

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 6 (22) CZERWIEC - WRZESIEŃ 2010  
PUBLIKACJA BEZPŁATNA



RAPORT

**CZY WARTO SŁUCHAĆ  
PROGNOZ ANALITYKÓW?** str 16

**BERNARD L.MADOFF  
NOWOCZESNY SZWINDLER** str 39

TEMAT NUMERU

**WPŁYW WIELKICH IMPREZ SPORTOWYCH  
NA GOSPODARKE**

str 13

# BOSSA FX.PL

## FOREX NA BANK.

**BOSSA FX** – to pierwsza platforma walutowa bankowego domu maklerskiego

**BOSSA FX** – waluty, surowce, indeksy on-line

**BOSSA FX** – wielokrotnie nagradzany standard obsługi transakcji

**www.bossafx.pl** Bądź jednym z pierwszych zadowolonych!



**DOM MAKLERSKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, makler@bossa.pl, www.bossa.pl  
tel.: (+48) 22 50 43 000, (+48) 22 50 43 104, infolinia: 0-801 104 104

Oddziały:

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

Dom Maklerski BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego oraz podlega jej nadzorowi

### DO ZOBACZENIA

Otwierając ostatni numer Trendu w bieżącym roku akademickim, kończę jednocześnie moją działalność jako Redaktor Naczelny. Dziękuję serdecznie za współpracę. Żegnając się, chciałbym życzyć:

- Czytelnikom - artykułów trzymających w napięciu jak mecze Mistrzostw Świata;
- Ekonomistom - opinii w Ringu Ekonomicznym celnych jak ciosy braci Kliczko na ringach bokserskich;
- Dorocie, której przekazuję stery miesięcznika - jak największej grupy Czytelników przekonanych, że „Trend is their friend”.

Szczególnie gorąco żegnam wszystkich „Inwestorów Po Godzinach” - do zobaczenia przy stołach snookerowych, na trasach biegów, na najlepszych koncertach i najciekawszych seansach filmowych!

PIOTR NIEWIADOMSKI  
(BYŁY) REDAKTOR NACZELNY

Drodzy Czytelnicy!

Trwające Mistrzostwa Świata w piłce nożnej skłoniły redakcję do przyjrzenia się głębiej powiązaniom sportu i biznesu. Nikt raczej nie ma wątpliwości, że sport to nie tylko zażarta rywalizacja i emocje kibiców, lecz także ogromne pieniądze.

Powszechnie uważa się, że ważna sportowa impreza przynosi same korzyści organizującemu ją krajowi. Na ogromnych przedsięwzięciach infrastrukturalnych zyskuje branża budowlana, a z powstałych obiektów sportowych, dróg i autostrad oraz unowocześnionych lotnisk i dworców korzysta potem całe społeczeństwo. Napływ turystów w czasie sportowych rozgrywek przynosi bieżący dochód branży usługowej i stanowi doskonałą okazję do promocji danego kraju jako celu turystycznego.

Ale czy faktycznie tak jest? W czerwcowym numerze bierzemy pod lupę poszczególne kraje - organizatorów mistrzostw Europy i świata w piłce nożnej, badając wpływ imprez sportowych na ich PKB. Wszak liczby nie kłamią... Przy okazji zaglądamy także na lokalne podwórko, pytając prezesa spółki PL.2012 o postępy w organizacji piłkarskich Mistrzostw Europy w Polsce i Ukrainie w 2012 r.

Na koniec zachęcam Was, Drodzy Czytelnicy, do przyjrzenia się letniej festiwalowej mapie Polski, która może okazać się przydatna przy ustalaniu planów na wakacyjne weekendy.

Do zobaczenia w październiku!

DOROTA SIERAKOWSKA  
(NOWA) REDAKTOR NACZELNA



OD REDAKCJI

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

**WYDAWCA:**  
AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI  
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ  
UL. PIĘKNA 68 II P. 00-672 WARSZAWA  
TEL. KOM. 691 954 727  
BIURO@GAZETATREND.PL

**ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI**  
AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI  
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ W WARSZAWIE  
AL. NIEPODLEGŁOŚCI 147/25  
02-554 WARSZAWA  
TEL. +48 691 954 727  
EMAIL: BIURO@GAZETATREND.PL

**REDAKTOR NACZELNY**  
DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

**ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO**  
ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL  
JAKUB DOMAGALSKI  
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

**KOORDYNATOR DZIAŁU PR**  
KATARZYNA GRUSZKA  
KATARZYNA.GRUSZKA@GAZETATREND.PL

**AUTORZY ARTYKUŁÓW**

MIKOŁAJ ATANASOW  
BARTOSZ BONIECKI  
KAMIL GEMRA  
ANNA GRODECKA  
KATARZYNA GRUSZKA  
MAREK IGNASZAK  
MARIA KUŚKA  
MARCIN OSIECKI  
PAULINA PAWLIK  
DOROTA SIERAKOWSKA  
ARTUR SZCZEPKOWSKI

**KOREKTA**  
ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

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

**SKŁAD I GRAFIKA**  
MACIEJ ANTONIEWSKI  
GRAFRA STUDIO - WWW.GRAFRA.COM

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

**NAKLAD**  
2000 EGZEMPLARZY  
KOMUNIKATY O SPÓŁKACH OPRACOWANE NA PODSTAWIE DANYCH Z ESPi  
WSZYSTKIE MATERIAŁY CHRONIONE SĄ PRAWEM AUTORSKIM.  
PRZEDRUK LUB ROZPOWISZCZNIANIE W JAKIEJKOLWIEK FORMIE  
I JAKIMKOLWIEK JĘZYKU BEZ PISEMNEJ ZGODY WYDAWCY  
JEST ZABRONIONE

DYSTRYBUCJA I PRENUMERATA  
KONTAKT POD ADRESEM REDAKCJA@GAZETATREND.PL

PARTNERZY STRATEGICZNI



# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

## WYDARZENIA

**5 Marek Belka nowym prezesem Narodowego Banku Polskiego**  
- Anna Grodecka  
**Problemy Grecji nie pozostały bez wpływu na wyniki funduszy inwestycyjnych** - Bernard Waszczyk

**6 Plus Minus** - Katarzyna Gruszka  
**Drugi fundusz typu ETF inwestuje na GPW** - Katarzyna Gruszka  
**Cytaty miesiąca** - Mikołaj Atanasow

**7 Makler i doradca inwestycyjny bez licencji** - Katarzyna Gruszka

## RING EKONOMICZNY

**8 Ring ekonomiczny**

## WYWIAD

**10 Na organizacji mistrzostw skorzysta cała Polska** - Wywiad z Marcinem Herrą  
- Dorota Sierakowska

## TEMAT NUMERU

**13 Wpływ wielkich imprez sportowych na gospodarkę**  
- Marcin Osiecki

## RAPORT

**16 Czy warto słuchać prognoz analityków?**  
- Adam Zaremba

## ŚWIAT

**20 Nowe stare carry trade**  
- Michał Bieńkowski

## KARIERA

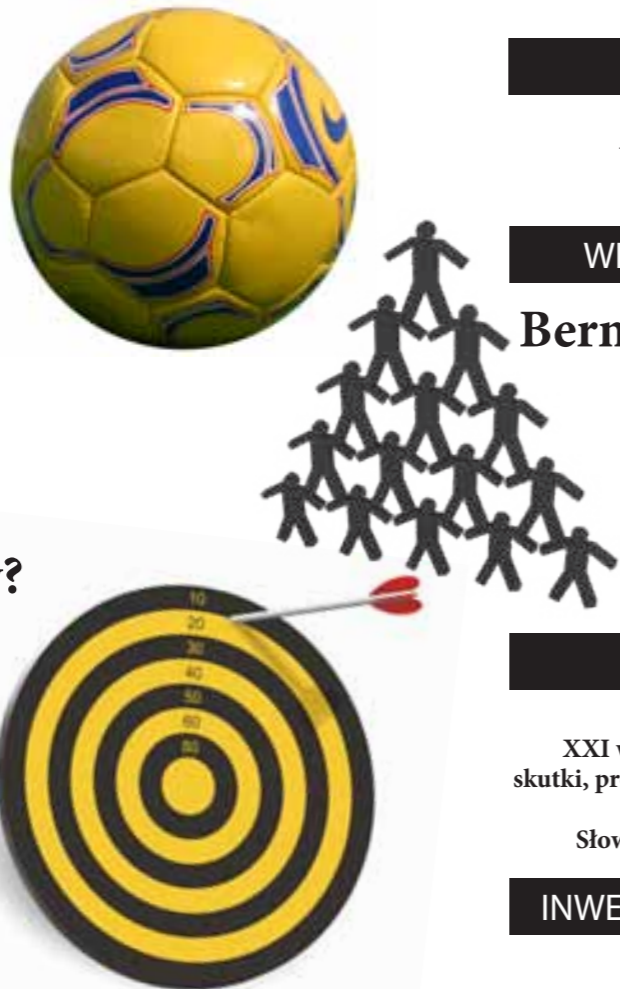
**22 Globalny język finansów**  
- Robert Stojek, Brian Connolly

**24 Międzynarodowe certyfikaty, czy może studia podyplomowe lub MBA?**



## Cyfrowy Polsat - nie tylko telewizja 30

- Kamil Gemra



## Spółka komandytowo-akcyjna jako wehikuł inwestycyjny 36

- Szymon Okoń

## Bernard L. Madoff 39

nowoczesny szwindler

- Anna Grodecka

## RECENZJE

**Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy** - Wioletta Nawrot

41

Słownik inwestora - Maria Kuśka

## INWESTOR PO GODZINACH

**Festiwalowe lato w Polsce**  
- Dorota Sierakowska

42

## POLSKA

**Banki coraz bardziej zyskowne**  
- Artur Szczepkowski

26

## INWESTYCJE

**Bawełna - białe złoto Uzbeków**  
- Dorota Sierakowska

28

NOWOŚĆ

## TREND SELECT

## WŁASNA FIRMA

**Biznes dobry również dla kobiet**  
- Paulina Pawlik

32

## EDUKACJA

**Gdy rynek zawodzi...**  
- Marek Ignaszak

34

## KOMENTARZE

**Co słysząc na Wall Street? W maju sprzedaj i uciekaj?**  
- Piotr Kuczyński

38

## WIELCY INWESTORZY

**Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy** - Wioletta Nawrot

41

Słownik inwestora - Maria Kuśka

## INWESTOR PO GODZINACH

**Festiwalowe lato w Polsce**  
- Dorota Sierakowska

42

## MAREK BELKA NOWYM PREZESEM NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO

ANNA GRODECKA

10 kwietnia 2010 roku w katastrofie samolotu prezydenckiego w Smoleńsku zginął Sławomir Skrzypek, dotychczasowy prezes NBP. Marszałek Sejmu Bronisław Komorowski, pełniący funkcję Prezydenta RP do czasu wyborów prezydenckich, zaproponował na stanowisko nowego prezesa NBP Marka Belkę. Głosowanie w tej sprawie odbyło się w Sejmie 10 czerwca 2010 roku (liczba głosów za: 253, posłowie PO i Lewicy, przeciw: 184, posłowie PiS-u i PSL), a dzień później, w piątek 11 czerwca, nowy Prezes złożył w Sejmie przysięgę.

Marek Belka jest profesorem nauk ekonomicznych i może pochwalić się bardzo różnorodnym doświadczeniem zawodowym. Pracował zarówno w Polsce, gdzie pełnił m.in. takie funkcje jak: wicepremier, Minister Finansów, dyrektor Instytu-

tu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk; jak i za granicą - pracował jako konsultant Banku Światowego, a jego ostatnim pracodawcą był Międzynarodowy Fundusz Walutowy, gdzie zajmował stanowisko dyrektora Departamentu Europejskiego.

Większość specjalistów i członków Rady Polityki Pieniężnej ocenia kandydaturę i decyzję Sejmu dobrze, ponieważ Marek Belka jest uważany za ekonomistę ponadpartyjnego i osobę o dużej wiedzy i doświadczeniu. Kompetencje nowego prezesa NBP są niepodważalne, ale sprzeciw budził sposób jego wyboru - wielu komentatorów uważa, że takie decyzje powinien podejmować nowo zaprzysiężony Prezydent RP.

Nowy prezes NBP w pierwszych wypowiedziach podkreślił, że chce zadbać o stabilność złotego oraz dobrą współpracę pomiędzy NBP a rządem, przy jednoczesnym zachowaniu niezależności banku centralnego.



Prezes opowiada się za wejściem Polski do strefy euro, ale w odpowiednim momencie. Nie zapowiedział żadnych większych zmian w dotychczasowej polityce banku centralnego. ■

## PROBLEMY GRECJI NIE POZOSTAŁY BEZ WPŁYWU NA WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

BERNARD WASZCZYK  
OPEN FINANCE

Dla większości posiadaczy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych ostatnie półtora miesiąca nie należy do najbardziej udanych. Od połowy kwietnia na giełdach akcji całego świata mamy do czynienia z istną huśtawką nastrojów, przy czym zdecydowanie dominują spadki. Kłopoty zadłużonej po uszy Grecji (a także nie najlepsza pod tym względem sytuacja Hiszpanii, Portugalii, Irlandii czy Włoch) i to, jak kształtują one obraz całej strefy euro w oczach międzynarodowych inwestorów, sprawiły, że zaczęto się obawiać drugiej fali kryzysu. Tym razem wywołanej przez problemy fiskalne państw, które w ostatnich dwóch latach zadłużały się na potęgę, aby ratować instytucje finansowe przez upadkiem. Inwestorzy, uciekając przed ryzykiem i poszukując spokojnej przystani, kupowali głównie dolary i złoto.

