzo płytki. Instytucje finansowe przestały sobie ufać, a tym samym pożyczać pieniądze. Dotyczyło to także Polski. Banki, nie mogąc pożyczyć gotówki od konkurencji, zaczęły podnosić oprocentowanie depozytów. Celem było zebranie z rynku jak największej ilości gotówki. Sytuacja ta była bardzo dobra dla klientów banków. Przez pewien czas mogli bowiem wpłacać swoje oszczędności na lokaty z nawet dwucyfrowym oprocentowaniem. Zupełnie inaczej reagowali akcjonariusze banków. Nie trzeba być bowiem specjalistą od finansów, aby domyślić się, że ta wojna zysków nie przyniesie. Tym samym banki zaczęły ostrzegać, że jeśli rząd nie pomoże, to nie będzie kredytów. Rozwiązaniem miały być gwarancje rządowe dla pożyczek na rynku międzybankowym. Oczekiwane gwarancje rządowe byłyby zaś gwiazdką z nieba dla banków. Mogłyby one funkcjonować i zarabiać miliardy, podczas gdy w rzeczywistości ryzyko ponosiliby podatnicy. Sytuację można też inaczej przedstawić. Banki wymagają, by klienci im ufali, ale same sobie nie ufają. Śmieszne, ale prawdziwe.

Wrócenie z prognoz

W ostatnich miesiącach nowe prognozy publikowane są praktycznie w każdym tygodniu. Ich wspólną cechą są coraz gorsze oceny stanu polskiej gospodarki oraz słabe perspektywy na przyszłość. Trudno jednak jednoznacznie stwierdzić, czy Polacy powinni szykować się na recesję. Prognozy są bowiem na tyle zróżnicowane, że zarówno pesymiści, jak i optymiści znajdą coś dla siebie. Faktem jest jednak spory pesymizm ekspertów.

Warto jednak pamiętać, że eksperci zauważyli kryzys rok po tym, jak się on faktycznie zaczął. I choć jest to myślenie w dość dużym stopniu uproszczone, to nie ma gwarancji, że podobnie nie będzie w przyszłości. Możliwe zatem, że z rocznym opóźnieniem zauważą także poprawę w polskiej gospodarce. Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, kiedy taka poprawa byłaby możliwa. Faktem jest jednak, że wskaźniki wyprzedzające koniunkturę gospodarczą w Polsce są coraz lepsze. Można zatem przypuszczać, że kryzysowe wizje pozostaną jedynie wizjami. ■

BUY-BACK CZY DYWIDENDA – JAK PODZIELIĆ SIĘ ZYSKIEM Z AKCJONARIUSZAMI?

W najbliższych tygodniach odbędą się (lub już się odbyły) zgromadzenia akcjonariuszy, na których podejmowane będą decyzje o podziale zysku za ostatni rok obrotowy. Obecna sytuacja makroekonomiczna nie wpływa korzystnie na rezultaty spółek notowanych na GPW, jednak jest wiele firm, które stale osiągają dobre wyniki finansowe, wykazując zysk netto i dodatnie przepływy pieniężne. Dodatkowo niektóre z nich są skłonne podzielić się wypracowanymi zyskami ze swoimi akcjonariuszami. W takiej sytuacji powstaje pytanie, w jaki sposób tego dokonać, by było to najkorzystniejsze dla właścicieli – w formie dywidendy czy buy-backu?

TOMASZ MANOWIEC
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

W przypadku kiedy notowania poszczególnej spółki osiągają swoje historyczne minima, trudno jest mówić o zyskach kapitałowych z inwestycji w akcje. W związku z tym jedyną wartością dla inwestora staje się otrzymana wypłata ze spółki. Zatrzymanie zysków w spółce ma swoje uzasadnienie tylko w sytuacji, kiedy może ona uzyskać z bieżącej działalności stopę zwrotu wyższą od tej wymaganej przez inwestorów lub przeznacza ona środki na projekty, które w dłuższym terminie przyniosą taką stopę zwrotu. Jeżeli jednak ROE (return on equity) spółki nie przewyższa wymaganej stopy zwrotu, akcjonariusze będą optować za wypłatą pieniędzy, ponieważ są w stanie ulokować je w bardziej korzystnych inwestycjach.

Oba warianty przeznaczenia zysku charakteryzują się pewnymi podobieństwami. Przede wszystkim o wypłacie dywidendy, jak również o przeprowadzeniu skupu oraz o ich wielkości, może zdecydować jedynie walne zgromadzenie akcjonariuszy. Zarówno buy-back, jak i dywidenda przekładają się także na bezpośrednie korzyści udziałowców. Dywidenda zapewnia wypłatę gotówki, natomiast buy-back powoduje, że zmniejsza się liczba akcji, a w konsekwencji poprawiają się wartości wskaźników P/E (cena do zysku na akcję) oraz P/BV (cena do wartości księgowej akcji), czyniąc cenę akcji bardziej atrakcyjną.

Dywidenda jest atrakcyjna, ponieważ stanowi bezpośredni zwrot z zainwestowanego kapitału. Dzięki temu uzyskuje się wolne środki pieniężne, które można reinwestować w akcje danej spółki lub w inne aktywa. Dużą wadą wypłaty dywidendy jest konieczność opłacenia podatku dochodowego. Co więcej, jest on uiszczany z góry przez spółkę, w związku z czym nie można uniknąć tej płatności poprzez kompensację zysków stratami na innych inwestycjach. Zysk wypłacany akcjonariuszom opodatkowany jest zatem dwukrotnie – najpierw po-

datkiem CIT od zysku spółki, a następnie podatkiem płacnym przez akcjonariuszy.

Z tego względu warto zastanowić się nad skupem akcji w celu ich umorzenia. Polega on na nabyciu akcji własnych spółki i ich umorzeniu, co pomniejsza ich całkowitą liczbę i wartość kapitałów własnych. Oprócz uniknięcia obciążeń podatkowych, buy-back ma również inną ważną cechę – o jego intensywności decyduje zarząd spółki. Dzięki temu można elastycznie dostosowywać się do sytuacji na rynku (i kupować akcje po jak najniższej cenie) oraz efektywnie zarządzać płynnością firmy. Poza tym, w razie pojawienia się korzystnych okazji inwestycyjnych lub nieprzewidzianych wydatków, spółka posiada środki do wykorzystania. Akcjonariusze określają bowiem jedynie maksymalną liczbę akcji, jaką może być skupiona, oraz maksymalną kwotę, jaką spółka może na to przeznaczyć, pozostawiając do dyspozycji zarządu intensywność skupu. Niskie ceny akcji panujące obecnie na rynku wzmacniają znaczenie i sens buy-backu, ponieważ ta sama ilość środków pozwala na skup większej liczby akcji.

Powyższe czynniki sprawiają, że buy-back może być preferowany nad wypłatą środków w postaci dywidendy. Jednak istnieją ograniczenia prawne związane ze skupem akcji własnych na giełdzie, które wprowadzają restrykcje odnośnie ilości akcji nabywanych w trakcie sesji, jak również limitów cenowych, po których można składać zlecenia. W konsekwencji pojawiają się utrudnienia w prowadzeniu skupu, które zmniejszają jego efektywność.

Rzeczywistość nie jest zbyt optymistyczna dla akcjonariuszy, ponieważ niewiele spółek notowanych na polskim rynku decyduje się przeznaczyć część zysku dla właścicieli. Tylko mniej więcej co czwarta spółka wypłaca dywidendę, jeszcze mniej firm zdecydowało się na przeprowadzenie skupu akcji własnych. Najczęściej zachowanie całości wypracowanego wyniku w spółce uzasadniane jest koniecznością finansowania inwestycji lub tworzeniem rezerwy na trud-

niejsze czasy w przyszłości. Często jest to podejście racjonalne, ale w wielu przypadkach wypłata części środków nie zmniejszyłaby możliwości ekspansji spółki.

Warto zauważyć, iż akcje spółek regularnie wypłacających dywidendę zachowywały się w trakcie obecnej bessy znacznie lepiej niż szeroki rynek. Wystarczy spojrzeć na notowania takich spółek jak TP SA, czy WSiP, które są najpopularniejszymi przykładami walorów wycenianych metodą dywidendową. W takim przypadku cena jest stabilna, natomiast inwestorzy liczą bardziej na zwrot w postaci wypłaty niż w formie zysków kapitałowych.

Problemem na polskim rynku jest nie tylko mała liczba podmiotów wypłacających dywidendę, ale również nieregularność płatności. Na zachodzie przyjętą praktyką jest, że spółka wypłaca dywidendę o stałej wartości w każdym roku. Jej wzrost następuje tylko w czasie dobrej koniunktury, natomiast zmniejszenie wypłat jest bardzo źle postrzegane i ma miejsce tylko w krytycznych sytuacjach. W Polsce spółki określają co najwyżej procentową część zysku, która zostanie wypłacona. Podlega ona zatem wahaniom wraz ze zmianami zysków, a w przypadku gorszych wyników znika całkowicie.

Trudno odpowiedzieć na pytanie, która z metod przekazania zysku akcjonariuszom jest lepsza, ponieważ obie mają swoje zalety i wady opisane powyżej. Odpowiedź na to pytanie mogą stanowić notowania spółek, które zdecydowały się na dywidendę lub buy-back. Jak już wspominałem, te z nich, które regularnie płacą wysoką dywidendę swoim akcjonariuszom, nie odczuły bessy tak boleśnie jak pozostałe. Nie można tego jednak powiedzieć o spółkach prowadzących skup akcji. Często nawet informacja o rozpoczęciu skupu nie potrafiła zahamować spadku, podczas gdy zapowiedź wypłaty dywidendy zazwyczaj przyczyniała się do wzrostu ceny. Jest to chyba najlepszy dowód na to, że inwestorzy cenią sobie spółki, które oferują im coś więcej niż dobre perspektywy. ■



CZY BANKOWA WOJNA NA LOKATY DOBIEGA KOŃCA?

W najbliższych tygodniach odbędą się (lub już się odbyły) zgromadzenia akcjonariuszy, na których podejmowane będą decyzje o podziale zysku za ostatni rok obrotowy. Obecna sytuacja makroekonomiczna nie wpływa korzystnie na rezultaty spółek notowanych na GPW, jednak jest wiele firm, które stale osiągają dobre wyniki finansowe, wykazując zysk netto i dodatnie przepływy pieniężne. Dodatkowo niektóre z nich są skłonne podzielić się wypracowanymi zyskami ze swoimi akcjonariuszami. W takiej sytuacji powstaje pytanie, w jaki sposób tego dokonać, by było to najkorzystniejsze dla właścicieli – w formie dywidendy czy buy-backu?

Banki tracą na lokatach, ale dorabiają na innych produktach

Nie chcąc tracić zysków banki drenują kieszenie klientów na wszelkie możliwe sposoby:

- podnoszą opłaty za prowadzenie kont osobistych,
- wprowadzają opłaty za wypłaty z bankomatów,
- podnoszą marżę kredytów hipotecznych i maksymalnie windują oprocentowanie kredytów gotówkowych. Porównując rankingi lokat i kredytów gotówkowych można zauważyć ogromne dysproporcje. Rekordziści udzielają kredytów na 18-20% w skali roku, a lokaty przyjmują na 5%.

Czy częściowe zniesienie podatku Belki pomoże bankom?

W odpowiedzi na problemy z dostępem do kapitału pojawiła się propozycja częściowego zniesienia podatku Belki. Owo zniesienie miało objąć depozyty zakładane na okres dłuższy niż rok. Zdaniem pomysłodawców, takie doraźne rozwiązanie skłoniłoby część klientów do lokowania pieniędzy na lokatach, gdyż zysk z nich byłby wolny od podatku. Tym samym banki mogłyby ograniczyć nieco podwyżki oprocentowania lokat.

Pytanie, ile osób faktycznie zdecydowałoby się zamrozić oszczędności na ponad rok, aby dostać nieco większe odsetki? Tym bardziej, że ostatnie dane na temat inflacji pokazują wyraźnie, że zjada ona większość zysków z i tak coraz niżej oprocentowanych

lokat, czyniąc je coraz mniej wartymi zainwestowania. W marcu roczny wskaźnik inflacji wyniósł 3,6%. Przy rocznej lokacie na 6% nawet bez podatku Belki zostaje ok. 2,5% zysku. Trzeba mieć naprawdę duże oszczędności, aby odnieść wymierne korzyści z lokat.

Wybór atrakcyjnej lokaty to dziś prawdziwa loteria

Osoby posiadające oszczędności i pragnące założyć lokatę mają dziś nie lada problem. Oferta banków zmienia się bowiem niemalże z dnia na dzień. Wiele banków obniża stawki, ale zdarzają się też wyjątki, które oprocentowanie podnoszą. Wydaje się, że najrozsądniejszym rozwiązaniem w obecnej chwili jest zakładanie lokat w specjalnych promocjach. Na rynku można spotkać lokaty z oprocentowaniem podwyższonym w określonym czasie np. 2 miesięcy. Wysokie oprocentowanie lokaty ma być wabikiem na klientów, którzy

odwiedzą placówkę banku. Przykładem takiej lokaty była lokata Killer w Banku Pocztownym, która oferowała w pewnym momencie aż 10% licząc w skali roku. Warto więc podzielić posiadane oszczędności na kilka części i zakładać lokaty na krótki okres.

W ten sposób możemy szybko zareagować na zmieniającą się ofertę konkurencji.

Oprócz walki na wysokość oprocentowania banki walczą na „haczyki”

Coraz częściej uzależniają ostateczne oprocentowanie od szeregu warunków, jakie musi spełnić klient. Najpopularniejsze z nich to:

- konieczność posiadania w danym banku konta osobistego;
- złożenie na lokacie znacznie wyższej kwoty (np. 20 tys. zł) niż tradycyjny limit wynoszący najczęściej 1 tys. zł;

- przyprowadzenie do banku nowego klienta, który razem z nami założy lokatę. Takie rozwiązanie wprowadził np. Alior Bank, Citi Handlowy, Getin Bank, Multibank;

- oprocentowanie rośnie wraz z ilością posiadanych przez klienta produktów danego banku. Taką lokatę wprowadził niedawno Bank Millennium. Jest to więc oferta praktycznie tylko dla własnych klientów;

- promocja oprocentowania trwa w określonym terminie, a po upływie tego czasu warunki lokaty zazwyczaj znacznie się pogarszają.

Jak długo potrwa wojna na wysokość oprocentowania depozytów?