Taki stan rzeczy sprawił, że większość kategorii funduszy na polskim rynku zanotowała w ostatnim miesiącu straty. Do nielicznych, które zachowywały się inaczej, należą fundusze inwestujące w papiery dłużne denominowane w walutach. Na pierwszy plan wybijają się fundusze dłużne dolarowe, które w zaledwie miesiąc przyniosły ponad 15-procentowy zysk. Tak wysokie stopy zwrotu były możliwe

do osiągnięcia dzięki skokowemu osłabieniu złotego względem dolara, ale także względem innych walut, w tym euro, choć w nieco mniejszym stopniu.

Największe straty przyniosły zaś fundusze akcji globalnych rynków wschodzących (-11,2%) i europejskich rynków wschodzących (-8,6%), czyli te, które we wcześniejszych miesiącach najwięcej zarabiały. Oberwało się funduszom akcji polskich, i to zarówno tym uniwersalnym (szerokiego rynku), które zanotowały spadek średnio o 7,3%, jak i tym ograniczającym spektrum inwestycji do walo-rów spółek zaliczanych do małych i średnich (-6,1%).

Choć spadki trwają już od połowy kwietnia, w skali całego tego miesiąca do funduszy więcej pieniędzy napłynęło niż z nich wycofano. Miesięczne saldo wyniosło ponad 1,7 mld i po raz dwunasty z rzędu było dodatnie. W dalszym ciągu największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się fundusze zaliczane go kategorii bezpiecznych, czyli obligacji i rynku pieniężnego, które tylko w samym kwietniu pozyskały blisko 1,2 mld zł. Gdy powstawał ten tekst, nie były jeszcze znane dane dotyczące maja, można jednak spodziewać się, że dobra passa zostanie przerwana i fundusze zanotują po raz pierwszy od roku odpływ aktywów. ■

### Stopy zwrotu funduszy wg kategorii

kategoria funduszy	1M	od początku roku
dłużne dolarowe	15,4%	20,5%
dłużne zagraniczne (PLN)	11,9%	12,5%
dłużne euroowe	7,0%	4,2%
rynku pieniężnego	0,2%	2,3%
dłużne złotowe papiery skarbowe	-1,0%	3,7%
dłużne złotowe uniwersalne	-1,1%	3,2%
akcji amerykańskich	-1,7%	7,1%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2,9%	4,0%
stabilnego wzrostu polskie	-3,2%	1,9%
mieszane polskie	-4,6%	0,6%
mieszane europejskich rynków wschodzących	-5,4%	0,0%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-6,0%	-4,9%
akcji polskich małych MiŚ	-6,1%	4,5%
akcji polskich uniwersalnych	-7,3%	0,4%
akcji europejskich rynków wschodzących MiŚ	-8,0%	-1,4%
akcji zagranicznych sektora nieruchomości	-8,3%	1,5%
akcji europejskich rynków wschodzących	-8,6%	0,1%
akcji globalnych rynków wschodzących	-11,2%	-7,4%

Stan na 25 maja 2010 r. Źródło: Analizy Online.



NA PLUS

**Udany debiut ProxyAd na NewConnect**

Inwestorzy z wielkim zainteresowaniem przywitani 31 maja kolejną debiutującą spółką na NewConnect. Wartość obrotu akcjami ProxyAd w dniu debiutu przekroczyła milion, zaś kurs w trakcie sesji osiągał 55-procentowy wzrost. Na koniec dnia cena akcji zatrzymała się na 25% plusie.

Firma prowadzi wyjątkową działalność w skali kraju. Jest pionierem w oferowaniu usług reklamy lokacyjnej na telefony komórkowe, do czego wykorzystuje technologie bezprzewodowe takie jak Bluetooth™. Kluczowym czynnikiem rozwoju ProxyAd jest liczba i jakość lokalizacji. Obecnie aktywnych jest 150 nadajników, które wysyłają ponad 700 tys. komunikatów reklamowych miesięcznie do posiadaczy telefonów komórkowych z aktywną funkcję Bluetooth™.

**Rekordowe obroty na GPW**

Wartość obrotów na Głównym Rynku GPW 12 maja bieżącego roku przekroczyła 6708 mln zł, wyznaczający tym samym nowy rekord. Najwyższy obrót zanotowano na akcjach debiutującej wówczas spółki PZU - wyniósł 5101,34 mln zł.

Kolejna rekordowa pod względem obrotów sesja na GPW odbyła się 26 maja, notując 5011 mln zł obrotu. Tym razem również największym zainteresowaniem cieszyły się akcje PZU.

Sesje o najwyższych obrotach akcjami:

Data	Wartość obrotu (mln zł)
12.05.2010	6708
26.05.2010	5011
19.03.2010	4391

**Z NewConnect na GPW**

Kolejne spółki, których akcje są notowane na rynku alternatywnym NewConnect zapowiadają przejście na parkiet główny GPW. W tym roku swoje notowania przeniosły już trzy spółki: Fast Finance, Pragma Inkaso i LST Capital.

Do grona emitentów głównego parkietu GPW chce dołączyć producent opraw oświetleniowych LUG, który zdecydował 23 czerwca o debiucie na przełomie 2010 i 2011 r., a prace nad prospektem ruszą jeszcze w tym miesiącu. Przejście odbędzie się bez emisji nowych akcji. Z kolei Walne Zgromadzenie Wrocławskiego Domu Maklerskiego zgłasza 28 czerwca w sprawie przeniesienia notowań, które może nastąpić późną jesienią 2010r. WDM również nie planuje emisji akcji.



**DRUGI FUNDUSZ TYPU ETF INWESTUJE NA GPW**

KATARZYNA GRUSZKA

Największy na świecie emitent ETF-ów, amerykańska firma iShares uruchomiła fundusz ETF, który inwestuje wyłącznie w akcje notowane na warszawskim parkiecie. Do tej pory podobny fundusz uruchomił Van Eck Global, jednak zainteresowanie było dość słabe (wartość aktywów 26 mln USD). Z kolei iShares jako największy dostawca ETF-ów (ponad 350 funduszy w ofercie) może pozyskać zainteresowanie znacznie szerszego grona inwestorów i szybko pomnożyć wartość początkową funduszu, która wyniosła 5 mln USD.

Fundusz o nazwie iShares MSCI Poland Investable Market Index Fund (EPOL) wystartował 26 maja na NYSE Arca. W skład portfela weszło 26 spółek notowanych na GPW, głównie z branży finansowej (46%), energetycznej (13%) oraz surowcowej (13%). Największy

udział ma PKO BP (17,5%) i Pekao (13,1%). Tak wysoka ekspozycja na rynek finansowy może jednak zniechęcić inwestorów. Chociaż polskie instytucje finansowe wyszły z kryzysu obronną ręką, to region może być postrzegany jako mało stabilny ze względu na kłopoty finansowe zadłużonych państw Unii Europejskiej.

Jednak prostota funduszu i możliwość szybkiego i łatwego wejścia i wyjścia z inwestycji powinny wzbudzić zainteresowanie. ETF-y pobierają znacznie niższe opłaty za zarządzanie w porównaniu do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, gdyż odzwierciedlają jedynie ruchy cen danego indeksu giełdowego lub specjalnie stworzonego portfela akcji. Co więcej, zakup ETF pozwala na dywersyfikację portfela, a w czasie spadków można zarabiać sprzedając go na krótko. Poza tym ETF-y nie niosą ze sobą ryzyka emitenta, a jedynie ryzyko rynkowe. ■



**MAKLER I DORADCA INWESTYCYJNY BEZ LICENCJI**

KATARZYNA GRUSZKA

Komisja Nadzoru Finansowego przygotowuje rewolucyjne zmiany w sprawdzaniu wiedzy maklerów i doradców inwestycyjnych. Największym zaskoczeniem jest propozycja zniesienia nakazu zatrudnienia przez biura maklerskie i domu inwestycyjne odpowiedniej liczby maklerów czy doradców inwestycyjnych. Ma to na celu zaprzestanie uciekania firm inwestycyjnych przed odpowiedzialnością za błędy pracowników. Dla porównania, na europejskim rynku finansowym funkcjonuje licencja dla firm, które ponoszą odpowiedzialność za jakość pracy zatrudnionych osób. Natomiast w Polsce KNF nadzoruje zarówno firmy inwestycyjne, jak i ich pracowników.

Odejście od licencjonowania maklerów i doradców nie zwalnia jednak z obowiązku zatrudniania osób, które mają odpowiednie kwalifikacje. KNF planuje wprowadzić egzaminy interwencyjne, które będą przepro-

wadzone losowo raz w roku. Jeśli doradca czy makler nie zda egzaminu, to karę zapłaci podmiot, który go zatrudnił. Dla pracodawcy problemem może być weryfikacja wiedzy, która do tej pory była sprawdzana przez KNF na egzaminach dla kandydatów na maklerów i doradców inwestycyjnych.

To jednak nie wszystkie planowane zmiany. Stanisław Kluza, przewodniczący KNF, podniósł w zarządzeniu z 29 kwietnia oczekiwania wobec kandydatów na członków komisji egzaminacyjnych. W nowym składzie komisji nie będą mogli zasiadać praktycy rynkowi. Natomiast pracownicy UKNF i naukowcy powinni dodatkowo legitymować się nieposzlakowaną opinią i brakiem konfliktów interesów. Do komisji nie wejdą także członkowie organizacji zawodowych, takich jak Związek Maklerów i Doradców, ani osoby prowadzące w ostatnich trzech latach odpłatne kursy dla kandydatów na doradców i maklerów. ■



NA MINUS

**Słaby debiut KOV**

Prezes debiutującej w maju na GPW spółki Kulczyk Oil Ventures nie miał powodów do radości. Kurs akcji spółki w pierwszym dniu notowań na otwarciu zanurkował ponad 6% do 1,77 zł podczas gdy akcje przydzielano po 1,89 zł za sztukę. Podobnie na zamknięciu akcje KOV wyceniono o 6 gorszy niż w trakcie oferty pierwotnej.

Główną przyczyną nieudanego debiutu było załamanie koniunktury na giełdach. W miarę poprawy nastrojów na rynku, zainteresowanie spółką Kulczyka powinno rosnąć, tym bardziej, że jest to dopiero druga prywatna spółka z branży naftowej, która zajmuje się poszukiwaniem oraz wydobyciem ropy naftowej i gazu. Do tej pory branża była zdominowana przez pozostające pod kontrolą państwa koncerny PKN Orlen i Lotos.

**Upadłość Centrum Dystrybucji Hoop**

28 maja Sąd Rejonowy w Koszalinie ogłosił upadłość likwidacyjną należącego do grupy Kofola Pomorskiego Centrum Dystrybucji Hoop. Właściciel spółki Kofoli zapewnia, że decyzja sądu pozostanie bez wpływu na wynik finansowy grupy, gdyż upadła firma nie miała istotnego znaczenia dla jej funkcjonowania.

**Zmiany i zwolnienia w BPH**

Prezes banku BPH Józef Wancer po dziesięciu latach pracy w zarządzie złożył rezygnację 21 maja. Funkcję prezesa będzie pełnił jedynie do końca lipca. To nie jedyne zmiany w kadrach banku. Planowane są masowe zwolnienia w okresie od maja 2010 do grudnia 2011, w wyniku których pracę straci 1472 pracowników. Bankowi udało się wypracować porozumienie ze związkami zawodowymi, w wyniku których opracowano program osłonowy obejmujący odszkodowania, których wysokość uzależniona jest od stażu pracy w banku, a także dodatkowe działania wspierające zwalnianych pracowników.

**Rośnie niezadowolenie wśród pracowników LOT-u**

Związkowcy PLL LOT zapowiedzieli na drugi tydzień czerwca pikietę, która ma być protestem przeciwko stylowi zarządzania spółką. Według przewodniczącej związku, prezes spółki wraz z zarządem przeprowadzają restrukturyzację firmy, zwalnając długoletnich i doświadczonych pracowników, obniżając pensję szeregowym pracownikom oraz wprowadzając podwyżki dla wyższej kadry zarządzającej.

PLL LOT przeprowadza od kilku miesięcy restrukturyzację, która ma wzmocnić pozycję rynkową firmy i poprawić jej wyniki. W ubiegłym roku spółce udało się obniżyć koszty zatrudnienia o 40 mln zł w porównaniu z 2008 rokiem, jednak starta operacyjna za cały 2009 rok wyniosła 335,3 mln zł.

**CYTATY MIESIĄCA**



WYBÓR CYTATÓW: MIKOŁAJ ATANASOW

„Spójrzcie tylko na monitory, a zobaczycie postępującą zarazę nie tylko w krajach ościennych, ale także w w największych krajach strefy euro i w całym systemie finansowym.”

- Lorenzo Bini Smaghi, członek zarządu ECB

„Największe gospodarki świata muszą sprowadzić finanse publiczne na stabilną ścieżkę, ale tak, aby nie zdławić ożywienia gospodarczego.”

- Timothy Geithner, sekretarz skarbu USA

„Wystarczy przeanalizować wszystkie moje inwestycje na giełdzie, by zrozumieć, że inwestorzy, którzy szli moim śladem, nigdy nie stracili. Mam szczęście w biznesie.”

- Jan Kulczyk, właściciel Kulczyk Investments, jeden z najbogatszych Polaków

„Trudno przewidzieć, gdzie wybuchnie następny kryzys i jakie będzie miał konsekwencje. Na razie największym zagrożeniem jest wybór Jarosława Kaczyńskiego na prezydenta.”

- Jacek Rostowski, minister finansów

„W języku chińskim słowo kryzys oznacza także „możliwość”. Pojawiają się okazje i myślę, że PZU podejmie walkę o ciekawe aktywa w regionie. Podobnie zresztą może się dziać ze spółkami z innych sektorów.”

- Andrzej Klesyk, prezes PZU





# RING EKONOMICZNY

## PYTANIA:

1. Czy wspólna europejska waluta przetrwa próbę czasu?
2. Jak problemy strefy euro wpłyną na perspektywę przyjęcia euro w Polsce?
3. Kto najbardziej skorzysta, a kto straci na programie pomocowym dla Grecji?



**Jacek Wiśniewski**  
Główny Ekonomista  
Raiffeisen Bank Polska S.A.

**1.** Ryzyko rozpadu strefy euro w ostatnich miesiącach znacząco wzrosło, ale w mojej opinii wciąż pozostaje niewielkie. Na niekorzyść strefy euro działa między innymi to, że - jak pokazały ostatnie wydarzenia - solidarność nadal nie jest w niej podstawowym odruchem, a wspólne działania rodzą się w bólu. Podjęte przez strefę kroki łagodzące skutki obecnego kryzysu (głównie fundusz o wartości 750 mld EUR) stanowią rozwiązanie problemów krótkim okresie. Długookresowe rozwiązania, które zapobiegą powtórce z obecnej sytuacji, dopiero powstają, a liczba doniesień o cięciach wydatków i deficytów dokonywanych przez europejskie rządy wskazuje, że wzięły sobie one do serca naukę płynącą z greckiej lekcji. Ciemne chmury wiszące nad strefą zdają się więc powoli rozwiewać.

**2.** Termin potencjalnego przyjęcia przez Polskę wspólnej waluty od lat przesuwa się w czasie. Ostatnie problemy eurolandu najprawdopodobniej będą kolejnym czynnikiem, który opóźni proces pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczo-Walutowej. Pomijając argumenty wskazujące, że tak długo, jak przyszłość strefy euro będzie stała pod znakiem zapytania, ani żadne nowe państwo, ani sama strefa nie będą zainteresowane jej rozszerzeniem, czynnikiem, który może opóźnić wejście Pol-

ski do eurolandu będą także same kryteria, których najprawdopodobniej szybko nie spełnimy. Jako podstawowy problem wskazuje się deficyt budżetowy. Dodatkowym problemem stać się jednak może inflacja. Ostre zaciskanie finansów publicznych może przedłużyć ścieżkę wychodzenia Europy z recesji, a to oznaczać będzie przedłużony okres mizernej presji inflacyjnej i utrzymanie się dynamiki cen w Polsce na nadmiernie wysokim poziomie.

**3.** Trudno powiedzieć, aby pomoc dla Grecji komuś przyniosła korzyści - jej celem jest bardziej przeciwdziałanie stratom. W głównej mierze dotyczy to wierzycieli Grecji, czyli posiadaczy jej obligacji. W dużym stopniu są to europejskie banki, a więc je można zaliczyć do grupy istotnych beneficjentów wsparcia. Koszty poniosą - jak to zazwyczaj bywa - podatnicy, w tym przypadku tych państw, które wyłożyły fundusze na ratowanie zagrożonych upadłością państw, oraz podatnicy tych państw, które - by ratować swoją wiarygodność - przeprowadzają obecnie radykalne programy uzdrawiania finansów publicznych. Warto jednak zauważyć, że gdyby Europa dopuściła do upadłości Grecji, jej koszty poniosłaby ta sama grupa - podatnicy (poprzez konieczne ratowania sektora finansowego), a istniałoby ryzyko, że będą one znacząco większe.



**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
Bank Zachodni WBK S.A.

**1.** Myślę, że przetrwa. Konieczne są do tego zmiany instytucjonalne, koordynacja polityki fiskalnej, egzekwowanie zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu etc. Można sobie nawet wyobrazić, że strefa euro wyjdzie z tych problemów wzmocniona.

**2.** Perspektywa przyjęcia euro w Polsce oddala się przede wszystkim ze względu na nasze lokalne problemy. Deficyt fiskalny był ponad dwukrotnie wyższy od limitu Maastricht w 2009 roku i prognozowany jest na podobnym poziomie w latach 2010-11. Nie spełniamy kryteriów, więc nie wejdziemy szybko do strefy euro, której problemy są w tym kontekście mniej istotne. Choć oczywiście dodatkowo mogą one utrudnić nam zadanie, to zauważmy że Estonia została właśnie przyjęta. Dziś jednak nie wiemy nawet dokładnie, do jakiego klubu będziemy wchodzić.

**3.** Skorzystali krótkoterminowo posiadacze greckich obligacji. Ponieważ były wśród nich banki innych krajów strefy euro, to program pomocowy był pośrednio skierowany do nich. Jeśli w tym kraju nie będzie reform fiskalnych i strukturalnych, to „co się odwlecze, to nie uciecze” - Grecja zrestrukturyzuje dług. Program pomocowy „kupił” trochę czasu i zmniejszył ryzyko szybkiego rozlania się problemu na inne kraje południa Europy.

**Marcin Materna, CFA**  
Dyrektor Departamentu Analiz  
Millennium Dom Maklerski SA

**1.** Euro przetrwa, głównie jednak dlatego że trudno sobie wyobrazić trzęsienie ziemi, jakim byłby rozpad strefy euro czy wyjście np. Niemiec z Unii. Sam pomysł wspólnej waluty nie był zły, niestety nie poszło za nim dalsze zacieśnianie współpracy czy centralizacja, np. jednorodna polityka podatkowa lub socjalna. Dodatkowo, regulacje dotyczące dopuszczalnych poziomów deficytów okazały się jedynie papierowymi zapisami. Czyli wyszło jak zwykle - idea była dobra, niestety jej wprowadzenie (i idące za tym ustępstwa, mające na celu jak największe dla niej poparcie) - już mniej.

**2.** Z pewnością będą bronią dla sceptyków: okazało się, że wejście do strefy euro nie jest panaceum na wszelkie bolączki gospodarcze czy np. brak wzrostu PKB. Sądzę, że może to opóźnić przyjęcie euro przez Polskę o co najmniej kilka lat.

**3.** Mogłoby się wydawać, że najbardziej skorzystają Grecy. W rzeczywistości pakiet pomocowy w największym stopniu pomaga obecnym posiadaczom obligacji greckich, dla których oddalono widmo bankructwa tego kraju, co sprawiłoby, że ich papiery staną się bezwartościowe. Traci europejski podatnik, który będzie musiał teraz finansować wieloletnie życie Greków ponad stan (w największym stopniu dotyczy to Niemców, którzy mają największy wpływ na pakiet pomocowy). Problemy Grecji zwróciły uwagę na zadłużenie innych krajów Unii i wywołały dyskusję na temat ograniczenia deficytów - w ten sposób rządów krajów europejskich uda się być może przeforsować zmiany w polityce socjalnej - np. wydłużenie wieku emerytalnego, obniżki płac w administracji czy zmniejszenie wydatków na ochronę zdrowia i edukację. A na tych zmianach skorzysta z pewnością opozycja w tych krajach - trudno sobie wyobrazić, że po wprowadzeniu skrajnie niepopularnych zmian w przyszłych wyborach miałyby nie dojść do zmiany warty.



**Piotr Kalisz**  
Główny Ekonomista  
Citibank Handlowy

**1.** Można już teraz zaryzykować stwierdzenie, że wspólna waluta nie przetrwała próby czasu. Wiele krajów strefy euro systematycznie łamało zasady dotyczące utrzymywania deficytu fiskalnego i długu pod kontrolą, a tym samym odeszło od tego, co stanowiło podstawę zaufania inwestorów do wspólnej waluty. O ile w momencie powstawania unii walutowej euro „odziedziczyło” wiarygodność niemieckiej marki, o tyle teraz ta sama wiarygodność została poważnie nadszarpnięta. Nie oznacza to jednak, że euro zniknie z portfeli Europejczyków - zamiast tego w najbliższych latach strefa euro będzie starać się mozolnie odbudować zaufanie do wspólnej waluty.

**2.** Niezależnie od rozwoju kryzysu w strefie euro, Polska ma i tak niewielkie szanse na szybkie przyjęcie wspólnej waluty. W ostatnich latach deficyt fiskalny wzrósł do nieakceptowanych poziomów i najprawdopodobniej pozostanie powyżej 3% PKB przez naj-

bliższe cztery lub pięć lat. Dlatego naszym zdaniem w najbardziej optymistycznym scenariuszu można założyć przyjęcie euro w 2016-2017 roku, ale istnieje poważne ryzyko, że ten moment zostanie jeszcze bardziej odłożony w czasie. Można powiedzieć, że to dla nas nic nowego - w końcu od kilku lat Polska systematycznie przesuwa datę akcesji do strefy euro.

**3.** Oczywiście największe korzyści z pakietu pomocowego odniesie Grecja oraz posiadacze greckich obligacji, gdyż środki z UE oraz MFW pomogą im uniknąć dotkliwych strat. Z kolei koszty zostaną poniesione przez podatników we wszystkich krajach strefy euro, w tym przede wszystkim w Niemczech. Niestety nie można wykluczyć, że nawet pomimo udzielonej pomocy grecki rząd okaże się ostatecznie niewypłacalny, a restrukturyzacja długu zostanie po prostu odłożona w czasie.

## STAŃ DO WALKI!!



**Możesz mieć wpływ na zawartość merytoryczną miesięcznika TREND.**

Zaproponuj swoje pytanie do RINGU EKONOMICZNEGO wysyłając je pod adres [ringekonomiczny@gazetatrend.pl](mailto:ringekonomiczny@gazetatrend.pl)

**Najlepsze pytania zadamy wybitnym specjalistom z branży.**



(od lewej): Marcin Herra, Prezes Spółki PL.2012, Grzegorz Lato, Prezes Spółki Euro 2012 Polska, Zbigniew Pszczulny, Wiceprezes JSK Architektki i Rafał Kapler, Prezes Zarządu, Narodowe Centrum Sportu.

Źródło: NCS

## NA ORGANIZACJI MISTRZOSTW SKORZYSTA CAŁA POLSKA

Wywiad z Marcinem Herrą, Prezesem Zarządu spółki PL.2012

DOROTA SIERAKOWSKA

**Dorota Sierakowska: Organizacja EURO 2012 to duże wyzwanie. Czy trudno jest zarządzać spółką, od której polskie społeczeństwo oczekuje tak wiele?**

**Marcin Herra:** Przygotowanie Polski do Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej UEFA EURO 2012™ jest bardzo kompleksowym przedsięwzięciem, jakie nigdy wcześniej nie było realizowane w Polsce. Spółka, w ramach powierzonych jej zadań, jest odpowiedzialna za koordynację i kontrolę 245 projektów infrastrukturalnych i kilkudziesięciu projektów organizacyjnych. Przy ich realizacji współpracujemy z ponad 90 podmiotami.

Wszystkimi projektami zarządzają zatrudnieni w spółce eksperci (każdy koordynator obszarowy jest ekspertem w obszarze, który koordynuje), w oparciu o system zarządzania projektowego. W roku 2008 i 2009 podstawowymi narzędziami w tym zakresie były Stadia Online Portal oraz Master Plan. Od roku 2010, na poziomie narzędziowym, najważniejszą funkcję pełnić będzie zaimplementowany przez spółkę

system Project Portfolio Management zgodny z najlepszymi standardami i światowymi praktykami. W chwili obecnej praktycznie wszystkie projekty własne spółki, a także działania koordynacyjne oraz kontrolne przez nią realizowane zarządzane są w oparciu o PPM. Do końca tego roku zakończymy proces wdrażania systemu PPM u wybranych najważniejszych partnerów procesu przygotowań Polski do UEFA EURO 2012™. Co ważne, metodologia, doświadczenie oraz bazy danych stworzone w oparciu o system będą mogły być wykorzystywane przez te podmioty do realizacji działań statutowych także po 2012 roku.

**DS: Czy presja społeczna często daje o sobie znać?**

**MH:** Z perspektywy czasu mogę powiedzieć, że wielkim wyzwaniem był początek roku 2008. Wtedy czuło się ogromną presję społeczną, także ze strony UEFA, a my nie mieliśmy określonego Master Planu, nie widzieliśmy, które projekty są priorytetowe, nie było zintegrowanych zespołów. Jak wspominałem, ogromnym osiągnięciem ostatnich dwóch lat jest profesjonalne zarządzanie projektowe i niezbędne do tego celu narzędzia.

Teraz wyzwania są inne, ale przygotowania do Mistrzostw są projektem tak istotnym i

**„ Przygotowania do Mistrzostw są projektem tak istotnym i wzbudzającym tak skrajne emocje, że musimy pogodzić się z presją społeczną. „**

**„ Nie ma większego komfortu pracy niż projekt, którego daty nie można przesunąć. Tu nie można będzie powiedzieć, że nie zdążyliśmy. I to, paradoksalnie, jest plusem, a nie minusem. „**

wzbudzającym tak skrajne emocje, że wszyscy musimy pogodzić się z presją. Każdy z nas i naszych partnerów wie, że dziś, czyli 12 czerwca 2010 roku, do UEFA EURO zostało tylko 727 dni. Z drugiej strony, co często powtarzam, nie ma większego komfortu pracy niż projekt, którego daty nie można przesunąć. Tu nie można będzie powiedzieć, że nie zdążyliśmy. I to, paradoksalnie, jest plusem, a nie minusem. Przygotowanie Polski do Mistrzostw to ogromna odpowiedzialność, ale i wielka satysfakcja, szczególnie teraz, kiedy koordynowane przez nas projekty powoli zaczyna być widać. Najlepszym przykładem jest rosnący na naszych oczach Stadion Narodowy. Niedawno był na tym miejscu słynny bazar, w tej chwili na stadionie montowane są prefabrykaty trybun i schodów. Za rok na tym stadionie odbędą się pierwsze imprezy.