Trudno o jednoznaczną wypowiedź, choć pojawiają się głosy ze strony bankowców, że to wyniszczająca walka, którą pora zakończyć. Taką opinię wyraził np. prezes BZ

WBK, Mateusz Morawiecki oraz były już prezes Meritum Banku, Mariusz Karpiński. Ten drugi stwierdził wprost, że obecna sytuacja jest bardzo niezdrowa. Pomimo obniżek stóp procentowych banki utrzymują wysokie oprocentowanie kredytów i płacą za lokaty znacznie więcej niż ustalona przez RPP główna stopa procentowa na poziomie 3,75%. Tym samym o zmniejszeniu kosztu pieniądza nie ma mowy, a to przecież jeden z głównych celów obniżek stóp procentowych.

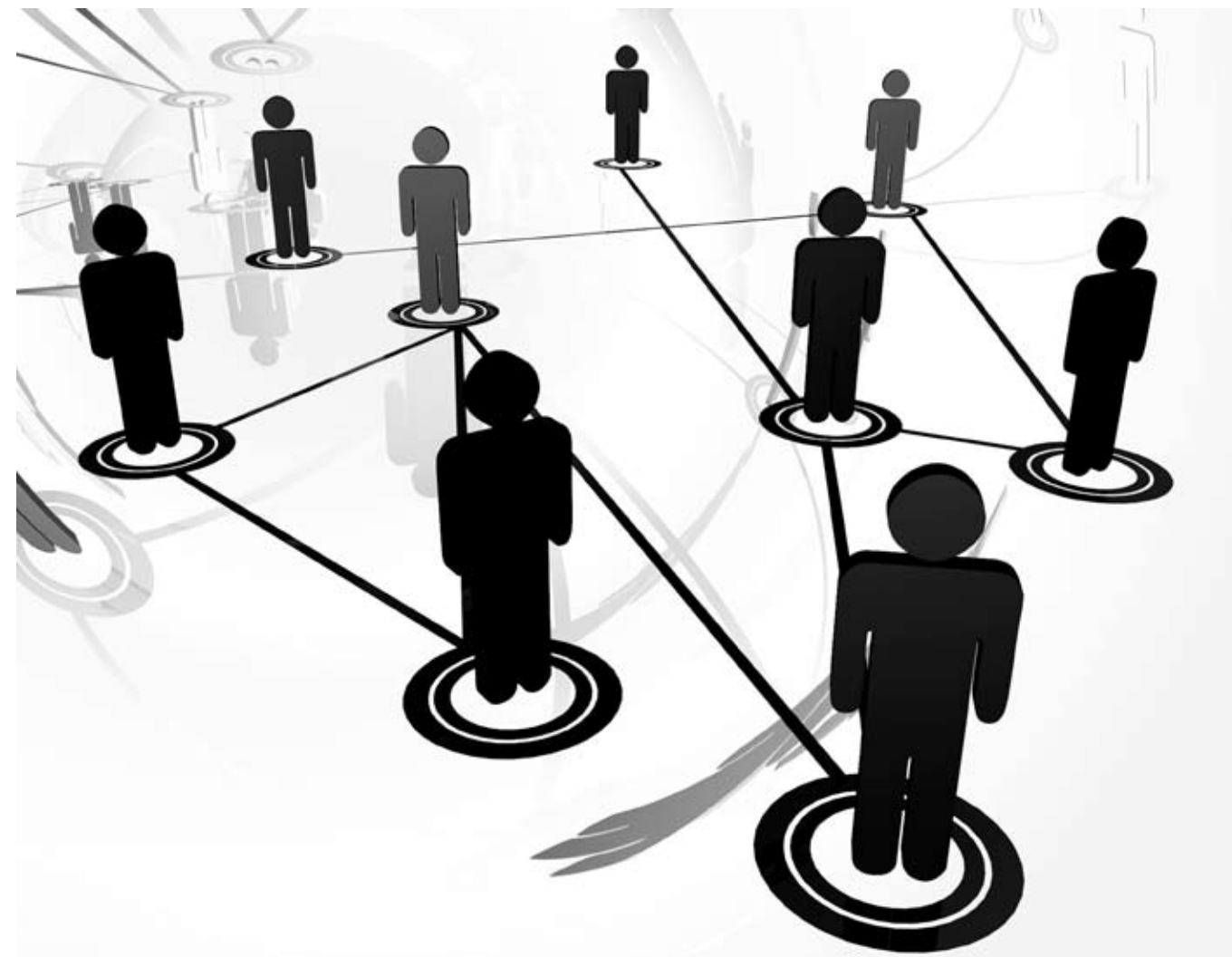
Kto wygra w walce na depozyty?

Klienci z większymi oszczędnościami mogą szukać dobrych lokat, ale muszą być świadomi, że bank niczego nie robi za darmo. Co da na lokacie, odbierze gdzie indziej. Chyba, że ktoś nie korzysta z żadnych innych usług bankowych oprócz lokat. Banki wydają miliony na reklamę swoich lokat, licząc, że odbiją sobie poniesione z tego tytułu koszty wysokodochodowymi produktami.

Bez funduszy poręczeniowych i gwarancji państwa banki nie uruchomią na szerszą skalę akcji kredytowej dla firm, które najbardziej cierpią na zakręceniu strumienia pieniądza. Mało tego, firmy mogą zrobić bankom niemiłą niespodziankę, wycofując część depozytów zgromadzonych podczas dobrej koniunktury. Trudności w uzyskaniu kredytów, nawet przez duże firmy, zmuszają je do sięgania po finansowanie nowych inwestycji ze środków własnych. Byłaby to swojego rodzaju zemsta za obecne działania banków. A firmy mają co wypłacać. Wartość depozytów przedsiębiorstw to niemal 150 mld zł. Do czego doprowadzi to banki?

Póki co, nadal będą łupić klientów indywidualnych na drogich kartach kredytowych, kredytach gotówkowych i podwyżkach różnych opłat. Dopiero, gdy obniży się chęć klientów do zaciągania drogich kredytów, pojawi się szansa na to, że banki nie będą już potrzebować tak dużych pieniędzy i przestaną dopłacać do lokat. Stopniowe zwiększenie akcji kredytowej pozwoli im zarabiać mniej na pojedynczym kredycie, ale w ogólnym bilansie powinno wyjść im to na dobre. Wyniki finansowe banków za pierwsze dwa miesiące 2009 roku pokazały, że zarobiły one zaledwie 55% tego, co w analogicznym okresie 2008 roku. Kolejne kwartały pokażą, czy walka na depozyty była tego warta i który z graczy zapłacił za nią najwyższą cenę. Może się okazać, że zwolnienia 10 tys. pracowników sektora bankowego, o jakich jest ostatnio głośno, będą dopiero preludium do drastycznych cięć kosztów, z zamknięciem setek oddziałów włącznie. ■

TOMASZ BAR
WWW.FINANSEOSOBISTE.PL



POLSKI RYNEK KAPITAŁOWY A SYSTEM CORPORATE GOVERNANCE

Problematyka *corporate governance* została podjęta w Polsce stosunkowo niedawno. Początki dyskusji na temat ładu korporacyjnego przypadły na czas tworzenia nowej kodyfikacji prawa spółek handlowych. Pojęcie *corporate governance* tłumaczone jest na język polski najczęściej jako ład korporacyjny, władztwo korporacyjne czy kolektywne władanie. Nie ma jednoznacznej definicji pojęcia ładu korporacyjnego. Często przyjmuje się, że są to zasady oraz normy odnoszące się do szeroko rozumianego zarządzania organizacją. To zbiór zasad skierowanych do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy.

SYMON OKOŃ
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Otwarty i zamknięty system ładu korporacyjnego

W poszczególnych krajach możemy spotkać się z różnymi modelami nadzoru korporacyjnego. System *corporate governance* każdego kraju ma charakter niepowtarzalny. Stanowi on kombinację elementów prawnych, ekonomicznych i instytucjonalnych. Konkretnie modele możemy sklasyfikować w oparciu o bardzo różne kryteria. Bierze się pod uwagę rolę rynku kapitałowego w finansowaniu spółek, ale również strukturę własności spółek publicznych i rolę inwestorów

instytucjonalnych. Należy również przeanalizować kwestię stopnia rozwoju rynku kontroli nad spółkami. Nie powinien być także pominięty aspekt standardu ochrony prawnej drobnych inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych. Ważna jest też struktura, skład i kompetencje organów spółki oraz zasady odpowiedzialności menedżerów.

Na podstawie analizy elementów poszczególnych modeli ładu korporacyjnego można dojść do wniosku, że na świecie wykształciły się dwa szczególne, przeciwstawne i charakterystyczne systemy *corporate governance*. Wyróżnić można system ładu otwartego, nazywany często modelem zorientowanym na rynek, właściwy dla krajów anglosaskich, oraz drugi system - ładu zamkniętego, nazy-

wany systemem opartym o sektor bankowy, właściwy dla krajów zachodniej Europy, takich jak Niemcy czy Francja.

Z otwartymi systemami *corporate governance* można spotkać się na rynkach o wysokiej kapitalizacji, płynności oraz efektywności informacyjnej. Głównym źródłem pozyskania kapitału przez spółki jest rynek kapitałowy. Mamy tutaj do czynienia z bardzo dużą aktywnością na rynku ofert publicznych. Rynki te cechują się bardzo dużą ilością spółek na nich notowanych i bardzo dużą mobilnością kapitału, umożliwiającą szybką zmianę alokacji zasobów oraz stwarzającą możliwość szybkiej restrukturyzacji. W tym modelu znaczenie banków komercyjnych i instytucji kredytowych jest w dużej

mierze ograniczone. Warto poddać analizie również strukturę akcjonariatu, która w tym przypadku cechuje się bardzo dużym rozproszaniem kapitału. Kontrolę nad spółką sprawują menedżerowie. Wobec tego nasuwającą się kolejną cechą jest oddzielenie własności od kontroli, co wiązać się może z wystąpieniem konfliktu agencji. Jeżeli chodzi o rynek kontroli, to w tym przypadku należy wskazać na jego wysoką aktywność; na zarządzanie spółkami mają bowiem wpływ zewnętrzne siły rynkowe.

Jak wspomniano wcześniej, system zamkniętego ładu korporacyjnego charakteryzuje się odwrotnymi cechami. W tym przypadku rola rynku kapitałowego w gospodarce jest zdecydowanie mniejsza. Pozyaskanie kapitału w procesie oferty publicznej ma drugorzędne znaczenie dla finansowania spółek akcyjnych. Rynki charakteryzują się niską liczbą notowanych na nich spółek, a ich kapitalizacja jest niska. W tym przypadku mamy do czynienia z dużo większym znaczeniem sektora bankowego, jako że istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw jest kredyt. Własność jest skonsolidowana; dokonując analizy akcjonariatu spółek, możemy zauważyć, że bardzo często występuje akcjonariusz większościowy. Jednocześnie problemy konfliktu agencji mają ograniczone znaczenie, gdyż właściciel większościowy sam decyduje o tym, kto będzie sprawował zarządzanie spółką. Bardzo często dochodzi do wykształcenia się złożonych struktur kapitałowych, holdingowych czy koncernów. Działania na rynku kontroli mają mniejsze znaczenie, warto tutaj wskazać chociażby na rzadkość występowania wrogich przejęć. W omawianym modelu należy również podkreślić znaczenie dążenia do realizacji celów interesariuszy, w przeciwieństwie do systemu zamkniętego, gdzie na głównym planie pojawia się akcjonariusz.

Dokonując analizy czynników wpływających na kształt modelu ładu korporacyjnego, można zadać sobie pytanie, do jakiego systemu możemy zakwalifikować Polskę? Do jakiego systemu polskiemu rynkowi kapitałowemu jest bliżej? Nie jest łatwo jednoznacznie odpowiedzieć na to pytanie. Wydaje się jednak, że bliższy jest polskiemu rynkowi kapitałowemu otwarty system ładu korporacyjnego. Jednakże porównując pewne kryteria, chociażby kapitalizację spółek publicznych przypadającą na PKB, nie zawsze można dojść do takiego wniosku. Na polskim rynku występują cechy jednego i drugiego modelu. W ostatnich latach rozwinął się w dużej mierze rynek fuzji i przejęć oraz coraz więcej jest spółek, których struktura kapitału jest coraz bardziej rozproszona, co sprzyja działaniom na rynku kontroli. Wydaje się, że rynek funkcjonuje w myśl przejrzystej zasady wartości dla akcjonariuszy. Podejmując ocenę otwartego i za-



mkniętego systemu ładu korporacyjnego nie można jednoznacznie stwierdzić, że jeden czy drugi model jest lepszy. Każdy z nich ma pewne zalety i wady. Dlatego warto by było, aby polski system posiadał tylko te pierwsze, co oczywiście nie zawsze jest możliwe.

Kodeksy dobrych praktyk

Spisanym zbiorem zasad nadzoru korporacyjnego są kodeksy dobrych praktyk spółek giełdowych. Mają one w zasadzie charakter miękkiego prawa (soft law); oznacza to, że nie posiadają żadnej mocy prawnej, bądź ich moc wiążąca jest zdecydowanie słabsza w porównaniu do mocy wiążącej tradycyjnego prawa. Jeżeli chodzi o rodzaje regulacji związane z kodeksami dobrych praktyk, to należy podkreślić tutaj znaczenie zasady comply or explain. Zobowiązuje ona spółkę do przestrzegania zasad kodeksów nadzoru korporacyjnego, a w przypadku, gdy któraś z nich nie będzie przestrzegana, obliguje spółkę do wytłumaczenia dlaczego jej nie stosuje. Zasada ta jest rekomendowana przez Komisję Europejską.