**DS: Który z projektów jest dla Państwa największym wyzwaniem?**

**MH:** W dalszym ciągu bardzo ważne są stadiony. To na nich odbędą się mecze Turnieju, a budowa stadionów klasy Elite jest ogromnym przedsięwzięciem. Pierwszy z nich – w Poznaniu – będzie gotowy już na przełomie lipca i sierpnia tego roku. Pozostałe trzy, zgodnie z harmonogramami ustalonymi z UEFA, w styczniu 2011 (Gdańsk) i czerwcu 2011 (Warszawa i Wrocław).

Jak szacuje się, do Polski przyjedzie w 2012 roku blisko milion osób. Dlatego również ważne jak infrastruktura są sprawy organizacyjne. Wizerunek Polski i Polaków zależy de facto od osobistych doświadczeń, jakie goście wyniosą z pobytu w naszym kraju.

Aby zadbać o komfort ich pobytu w Polsce, już teraz opracowywane są scenariusze przemieszczania się gości w Miastach-Gospodarzach i pomiędzy nimi. Planowane jest także wprowadzenie tzw. Karty EURO przeznaczonej dla kibiców nieposiadających biletów na mecze. W jej skład wejdzie hotel, transport miejski i kolejowy oraz ubezpieczenie zdrowotne. Karta będzie dystrybuowana za pośrednictwem Internetu.

**DS: Jak przebiega współpraca centrali z poszczególnymi sztabami organizacyjnymi koordynującymi projekty w poszczególnych miastach?**

**MH:** Znakomicie. Pracujemy bardzo blisko z Miastami-Gospodarzami we wszystkich koordynowanych obszarach. Mamy ogromne szczęście pracować na co dzień z fantastycznymi ludźmi reprezentującymi naszych partnerów zarówno w miastach, jak i instytucjach centralnych, czy samorządowych. To dzięki ich zaangażowaniu wiemy, że wspólny wysiłek przyniósł bardzo konkretne rezultaty w postaci widocznego zaangażowania prac przygotowawczych.

**DS: Który region Polski lub miasto według Pana najbardziej skorzysta na organizacji EURO 2012?**

**MH:** Na organizacji UEFA EURO 2012™ skorzysta cała Polska. Organizacja Turnieju w Polsce to przyspieszenie inwestycji, na które w innym przypadku czekalibyśmy parę lat dłużej. Oczywiście z nowych stadionów skorzystają w pierwszym rzędzie mieszkańcy Miast Gospodarzy, ale z rozbudowanych lotnisk i nowych dróg, czy autostrad skorzystają już wszyscy. Usprawnią one transport ludzi i towarów, co nie pozostanie bez wpływu na naszą gospodarkę.

**DS: Czy są jakieś inwestycje, które są realizowane szybciej, niż zakładał to plan? A czy są takie, które się dotkliwie opóźniają? A jeśli tak, to jakie są przyczyny opóźnień?**

**MH:** Większość inwestycji kluczowych na UEFA EURO 2012™ przebiega zgodnie z planem i, mimo długiej i mroźnej zimy czy majoj-

wej powodzi, żadna z nich nie jest zagrożona. Dobre zarządzanie projektami polega przede wszystkim na zarządzaniu ryzykiem. Najważniejsze to móc precyzyjnie określić ewentualne niebezpieczeństwa, by ograniczyć związane z nimi ryzyko i przygotować odpowiednie scenariusze. Wyobraźmy sobie na przykład, że 6 czerwca 2012 roku wybucha wulkan na Islandii, który utrudnia ruch lotniczy nad Europą. Trzeba zawsze brać pod uwagę zarówno scenariusze optymistyczne, jak i pesymistyczne – po to, by wiedzieć, jak działać, gdyby sytuacja się powtórzyła. Z większością sytuacji można sobie poradzić, jeżeli działa się w sposób systemowy i przemyślany. Projekt UEFA EURO wymaga takiego podejścia. Im mniej jest sytuacji, które nas zaskakują, tym lepiej działamy.

**DS: Jak często UEFA kontroluje terminowość wykonanych prac w Polsce i na Ukrainie?**

**MH:** UEFA nas nie kontroluje, tylko monitoruje. Pracujemy z UEFA na zasadach partnerskich i nasi koordynatorzy na co dzień pozostają w kontakcie ze specjalistami z UEFA ze swoich obszarów. Ścisłe współpracujemy także ze spółką Euro 2012 Polska, z którą łączą nas jeden cel: najwyższy możliwy standard Turnieju.

Raz na trzy miesiące spotykamy się z UEFA na tzw. Komitecie Sterującym, gdzie omawiane są najważniejsze projekty i wspólnie podejmowane kluczowe decyzje.

**DS: Współpracują Państwo ściśle z Ministerstwem Sportu i Turystyki. Jak dużą swobodę w zarządzaniu spółką daje ministerstwo?**

**MH:** Ministerstwo Sportu i Turystyki jest właścicielem Spółki PL.2012 i jako właściciel określa swoje oczekiwania. Celem Zarządu jest realizacja postawionego przez właściciela celu, którym jest koordynacja i kontrola procesu przygotowań Polski do UEFA EURO 2012™. Ważne jest, aby nasze oceny, ocena Ministerstwa i UEFA były spójne.

**DS: Jak współpracuje się Państwu ze stroną ukraińską?**

**MH:** W tej chwili pracujemy w polsko-ukraińskich zespołach roboczych w takich obszarach jak bezpieczeństwo czy zabezpieczenie medyczne. Jestem przekonany, że ranga tej współpracy, takiej codziennej i bezpośredniej, będzie rosła wraz ze zbliżającym się Turniejem. ☛

**„ Organizacja Turnieju w Polsce to przyspieszenie inwestycji, na które w innym przypadku czekalibyśmy parę lat dłużej. „**

W tej chwili jednak najważniejsze jest to, aby każdego dnia, zarówno w Polsce, jak i na Ukrainie, postępowały prace na budowach, bo te kwestie infrastrukturalne nadal są kluczowe.

**DS:** Czy napotkali Państwo jakieś przeszkody ze strony prawnej? Jak wpłynęły one na funkcjonowanie spółki?

**MH:** Organizacja UEFA EURO 2012<sup>™</sup> stała się w Polsce impulsem do pozytywnych zmian w prawie. Po pierwsze mamy dwie nowelizacje ustawy o zamówieniach publicznych, które znacząco poprawiły zarówno transparentność procesu, jak i czas podejmowania określonych decyzji. Kolejne zmiany to specustawa o inwestycjach lotniczych, a także specustawy o drogach i kolejach. Do tego dochodzą kwestie związane z gwarancjami dla UEFA czyli ustalenia prawne dotyczące ochrony własności intelektualnej. Przy czym nasz projekt po raz kolejny pokazuje, że prawo i procedury są równe dla wszystkich. Tylko niektórzy dają sobie z nimi radę lepiej i potrafią być skutecznymi, a inni nie. Wtedy najłatwiej jest winić biurokrację. Skuteczność działania zależy tylko i wyłącznie od ludzi, ich sposobu pracy, umiejętności i kompetencji.

**DS:** Czy sądzą Państwo, że organizacja EURO 2012 w znaczący sposób poprawi atrakcyjność Polski jako celu turystycznego?

**MH:** Nie mamy co do tego żadnych wątpliwości. Wiemy, że 80% gości przyjedzie do nas po raz pierwszy. To doskonała okazja, żeby pokazać im nową Polskę - tę nowoczesną, uśmiechniętą i zmieniającą się. Udany pobyt w naszym kraju to wielka szansa na odkrycie Polski przez inne kraje Europy. Wygodne lotniska i hotele, świetna kuchnia, bezpieczna zabawa na stadionie, uśmiechnięci ludzie i pomocni wolontariusze będą najlepszą zachętą, aby do nas wrócić. I tę szansę musimy wykorzystać.

**DS:** Organizacja EURO 2012 wiąże się także z polepszeniem infrastruktury w Polsce. Które kwestie infrastrukturalne wymagają największego wkładu pracy i kapitału? (autostrady, powiększenie bazy hotelowej, itp.)

**MH:** Największego wkładu wymagają zwykle najbardziej zaniebane kwestie - w przypadku Polski są to drogi i autostrady. Myślę tu przede wszystkim o niezbędnych inwestycjach, jeśli chodzi o organizację Turnieju: odcinki autostrad A2 Stryków-Konotopa i A1 Toruń-Stryków, jak również inwestycjach miejskich, takich jak trasa Słowackiego w Gdańsku czy przebudowa ronda Kaponiera w Poznaniu.

Bardzo ważną inwestycją są nasze „okna na świat” czyli lotniska. Zarówno Gdańsk jak i Wrocław mają w tej chwili zbyt małe terminale, żeby się rozwijać jako regiony. A rozwój regionu to korzyść dla każdego z jego mieszkańców.

Tak więc te 80 miliardów, które są w tej chwili inwestowane w poprawę infrastruktury w Polsce dotyczą skoku jakościowego w tym obszarze.

Budowa Stadionu Narodowego w Warszawie, maj 2010 r.



Fot. NCS/J. Koźnik

Planowany wygląd Stadionu Narodowego



Źródło: NCS

rze. Rozbudowane lotniska, nowe drogi czy autostrady będą służyły nie tylko kibicom, ale wszystkim Polakom; także po Turnieju.

**DS:** Które branże według Pana skorzystają najbardziej na organizacji EURO 2012?

**MH:** Wpływ UEFA EURO na gospodarkę można podzielić na czynniki bezpośrednie i pośrednie. Te bezpośrednie to oczywiście zwiększenie nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę sportową, turystyczną i transportową, a także wzrost przychodów z turystyki za-

granicznej związany z napływem kibiców i gości w okresie trwania Mistrzostw. Te pośrednie - i bardziej długoterwale - to wzrost produktywności gospodarki, będący wynikiem poprawy stanu infrastruktury (zwłaszcza transportowej) i zwiększenie inwestycji krajowych i zagranicznych, prowadzący do wzrostu potencjału gospodarczego. Do tego należy dodać zwiększenie atrakcyjności turystycznej kraju i związany z tym wzrost liczby turystów i konsumpcji z tym związanej (tzw. „efekt barceloński”). ■

„ Największego wkładu wymagają zwykle najbardziej zaniebane kwestie - w przypadku Polski są to drogi i autostrady. ”



## WPŁYW WIELKICH IMPREZ SPORTOWYCH NA GOSPODARKE

Ogłoszenie decyzji o przyznaniu Polsce i Ukrainie prawa do organizacji Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej w 2012 roku wywołało niezwykle pozytywne emocje. Wielu polityków, ekonomistów i ekspertów wpadło początkowo niemal w euforię, wypowiadając słowa o ogromnych korzyściach dla gospodarki i skoku cywilizacyjnym, jaki czeka Polskę dzięki decyzji Komitetu Wykonawczego UEFA. Czy jest tak w istocie oraz do jakich wniosków prowadzi analiza wydarzeń w innych krajach, które organizowały wielkie imprezy sportowe? Niniejszy krótki artykuł może być jedynie próbą odpowiedzi na te pytania.

MARCIN OSIECKI

### Wzrost gospodarczy

Wzrost produktu krajowego brutto jest syntetycznym, uniwersalnym, a zarazem prostym miernikiem tendencji występujących w gospodarce. Z oczywistych względów najbardziej interesuje nas, jaki wpływ na gospodarkę miały organizacje poprzednich Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej. Dane wzrostu PKB pięciu ostatnich krajów gospodarzy ME takich jak: Belgia i Holandia (2000), Portugalia (2004), Szwajcaria i Austria (2008), uzupełnimy dodatkowo o gospodarkę Niemiec. Jak wszyscy zapew-

ne pamiętają, nasi zachodni sąsiedzi zorganizowali w 2006 roku wyjątkowo udane Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej. Przeanalizuję, jak zachowywały się gospodarki tych krajów przed daną imprezą sportową, w trakcie oraz po jej zakończeniu.

Dosyć dużym problemem w tego rodzaju analizie jest jednak wpływ cyklu koniunkturalnego. Wyniki wzrostów (lub spadków) PKB zostały więc zaprezentowane na tle wyników całej strefy euro (Tabela 1). Dodatkowo w Tabeli 2 znalazły się nadwyżki (różnice) wzrostu PKB poszczególnych krajów w stosunku do wzrostu gospodarczego w strefie euro. Takie opraco-

wanie być może ułatwi nieco poszukiwanie pozytywnego lub negatywnego wpływu mistrzostw na gospodarkę. Jednak nie należy tej banalnej analizy traktować zbyt poważnie. Z drugiej strony, gdyby rzeczywiście wpływ tego rodzaju imprez na wzrost PKB był nadzwyczajnie znaczący, to nawet tak pobieżna obserwacja danych powinna taką hipotezę potwierdzić.

### Poszukiwanie efektu ME/MŚ

Pozytywny wynik organizacji mistrzostw możemy zauważyć przede wszystkim dla Niemiec, gdzie w 2006 roku nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu

PKB (z 0,8% do 3,2%). Także dobrze wypadła tutaj Belgia (3,7%) oraz co trochę zaskakujące Portugalia (1,5%). Absolutnie nie twierdzą, że wynik wzrostu PKB 1,5% jest rewelacyjny, ale biorąc pod uwagę, iż w innych latach średnio Portugalia rozwijała się w tempie 0,6%, można uznać ten wynik za dobry. Dla Holandii z kolei, rok organizacji mistrzostw przyniósł spowolnienie wzrostu i to jeszcze dodatkowo w sytuacji, gdy gospodarka całej strefy euro ciągle jeszcze przyspieszała przed spowolnieniem

spowodowanym pęknięciem „bańki internetowej”. Słabszy wynik Holandii widać jeszcze bardziej w Tabeli 2 na nadwyżkach wzrostu PKB ponad przyjęty przez mnie benchmark.

Ocena Szwajcarii i Austrii jest niezwykle trudna z powodu faktu, że mistrzostwa odbywały się w roku rozpoczęcia kryzysu finansowego.

O ile dane bezwzględne nie są dla tych państw korzystne, ponieważ w roku organizacji nastąpiło spowolnienie wzrostu PKB, to już wyniki względne w stosunku do strefy euro są całkiem dobre. Pytanie tylko, jak duży wpływ na te dane miała organizacja EURO 2008. Zaryzykuję stwierdzenie, że z powodu dość małej popularności piłki nożnej w tych krajach, pewnie nieznaczny. Nie jestem w tych poglądach odosobniony. Przykładowo analitycy banku Credit Suisse oszacowali, iż wpływ EURO 2008 na wzrost PKB w Szwajcarii wyniósł ok. 0,1-0,2%.

**Wpływ EURO 2012 na GPW**

Nie trzeba długo analizować wykresów indeksów giełdowych z krajów gospodarzy poprzednich mistrzostw, aby dojść do wniosku, iż wpływu tych imprez na indeksy nie widać. Chyba jedynie kompletny amator mógłby nas przekonywać, że na przykład wzrosty indeksu DAX w 2006 roku są zasługą Mistrzostw Świata w Niemczech. W 2006 roku byliśmy w środku światowej hossy i pewnie nieomal wszystkie giełdy na całym świecie były w silnym trendzie rosnącym. Wysoka korelacja pomiędzy indeksami giełdowymi różnych krajów na naszym globie istnieje już od dawna. Ostatnie lata przynoszą nawet dalszy jej wzrost, chociażby ze względu na postępującą internacjonalizację procesów gospodarczych i rozwój han-

dlu międzynarodowego. Nie jest niczym odkrywczym stwierdzenie, że to głównie Stany Zjednoczone rozdają karty. Jeśli indeksy amerykańskie rosną (lub spadają), to cały świat uprzejmie i grzecznie robi to samo.

Jedyny wpływ wielkiej sportowej imprezy na giełdy następuje zazwyczaj w momencie ogłoszenia decyzji o przyznaniu organizacji. Sprawdźmy, czy tak było w przypadku Polski na przykładzie indeksu WIG-Budownictwo. Wybrałem sektor budowlany, ponieważ powinien on teoretycznie najbardziej zyskiwać na organizacji EURO 2012. Innymi branżami, dla których mistrzostwa są dobrą wiadomością są: branża handlowa, reklamowa oraz hotelarska. Decyzja o przyznaniu Polsce i Ukrainie EURO 2012 zapadła 18 kwietnia 2007 roku w Cardiff. Gdy przyjrzymy się Wykresowi 1 to zauważymy, że po tej dacie wartość indeksu mocno wzrosła i po kilku dniach osiągnęła maksimum, do którego nie powróciła do dzisiaj. Widać więc wyraźnie, że „efekt EURO” jest czysto psychologiczny i wpłynął na giełdę jedynie w krótkim terminie, prawdopodobnie umożliwiając osiągnięcie jeszcze jednego, jak się później okazało, ostatniego szczytu. Gdy rozpoczęła się bessa, przewartościowane spółki budowlane zaczęły mocno tracić i fakt, że przecież organizujemy Mistrzostwa Europy, zupełnie w niczym nie pomógł.

**RPA 2010 jak Portugalia?**

Niedawno rozpoczął się Mundial 2010. Po raz pierwszy w historii Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej odbywają się na kontynencie afrykańskim w Republice Południowej Afryki. Przed tą wielką imprezą pojawiły się jednak nowe prognozy, rewidujące w dół oczekiwania wielkich korzyści, jakich miało doświadczyć RPA. Co prawda nadal są one pozytywne, ale już dzisiaj zamiast „zysków” na poziomie 1% PKB rząd oczekuje raczej 0,5%. Problemem dla kibiców są wysokie koszty przelotu do tego afrykańskiego państwa, co sprawia, iż o wiele mniej gości niż wcześniej zakładano odwiedzi RPA. Przeszkadza także słaba koniunktura w światowej gospodarce.

Niebezpieczeństwem, tak jak w Portugalii, może okazać się ponadto wybudowanie zbyt dużej ilości wielkich stadionów, które po mistrzostwach nie będą na siebie zarabiać, a zamiast tego będą przynosić straty. Portugalczycy zastanawiają się już nawet na rozbiórkę niektórych nierentownych stadionów, a przedsiębiorcy Austriacy i Szwajcarzy niebawem po zakończeniu EURO 2008 rozpoczęli zmniejszanie obiektów w Klagenfurcie oraz Innsbrucku. Czy taki scenariusz czeka nas w



Polsce? Możliwe, że nie, ponieważ buduje się u nas obiekty wielofunkcyjne, a poza tym przygotowujemy przede wszystkim tylko cztery duże stadiony (Warszawa, Wrocław, Poznań, Gdańsk) plus dwa rezerwowe, a nie aż dziesięć, tak jak w Portugalii i RPA. Jednak nie należy ukrywać, że takie niebezpieczeństwo istnieje.

**Promocja kraju to zawsze plus**

Na koniec wypadałoby napisać coś pozytywnego. Niewątpliwie z punktu widzenia promocji kraju organizacja wielkich imprez sportowych jest korzystna i prestiżowa. Najwięcej mogą zyskać kraje tzw. rynków wschodzących, które często zupełnie niesprawiedliwie są negatywnie potrącone przez zachodnie społeczeństwa. Zmiana wizerunku kraju może wpłynąć zarówno na większe dochody z turystyki, jak i na zwiększony napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Portugalczycy pomimo, że nie zarobili na Mistrzostwach Europy wielkich pieniędzy, znajdują pewną istotną korzyść. Przynajmniej nikt już nie powie, że Portugalia jest biedną prowincją Hiszpanii. ■

**Tabela 1. Wzrost PKB (%) w krajach organizujących wielkie imprezy piłkarskie.**

Rok	EURO 2000			EURO 2004		MŚ 2006		EURO 2008		
	Belgia	Holandia	Strefa Euro	Portugalia	Strefa Euro	Niemcy	Strefa Euro	Szwajcaria	Austria	Strefa Euro
2 lata przed	1,7	3,9	2,8	0,8	0,9	1,2	2,2	3,6	3,5	3,0
1 rok przed	3,4	4,7	2,9	-0,8	0,8	0,8	1,7	3,6	3,5	2,7
Mistrzostwa	3,7	3,9	3,9	1,5	2,2	3,2	3,0	1,8	2,0	0,6
1 rok po	0,8	1,9	1,9	0,9	1,7	2,5	2,7	-1,5	-3,6	-4,1
2 lata po	1,4	0,1	0,9	1,4	3,0	1,3	0,6	1,6f	1,3f	0,8f

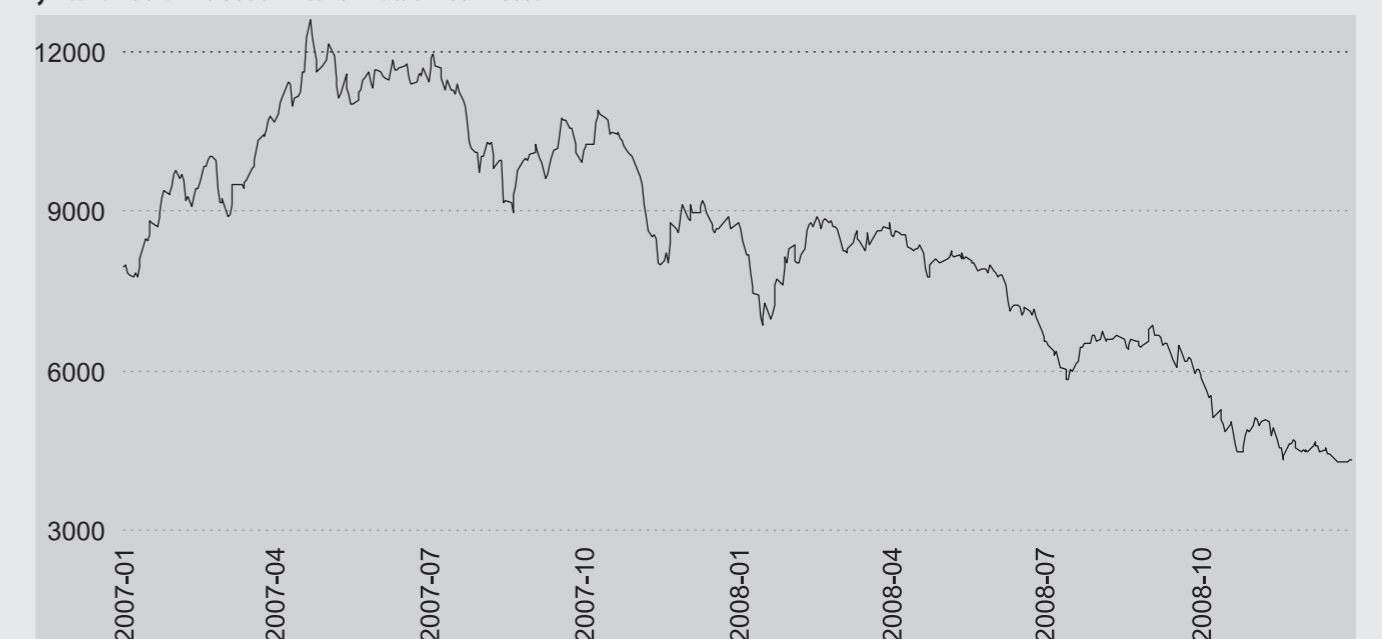
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu firmy Finamo i danych Eurostatu.

**Tabela 2. Nadwyżka wzrostu PKB (%) w odniesieniu do wzrostu PKB w strefie Euro.**

Rok	EURO 2000		EURO 2004	MŚ 2006	EURO 2008	
	Belgia	Holandia	Portugalia	Niemcy	Szwajcaria	Austria
2 lata przed	-1,1	1,1	-0,1	-1,0	0,6	0,5
1 rok przed	0,5	1,8	-1,6	-0,9	0,9	0,8
Mistrzostwa	-0,2	0,0	-0,7	0,2	1,2	1,4
1 rok po	-1,1	0,0	-0,8	-0,2	2,6	0,5
2 lata po	0,5	-0,8	-1,6	0,7	0,8f	0,5f

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

**Wykres 1. Indeks WIG-Budownictwo w latach 2007-2008.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych stoog.pl.





## CZY WARTO SŁUCHAĆ PROGNOZ ANALITYKÓW?

**Biuletyny, newslettery, rekomendacje - inwestorzy codziennie przeglądają dziesiątki analiz giełdowych. Rzadko jednak zastanawiają się, czy mają one jakąkolwiek wartość prognostyczną...**

ADAM ZAREMBA  
DORADCA INWESTYCYJNY, FRM, PRM

Raz do roku, w styczniu, niemiecka gazeta Handelsblatt zwykła przepytwać rynkowych „ekspertów”, gdzie znajdzie się indeks niemieckiego rynku DAX na koniec grudnia. Na początku roku 2006, gdy DAX oscylował wokół 5400 punktów, analitycy z najbardziej renomowanych instytucji takich jak JP Morgan czy Bank of America, prognozowali wartość DAX na koniec grudnia w przedziale 5000-6000 punktów. Większość specjalistów oczekiwała, że indeks uplasuje się pomiędzy

5650 a 5800 pkt. Na jakim poziomie naprawdę finiszował DAX? 6597 punktów. Najdokładniejsze biuro pomyliło się o „zaledwie” 600 punktów. Najgorsze o 1600. Jeżeli część czytelników czuje się zaskoczona niską skutecznością topowych instytucji finansowych, dodam jeszcze, że w 2007 roku specjaliści wcale nie wypadli lepiej. Analitycy spodziewali się, że DAX na koniec roku znajdzie się gdzieś w szerokim przedziale 6000-7700, a tymczasem DAX przekroczył 8060 pkt. Prawdziwy popis skuteczności przyniósł jednak dopiero rok 2008. Podczas gdy większość analityków w ankiecie celowała w przedział 8350-8800

punktów, DAX zanurkował i rok zakończył na poziomie 4810 punktów. Najwybitniejsi rynkowi specjaliści pomylili się niemal o 50%.