Dobre praktyki dotyczące spółek zagościły na dobre w Polsce w 2002 roku, kiedy to Komitet Dobrych Praktyk opracował „Dobre Praktyki w spółkach publicznych 2002”. Następnie zasady zostały znówelizowane, co miało wyraz w opracowaniu kolejnego zbioru pod nazwą „Dobre Praktyki 2005”. 4 lipca 2007 r. Rada Nadzorcza GPW, na wniosek Zarządu Giełdy, przyjęła nowe zasady ładu korporacyjnego – „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. Zbiór ten zaczął obowiązywać od 1 stycznia 2008 r. Celem dobrych praktyk, zgodnie z preambułą, jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, jak również wzmocnienie praw akcjonariuszy. Dobre praktyki poprzedzone są preambułą, po której występują kolejno następujące części: Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdo-

wych, Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych, Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych oraz Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy. Zgodnie z Regulaminem Giełdy, istnieje obowiązek publikowania raportu dotyczącego przestrzegania zasad ładu korporacyjnego. W przypadku gdy określona zasada ładu korporacyjnego nie jest stosowana w sposób trwały lub jest naruszona incydentalnie, emitent ma obowiązek opublikowania raportu zawierającego informacje o tym, jaka zasada nie jest stosowana lub nie została zastosowana, jakie były okoliczności i przyczyny nie zastosowania zasady oraz w jaki sposób emitent zamierza usunąć ewentualne skutki nie zastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko nie zastosowania zasad ładu korporacyjnego w przyszłości. Warto zwrócić uwagę, że pierwsza część „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” została uchwałą Zarządu Giełdy wyłączona z obowiązku publikowania raportów, wynikającego z Regulaminu Giełdy.

Podsumowanie

Temat ładu korporacyjnego jest wciąż bardzo aktualny, dlatego uważam, że powinniśmy do niego przykładać dużą wagę. To jak będzie ukształtowany system corporate governance będzie wpływać na sposób zarządzania organizacjami, na działalność organów spółek oraz członków tych organów. Ład korporacyjny ma również ogromny wpływ na przejrzystość informacyjną spółek, na ich komunikację z akcjonariuszami, jak również na ochronę ich praw. W aspekcie GPW, ze względu na stosunkowo krótki okres obowiązywania obecnego kodeksu dobrych praktyk, nie jest łatwo wskazać rzeczywisty jego wpływ na działalność spółek. Jednakże jestem przekonany, że w dłuższej perspektywie odniosą z niego wymierne korzyści zarówno spółki, jak i akcjonariusze. ■

PLATYNA - LUKSUSOWY SUROWIEC PRZEMYSŁOWY

W 1590 roku hiszpańscy konkwistadorzy odkryli w Ameryce Południowej biały metal, który lekceważąco nazwali *platina* („małe srebro”). Owładnięci żądzą złota, nie dostrzegli wyjątkowych właściwości platyny, a sam metal wyrzucali, uważając go za bezużyteczny. Musiało minąć kilka wieków, aby platyna znalazła zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu i - jako najdroższy metal szlachetny - stała się symbolem luksusu.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Platyna jest najszlachetniejszym przedstawicielem grupy metali, zwanych platynowcami (platinum group metals, PGMs). Kruszc ten występuje w przyrodzie dużo rzadziej niż złoto. Platyna jest także najbardziej trwała spośród wszystkich metali szlachetnych, a także wyjątkowo kowalna¹ i ciągliwa².

To, co bogaci lubią najbardziej

Niezwykłe właściwości platyny są doceniane w przemyśle biżuteryjnym: to właśnie z tego kruszcu powstają najbardziej wyrafinowane ozdoby. Pierwsza biżuteria z platyny powstała na początku XX wieku - jej twórcą, Louis Cartier, szybko stał się ulubieńcem władców państw na całym świecie. Zresztą, zamiłowanie monarchów do srebrzystego metalu było znane o wiele wcześniej: już w XVIII wieku król Francji Ludwik XVI uznał, że platyna to jedyny metal, który przystoi posiadać królom. Natomiast pod koniec XIX wieku monarchów ogarnęła prawdziwa „platynomania”: z platyny wykonywano przedmioty codziennego użytku, m.in. puchary i cukierniczki.

Przeświadczenie o wyjątkowości platyny wynika także z jej ważnej zalety: silnego połysku - w większości krajów standardem jest metal o czystości 95%. To najczęściej z platyny wykonuje się przedmioty zawierające cenne kamienie szlachetne, ponieważ platyna pozwala w większym stopniu niż inne metale szlachetne oddać blask diamentu czy szmaragdu - a jednocześnie, jako bardzo trwały metal, świetnie zabezpiecza obudowany nią cenny kamień przed wypadnięciem.

Przez wiele lat największym odbiorcą platynowej biżuterii była Japonia. Jednak wraz z początkiem nowego tysiąclecia prym w tej dziedzinie przejęli konsumenci chińscy, głównie ze względu na kłopoty

japońskiej gospodarki i gwałtowny rozwój Państwa Środka, a co za tym idzie - bogacenie się chińskich konsumentów. Biżuteria platynowa jest bowiem typowym dobrem luksusowym, a popyt na nią kreują głównie osoby zamożne.

Eko-metal

Wytwarzanie biżuterii pochłania około jednej czwartej światowych podaży platyny. Jednak zastosowanie tego metalu daleko wykracza poza produkcję luksusowych ozdób. Jak wszystkie „białe” metale szlachetne, kruszc ten ma sporo zastosowań przemysłowych.

Ponad połowa światowego wydobycia platyny jest wykorzystywana przy produkcji katalizatorów samochodowych. Metal ten, wraz z palladem i rodem (też należącymi do grupy platynowców) ogranicza emisję m.in. tlenku węgla i tlenków azotu, zamieniając je na mniej szkodliwe dla środowiska substancje chemiczne.

Wykorzystanie platyny przy produkcji kataliza-

torów miało swój początek w latach 70. XX wieku, kiedy to w Stanach Zjednoczonych, a następnie także w wielu innych państwach świata, wprowadzono prawne regulacje, narzucające obowiązek ograniczenia emisji spalin przez pojazdy. W katalizatorach produkowanych w Stanach Zjednoczonych platynę powszechnie zastępowano posiadającym podobne właściwości, lecz tańszym od niej palladem. Natomiast w Europie zapotrzebowanie na platynę było dużo większe ze względu na szersze rozpowszechnienie silników typu diesel, w których zastąpienie platyny palladem jest niemożliwe.

Warto zaznaczyć, że coraz powszechniejsza „moda na ekologię” i wprowadzanie przez kraje rozwijające się coraz bardziej rygorystycznych norm dotyczących emisji spalin mogą wpłynąć na rosnące zapotrzebowanie na platynę jako składnik katalizatorów. ◀



1. Kowalność - podatność metalu do odkształcania się podczas kucia.

2. Ciągłość - zdolność metalu do odkształcania się pod wpływem działania dużych sił, bez naruszania spójności materiału; przeciwieństwem ciągłości jest kruchość.

Ogniwa paliwowe i lek na raka

Zastosowanie platyny w przemyśle samochodowym nie ogranicza się do produkcji katalizatorów. Metalu tego używa się także przy wytwarzaniu świec zapłonowych i ogniw paliwowych. Szczególne właściwości platyny są wykorzystywane także w innych branżach gospodarki: w przemyśle elektrycznym i elektronicznym, chemicznym (jako katalizator), a także przy produkcji szkła. Platyny używa się również w medycynie, m.in. przy produkcji stymulatorów serca, aparatury neurochirurgicznej, różnego rodzaju implantów, a także w dentystyce oraz w produkcji leków antynowotworowych.

Nie sposób pominąć zastosowań inwestycyjnych: do dyspozycji inwestorów są platynowe sztabki i monety (wśród nich słynne lokacyjne American Eagle, Canadian Maple Leaf i Australian Koala). Dostępne są także kontrakty futures i opcje na platynę - głównie na giełdzie New York Mercantile Exchange (NYMEX).

Metal z odzysku

Mimo postępu technologicznego, nie udaje się odzyskać nawet połowy platyny, wykorzystywanej przy produkcji różnego typu dóbr. Te mierne statystyki wynikają z faktu, że większość produktów zawiera śladowe ilości kruszczy, których nie można wyodrębnić fizycznie ani chemicznie - a czasem się to po prostu nie opłaca, gdyż koszty całego procesu przewyższyłyby wartość odzyskanej platyny.

Niemniej jednak, widać postęp w zakresie odzyskiwania metali szlachetnych z zużytych katalizatorów - a coraz więcej firm skupuje zużyte katalizatory.

Południowoafrykańska karta przetargowa

Przemysł wydobywczy na rynku platyny jest niezwykle skoncentrowany: ekstrakcją tego metalu zajmuje się zaledwie 10 firm na całym świecie. Co więcej, około 90% platyny wydobywane jest w zaledwie dwóch krajach: Republice Południowej Afryki oraz Rosji. RPA jest na rynku niekwestionowanym liderem: kopalnie położone w tym państwie dostarczają około 75% światowej podaży platyny. Druga w tym zestawieniu Rosja odpowiada za kilkanaście procent wydobycia tego kruszczy. Do mniej znaczących producentów platyny należą Stany Zjednoczone, Kanada oraz Zimbabwe.

Nietrudno wywnioskować, że zawirowania w południowoafrykańskiej gospodarce mogą mieć niebagatelny wpływ na cenę platyny na światowych rynkach. Dobrze ilustruje to kryzys energetyczny w

RPA na początku 2008 roku. Ceny platyny poszybowały w górę po tym, jak świat obiegnęła informacja o możliwości ograniczenia dostaw prądu przez południowoafrykańskiego monopolistę energetycznego Eskom Holdings.

Gwałtowna reakcja cen platyny wynikała z faktu, że stabilne dostawy energii są niezbędne do funkcjonowania wielu urządzeń wykorzystywanych w kopalniach, a kłopoty z dostarczeniem energii wymusiły na kilku producentach tego kruszczy wstrzymanie wydobycia.

Nieelastyczna podaż

Podaż platyny jest ograniczona i nieelastyczna cenowo. Wynika to z charakterystyki przemysłu wydobywczego. Od momentu podjęcia decyzji o rozpoczęciu wydobycia do chwili, gdy odpowiednio przetworzony surowiec trafi na rynek, mija kilka lat. Tyle czasu zajmuje odnalezienie złóż, zdobycie odpowiednich pozwoleń, budowa kopalni i odpowiedniej infrastruktury wokół niej (z uwzględnieniem wszelkich norm ekologicznych), a następnie samo wydobycie metalu oraz jego przetworzenie.

Producenci platyny nie mogą więc szybko zareagować na ewentualne zmiany cen na rynku, np. poprzez wypuszczenie na rynek większej ilości metalu. Takiej możliwości nie mają także banki centralne, ponieważ rezerwy są przez nie przechowywane głównie w złocie, a nie w platynie.

Nie wszystko złoto, co się świeci

Szerokie wykorzystanie platyny w przemyśle sprawia, że cena tego metalu zależy od stanu światowej gospodarki w dużo większym stopniu niż cena złota. Na początku XXI wieku rosnący popyt na platynę był wynikiem przede wszystkim dynamicznego wzrostu gospodarczego krajów azjatyckich, z Chinami na czele. Gwałtowny

rozwoj tych państw przyczynił się do odwrócenia proporcji wykorzystania platyny w przemyśle i produkcji biżuterii w ciągu zaledwie kilku lat. W 2000 roku produkcja katalizatorów samochodowych pochłaniała 25% zasobów platyny, natomiast produkcja biżuterii - 50%. Już w 2006 roku proporcje te wyglądały odwrotnie.

W okresach stabilizacji cena platyny jest zazwyczaj mniej więcej dwa razy wyższa niż cena złota, jednak w czasie kryzysu ceny obu metali zachowują się inaczej. Podczas krachu na światowych giełdach cena platyny spada dużo gwałtowniej niż cena złota, gdyż to drugie traktowane jest jako „bezpieczna przystań” dla osób, poszukujących skutecznej dywersyfikacji swojego portfela inwestycyjnego. Z platyną - jako metalem w coraz większym stopniu przemysłowym - kryzys obchodzi się mniej delikatnie.

Kryzys? Nie od dziś...

Załamanie na światowych rynkach finansowych w drugiej połowie 2008 roku odbiło się echem także na cenie platyny, która powróciła do poziomu z 2000 roku (niecałe 800 dolarów za uncję). Na przełomie 2008 i 2009 roku platyna chwilami była nawet tańsza niż złoto! Od tamtego momentu zaczęła jednak nadrabiać zaległości w stosunku do złotego kruszczy.

O kryzysie na rynku platyny mówi się jednak już od kilku lat - głównie w kontekście nie zrównoważonych sił popytu i podaży. Rosnący, nieelastyczny cenowo popyt oraz ograniczona, silnie skoncentrowana podaż, powodują dużą presję na wzrost cen kruszczy. W ciągu kilku ostatnich lat deficyt na rynku platyny stopniowo się pogłębiał - a to sprawia, że długie utrzymywanie się cen tego metalu na niskim poziomie jest mało prawdopodobne. ■

CIEKAWOSTKI

- Platyna jest doceniana przez wielkich tego świata: to właśnie z tego metalu wykonana została rama korony obecnej Królowej Brytyjskiej. Z platyny zostały także wykonane obrączki ślubne Elvisy Presleya.
- Ze stopu platyny (90%) z irydem (10%) wykonany został międzynarodowy wzorzec 1 kilograma. Odważnik ten, o kształcie walca, jest przechowywany w Międzynarodowym Biurze Miar w Sèvres, niedaleko Paryża.
- Bardzo rozdrobniona platyna nosi nazwę czerni platynowej (ze względu na swój czarny kolor). Czerni platynowa używana jest do pokrywania powierzchni platyny (w procesie tzw. „platynizacji platyny”) w celu polepszenia zdolności katalitycznych metalu.
- Szacuje się, że aby wyprodukować jedną uncję platyny (ok. 31g), należy przetworzyć 7-12 ton rudy metalu.
- Platyna jest tak ciągliwa, że z zaledwie 1g metalu można stworzyć drut o długości około 2 km!

TEMAT NUMERU:

INWESTYCJE ALTERNATYWNE
DIAMENTY OCHRONIĄ TWÓJ KAPITAŁ

W czasie zapaści finansowej i kryzysu gospodarczego trudno jest znaleźć odpowiednią formę lokowania kapitału, która zapewni jego ochronę, a z biegiem czasu pozwoli wypracować satysfakcjonujący zysk. Inwestorzy ciągle poszukują takich aktywów. Jedną z propozycji mogących zainteresować współczesnego inwestora są diamenty, a zwłaszcza ich oszlifowana postać. Szczególnie cenione są diamenty o szlifie brylantowym nazywane brylantami. Pewien udział tych drogocennych kamieni w portfelu inwestycyjnym zapewnia skuteczną jego dywersyfikację.