Chyba każdy, kto zapozna się z powyższymi wynikami, musi zadać sobie fundamentalne pytanie: dlaczego inwestorzy w ogóle wierzą analitykom? Odpowiedzi jest kilka. Po pierwsze, inwestorzy uważają, że eksperci wiedzą więcej o rynkach finansowych i dlatego popełniają mniej błędów. Po drugie, specjaliści dysponują większymi zasobami (dane, modele, ludzie). Po trzecie, analitycy mają większy dostęp do informacji ze spółek. Niestety, nawet je-

żeli powyższe stwierdzenia są prawdziwe, to wciąż za mało, by na giełdzie skutecznie przewidywać przyszłość. Czas pożegnać się z mitem rynkowych ekspertów. Analitycy giełdowi po prostu nie potrafią prognozować.

### Statystyka jest bezlitosna

Wbrew pozorom, choć dla wielu czytelników teza o bezużyteczności prognoz finansowych może wydać się dość odważna, w naukach o finansach od dawna nie jest ona niczym nowym. Przyjrzyjmy się na przykład prognozom wyników kwartalnych. Badania prowadzone na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat w Stanach Zjednoczonych pokazują, że analitykom udaje się być skuteczniejszymi w prognozowaniu wyników na dwa najbliższe kwartały od prostych modeli opartych na trendzie przez zaledwie 50% czasu. Gdy starają się przewidzieć wyniki na przynajmniej 3 kwartały w przód, wówczas z reguły przegrywają ze zwyczajną ekstrapolacją obecnego trendu. Co więcej, prognozy na ponad 3 lata nie mają już właściwie żadnej wartości dla inwestora.

Wobec tak niskiej jakości prognoz, nic dziwnego, że i rekomendacje maklerskie dotyczące poszczególnych spółek nie wnoszą wiele dla inwestora. Długoletnie statystyki w USA pokazują, że spółki, którym wystawiono rekomendacje „kupuj” w ciągu sześciu miesięcy od publikacji pokonywały rynek o zaledwie... dwa procent. Jeżeli dodamy do tego fakt, że te same spółki zyskiwały średnio trzy procent natychmiast po publikacji i uwzględnimy koszty transakcyjne (provizje, spread), jakkolwiek użyteczność rekomendacji staje pod dużym znakiem zapytania. Czy więc na tego typu raportach inwestor w ogóle może zarobić? Tak. Ale tylko pod warunkiem, że zna je przed publikacją.

Podobnie wygląda skuteczność różnego rodzaju newsletterów i porad inwestycyjnych. W 1999 roku jeden z amerykańskich badaczy rynku finansowego zadał sobie trud przebadania wyników 153 newsletterów inwestycyjnych gromadzonych w bazie Hulbert Financial Digest. Po kalkulacji wielu statystyk naukowiec doszedł do prostej konkluzji: autorzy newsletterów nie mają niemal żadnych zdolności wybierania z rynku spółek, które uzyskują ponadprzecięt-

ne stopy zwrotu, a po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych na ich poradach inwestycyjnych nie można w żaden sposób zarabiać pieniędzy.

### Ostrożnie z funduszami akcji

O ile z niską skutecznością analiz rynkowych można się jeszcze pogodzić (i po prostu ich nie czytać), o tyle o wiele większym niepokojem powinien napawać fakt, że podobną efektywność prezentują zarządzający funduszami akcji. Spore doświadczenia mają w tym zakresie inwestorzy zza oceanu. W latach 1988-98 w USA przeciętny fundusz akcji zarobił 313%. W tym samym czasie indeks S&P500 zyskał... 449%. Swojego czasu redaktorzy czasopisma Forbes byli na tyle zaintrygowani tego typu badaniami, że rzucając lotkami w listę spółek wylosowali ich 28 i w każdy walor ulokowali po 1000 dolarów. Po 17 latach z osiągniętą stopą zwrotu na poziomie 370% mógł się mierzyć jedynie znikomy odsetek profesjonalnie zarządzających.

Wspominając o skuteczności zarządzających fundu-

szami akcji, nie sposób zapomnieć o wynikach funduszy aktywnej alokacji. Mowa tu o takich funduszach, w których zarządzający stara się na bieżąco prognozować, czy na rynku nastąpi hossy czy bessa, i, stosownie do swoich przewidywań, posiadać w portfelu przewagę gotówki, obligacji lub akcji. Rozumowanie typowego inwestora, który powierza swoje oszczędności w ręce funduszu aktywnej alokacji, jest dość rozsądne: po co inwestować non stop na rynku akcji, skoro można powierzyć pieniądze specjalistom i dzięki temu unikać giełdowych spadków i zarabiać na wzrostach. Niestety, rzeczywistość okazuje się daleka od tej idyllicznej wizji. W latach 1989-1998 w USA przeciętny fundusz aktywnej alokacji zarobił 10%. Tymczasem, indeks S&P500 zyskał... ponad 15%.

### Trudno wygrać z rynkiem

Dlaczego skuteczność giełdowych analityków jest co najmniej wątpliwej jakości? ➔





Zjawisko to zwykło się tłumaczyć na co najmniej trzy sposoby. Pierwszy z nich dotyczy tak zwanej efektywności rynku. Jeżeli inteligentni inwestorzy będą bezustannie wyszukiwać okazji inwestycyjnych i kupować akcje, które uważają za niedowartościowane, a sprzedawać te, które uważają za przewartościowane, to w efekcie dojdzie do sytuacji, kiedy przyszły potencjał wzrostu lub spadku będzie zdyskontowany w bieżących cenach. W efekcie inwestor pasywny, który nie szuka inwestycyjnych okazji, a jedynie kupuje i trzyma całkowicie losowo dobrane spółki, będzie miał wynik nie gorszy niż profesjonalny zarządzający.

Dруга kategoria wyjaśnień nie najlepszych wyników analityków giełdowych koncentruje się na kwestiach technicznych, związanych z funkcjonowaniem instytucji finansowych, spółek giełdowych, budową modeli wyceny itp. Nie jest tajemnicą na przykład fakt, że niektóre giełdowe spółki dopuszczają się różnych form kreatywnej księgowości, co z pewnością nie ułatwia analitykom zadania. Nawet jeżeli przyjmiemy, że sprawozdania firm są obiektywne i w żaden sposób niepodkolorywane, wbrew pozorom w samych wynikach przedsiębiorstw nie jest łatwo doszukać się trendów. Kalkulacje prowadzone pod koniec ubiegłego stulecia na uniwersytetach Harvard i Princeton dowiodły, że znajomość tempa wzrostu zysków spółek amerykańskich z lat 1980-90 była całkowicie bezużyteczna przy formułowaniu

prognoz na kolejne dziesięciolecie. Z drugiej strony, część winy zapewne leży również po stronie analityków, wśród których można spotkać osoby nie zawsze w pełni kompetentne, bo ci najlepsi, często opuszczają działy analityczne i przechodzą do działów zarządzania portfelem lub sprzedaży. Chwilę uwagi warto poświęcić również samym modelom wykorzystywanym do wyceny przedsiębiorstw. Na przykład, przeważająca większość analityków, stosując wycenę DCF, koncentruje się na jednej konkretnej – najprawdopodobniejszej ich zdaniem – ścieżce przyszłego rozwoju spółki, zupełnie nie uwzględniając innych wariantów. Z jednej strony, może to skutkować tym, że jeżeli analityk widzi ponad 50-procentowe prawdopodobieństwo bankructwa firmy, wówczas wycenia ją na 0 zł, jak to miało miejsce w przypadku Lotosu. Z drugiej strony, nawet jeżeli prognoza dotycząca spółki zakłada najprawdopodobniej jej rozwój, to inwestycja w nią może być podobna do próby przejścia przez rzekę, której przeciętna głębokość to 1,5 metra. Wprawdzie przeciętnie uda nam się mieć głowę nad wodą, jednak niestety czasami będzie płycej, a czasami głębiej.

**Optymistyczni i pewni siebie**

Istnieje jeszcze trzeci zestaw czynników, którymi tłumaczy się kiepskie wyniki analityków giełdowych. To kwestie związane z finansami behawioralnymi i psychologią inwestowania. Temat jest wprawdzie na tyle szeroki, że można by mu poświę-

cić kilka książek, jednak warto wspomnieć przynajmniej kilka heurystyk w myśleniu inwestorów giełdowych. Przykładem może być choćby nadmierna pewność siebie. W dość znanym eksperymencie przeprowadzonym w latach 80. w Szwecji, zapytano kierowców, jak oceniają własne umiejętności w porównaniu z pozostałymi kierowcami. Okazało się, że zdecydowana większość uważa, że ma wyższe umiejętności niż średnia. Ten efekt znajduje również odbicie w pracy analityków, którzy nie doceniają marginesu błędu swoich prognoz. Nadmierna pewność siebie może być spowodowana na przykład dostępem do większej niż przeciętny inwestor ilości informacji. W innym eksperymencie, psycholog Paul Slovic, prosił profesjonalnych bukmacherów o prognozowanie wyników wyścigów konnych, a zarazem oszacowanie prawdopodobieństwa, że uda im się poprawnie odgadnąć wynik. W toku eksperymentu prowadzący podawał bukmacherom coraz więcej informacji dotyczących koni i wyścigu. Jaki był wynik? W miarę jak uczestnicy otrzymywali coraz więcej informacji, ich ocena trafności własnej prognozy rosła, ale – wbrew pozorom – wcale nie poprawiała się ich skuteczność. Przełożenie na rynek akcji jest dość czytelne: fakt, że analitycy posiadają więcej informacji niż przeciętny śmiertelnik, wcale nie oznacza, że formułują skuteczniejsze prognozy.

Kolejny to nadmierny optymizm. Według statystyk, około 80% studentów uważa, że ukończy studia z lepszym wynikiem niż reszta. To zjawisko udziela się również ekspertom giełdowym, którzy – według badań – systematycznie zawyżają prognozy wyników i wydają zdecydowanie więcej rekomendacji kupna niż sprzedaży.

**Ile państw liczy ONZ?**

Warto też wspomnieć o tak zwanej heurystyce zakotwiczenia, która najlepiej obrazuje słynny już eksperyment z kołem fortuny. W pewnym doświadczeniu, w roku 1974, uczestnikom zadawano pytanie, ile państw członkowskich liczy ONZ, po czym kazano kręcić kołem fortuny pełnym liczb. Gdy strzałka zatrzymała się na którejś liczbie, respondent odpowiadał na pytanie. Co się okazało? Choć liczby na kole nie miały najmniejszego związku z liczebnością członków ONZ, to odpowiedzi respondentów okazywały się wyjątkowo zbliżone z wylosowaną wcześniej liczbą. W sytuacji kompletnej niewiedzy uczestnicy „zakotwiczyli się” na wylosowanej liczbie. Ten sam problem dotyczy analityków, którzy sporządzając rekomendacje i nie znając „prawdziwej” wartości spółki, „zakotwiczą” się gdzieś w okolicach kursu rynkowego. Bardzo trudno jest znaleźć rapor-

ty, gdzie wycena jest oddalona od notowań więcej niż 20-30%, nawet na szczycie hossy lub dnie bessy.

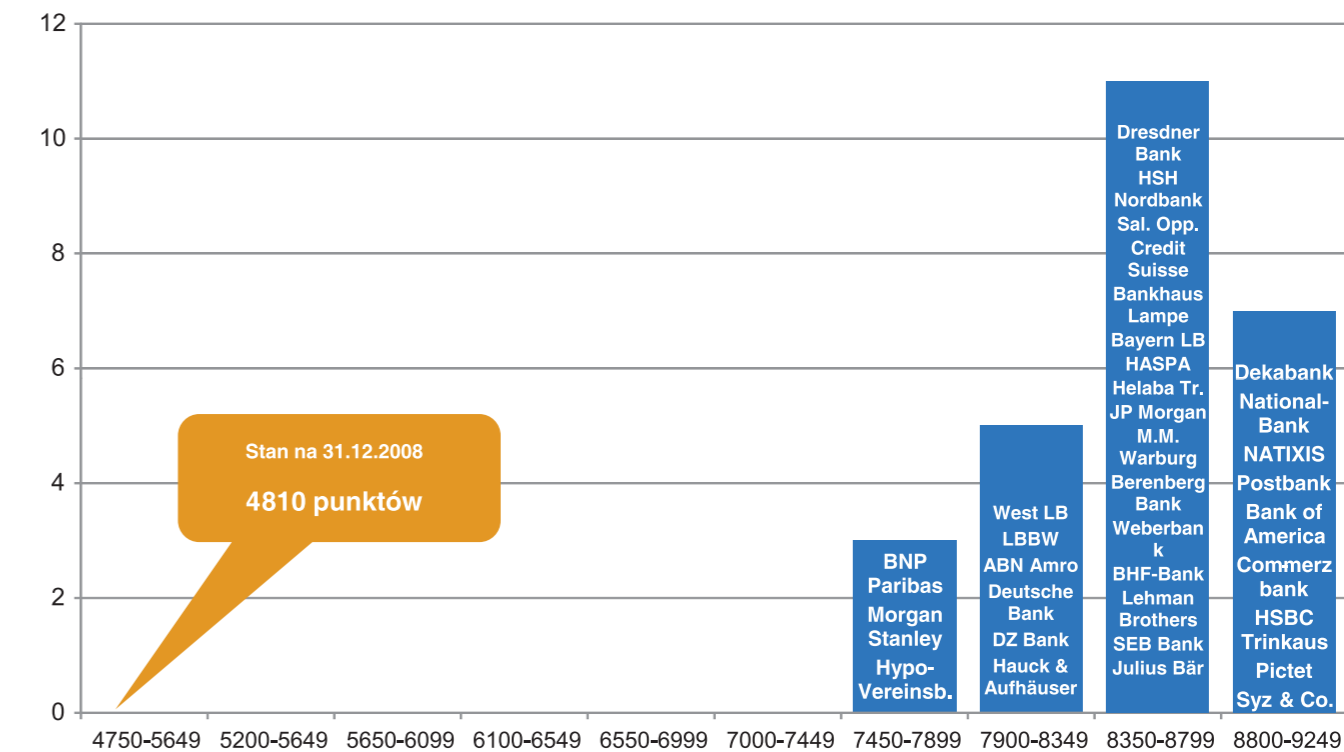
**Ciężka dola inwestora**

Praca analityka giełdowego nie jest łatwa. Musi on posiadać sporą wiedzę merytoryczną, radzić sobie z ułomnościami ludzkiej psychiki i zmagać z nieprzewidywalnością rynku. Efektem są, nieste-

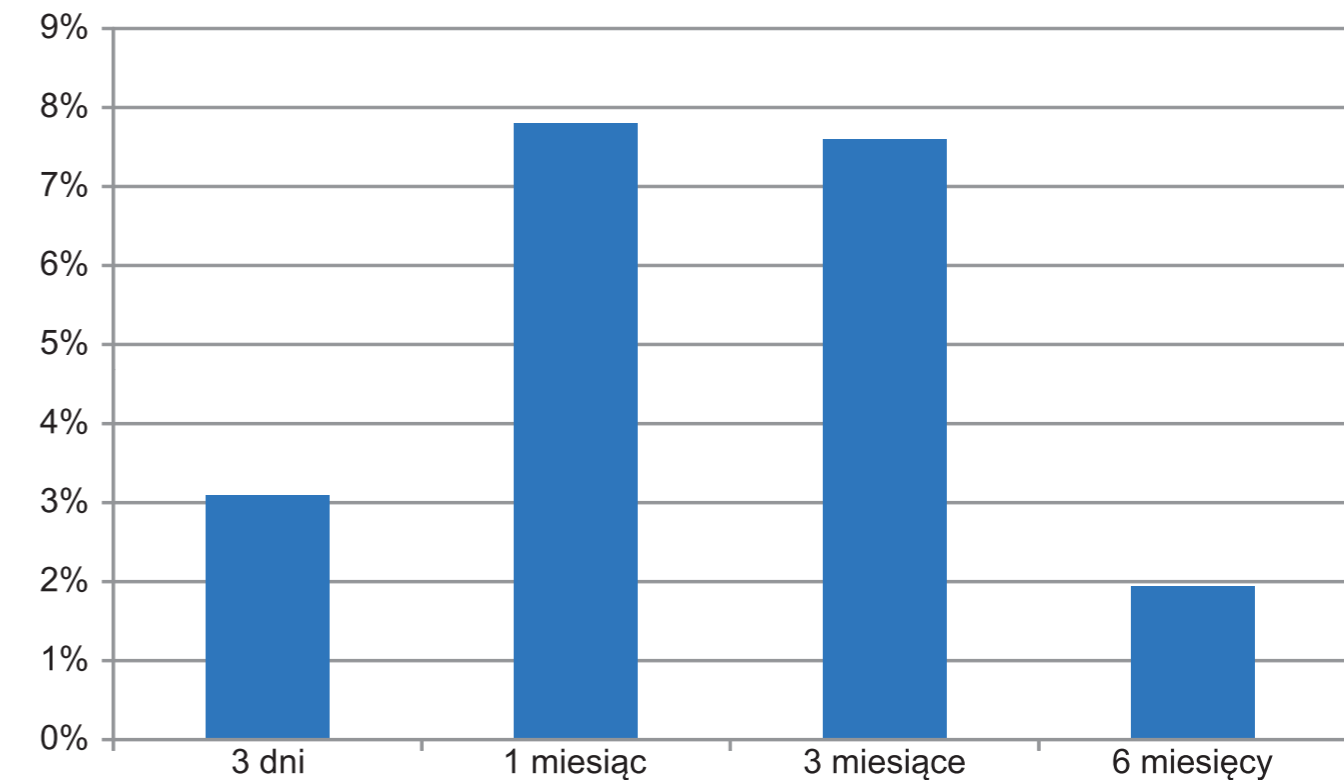
ty, wątpliwej użyteczności prognozy giełdowe. Jak wobec tego mają postępować inwestorzy? Po pierwsze, muszą nauczyć się samodzielności. Po drugie, powinni nabrać sceptycyzmu co do możliwości prognozowania koniunktury na parkiecie. Nie ma większego sensu polegać na gadających głowach z gazet i telewizji oraz łapać giełdowych dołków i szczytów, skoro i tak jedynym skutkiem będzie uszczuple-

nie portfela o wysokość opłat transakcyjnych. Po trzecie, gracze giełdowi muszą się nauczyć dywersyfikować portfel. Skoro nie da się przewidzieć zachowania rynku, to trzeba przynajmniej zminimalizować ryzyko, inwestując w wiele spółek, branż, strategii czy klas aktywów. Skuteczna dywersyfikacja i pasywny portfel mogą przynieść więcej pożytku niż niejeden analityk giełdowy. ■

**Ankieta gazety Handelsblatt: Na jakim poziomie będzie znajdował się indeks DAX za 12 miesięcy?**



**Stopy zwrotu z akcji po rekomendacji kupna, rynek amerykański**





## NOWE STARE CARRY TRADE

1,5000 wszystko normalnie. 1,40 coś zaczyna się dziać. 1,30 długo to jeszcze potrwa? 1,20 jest nieciekawie... W ciągu połowy roku euro straciło w stosunku do dolara 20% swojej wartości. Zarządzający amerykańskimi funduszami hedgingowymi już w listopadzie 2009 zakładali się w jakim tempie europejska waluta będzie wyprzedawana. Ich prognozy bardzo trafnie się sprawdzają więc pewnie mieli w tym znaczący udział...

MICHAŁ BIENKOWSKI

Kryzys na rynku kredytów hipotecznych, kryzys sektora finansowego, kryzys na rynku długu publicznego w Europie i w końcu kryzys euro. Waluta europejska niejedno już widziała i pewnie niejedno jeszcze zobaczy. Głównym problemem UE wydaje się być jednak kurs euro w stosunku do głównych walut, a w szczególności do dolara. Silna deprecjacja wspólnej waluty bez wątpienia stymuluje eksport i zniechęca importerów do sprowadzania towarów spoza krajów strefy euro. Zatem, paradok-

salnie, kryzys zaufania na rynku europejskim i związany z nim silny spadek wartości euro, może pomóc strefie gospodarczej w wychodzeniu z kryzysu. Co zatem dzieje się ze wspólną walutą i dlaczego tak szybko traci na wartości?

Wydawać by się mogło, że odpowiedź na to pytanie jest umieszczona w pierwszym zdaniu artykułu. Jednak nie jest to cała prawda związana z obecnym stanem euro. Wiele wyjaśnia ciągle modne i często skuteczne carry trade dokonywane na międzynarodowych rynkach finansowych. Polega ono na zadłużaniu się w walutach

niskooprocentowanych w celu lokowania kapitału w krajach, w których stopa procentowa jest wysoka. W ten sposób można osiągnąć zysk, będąc jednocześnie narażonym na ryzyko kursu walutowego, przed którym łatwo się zabezpieczyć, kupując chociażby odpowiednie opcje walutowe. Ten sposób handlu powoduje szybką deprecjacje waluty, w której inwestorzy się zadłużają i aprecjacje walut wysokooprocentowanych. Jednak obecnie ta prosta strategia nie jest już wystarczająco dobra. Przecież w wielu godnych zaufania krajach stopy procentowe są niższe niż w Europie

(1%). Dlaczego więc inwestorzy nie lokują kapitału w eurolandzie?

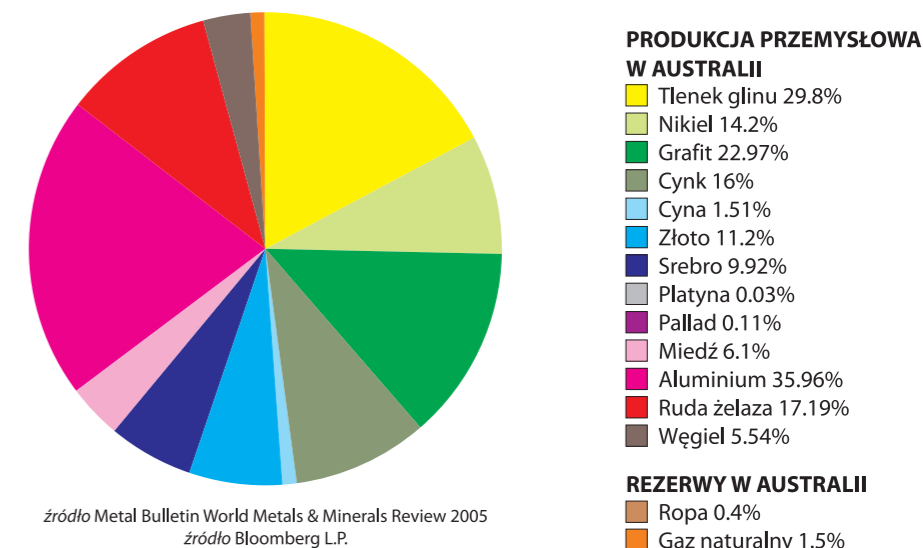
W sposób naturalny dokonała się zmiana strategii inwestycyjnych. Teraz spekulacja na rynku polega na wyszukiwaniu krajów, które najszybciej wyjdą z ogólnoświatowego kryzysu gospodarczego. Wtedy można liczyć na jakiejkolwiek podniesienie stóp procentowych. Inwestuje się na przykład w Brazylii i Australii, czyli w krajach bogatych w zasoby naturalne. Możliwość taniego wykorzystania tych zasobów jak najbardziej sprzyja szybkiemu wyjściu z kryzysu. Inwestycje finansowane są tanim dolarem (stopa 0,25%). Kupuje się na przykład surowce, których cena powinna rosnać w związku ze zwiększającym się na nie popytem. Euro zatem tanieje na korzyść dolara amerykańskiego i australijskiego. Powyżej opisana strategia przynosi potężne zyski. Biorąc pod uwagę bardzo powolne wychodzenie Starego Kontynentu z recesji, problemy fiskalne coraz większej liczby krajów, spadek zaufania na rynku międzybankowym – czynniki, które prowadzą do ograniczenia dostępności kredytów dla przedsiębiorstw – nietrudno dojść do wniosku, że na obecny moment Europa nie jest idealnym miejscem do lokowania kapitału.

Kolejnym powodem słabości waluty europejskiej jest wątpliwa wiarygodność Europejskiego Banku Centralnego. Łatwo zauważyć, że Jean-Claude Trichet, prezes EBC, stopniowo traci zaufanie rynku. Nic dziwnego – zbyt częste zmienianie zdania w przypadku bankiera centralnego nie świadczy zbyt dobrze o jego zdolnościach zarządzania całą strefą walutową. W tym przypadku chodzi o problem skupowania przez EBC greckich obligacji w operacjach rynku pieniężnego. Na pewnej konferencji prasowej w maju Trichet oświadcza, że nie planuje traktować obligacji greckich jako poręczenia długu. Dwa dni później bank przeprowadza skup greckich papierów na masową skalę. Kiepsko to wygląda. Trudno nie wysnuć intrygującego wniosku: może EBC, dotychczas najbardziej niezależna od europejskiej polityki instytucja, zaczął ulegać wpływom polityków. Zastanówmy się, ile miałyby do stracenia Niemcy lub Wielka Brytania w przypadku jeszcze poważniejszych problemów z greckim długiem... Póki co, problem został przyklepany i powoli staramy się o nim zapomnieć. Może to dobrze. W końcu ciągłe słuchanie o greckich problemach, protestach, długach i innych przypadłościach zaczyna być podobne do tańczenia Zorby po wypiciu piętnastu kieliszków ouzo. Reakcja organizmu może być tylko jedna... ■

Wykresy 1. i 2. Dolar australijski i amerykański wyraźnie umacniają się w stosunku do euro. Niektórzy zarządzający funduszami hedgingowymi nawet zakładają, że kurs EUR/USD może dojść do parytetu. Jedno jest nieuniknione. W pewnym momencie inwestorzy będą szybko domykać pozycje i zobaczymy bardzo szybkie umacnianie się euro.



Wykres 3. Zasoby naturalne Australii. Wiele z tych kopalin drożało ostatnio na rynkach. Źródło: Oceanic Asset Management



źródło Metal Bulletin World Metals & Minerals Review 2005  
źródło Bloomberg L.P.

# GLOBALNY JĘZYK FINANSÓW

Szybko zmieniająca się sytuacja na rynkach finansowych i kapitałowych w czasie ostatnich kilkunastu miesięcy przyczyniła się do zwiększenia świadomości wszystkich uczestników rynku, także „drobnych ciułaczy” i osób lokujących w fundusze emerytalne. Mogliśmy obserwować wahania notowań wszystkich instrumentów finansowych, w tym obligacji i akcji przedsiębiorstw. Pojawiające się publikacje często podejmowały dyskusję, czy można było uniknąć kryzysu finansowego i spadków indeksów cen giełdowych. Czy przedsiębiorstwa, między innymi banki inwestycyjne, mogły publikować informacje o swoich działaniach w sposób umożliwiający bardziej dogłębną analizę fundamentalną i wiarygodną prognozę ich sytuacji finansowej? Jedną z odpowiedzi na pojawiające się od dawna pytania i wątpliwości jest zbiór uznawanych na całym świecie reguł sporządzania sprawozdań finansowych zwany Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej lub w skrócie MSSF.