DOMINIK KRZYŻA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Diamentowy biznes

Złoża diamentów powstały około miliarda lat temu, najmłodsze z nich mają ponad dwieście milionów lat. Od tamtego czasu nie zaistniały na Ziemi warunki sprzyjające powstaniu kolejnych pokładów tej szlachetnej odmiany węgla. W XIX wieku nastąpił wzrost zainteresowania diamentami, co doprowadziło do gwałtownego rozwoju przemysłu wydobywczego. Z biegiem czasu rozwinęła się technologia produkcji syntetycznych diamentów wykorzystywanych głównie do celów przemysłowych. Obecnie produkcja syntetycznych kamieni wielokrotnie przewyższa tradycyjne ich wydobycie. Jednak należy pamiętać, że tylko te naturalne są przedmiotem zainteresowania inwestorów i jubilerów.

Głównymi producentami szlachetnej postaci węgla są Republika Południowej Afryki, Botswana, Sierra Leone, Chiny, Angola, Namibia i Rosja. Znaczne złoża znajdują się również w Australii, Kanadzie i Południowej Ameryce.

Garet Penny z De Bers - firmy realizującej 40% światowego wydobycia - stwierdził w listopadzie 2008 roku, że jeżeli zostanie utrzymane wydobycie diamentów na niezmienionym poziomie, to w ciągu 20 lat ich zasoby całkowicie się wyczerpią. To może oznaczać, że w przyszłości naturalne diamenty będą wysoko cenione i pożądane. Już teraz istnieje olbrzymie zainteresowanie nimi, zwłaszcza na rynkach azjatyckich i Bliskim Wschodzie, a ich wydobycie kształtuje się na stałym poziomie bez perspektyw wzrostu. James Allan, analityk rynku diamentów, przewiduje, że popyt na diamenty do roku 2015 będzie rósł o około 10% rocznie. Obok tego czynnika znaczny wpływ na ceny mają również wzrastające koszty w sektorze diamentowym. Wysokie ceny diamentów wynikają z bardzo kosztownego procesu eksploatacji złóż. Aby uzyskać jeden karat diamentu trzeba wydobyć około dwieście pięćdziesiąt ton magmy.

Prawie 85% handlu diamentami odbywa się w Antwerpii, gdzie znajdują się cztery giełdy diamentowe - Antwerp Diamond Bourse, Diamond Club, Vrijediamanthandel

i Diamant Kring. Istnieją również domy brokerskie oferujące możliwość zakupu diamentów przez internet.

Cztery kryteria jakości

Źródłem informacji o cenach diamentów, pozwalającym na ich szacunkową wycenę jest ogólnosiwiatowy cennik Rapaport Diamond Report. Precyzyjna wycena jest jednak bardzo skomplikowana, dlatego wyznaczono specjalne parametry pomagające określić wartość diamentów. Są to: masa, barwa, czystość i szlif.

Jednostką masy używaną do określania wielkości kamieni szlachetnych jest karat równy masie 0,2 grama. Wraz ze wzrostem masy wartość diamentu przyrasta w tempie geometrycznym.

Kolejnym kryterium determinującym wartość kamienia jest barwa. Przez barwę diamentu rozumie się zabarwienie lub jego brak. Najcenniejsze są brylanty białe o niemalże nieuchwytnym błękitnym blasku, jednak najczęściej występują w przyrodzie diamenty o odcieniu żółtym. Godne uwagi są również diamenty o innych kolorach, takich jak różowy,

niebieski, zielony, fioletowy i czerwony. Od roku 1970, kiedy to zaczęto rejestrować ceny tych kamieni, ich wartość nigdy nie spadła. Najszybciej wzrastają ceny diamentów niebieskich i różowych.

Jeżeli chodzi o czystość, to zasadą jest, że im diament czystszy, tym ma wyższą wartość. Ta szlachetna forma węgla powstaje pod ogromnym ciśnieniem i w wysokiej temperaturze, w magmie wulkanicznej. Powoduje to inkluzje, które mają różną barwę. Niektóre z nich są bardziej widoczne gołym okiem, inne mniej i to uwzględnia się przy wycenie wartości kamienia. Idealnie czysty diament to taki, w którym przy użyciu lupy o 10-krotnym powiększeniu nie jest dostrzegalna żadna inkluzja.

Kolejnym, a zarazem ostatnim parametrem jest szlif. Pozwala on nadać kamieniowi określoną formę i zdolność odbijania światła, która wydobywa z niego prawdziwe piękno. Podstawowym kamieniem inwestycyjnym jest diament o szlifie brylantowym typu antwerpskiego lub Tolkowskiego. Proces obróbki surowych klejnotów jest wysoce skomplikowany



i wymaga ogromnych umiejętności. Kiedy diament jest szlifowany w kształt antwerpski, może stracić nawet 70% swojej masy.

Aktywa godne uwagi

Zakup diamentów oprócz walorów estetycznych zapewnia skuteczną ochronę kapitału przed inflacją i wahaniami kursów walut. Daje stabilne i systematyczne zyski na poziomie od 3 do 12% rocznie przy małym ryzyku inwestycyjnym, co potwierdzają przeprowadzone w Anglii w 2008 roku badania na najbezpieczniejszy produkt inwestycyjny, gdzie diamenty wyprzedziły złoto i giełdę. W wyjątkowych przypadkach stopa zwrotu może osiągnąć nawet 50% rocznie.

Tempo wzrostu wartości kamienia zależy od jego parametrów, a zwłaszcza masy. Najszybciej drożeją diamenty o szlifie brylantowym o masie od trzech karatów w górę, ponieważ jest ich mniej. Jako że są to dobra unikalne, ich ceny mają tendencję do szybszego wzrostu.

Coraz częściej istnieje możliwość uzyskania atrakcyjnej pożyczki pod zastaw diamentów, co nie jest bez znaczenia dla wielu inwestorów. Szczególnie biorąc pod uwagę, że zakup tych aktywów jest inwestycją długoterminową sięgającą niejednokrotnie kilkudziesięciu lat.

Pieniądze, ryzyko i emocje

Trzeba wiedzieć, że inwestowanie w kamienie szlachetne wymaga odpowiedniej wiedzy i zachowania ostrożności. Jednym z

niebezpieczeństw, z którym musi się liczyć inwestor jest to, że można trafić na kamienie pochodzące z kradzieży lub nielegalnego obrotu. Dlatego zakup brylantów najbezpieczniej jest realizować tylko z pewnych źródeł, które cieszą się dobrą reputacją i wydają odpowiednie certyfikaty potwierdzające parametry kamienia. Kolejną pułapką, która czyha na nieostrożnego inwestora jest zawyżona wycena przedmiotu zakupu, wynikająca z subiektywnego charakteru wyceny. Dlatego warto skonsultować się z kilkoma rzeczoznawcami przed dokonaniem transakcji. Kupując nieoszlifowany diament i decydując się później na jego obróbkę, należy liczyć się z ryzykiem jego rozpadu podczas szlifowania. Do tego dochodzi jeszcze ryzyko kradzieży i brak stałych dochodów z tytułu posiadania szlachetnego kamienia. Oficjalną walutą, w której wyceniane są diamenty, jest dolar amerykański, a to dla inwestorów z Polski stwarza dodatkowe niebezpieczeństwo związane z wahaniami kursu dolara do złotówki. Diamenty to bardzo nietypowe aktywa, o mniejszej płynności niż dostępne na rynku instrumenty finansowe, towary czy nieruchomości.

Aby inwestycja w diamenty miała jakikolwiek sens, należy się liczyć z wydaniem znacznej kwoty, często przekraczającej 100 tys. zł. Jest to cena, jaką trzeba zapłacić za kamień odpowiedniej jakości i standardu. Dla wielu inwestorów taka kwota jest barierą nie do przeskoczenia. W mniejsze i gorsze kamienie nie warto inwestować, bo ich ceny rosną bardzo wolno. W tym interesie dużą rolę odgrywają również emocje, uczucia i trendy

w modzie, które często wpływają na cenę diamentów. Bardziej racjonalne zapotrzebowanie przemysłowe nie odgrywa istotnej roli, ponieważ przemysł wykorzystuje dużo tańsze sztuczne diamenty. Kolejnym problemem są wysokie prowizje sięgające od 3 do 10% wartości transakcji, które pochłaniają część wypracowanego zysku.

A może akcje

Pewnym rozwiązaniem problemu jest nabycie akcji kopalń diamentów. Są one notowane na giełdach na całym świecie. Jednym z największych graczy na rynku diamentów jest grupa De Beers, która eksploruje 15 kopalń w Afryce. Warto, wspomnieć również o najnowocześniejszej kopalni diamentów Diavik w północnej Kanadzie, a także kopalni Alrosa należącej do rosyjskiego rządu. Jednak posiadanie akcji kopalni to nie to samo, co posiadanie diamentów. Nie pełnią one tak skutecznego narzędzia dywersyfikacji portfela jak kamienie szlachetne.

Tak wysublimowane produkty inwestycyjne jak diamenty wymagają zgromadzenia niezbędnej wiedzy, współpracy ze specjalistami, zaakceptowania odległego horyzontu czasowego inwestycji i nietypowego charakteru ryzyka. To skłania do głębszego zastanowienia się, nad sensownością tego typu lokaty. Biorąc pod uwagę kwotę, jaką trzeba wyłożyć na zakup diamentów, wielu inwestorów poprzestaje na zakupie pierścionka z brylantem dla swojej ukochanej. ■



DROGA PO KAPITAŁ

CZYLI RÓŻNE KIERUNKI POZYSKIWANIA FINANSOWANIA DLA MŁODYCH FIRM

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

W obecnych czasach płynność finansowa odgrywa znaczącą rolę w powodzeniu biznesowego przedsięwzięcia. Jeśli inwestor, prowadząc swój własny biznes, posiada dużo wolnych środków stanowiących „poduszkę finansową”, to sytuacja jest wprost idealna. Niestety każdy biznes na pewnym etapie rozwoju potrzebuje kapitału, by móc się rozwijać, a pozyskanie środków w dobie kryzysu jest nie lada wyzwaniem. W okresie prosperity stosunkowo łatwo pozyskać finansowanie: banki chętnie udzielają kredytów, występują korzystne warunki do przeprowadzenia oferty publicznej IPO czy wyemitowania obligacji korporacyjnych. Niestety prawdziwa okazja do zmierzania się z przeciwnościami losu pojawia się zawsze z nadejściem dekonjunktury w gospodarce: kurcząca się gospodarka, gwałtownie spadająca

konsumpcja oraz produkcja przemysłowa mocno zmniejszają zyski firm, często powodując poważne straty finansowe prowadzące do upadłości i likwidacji przedsiębiorstwa.

Powiew optymizmu na NewConnect

Obecnie istnieje wiele różnych sposobów na pozyskanie kapitału. W czasach dobrej koniunktury na świecie i w Polsce popularnym sposobem jest przeprowadzenie IPO, czyli oferty publicznej. Jest to bardzo popularna forma pozyskania finansowania, a związane z IPO koszty zawierają się w przedziale od kilku do kilkunastu procent wartości przeprowadzanej oferty. Niestety dla mniejszych firm wejście na giełdę może stać pod znakiem zapytania, chociażby ze względu na formalne wymagania Giełdy Papierów Wartościowych pod względem kapitalizacji spółki. Pewną alternatywą jest rynek pozagiełdowy New-

Connect (NC), na którym mogą debiutować spółki o bardzo niskiej kapitalizacji, np. Wealth Bay – 500 000 zł. Nie każdy właściciel firmy ma zamiar dzielić się z innymi inwestorami na rynku publicznym, chociażby ze względu na pojawienie się ryzyka wrogiego przejęcia spółki i wycofania jej z obrotu giełdowego. Na NewConnect nie ma wewnętrznych formalnych regulacji odnośnie kapitalizacji przedsiębiorstwa, a jedynym kryterium jest kodeks spółek handlowych (min. wysokość kapitału zakładowego dla spółki akcyjnej to 100 000 zł). Koszty debiutu są o wiele niższe niż na rynku regulowanym GPW, ale i ten poziom kosztów może być również przeszkodą do przeprowadzenia oferty publicznej. Ciekawą opcją na debiut na rynku NC jest możliwość przeprowadzenia oferty prywatnej (tzw. private placement) skierowanej do wybranych inwestorów, których liczba nie może przekroczyć 99. Właśnie to odróżnia publiczne proponowanie nabycia papierów

@RCHIWUM

MIESIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE
WWW.GAZETATREND.PL



wartościowych od oferty prywatnej. W rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jeśli spółka zdecyduje się na private placement, nie będzie mogła reklamować przedsięwzięcia w mass mediach.

Fundusze załączkowe dla małych...

W dużej grupie podmiotów funkcjonujących w ramach rynku PE/VC (private equity/venture capital) można wyróżnić część tego rynku, gdzie fundusze inwestują w projekty o dużym potencjale, będące we wczesnej fazie działalności. Na polskim rynku funkcjonuje już spora grupa tego typu funduszy, m. in.: Business Angels Seedfund – należący do Lewiatan Business Angels,

Jeden z najbardziej znanych funduszy tego typu to fundusz załączkowy Lewiatana: Business Angels Seedfund BAS. Fundusz powstał w 2007 r. i zdołał zainwestować swoje środki w przedsięwzięcia internetowe, takie jak: JakLeci.pl, Chce.to, WebGo!, a także w bardziej klasyczne formy biznesu – spółkę produkującą membrany polipropylenowe – Polymem. Fundusz zainwestował łącznie aż w 6 firm.

Ciekawe portfolio posiada krakowski fundusz załączkowy IIF S.A., który zainwestował aż w 13 młodych firm, do grona których zaliczyć można m. in. e-kiosk, popularnego dystrybutora elektronicznych wydań czasopism i dzienników. Jest to jedyny fundusz załączkowy notowany na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ciekawą inwestycją funduszu jest serwis Moneto oferujący pożyczki gotówkowe pomiędzy osobami fizycznymi.

AIP Seed Capital – fundusz załączkowy Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości AIP jest bardzo dobrym źródłem pozyskania kapitału dla młodych firm, w szczególności dla studentów. Fundusz ten działa w kooperacji z Tadem Witkowiczem – człowiekiem, który odnosi niebywałe sukcesy na amerykańskim rynku. Zbudowane przez niego od podstaw firmy notowane były na Wall Street (Artel, CrossComm). AIP Seed Fund inwestuje w projekty sumę pomiędzy 40 – 400 tys. zł. Oficjalnie dotąd fundusz zainwestował tylko w portal 100ludzi.pl. Warto dodać, że założenie firmy w ramach Akademickich Inkubatorów jest naprawdę bardzo proste i tanie. Wystarczy mieć dobry biznesplan i zgłosić się do odpowiedniego funduszu załączkowego.

Dla większych przedsiębiorstw skierowana jest oferta z funduszy PE/VC, choć anioły biznesu również często podejmują tak duże wyzwania. Najstarszym klasycznym funduszem tego typu w Polsce jest MCI Management z Wrocławia. Dzięki



jego inwestycjom powstały m. in. takie firmy jak Bankier.pl, Traveplanet.pl, Digital Avenue, One-2-One czy DomZdrowia.pl. W przypadku funduszy typu PE/VC środki finansowe inwestowane są w firmy o dużym potencjale wzrostu, które nie są notowane na giełdzie, tylko funkcjonują w ramach rynku niepublicznego. Inwestowanie w firmy młode sprawia, że zainwestowane pieniądze zwracają się w szybkim tempie, a klasycznym sposobem na wyjście z inwestycji jest wprowadzenie spółki na giełdę. Na amerykańskim rynku jest bardzo dużo przykładów, gdzie mała spółka dofinansowana przez fundusz stała się bardzo dużym podmiotem notowanym na rynku publicznym, np. Google lub E-bay. W Polsce fundusze PE/VC inwestowały m.in. w spółki: Sfinks Polska, Asseco, Bankier.pl czy Radio ZET. Wielkość inwestycji jest w tych przypadkach zdecydowanie wyższa niż w przedsięwzięciach funduszy załączkowych.

Anioł biznesu na ratunek...

Jeśli nie stać Cię na IPO, a twojego biznesplanu nie akceptuje żaden fundusz, to jest to znak, że powinienes udać po pomoc do anioła biznesu. Anioł biznesu to nic innego jak bogaty inwestor, posiadający wiedzę i odpowiedni zasób wolnej gotówki z przeznaczeniem na inwestycje w perspektywiczny biznes. W przeciwieństwie do aniołów biznesu, fundusze posiadają aktywa pochodzące od wielu różnych inwestorów podzielonych na udziały w tym funduszu. W przypadku Polskiej Sieci Aniołów Biznesu PSAB na dofinansowanie mogą liczyć ci młodzi przedsiębiorcy, którzy posiadają innowacyjne przedsię-

wzięcia, prowadzą projekt na etapie start-up – we wczesnej fazie rozwoju – a także gotowość do współuczestniczenia finansowego w projekcie – dzięki temu ryzyko ponosi anioł biznesu oraz właściciel młodego przedsiębiorstwa. Anioły biznesu zrzeszone w PSAB mogą zaoferować wsparcie finansowe w przedziale 100 – 1.500 tys. zł. Prywatni inwestorzy mogą się zrzeszać, co daje im większą siłę przebicia wobec funduszy PE/VC. Dla przykładu aż 20 aniołów biznesu zainwestowało w amerykański portal Amazon.com. Dzięki sieciom zrzeszających zasobnych w gotówkę biznesmenów, można pozyskać do własnego biznesu bardzo duże ilości pieniędzy.

Poszukiwania i staranna selekcja to dla aniołów biznesu oraz funduszy pierwszy etap procesu inwestycyjnego. W czasie poszukiwań odpowiedniej inwestycji do zespołu nadzorującego proces inwestycyjny funduszu napływa zwykle dużo ciekawych zgłoszeń – zadaniem zespołu jest wyłonienie tych najciekawszych biznesplanów. Następnie rozpatrywany jest wniosek kandydata – firmy – oraz przeprowadzane są z nim odpowiednie rozmowy. Dopiero po wnikliwej analizie zespołu inwestycyjnego funduszu podejmowana jest decyzja o zainwestowaniu w dane przedsięwzięcie. Sam proces analizy inwestycyjnej może trwać nawet kilka miesięcy, podczas których właściciel małego biznesu odpowie na setki pytań, napisze dziesiątki raportów i analiz, a także przedstawi wiele różnych wariantów rozwoju własnej firmy.

Pomimo tego, iż droga do wielkiego biznesu jest długa i kręta, warto spróbować pozyskać dodatkowy kapitał – zwłaszcza kiedy o pieniądze można ubiegać się w ramach funduszy unijnych. ■

WALUTY W CIENIU WIELKIEJ POLITYKI

KRZYSZTOF DANKOWSKI
X-TRADE BROKES DM S.A.

Rynki walutowe w kwietniu cechowała nieco mniejsza zmienność aniżeli miało to miejsce w zeszłym miesiącu. Powodem takiej sytuacji była relatywna poprawa nastrojów inwestycyjnych oraz brak nowych i gwałtownych wydarzeń, które mogłyby wpłynąć w znaczący sposób na zachowanie najważniejszych walut. W największym stopniu na rynek oddziaływały komunikaty publikowane przy okazji decyzji o zmianie stóp procentowych, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Równie istotnym wydarzeniem w ostatnim miesiącu był szczyt grupy G-20 w Londynie, który zdecydował o znaczącym zwiększeniu środków dla Międzynarodowego Funduszu Walutowego, a także pokazał solidarność i chęć współpracy w walce z globalnym kryzysem finansowym wszystkich państw biorących udział w tym spotkaniu. Niemniej jednak, w dalszym ciągu złe dane ekonomiczne, które opublikowane zostały w miesiącu kwietniu, nie pozwoliły na fundamentalną zmianę nastrojów inwestycyjnych. Szczególnie pesymistyczne były tutaj wyniki dotyczące poziomu bezrobocia w USA (8,5%) oraz sprzedaży detalicznej, która skurczyła się o kolejne 1,1% w skali ostatniego miesiąca. Również dane ze strefy euro nie przyniosły żadnych wyraźnych sygnałów nadchodzącego ożywienia gospodarczego.

Dolar przyciąga kapitał

Złe wyniki ze strefy euro przełożyły się na dalsze umocnienie się dolara w stosunku do euro, które, podobnie jak japoński jen, do tej pory utrzymywało relatywnie silną pozycję w stosunku do amerykańskiej waluty. Ta sytuacja jednak wydaje się odwracać, czego powodem mogą być prognozy na temat perspektyw gospodarczych tych dwóch największych po Stanach Zjednoczonych rynków na świecie. Należy również zauważyć, że stopy procentowe w USA, Japonii czy Wielkiej Brytanii znajdują się obecnie na możliwie najniższym poziomie (0-0,5%), natomiast w strefie euro (1,25%) w dalszym ciągu istnieje pole manewru dla Europejskiego Banku Centralnego. Może to powodować w najbliższym czasie dyskontowanie przez inwestorów przyszłych obniżek stóp procentowych w euro-strefie, które są coraz bardziej realne z uwagi na znikomą efektywność zastosowanych do tej pory środków stymulujących wzrost gospodarczy. Z tego względu prawdopodobne jest, że euro nie będzie skutecznym „schronieniem” dla światowych inwestorów, którzy obawiają się kontynuacji problemów na rynku amerykańskim. Patrząc jednak od strony

Stanów Zjednoczonych, dalsze umacnianie się dolara będzie

zależało przede wszystkim od prawdopodobieństwa wystąpienia czynników inflacyjnych w amerykańskiej gospodarce, które mogą być efektem ubocznym zatwierdzonych przez kongres planów stymulujących gospodarkę, które łącznie mogą sięgać sumy 1 bln dolarów. W takim wypadku może nastąpić gwałtowne osłabienie się dolara, co jednak obecnie jest raczej mało możliwe, ze względu na wciąż bardzo duże zaufanie do amerykańskiej waluty oraz niesłabnący popyt na amerykańskie papiery dłużne.

Złoty odzyskuje siłę

Obserwując krajowy rynek walutowy w kwietniu, można było zauważyć wyraźny podział na dwa okresy, które cechowały się odmiennym zachowaniem złotego. W pierwszej połowie miesiąca polska waluta bardzo wyraźnie umacniała się, kontynuując trend zapoczątkowany w drugiej połowie lutego. W tym okresie kurs EURPLN osiągnął minimum na poziomie 4,2350, czyli 42 grosze niż niż jeszcze na początku kwietnia. Podobnie sytuacja wyglądała w przypadku innych walut, które również znacząco traciły w stosunku do złotego. Umocnienie to wynikało po części z napływu kapitału zagranicznego, które można było zaobserwować również na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Należy podkreślić, że również pozostałe waluty regionu: czeska korona i węgierski forint notowały w tym okresie

znaczące wzrosty, co sugerowałoby dalsze zmniejszanie awersji do walut naszego regionu. Jednakże od połowy kwietnia na rynku obserwujemy wyraźną korektę poprzedniego wzrostu, co jednak nie neguje poglądu, że znajdujemy się cały czas w trendzie umacniania się złotego. Jak szybki to będzie proces, uzależnione będzie zarówno od sytuacji w Polsce, jak i na świecie, która może negatywnie wpływać na sentyment inwestorów w stosunku do rynków wschodzących, zwłaszcza w tej części Europy. Niemniej jednak, najbliższy miesiąc powinien przynieść dalszy wzrost wartości naszej waluty, choć być może już nie tak dynamiczny jak w ostatnim okresie. ■





CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET? TRWA SZARŻA BYKÓW NA WALL STREET

PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

Po doskonałym marcu (ale słabym kolejnym kwartale) również kwiecień zapowiadał się w chwili pisania komentarza na bardzo „byczy” miesiąc. Do czynników, które pomagają akcjom, doszły kolejne elementy. W końcu swój plan pomocy bankom przedstawił Timothy Geithner, sekretarz skarbu USA. Zgodnie z planem Public Private Partnership Investment Program (PPPPIP) powoływane mają być fundusze prywatno – państwowe, które będą skupować „trujące” aktywa. Te nowe fundusze będą emitowały dług, gwarantowany przez FDIC, czyli gwaranta depozytów bankowych, lub FDIC będzie sama udzielała niskooprocentowanego kredytu – może to być sześć razy tyle, ile wynosił kapitał początkowy. Dzięki temu fundusze skupią 500 mld USD aktywów. FDIC, mająca doświadczenie z „trującymi” aktywami (to gwarant depozytów bankowych), będzie organizowała aukcje długu, nadzorowane przez prywatnych inwestorów.

To wszystko się graczom spodobało, ale mimo to program Geithnera jest bardzo krytykowany. Nie ukrywam, że mnie się on też mi się nie podoba. W całości zgadzam się z krytykami (między innymi z noblistami Pauliem Krugmanem i Josephem Stiglitzem, czy profesorem Nourielem Roubinim) twierzącymi, że ten plan jest drogą donikąd, a może nawet prowadzi na kompletne manowce. Przede wszystkim jest on jednak głęboko niemoralny. Prywatny kapitał zasili fundusze PPPPIP niewielkimi kwotami, które ma szansę wielokrotnie pomnożyć. Jednocześnie prawie

całe ryzyko ponosi budżet państwa, który do tego stosuje to, co było powodem kryzysu, czyli lewarowanie (sześciokrotną dźwignię finansową). To jest gaszenie pożaru benzyną.

Twierdzono też, że dużo optymizmu wlał w serca inwestorów szczyt G20, ale uważam, że to jest zdecydowanie przesadna ocena. Liderzy krajów tworzących tę grupę zgodzili się wesprzeć globalny handel pakietem kredytów i gwarancji na kwotę 250 mld USD (w ciągu dwóch lat). Poza tym ustalono, że fundusze MFW zostaną zwiększone trzykrotnie (do 750 mld USD). O 250 mld USD zwiększy się program SDR (też w MFW). MFW będzie też mógł zaciągać kredyty w bankach komercyjnych. Oczywiście uczestnicy szczytu przyrzekli sobie solennie, że nie będą stosowali protekcjonizmu. Przypominam jednak, że to samo mówili w końcu zeszłego roku, a od tego czasu wprowadzili 47 różnych regulacji protekcjonistycznych (dane Banku Światowego). Zapowiedzieli też znaczne zwiększenie regulacji rynków finansowych (również sektora „shadow banking” wraz z funduszami hedgingowymi), stworzenie globalnego organu monitorującego sytuację na rynkach finansowych oraz utworzenie „czarnej listy” rajów podatkowych, które zostaną objęte sankcjami.

Komunikat promieniał optymizmem. Mówiono o „historycznym kompromisie”, a Nicholas Sarkozy stwierdził nawet, że szczyt przeszedł jego oczekiwania. Musiały to być bardzo ograniczone oczekiwania, bo co prawda dobrze, że szczyt postanowił podjąć opisane wyżej działania, ale bardziej istotne jest to, czego nie zrobił. Prawdę mówiąc prawdzi-

wym sukcesem było to, że zakończył się bez spodziewanych rozdzźwięków między Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią a Francją i Niemcami. Po prostu znaleziono najmniejszy wspólny mianownik, bo celem szczytu było pokazanie jedności i danie nadziei. I ten cel został osiągnięty. Z pewnością nie można mówić o zbudowaniu nowego ładu w światowych finansach, czyli nowego Bretton Woods.

Gdyby rynki uwierzyły w to, co zostało postanowione na szczycie, to powinny zareagować spadkami. Ostre regulacje i sankcje wymierzone w raje podatkowe nie są tym, co fundusze inwestycyjne pokochają. Nastroje jednak były takie, że gracze postanowili tego nie zauważyć. Zauważyli za to decyzje FASB. Ten organ regulacyjny postanowił, że w księgowości nie będzie obowiązywała reguła „mark to market”, zgodnie z którą aktywa były wyceniane w księgach zgodnie z ich wartością ustalaną przez rynek. Teraz niektóre aktywa będą mogły być ustalane przez na przykład banki zgodnie z teoretycznymi wycenami ich wartości. Mało tego – te zasady będą działały wstecz. Inaczej mówiąc, usankcjonowano kreatywną księgowość. Czy w tej sytuacji można się dziwić, że indeksy tak mocno rosły?

Nawet początek sezonu raportów kwartalnych nie chłodził nastrojów, mimo że nie są to okoliczności sprzyjające bykom. Jednak rynki zdyskontowały słabe wyniki już w końcu marca. Wszystkie sygnały kupna zostały dodatkowo wzmocnione. Indeks S&P 500 będzie dążył ku 1.000 pkt., ale w chwili pisania komentarza rynek był tak bardzo wykupiony technicznie, że na całym świecie czekano już na korektę. ■

PORÓWNYWARKI CEN DLA GIEŁDY, CZYLI METODY MNOŻNIKOWE

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej jest wycena firmy wziętej przez nas pod lupę. Tym razem walczy się z samym sobą: by nie popełnić błędów, którymi najeżona jest droga do poznania prawdziwej wartości akcji, oraz z niedostatkami informacji i płytkością rynku. Dzieje się tak, gdyż wycena metodą porównawczą, o której traktuje ten artykuł, nie dostarcza informacji o prawdziwym obliczu spółki (nie pozwala oszacować jej wartości wewnętrznej¹). Podobnie jest w przypadku sondaży wyborczych – nie zajmują się one rzetelną oceną polityków i partii, ani ich wartością, którą mogą wnieść jako rząd, ale tym, na ile procent „wycenia” ich rynek w porównaniu do innych ugrupowań partyjnych. Takim właśnie mechanizmem jest wycena relatywna, dzięki czemu oddaje ona nastrój giełdy, swoisty klimat inwestycyjny, wskazując, ile za akcje danej spółki trzeba w określonym momencie zapłacić. Filozofia tej metody wyraża się w powiedzeniu: „rynek ma zawsze rację”.

BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

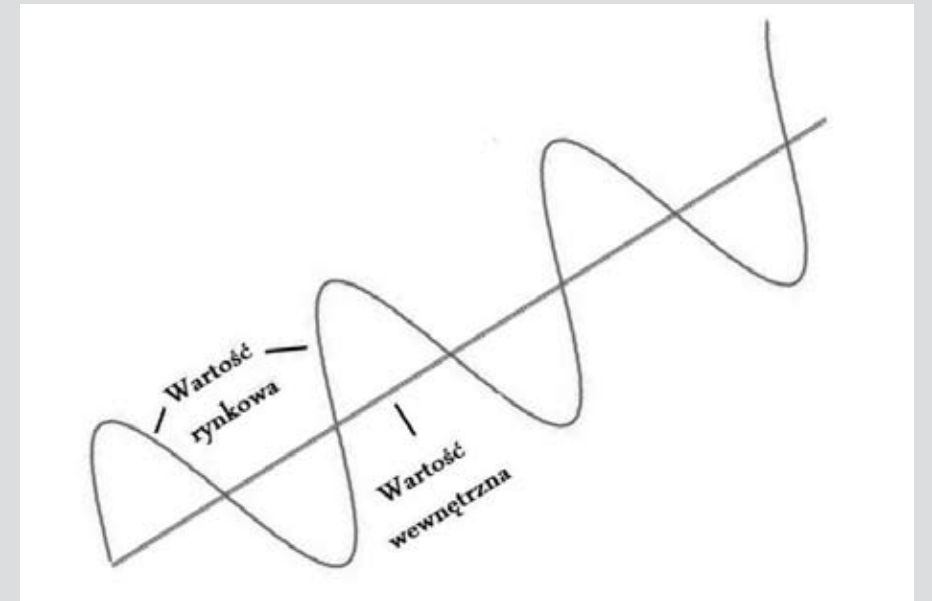
Dlaczego Twoja nauczycielka w gimnazjum była niesprawiedliwa?

Jeżeli, drogi Czytelniku, doświadczyłeś kiedyś tego strasznego uczucia „wrzucenia do jednego worka” wraz z innymi uczniami z Twojej klasy, a lokalny rynek pedagogów oczekiwał od Ciebie minimum 5 wybryków na semestr wraz z odpowiednią adnotacją w dzienniku, to właśnie dlatego, że tamtejsi nauczyciele bez opamiętania stosowali metodę mnożnikową i prawem regresji do średniej uznali, że będziesz dokładnie taki sam (taka sama), jak „ta cała reszta”. Bardzo to niesprawiedliwe, a moim zadaniem jest pokazać Ci, jak być tak „niesprawiedliwym” wobec firm. Otóż istotą wyceny porównawczej jest dobór spółek podobnych do siebie, a następnie wyciągnięcie średniego dla całej analizowanej grupy mnożnika – ilorazu dwóch zmiennych. Idea mnożnika opiera się na założeniu stałej wielkości jakiejś relacji – np. ilości wybryków przypadających na jednego ucznia gimnazjum. Dla firm jest to stosunek wartości (ceny akcji, wyceny) przedsiębiorstwa do osiągniętych zysków.

Jak dobierać spółki porównywalne?

Warto zacząć od definicji, czym jest spółka porównywalna. Cechuje się ona trzema właściwościami: podobnym ryzykiem, podobną stopą wzrostu i podobną skalą działania mierzoną generowanymi przepływami pieniężnymi. W praktyce, sprawa się komplikuje, gdyż trudno jest w pełni oszacować porównywalne ryzyko dla różnych sektorów, w jakich mogą funkcjonować przedsiębiorstwa. Stąd uproszczone podejście polegające na selekcji firm z jednej branży. - That's OK, rzekłby Grześ Szoros, przeciętny Amerykanin polskiego pochodzenia inwestujący na największych rynkach świata – nowojorskich NYSE, czy NASDAQ. Kłopot zaczyna się wtedy, kiedy lokujesz pieniądze na mniejszych giełdach, jak choćby warszawskiej GPW. Trudno tam

1. Wartość wewnętrzna odpowiada na pytanie: ile warte są dla inwestora wszystkie zyski, które firma wygeneruje w okresie swojego działania



znaleźć dwadzieścia spółek z branży telekomunikacyjnej, by wycenić na przykład TP SA. Częstym rozwiązaniem jest wówczas rozszerzenie zakresu definicji słowa branża – zakresu geograficznego, albo rynkowego. Analitycy stosując różne podejścia, włączają firmy zagraniczne, albo krajowe do grona porównywalnych, szukają też przedsiębiorstw innych branż, spełniających jedynie część kryteriów. Podsumowując – jest niewiele rynków, czy sektorów na tyle dużych, by można je było precyzyjnie stosować w analizie firm porównywalnych, tak więc powszechną praktyką jest rozszerzanie zakresu definicji branży lub terminów: podobnego ryzyka, przepływów pieniężnych, czy stopy wzrostu. Jak pisze Aswath Damodaran: „Zależność jest prosta: im szerzej definiujesz branżę, tym więcej znajdziesz w niej firm, lecz będą one porównywalne w mniejszym stopniu”.

Mnożniki

Jak już zostało wyżej napisane, mnożnik to stosunek wartości danej firmy – wyrażonej jako cena akcji (ang. P – Price), lub rynkowa wartość przedsiębiorstwa² (ang. EV – Enterprise Value) – i jej zysku. Aby wycenić

2. Mowa o kapitalizacji mierzonej iloczynem ilości i ceny akcji, powiększonej o rynkową wartość długu

firmę, należy obliczyć wartość mnożnika dla każdej z wyselekcjonowanych spółek, wyciągnąć średnią lub medianę i wymnożyć tak otrzymaną zmienną przez wartość zysków wypracowanych przez daną firmę. Zyski można znaleźć w odpowiednim sprawozdaniu finansowym, wartości mnożnika bierze się z rynku, dostając w zamian hipotetyczną wycenę konkretnej spółki; wartość, do której przedsiębiorstwo, przy danym sentymencie rynku, powinna zmierzać. Jakakolwiek zmiana nastrojów wśród inwestorów skutkuje automatycznie zmianą wyceny porównawczej.

Najpopularniejszymi mnożnikami są: P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/S, P/BV. Pierwszy z nich, relację ceny akcji do zysku, stosuje się najczęściej. Być może wynika to z jego prostoty – wystarczy sprawdzić cenę notowanego na rynku waloru, a zysk – dokładniej zysk netto przypadający na jedną akcję (ang. EPS – Earnings Per Share) – można znaleźć w sprawozdaniu finansowym, które spółka ma obowiązek publikować. Użyteczność tego miernika maleje jednak drastycznie, gdy firmy porównywalne podlegają różnym systemom podatkowym: jedna z nich płaci 19% CIT, inna 30%. Zysk netto to zysk po opodatkowaniu, więc uwzględnia on zarówno różnice kwot odprowadzanych do budżetu państwa, a

jak i różnice w zadłużeniu. W sytuacji, gdy spółki są pod tym kątem zróżnicowane lepiej stosować EV/EBIT³ i/lub EV/EBITDA⁴. Pierwszy mnożnik jest nieczuły na różnice w płaconych podatkach i zadłużeniu, a drugi dodatkowo nie uwzględnia wpływu metod amortyzacji na zysk, dzięki czemu stają się one przydatne w analizie porównawczej firm z różnych krajów, o zróżnicowanej strukturze finansowania. Co jednak zrobić, gdy spółka ma chwilowe kłopoty i notuje straty⁵, albo też minimalnie przekracza próg rentowności? Jeżeli problemy są faktycznie przejściowe, a inwestorzy pewni o ogólnie dobrej kondycji spółki, jak i poprawiających się warunkach gospodarowania, mogą zmierzyć wartość firmy wskaźnikiem EV/S, gdzie S to przychody (ang. Sales) netto (bez VAT-u).

A gdzie jest diabeł?

Diabeł, jak zawsze, tkwi po uszy w szczegółach. Należy pamiętać, że wycena porównawcza, jakkolwiek „prosta w obsłudze”, szacuje jedynie wartość przybliżoną, z tego względu, że nie ma dwóch dokładnie takich samych firm, podobnie, jak nie ma dwóch takich samych ludzi. Porównując Kazia i Frania z jednej klasy gimnazjalnej, wyrządzamy im obu krzywdę, porównując grupę firm, możemy zrobić krzywdę głównie swojemu portfelowi, jeżeli nie będziemy pamiętać o orientacyjnym charakterze tak przeprowadzonej wyceny. Podsumowując, na wycenę porównawczą składa się 6 kroków:

- 1) Określenie kryteriów porównywalności i selekcja firm porównywalnych
- 2) Dobór odpowiedniego mnożnika
- 3) Obliczenie wartości mnożnika dla każdej z wyselekcjonowanych firm
- 4) Wyciągnięcie średniej lub mediany (gdy wartości indywidualnych mnożników znacznie się od siebie różnią)
- 5) Przemnożenie tak otrzymanej wartości przez zmienną charakterystyczną dla danej firmy (zysk, S, etc)
- 6) Uzyskanie orientacyjnej wyceny firmy

Drugim podejściem do wyceny, jest metoda dochodowa – gdzie dyskontuje się dochody, jakie firma może uzyskać w przyszłości (tzw. zabawa w kryształową kulę). Choć jest to znacznie trudniejszy sposób, może okazać się znacznie bardziej precyzyjny, tym niemniej niesie ze sobą wiele niebezpieczeństw, ale o tym – w następnym artykule. Udanych wycen! ■

3. Earnings Before Interest and Taxes – zysk operacyjny przed opodatkowaniem (zysk brutto + odsetki)

4. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

5. Które implikowałyby ujemną wycenę

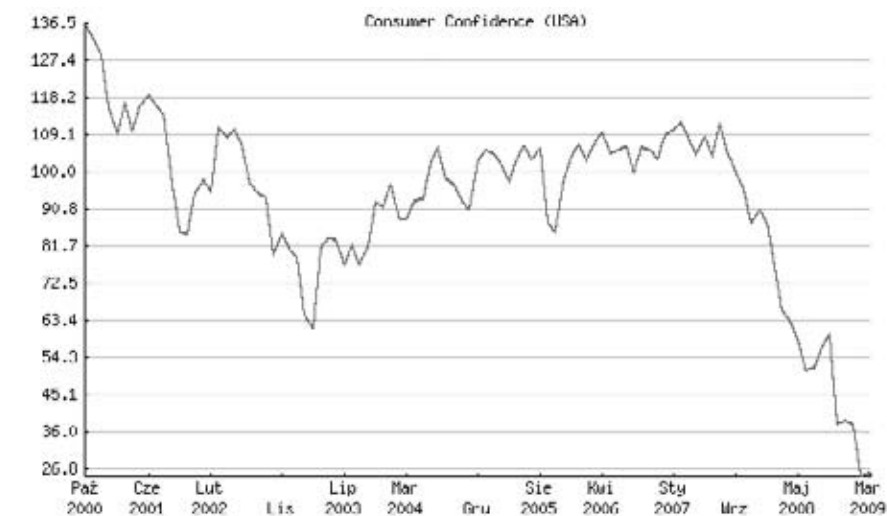
WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE NASTROJE GOSPODARCZE

W dzisiejszej części opisów wskaźników makroekonomicznych zajmę się przedstawieniem i analizą indeksów starających się opisać nastroje panujące w gospodarce. Już po samej nazwie widać, że opisywane indeksy będą, podobnie jak wskaźniki rozwoju gospodarczego, dalekie od oceny stanu faktycznego ekonomii. Skoro bowiem koncentrujemy się na nastrojach, a nie na faktach, to niezależne pomiary wykonane nawet w tym samym czasie dadzą inne wyniki. Głównym powodem różnic są emocje i psychologia. To powoduje, że nigdy otrzymanej wartości nie możemy być absolutnie pewni. Ponadto nastroje mają cechę niezwykle irytującą wszystkich analityków – mogą bez najmniejszego sygnału nieoczekiwanie się zmienić.

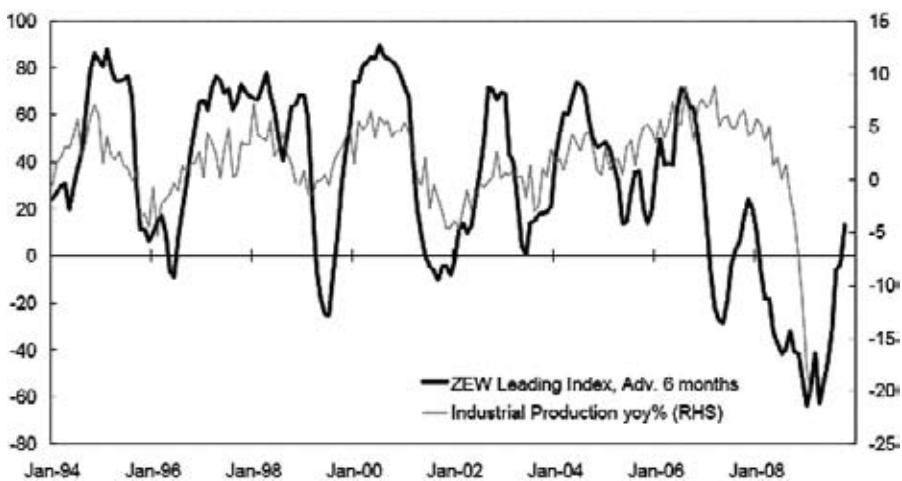
PAWEŁ CYMYK
A-Z FINanse
MAKLER/ANALITYK

W wynikach ankiet wpływających na ostateczną wartość indeksów nastroju trzeba często brać pod uwagę sytuacje należące bardziej do dziedziny socjologii niż ekonomii. Przykładem mogą być tu Święta Bożego Na-

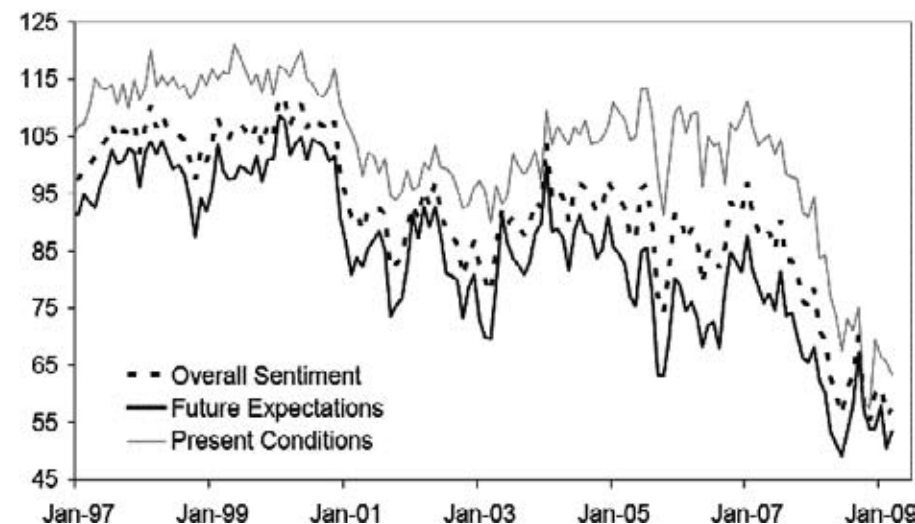
rodzenia lub zbliżający się koniec roku. Oba wydarzenia teoretycznie wpływają pozytywnie na postrzeganie przyszłości, ale jeżeli w ciągu poprzedzającego je kwartału sytuacja ekonomiczna znacznie się pogorszy, to negatywne nastawienie w tych okresach się kumuluje. Przyczyna jest prozaiczna. Brak pewności co do przyszłości powoduje, że w czasie corocznych podsumowań jesteśmy bardziej



INFOGRAFIKA 1 - INDEKS CONSUMER CONFIDENCE



INFOGRAFIKA 2 - PORÓWNANIE INDEKSU ZEW ZE ZMIANĄ PRODUKCJI PRZEMYSŁOWEJ W NIEMCZECH



INFOGRAFIKA 3 - INDEKS NASTROJU UNIWERSYTETU MICHIGAN (OVERALL) SKŁADAJĄCEGO SIĘ Z OBECNEJ OCENY (PRESENT CONDITIONS) ORAZ PRZYSZŁYCH OCZEKIWAŃ (FUTURE EXPECTATIONS)

sceptyczni.

To jeszcze nie koniec problemów z interpretacją nastrojów gospodarczych. Kolejną kwestią jest faktyczna realizacja głoszonych poglądów. Innymi słowy, często w badaniach nastrojów konsumentów występuje wyraźny rozdzźwięk pomiędzy tym, co mówią oni w anonimowych ankietach a tym, co faktycznie robią, gdy trzeba sięgnąć do portfela.

Consumer Confidence Index

Indeks zaufania konsumentów jest typowym przykładem wskaźnika, którego dotyczy problem prawdomówności i dokładności. To jedna z niewielu wartości pokazujących stan średnich gospodarstw domowych. Indeks powinien opisywać poziom zaufania amerykańskiego konsumenta, ale ankietę do jego wyliczenia jest przeprowadzona na stosunkowo małej próbie pięciu tysięcy gospodarstw domowych. Dodatkowo ankietowani ludzie nie są ekonomistami, więc dopuszcza się tylko proste odpowiedzi, co automatycznie generuje dużą subiektywność ostatecznego odczytu. Wskaźnik ma jednak istotne znaczenie dla rynków finansowych, ponieważ zaufanie wpływa na poziom konsumpcji w USA, czyli pośrednio odpowiada za 80% amerykańskiego PKB. Ponadto niewątpliwym atutem jest historyczna korelacja indeksu z chęcią do wydawania posiadanych pieniędzy.

Warto też zwrócić uwagę na konstrukcję wskaźnika. W 40% składa się on z bieżącej oceny sytuacji, ale większe znaczenie (60%) mają oczekiwania warunków gospodarczych za 6 miesięcy. Nacisk na przyszłość ma spowodować, że ujawni się obraz przyszłej sytuacji oczekiwanej przez najważniejszy element gospodarki – konsumenta. W praktyce jednak comiesięcznie weryfikacje wskaźnika dostarczają w większości szum informacyjny, choć zmiany w dłuższym terminie ewidentnie współgrają ze stanem gospodarki.

Indeks nastroju Uniwersytetu Michigan

Drugim raportem próbującym opisać poziom zaufania amerykańskiego konsumenta i jego przyszłych oczekiwań jest Indeks nastroju obliczany przez Uniwersytet Michigan (ang. *Consumer Sentiment Index*). Tu również oblicza się dwa subindeksy opisujące obecną sytuację i przyszłe oczekiwania. Wartość oczekiwań ma wpływ na poziom indeksu LEI (ang. *Leading Economic Indicators*), którym zajmę się w następnej części. Wskaźnik Uniwersytetu Michigan jest dobrym uzupełnieniem wartości Conference Board, jest też do niego bardzo podobny. Istotną różnicą jest typ przeprowadzanej ankiety. Jest ona telefoniczna, więc emocje i anonimowość odgrywają dużą rolę, a ponadto bada się tylko 500-osobową próbę. Oczywiście im wyższe ostateczne wartości wskaźnika, tym lepiej, ale patrząc na wykres (INFOGRAFIKA 3) można zauważyć jeszcze jedną własność. Nastroje, podobnie do zaufania, szybko spadają, a wolno rosną.

Znaczenie indeksu Michigan dla giełd jest umiarkowane i co najwyżej generuje kilkunastominutowe nastroje. Następnie gracze szybko o nim zapominają i przechodzi on do historii.

ZEW Indeks oraz IFO

Poza przedstawionymi już indeksami amerykańskimi trzeba również wspomnieć

o dwóch najważniejszych wskaźnikach europejskich nastrojów. Oba dotyczą gospodarki niemieckiej i są tworzone w oparciu o ankiety przeprowadzane wśród przedsiębiorców. Ponieważ nasi zachodni sąsiedzi są „silnikiem” gospodarczym Europy, uznaje się, że publikacje te są odzwierciedleniem sytuacji dla całego starego kontynentu.

Indeks ZEW opisuje oczekiwania przedsiębiorców odnośnie kierunku rozwoju gospodarki i jest przygotowywany na podstawie wypowiedzi 350 ekspertów finansowych. Ostateczną wartością jest różnica pomiędzy tymi oczekującymi poprawy oraz tymi oczekującymi pogorszenia w ciągu 6 miesięcy. Z kolei wskaźnik IFO Business Climate znajduje się w raporcie publikowanym przez niemiecki instytut badań nad gospodarką. On również zawiera ocenę bieżącej sytuacji oraz przyszłe oczekiwania, z tym, że ankietę przeprowadza się na 7 tysiącach firm sektorów: handlu, budowlanego i wytwórczego niemieckiej gospodarki. Dla każdego ze wskaźników wyższe wartości sugerują poprawę, jednak jako że są to jedynie opisy nastroju europejskiego, rynki finansowe bardzo często traktują je jako dane drugiej kategorii i koncentrują się na indeksach amerykańskich.

Podsumowanie

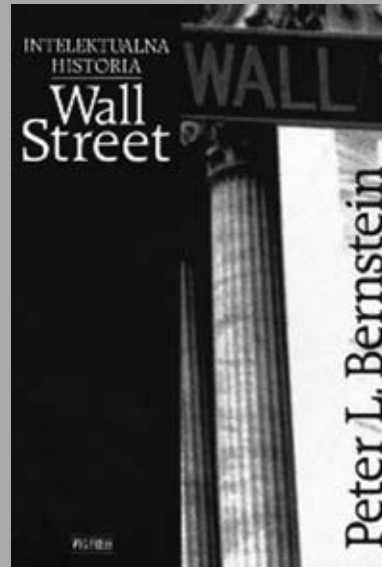
Indeksy nastrojów gospodarczych należą do tej grupy indeksów, które mają więcej wspólnego z wypaczeniem rzeczywistości niż jej odwzorowaniem. Wynika to z niemożności weryfikacji wyniku i wielu czynników losowych wpływających na ostateczny rezultat. Dziś trudno nawet jednoznacznie ocenić przydatność tych wskaźników w tak zmiennych warunkach gospodarczych, z jakimi mamy do czynienia dzisiaj. Jeżeli prognozy wielkości wzrostu (a raczej spadku) największych gospodarek przygotowywane przez czołowe instytucje finansowe świata są zmiennie niczym średnioterminowa prognoza pogody, to nastroje mają całkowite prawo zmieniać się jak w kalejdoskopie. Co prawda niewiele da się wtedy z nich prognozować, ale mamy szansę przez przypadek osiągnąć stan całkowitego pesymizmu, czyli taki, w którym teoretycznie gorzej już być nie może. To niechybnie będzie oznaczało idealny moment do inwestycji w akcje. ■

Wskaźnik makroekonomiczny	Definicja
Consumer Confidence Index	Indeks obliczany przez organizację Conference Board, mierzy sytuację finansową i opisuje poziom zaufania amerykańskiego konsumenta
Nastroje Uniwersytetu Michigan	(ang. <i>Consumer Sentiment Index</i>) opisuje poziom zaufania amerykańskiego konsumenta i jego oczekiwań
ZEW	Opisuje oczekiwania przedsiębiorców odnośnie kierunku rozwoju gospodarki niemieckiej
IFO	Ocena bieżącej sytuacji oraz przyszłe oczekiwania niemieckich przedsiębiorców z najważniejszych branż gospodarki

PETER BERNSTEIN „INTELEKTUALNA HISTORIA WALL STREET” INTELEKTUALNA HISTORIA WALL STREET

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Peter Bernstein w swojej książce przedstawia najważniejsze odkrycia, jakie kształtowały świat finansów oraz sylwetki ludzi będących ikonami nie tylko amerykańskiej finansjery. Intelktualna historia...to świat finansów przedstawiony przez pryzmat nowych teorii oraz dynamicznych zmian, jakie zachodziły na przestrzeni dziesięcioleci. Czytając książkę uzyskamy informacje na temat najważniejszych teorii, które tworzyły nową jakość w ówczesnej ekonomii, często przeobrażając ją w odrębne dziedziny. Fascynujące opisy życia wielkich ludzi, ekonomistów, noblistów opracowane w jednej publikacji książkowej nadają jej dużą wartość merytoryczną. Ponadczasowy charakter publikacji jest czymś bardzo wyjątkowym, duża część teorii prezentowanych w Intelktualnej historii... jest aktualna po dzień dzisiejszy. Ciekawy wątek zaprezentowany w książce to odkrycia naukowe Harry'ego Markowitza, które wykorzystywane są po dzień dzisiejszy – znane większości czytelnikom jako Portfolio Selection. Godnym przytoczenia fragmentem książki jest część rozdziału jedenastego, w którym bohater Tales z Miletu dokonuje



spekulacyjnych transakcji na wynajmie pras do oliwy. Sytuacja opisana na początku tego rozdziału ukazuje siłę spekulacji oraz triumf wiedzy w zarabianiu pieniędzy. Publikacja powinna być obowiązkową lekturą dla miłośników świata finansów i ekonomii – samą książkę czyta się szybko, a większość informacji przyswaja się z dużą łatwością. ■

DERRICK NIEDERMAN „WIZJONERZY, SCEPTYCY, ŁOWCY OKAZJI...” PROFILE PSYCHOLOGICZNE INWESTORÓW GIEŁDOWYCH” ODKRYJ, JAKIM TYPEM INWESTORA JESTEŚ!

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Książka Derricka Niedermana jest typowym przykładem beletrystyki inwestycyjnej. Czyta się ją łatwo i przyjemnie, ponieważ dotyczy głównie psychologii inwestowania i nie zawiera skomplikowanych równań, teorii, systemów inwestycyjnych.

Autor podjął się próby podzielenia inwestorów na siedem typów psychologicznych. Na giełdzie spotkać więc możemy: łowcę okazji, wizjonera, kontrarianina, sentymentalistę, sceptyka, tradera oraz poszukiwacza przygód. Każdy z nich ma inny profil psychologiczny i w związku z tym powinien zdaniem autora przyjąć odmienną technikę inwestycyjną. Derrick Niederman opisuje poszczególne typy oraz ich wady, a także zadaje na początku każdego rozdziału parę pytań, które pozwolą nam stwierdzić, czy należymy do danej grupy inwestorów. Dwa ostatnie rozdziały książki poświęcone zostały



ogólnym wskazówkom inwestycyjnym.

Lektura „Wizjonerów, sceptyków...” raczej nie może być traktowana jako klucz do sukcesów na giełdzie. Niektóre ze spostrzeżeń autora są dzisiaj już rozpowszechnione i nie zaskakują czytelnika, który częściowo zna literaturę giełdową. Jednak jeżeli ktoś dopiero zaczyna swoją przygodę z giełdą, z pewnością

SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

Mezzanine - forma finansowania łącząca cechy kapitału własnego i obcego. Przybiera formę różnych hybrydowych instrumentów finansowych, zwykle długu o podwyższonym ryzyku lub uprzywilejowanego kapitału własnego. Często jest stosowana jako uzupełnienie kredytu bankowego. Jej koszt jest niższy niż koszt kapitału własnego, ale wyższy niż standardowego kapitału obcego, co wynika ze stopnia podejmowanego ryzyka: kapitał mezzanine jest podporządkowany w stosunku do kapitału obcego i nadrzędny wobec kapitału własnego. Ta forma finansowania charakteryzuje się również możliwością elastycznego kształtowania warunków umowy oraz niższym kosztem pozyskania w porównaniu do emisji akcji. Spłata kapitału następuje na ogół dopiero na koniec okresu umowy, dzięki czemu przedsiębiorstwo nie musi obciążać swoich przepływów pieniężnych w trakcie trwania finansowania. Za to spłacane odsetki mogą być zwykle traktowane jako koszt uzyskania przychodów. Finansowanie mezzanine wykorzystywane jest często na cele dynamicznego rozwoju przedsiębiorstw, czy też w przypadku wykupów lewarowanych i menedżerskich.

Obligacja zamienna – hybrydowy instrument finansowy; obligacja dająca jej posiadaczowi prawo do zamiany jej na inne papiery wartościowe, zwykle akcje emitenta, według ustalonych warunków. Nabywca otrzymuje odsetki jako posiadacz obligacji oraz posiada opcję kupna akcji. Termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji. W tym okresie dochodzi do zmiany struktury kapitału emitenta. Ważną zaletą obligacji zamiennych w porównaniu do akcji jest opóźnienie procesu rozwodnienia zysku oraz niższy koszt emisji. Te papiery są głównie emitowane przez przedsiębiorstwa w fazie szybkiego rozwoju, strony fuzji i przejęć oraz instytucje finansowe. ■

będzie to dla niego pożyteczna książka. Jej znajomość jest również bezsprzecznie przydatna – o czym mogłam przekonać się na własnej skórze, gdy w jednym z testów kwalifikacyjnych do pewnego programu stażowego znalazło się pytanie o definicję jednego z typów osobowościowych opisanych przez Niedermana. ■

MICHAEL BLOOMBERG TWÓRCA SŁYNNEGO PORTALU INFORMACYJNEGO

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Prawdopodobnie mało jest osób pracujących w biznesie i finansach, które nie miałyby do czynienia z produktem sygnowanym nazwiskiem Bloomberg. Mamy przecież znany portal www.bloomberg.com, Bloomberg TV, platformy tradingowe tej firmy i wiele innych produktów. Za tym wszystkim stoi jeden człowiek – Michael Bloomberg, dzisiaj urzędujący jako burmistrz Nowego Jorku. Nie uczestniczy już aktywnie w życiu biznesowym. Za to, jak wielu inwestorów, którzy odnieśli w życiu sukces, wspiera innych swoją dobroczynnością i zalicza się do najhojniejszych filantropów w Stanach Zjednoczonych.

Edukacja i praca w Salomon Brothers

Michael Bloomberg urodził się w Bostonie 14 lutego 1942 roku w rodzinie żydowskiej rosyjskiego pochodzenia. Jego ojciec był księgowym, który zajmował się również pośrednictwem w sprzedaży funduszy inwestycyjnych. Po paru przeprowadzkach w okolice, jego rodzina na stałe osiedliła się w Bostonie.

Tytuł inżyniera elektryka zdobył na Johns Hopkins University, edukację kontynuował na Harvardzie, gdzie uzyskał stopień MBA. Z domu rodzinnego wyniósł szacunek do pieniędzy i zdrowy stosunek do pracy, dlatego swoje studia finansował sam - pożyczkami i pracując jako chłopiec parkingowy. Po zakończeniu edukacji zatrudnił się w Salomon Brothers, gdzie szybko zaczął awansować. Został głównym partnerem firmy i początkowo kierował handlem akcjami, potem zaś rozwijaniem systemów informatycznych. Kiedy przejęta przez inne przedsiębiorstwo firma zwolniła go w 1981 roku po kilkunastu latach pracy, dostał odprawę w wysokości 10 milionów USD.

Otrzymał od Salomon Brothers pieniądze Michael Bloomberg zainwestował w rozwój własnej firmy sprzedającej dane finansowe, którą nazwał Innovative Market Systems. W 1982 zdobył pierwszego klienta - został nim Merrill Lynch, który zakupił 20 terminali Market Master na własne potrzeby. Firma dynamicznie rozpoczęła się rozwijać. Oprócz terminali zaczęła produkować platformę tradingową oraz specjalistyczny system dostarczania najświeższych wiadomości. W 1986 roku Bloomberg przekształcił nazwę firmy w

Bloomberg LP. Na dzień dzisiejszy na całym świecie znajduje się ponad 250 tysięcy terminali produkowanych przez przedsiębiorstwo. Sam założyciel firmy zrezygnował ze stanowiska prezesa i poświęcił się karierze politycznej.

Kariera polityczna

Michael Bloomberg przez całe życie uważał się za demokratę, jednak przed wyborami na burmistrza Nowego Jorku postanowił zmienić szeregi i wstąpił do partii republikańskiej. Aby wygrać wybory w 2001 roku, wydał 74 miliony dolarów. Przed reelekcją w 2005 kwota wydatków osiągnęła już 85 milionów. W październiku 2008 Michael Bloomberg zapowiedział, że będzie próbował przedłużyć limit zasiedlania na stanowisku burmistrza do trzech kadencji. Jego druga upływa wraz z końcem 2009 roku i burmistrz ponownie chce ubiegać się o reelekcję, chociaż przedtem był przeciwnikiem tak długiego urzędowania. W międzyczasie, w czerwcu 2007 roku, Bloomberg wystąpił z partii republikańskiej. Pojawiły się wówczas spekulacje, że jest to związane z jego chęcią kandydowania na stanowisko prezydenta USA jako kandydata niezależnego, ale sam burmistrz dosyć szybko zrezygnował z tego pomysłu.

Jako polityk Bloomberg zasłynął m.in. zakazem palenia w nowojorskich restauracjach i używania w serwowanych potrawach tłuszczów transgenicznych. Skutecznie pomógł miastu podnieść się po zamachach z 11 września, obniżył przepięczność w mieście o 20 procent i wspiera rozwój małych przedsiębiorstw. Ponadto dobrowolnie zrezygnował z wynagrodzenia adekwatnego do zajmowanego stanowiska – zadowala go 1000 dolarów rocznie. Kiedy w połowie 2008 roku wśród mieszkańców Nowego Jorku przeprowadzono ankietę na temat skuteczności działań burmistrza, 67 procent z nich pochwaliło jego poczynania.

Jego decyzja dotycząca płacy ma z pewnością związek z działalnością filantropijną. Michael Bloomberg plasuje się pod względem wysokości darów na siódmym miejscu, jeśli chodzi o indywidualnych amerykańskich filantropów. Przekazał pieniądze m.in. macierzystej uczelni Johns Hopkins University oraz liczny organizacjom zdrowotnym, takim jak Światowa Organizacja Zdrowia, czy organizacje zwalczające skutki nikotynowego uzależnienia.



Życie osobiste

W 1975 roku Michael Bloomberg poślubił Susan Brown, z którą ma dwie córki, Georginę i Emmę. Pytany w wywiadach o swoje największe życiowe osiągnięcie, wymienia właśnie swoje pociechy. Po 18 latach małżeństwa małżeństwo Bloombergów się rozpadło. Ojciec założyciela światowego serwisu newsowego zmarł już w latach sześćdziesiątych, natomiast jego matka świętowała w styczniu tego roku stoletnie urodziny.

Do osobistych słabości Michaela Bloomberga należy popcorn. W wolnych chwilach lubi pływać swoim jachtem i odwiedzać teatry na Broadwayu. Przyznaje się do tego, że mimo nauki hiszpańskiego przez siedem lat, niewiele potrafi w tym języku powiedzieć. W 1997 roku podjął się napisania autobiografii, z pomocą ghost writera. Książka nosi prosty tytuł „Bloomberg by Bloomberg” i przybliży czytelnikom osobę burmistrza i jego znaną firmę.

Oczywiście, Mike Bloomberg nie jest postacią o kryształowym wizerunku. W USA głośne były oskarżenia jego pracowników o seksualne molestowanie w pracy i mobbing. Nie wszystkim podoba się to, że Bloomberg jawnie opowiada się za prawem do aborcji i małżeństw homoseksualnych. Jednakże jego osoba na ogół kojarzy się ludziom pozytywnie, a zasługi dla świata biznesu i inwestycji są niepodważalne. ■

KONCERTOWA STOLICA POLSKI

W najbliższym czasie czeka nas kilka interesujących wydarzeń muzycznych, dzięki którym Trójmiasto może potwierdzić, że jest doskonałym miejscem na wielkie wydarzenia muzyczne, a przynajmniej przez najbliższe dwa miesiące będzie koncertową stolicą Polski.

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Wolność świętujemy koncertowo

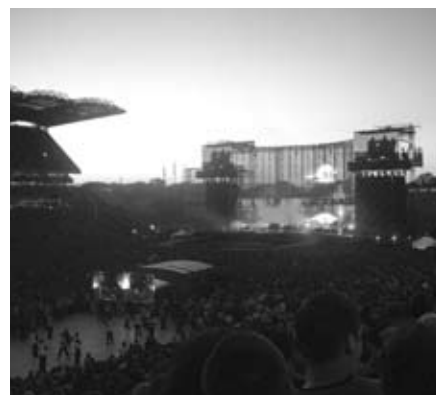
W 2005 roku Jean Michel Jarre. W 2006 David Gilmour. W 2007 Rod Stewart. Koncerty tych muzyków uświetniały kolejne rocznice „Solidarności”. Okazało się, że Stocznia Gdańska to bardzo dobre miejsce na koncert.

W tym roku przypada 20. rocznica częściowo wolnych wyborów z 1989 r., symbolu upadku komunizmu w Polsce. Z tej okazji planowany jest na 4 czerwca kolejny wielki koncert. Tym razem gwiazdą wieczoru ma być zespół Scorpions i australijska wokalist-

ka Kylie Minogue. Będą im też towarzyszyć liczne kapele supportowe. Stocznia Gdańska znów zamieni się w arenę koncertową.

Królowie w Gdyni

Niecały miesiąc później, 2 lipca, zaczyna się kolejna edycja największego festiwalu muzycznego w Polsce – Heineken Opener Festival, który został niedawno uznany przez brytyjski dziennik „The Times” za jeden z 20 najlepszych festiwali muzycznych w Europie. W tym roku wystąpi zespół Kings of Leon, którego ostatnia płyta „Only by the night” okazała się sporym sukcesem. Nie mniej ważnymi gośćmi festiwalu będą Madness, The Prodigy oraz Moby. Kompletna lista artystów, których będzie można usłyszeć



w Gdyni na żywo dostępna jest na stronie www.opener.pl, gdzie można również nabyć bilety na jedno z większych wydarzeń muzycznych w tym roku. ■

I LOVE THIS GAME: TEES-6

Dla wszystkich Czytelników, którym zdążyły już się znudzić opisywane w poprzednim numerze gry ekonomiczne, w bieżącym numerze przedstawiam kolejną, TEES-6.

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Zabawy w prezesa ciąg dalszy...

Tees-6 to gra, w której podobnie jak w opisywanym w poprzednim miesiącu „Strategu” gracz kieruje przedsiębiorstwem zajmującym się produkcją pewnego, bliżej nieokreślonego dobra. Można dopatrywać się również wielu innych analogii pomiędzy Strategiem a Tees-6. Schemat rozgrywki jest podobny – polega na podejmowaniu decyzji i zatwierdzaniu ich przed upływem kolejnej tury, a zawodnicy mają wpływ m.in. na wielkość produkcji, cenę dobra i wydatków marketingowych. Jakże są zatem różnice?

... więcej kalkulacji, mniej pracowników...

W Tees-6 gracz nie podejmuje decyzji o wielkości zatrudnienia. Jest to dobra wiadomość dla wszystkich, których mniej interesuje zarządzanie zasobami ludzkimi. Nie trzeba przejmować się ilością pracowników produkcyjnych, ani odpowiednim wynagrodzeniem osób zatrudnionych w dziale Badań i Rozwoju. Dostępne za to są rozbudowane narzędzia do przeprowadzania symulacji, których mogło nieco brakować w Strategu. Po zaprognozowaniu i wpisaniu w systemie podstawowych parametrów można dokonać

symulacji, która pomaga przewidzieć skutki planowanych decyzji. System pozwala wygenerować symulację sprawozdania finansowego – gracz ma zatem wgląd m.in. rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych swojego przedsiębiorstwa.

W Tees-6 gracz ma również dostęp do sprawozdań finansowych za minione okresy rozgrywki. Można dzięki temu na prostych przykładach nauczyć się analizować sprawozdania finansowe przedsiębiorstw. Trzeba też dodać, że nie są to uproszczone wersje zawierające jedynie kilka pozycji jak w Strategu, lecz pełne sprawozdania finansowe, rozszerzone nawet o dodatkowe elementy, m.in. rachunek kosztów i zestawienie wskaźników ekonomicznych. Dla miłośników zaawansowanych analiz i kalkulacji jest to doskonały materiał wspomagający podejmowanie decyzji i ustalanie strategii przedsiębiorstwa.

... ale nie każdy może zostać prezesem

Niestety, gra nie jest dostępna dla wszystkich. Została stworzona na potrzeby prowadzenia zajęć akademickich i tylko studenci

pięciu uczelni ekonomicznych w kraju mają szansę spróbować swoich sił w Tees-6. Grać można za pośrednictwem platformy edukacyjnej econet.pl, do której dostęp ma co semestr kilku studentów ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie oraz Akademii Ekonomicznej w Katowicach. Z drugiej strony, dzięki umieszczeniu Tees-6 na platformie edukacyjnej można nie tylko świetnie się bawić podczas gry, ale również stanąć w szranki z kolegami z innych uczelni ekonomicznych, a nawet zaliczyć jeden z przedmiotów na studiach i poprawić średnią w indeksie! ■



Szukasz pr@cy?

H R K .PL

PORTAL RYNKU PRACY

ZAJRZYJ NA www.HRK.pl

ZNAJDZIESZ U NAS:

- ✓ CODZIENNIE WIELE AKTUALNYCH OFERT
- ✓ WZORY PRZYDATNYCH DOKUMENTÓW
- ✓ PORADY, KTÓRYCH POTRZEBUJESZ
- ✓ INFORMACJE Z RYNKU PRACY
- ✓ WYSZUKIWARKA STAŻY I PRAKTYK
- ✓ SŁOWNIKI (HR, MARKETINGU, FINANSOWY, STANOWISK, E-LEARNING)
- ✓ LEKCJE BUSINESS ENGLISH ZA DARMO (DO ŚCIGAŃCIE LECJE W MP3!)

ZARZĄDZAJ AKTYWNIEM SWOJĄ KARIERĄ

inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników
portalu **Inwestycje.pl**

Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce.

Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo".

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