ROBERT STOJEK, ACCA, CIA, MENEDŻER, WYKŁADOWCA  
W ERNST & YOUNG ACADEMY OF BUSINESS  
BRIAN CONNOLLY, FCA, ACMA, DYREKTOR I WYKŁADOWCA  
W ERNST & YOUNG ACADEMY OF BUSINESS

Aby stwierdzić, czy faktycznie MSSF spełniają swoją rolę, należy przyjrzeć się ich historii. Pod koniec lat 60. ubiegłego wieku trzy wielkie organizacje księgowych z Anglii i Walii, Stanów Zjednoczonych oraz Kanady powołały Międzynarodową Księgową Grupę Badawczą, która regularnie publikowa-

ła artykuły o najważniejszych aspektach rachunkowych. Wiele z tych artykułów dało podstawę do opublikowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR) po roku 1973, kiedy to powołano Komitet ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (KMSR). Wszystkie publikowane standardy miały być łatwe w implementacji i możliwe do przyjęcia na całym świecie. Przez 27 lat KMSR opublikował 41 różnych standardów, z których wiele zastąpiło wycofywane „stare” standardy. Każdy ze standar-

dów miał za zadanie zebranie najlepszych, akceptowalnych na całym świecie technik księgowego ujęcia zdarzeń gospodarczych, wyceny i prezentacji istotnych składników majątku przedsiębiorstw i ich obowiązków, a także niezbędnych ujawnień, tj. informacji pomagających zrozumieć i zanalizować informacje podane w sprawozdaniu finansowym. Na przykład standardem o najniższym numerze był (i nadal jest) MSR 1 opisujący składniki i niezbędne cechy sprawozdania finansowego. MSR 1, jak każdy inny standard, opisywał minimum cech, które muszą być spełnione, aby sprawozdanie finansowe było użyteczne i wiernie przedstawiało sytuację finansową przedsiębiorstwa.

## Najpierw Europa...

Na początku XXI wieku podjęto kilka bardzo ważnych decyzji dotyczących standardów międzynarodowych. Między innymi Parlament Unii Europejskiej i Rada Unii Europejskiej zaaprobowały regulacje wymagające, aby wszystkie publiczne przedsiębiorstwa na terenie Europejskiego Obszaru Gospodarczego publikowały skonsolidowane sprawozdania finansowe zgodnie ze standardami międzynarodowymi. W 2003 roku MSSF zostały przyjęte jako obowiązujące prawo Unii Europejskiej do zastosowania od 2005 r., a nowe standardy i ich interpretacje są systematycznie przyjmowane w formie rozporządzeń Komisji Europejskiej. Standardy stały się obowiązkowe dla przedsiębiorstw emitentów na giełdach Europejskiego Obszaru Gospodarczego publikujących skonsolidowane sprawozdania finansowe.

„Zielone światło” dla standardów, zapalone przez Unię Europejską, spowodowało przyspieszenie procesu aktualizowania starych i publikowania nowych standardów oraz zmiany organizacyjne instytucji je publikującej. Powstała Rada ds. MSR (RMSR) wspierana przez Fundację Komitetu ds. MSR, która przyjęła wszystkie dotychczas opublikowane Międzynarodowe Standardy Rachunkowości oraz rozpoczęła publikowanie wszystkich Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), łącznie z ich interpretacjami, nazywając je MSSF. Przez lata zmieniał się także stosunek do standardów. Ze standardów

opisujących techniki rachunkowe przedsiębiorstw stały się one standardami opisującymi metody przygotowywania użytecznej informacji w postaci sprawozdań finansowych. Należy także pamiętać, że standardy ewoluowały przez lata istnienia najpierw KMSR a później RMSR. W pierwszym okresie w standardach zbierano wszelkie dopuszczalne na świecie metody, aby mogły faktycznie stać się standardami uznawanymi na całym świecie. Ten cel został osiągnięty, jednak standardy zawierały zbyt wiele możliwości do zastosowania rozwiązań, co mogło powodować brak porównywalności informacji ze sprawozdań finansowych podobnych przedsiębiorstw. W kolejnym okresie ze standardów eliminowano nadmiar rozwiązań pozostawiając jedynie metodę wzorcową i ewentualnie dopuszczalną alternatywę. Obecnie publikowane standardy zawierają zazwyczaj tylko jedno rozwiązanie.

Standardy zmieniły się także z powodu zmian w potrzebach informacyjnych użytkowników sprawozdań finansowych. Przykładem jest MSSF 7 zbierający wskazówki dotyczące ujawnień związanych z instrumentami finansowymi. Inną przyczyną zmian standardów jest zmieniające się otoczenie ekonomiczne przedsiębiorstw oraz nowe metody prowadzenia działalności gospodarczej. Ostatni kryzys na rynkach finansowych przyczynił się do rewizji poglądów RMSR na ujęcie i wycenę instrumentów finansowych. Rada wprowadza nowy standard MSSF 9 Instrumenty Finansowe, którego przepisy mają systematycznie zastąpić zbyt złożone przepisy standardów MSR 32 i MSR 39.

## ... potem Stany Zjednoczone

Ważna decyzja dotycząca MSSF została podjęta również za oceanem. SEC, czyli Amerykańska Komisja ds. Papierów Wartościowych i Giełd zaaprobowała stosowanie MSSF na giełdach amerykańskich i opublikowała „mapę drogową” dojścia do obowiązkowego stosowania MSSF przez wszystkie firmy emitujące papiery wartościowe na giełdach amerykańskich. Ostateczne wdrożenie MSSF ma nastąpić pomiędzy rokiem 2014 a 2016, ale już od trzech lat zagraniczne podmioty zobowiązane do składania dokumentów dostały od Komisji zezwolenie na składanie sprawozdań finansowych przygotowanych zgodnie z procedurami MSSF.

Można powiedzieć, że te decyzje bardzo przybliżają nas do chwili, w której każde przedsiębiorstwo obecne na liczącej się giełdzie będzie publikować swoje sprawozdania finansowe zgodnie z jednym, przyjętym na



Brian Connolly

całym świecie zestawem reguł, a sprawozdania finansowe różnych przedsiębiorstw staną się w zdecydowanie większym stopniu niż obecnie porównywalne między sobą. Wcześniej bowiem w Stanach Zjednoczonych korzystano przede wszystkim z zasad zwanych US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), które przez większą część lat 90. postrzegano jako najbardziej rygorystyczne w świecie, przynajmniej z perspektywy anglosaskiej.

Standardy US GAAP nadal najczęściej stosowane są w obszarach takich jak leasing i uznanie przychodów, a wiele firm opierających się na MSSF odnosi się do US GAAP w przypadkach, kiedy w systemie MSSF nie ma odpowiedniego przepisu. Takie działanie jest prawdopodobnie powodowane faktem, że standardy rachunkowe były stosowane w Stanach Zjednoczonych od czasów za-

kończenia Wielkiego Kryzysu, podczas gdy Komitet ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości został powołany dopiero 40 lat później. W wielu przypadkach, w szczególności, kiedy w ostatnim czasie standardy zostały uaktualnione, występują znaczne zbieżności pomiędzy tymi dwoma systemami. Na przykład, w obszarze łączenia przedsiębiorstw, gdzie zarówno MSSF, jak i US GAAP ustanowiły poprawione normy pod koniec 2008 r. Mimo zachodzących zmian, US GAAP są wciąż aktualne, dlatego warto je poznać, jeśli pracujemy lub zamierzamy pracować w firmie amerykańskiej. ■

PARTNER MERYTORYCZNY:

**ERNST & YOUNG**  
Quality In Everything We Do

Autorzy artykułu są trenerami/wykładowcami w firmie szkoleniowej Ernst & Young Academy of Business. Dodatkowo posiadają bogate doświadczenie w biznesie, w tym w badaniu sprawozdań finansowych. Brian prowadzi m.in. szkolenia z zakresu amerykańskich standardów rachunkowości US GAAP. Robert uczy MSSF-ów od pięciu lat.

# MIĘDZYNARODOWE CERTYFIKATY, CZY MOŻE STUDIA PODYPLOMOWE LUB MBA?

Wywiad z Waldemarem Majkiem, Dyrektorem Zarządzającym BPP Professional Education w Polsce

Co roku wyższe uczelnie kończą w Polsce ponad 400 tysięcy osób. Jak się wyróżnić wśród takiej grupy absolwentów i ułatwić sobie start zawodowy? Czy pomocą w tym międzynarodowe kwalifikacje zawodowe?

Czy studia ekonomiczne nie wystarczają już do zrobienia kariery w finansach?

Często wystarczają, ale obecnie absolwentom wyższych uczelni dużo trudniej jest zrobić szybką karierę, niż jeszcze kilka, czy kilkanaście lat temu. Coraz więcej osób kończy wyższe uczelnie i kandydatów do pracy z wykształceniem ekonomicznym jest bardzo wielu. Dlatego coraz więcej absolwentów zaraz po zdobyciu dyplomu magistra chce kontynuować naukę lub szukają pracodawców, którzy by ich w tym wspierali. Wiele osób oprócz studiów podyplomowych lub MBA interesuje się rozpoczęciem międzynarodowej kwalifikacji zawodowej tj. ACCA lub CIMA z finansów, czy CIM z marketingu.

Co takiego szczególnego jest w międzynarodowych certyfikatach, że ich posiadacze są cenięni przez pracodawców?

Międzynarodowe certyfikaty zawodowe mają wiele takich cech, które rzeczywiście dają ich posiadaczom przewagę na rynku pracy. Po pierwsze, ich praktyczny charakter. Egzaminy ACCA, czy CIMA nie sprawdzają jedynie wiedzy teoretycznej kandydatów, ale testują umiejętności zastosowania tej wiedzy w praktyce. Podczas nauki studenci ACCA, czy CIMA zmagają się z zagadnieniami, na jakie napotkają w swojej późniejszej pracy. Po przećwiczeniu wielu różnych scenariuszy i sposobów ich rozwiązania, absolwent ACCA lub CIMA dużo lepiej radzi sobie z nimi w pracy. Pracodawcy często to zauważają, dlatego też wielu z nich finansuje naukę swoim pracownikom. Inna ważna cecha, która, która wyróżnia międzynarodowe certyfikaty od tradycyjnych studiów podyplomowych, czy MBA to taki sam na całym świecie poziom merytoryczny egzaminów. Dzięki jednolitemu standardowi posiadacze międzynarodowych dyplomów mogą kształtować swoją karierę nie tylko na rynku lokalnym, ale na całym świecie. Mogą rozpoczynać naukę w jednym kraju, a kończyć ją w innym. Możliwość tą doceniają szczególnie pracownicy firm mających oddziały zagraniczne. Delegowanie ich do biura zlokalizowanego w innym kraju nie powoduje wówczas konieczności przerwania nauki. Nie bez znaczenia jest też fakt, że zarówno szkolenia, jak i egzaminy przygotowujące do zdobycia międzynarodowych certyfikatów odbywają się w języku angielskim.

W jaki sposób posiadanie przez Pana certyfikatu ACCA wpłynęło na Pana karierę? Czy ta inwestycja okazała się opłacalna?

W moim przypadku kwalifikacje ACCA były wymogiem kontynuowania pracy w firmie audytorskiej, jednej z tzw. „Wielkiej Piątki” (obecnie „Czwórki”), którą rozpocząłem po ukończeniu studiów. Szybko zorientowałem się, szkolenia i egzaminy ACCA, to zupełnie inna nauka, niż na studiach. Od strony zawodowej, kwalifikacje pomogły mi ustrukturyzować posiadaną już wiedzę i poszerzyć ją o nowe zagadnienia, które stanowią aktualne standardy w świecie finansów.

Największą trudnością było znalezienie czasu na naukę tj. pogodzenie nauki z pracą w pełnym wymiarze. Ale wiara w to, że kwalifikacje te otworzą mi drzwi do międzynarodowej kariery w finansach, była silniejsza. W firmie audytorskiej, konsultingowej umożliwiło mi to obejmowanie coraz wyższych stanowisk, bezproblemową pracę w kilku krajach (mieszkałem i pracowałem przez kilka lat poza granicami Polski – przeprowadzałem audyty oraz świadczyłem usługi konsultingowe w Holandii oraz Irlandii). Merytorycznie nie było żadnych problemów – wiedza wymagana na ACCA zawsze dotyczyła najnowszych standardów w finansach – czy to sprawozdawczości finansowej, czy audytu. Kwalifikacje ACCA w odróżnieniu od krajowych są dużo lepiej rozpoznawane w innych krajach, jednocześnie są równie dobrze widziane i rozpoznawane przez firmy w Polsce.

Praktyczna wiedza zdobyta podczas studiów ACCA pozwoliła mi sprawnie poruszać się po rynku pracy. Obecnie jestem dyrektorem zarządzającym BPP - spółki w Polsce, która należy do grupy jednej z największych firm edukacyjnych na świecie.

Kto najczęściej rozpoczyna przygotowania do egzaminów ACCA lub CIMA? Osoba z dużym doświadczeniem zawodowym, czy raczej świeżo upieczony absolwent?

W większości są to osoby, które pracują już w działach finansowych najczęściej dużych, ale także średnich firm. Są to zarówno ci, którzy mają już duże osiągnięcia zawodowe, jak i młode, ambitne osoby o bardzo małym stażu pracy.



Takie kursy są zapewne kosztowne. Czy organizacje finansują je swoim pracownikom, czy też studenci płacą za nie sami?

Większość naszych studentów ACCA i CIMA to osoby, którym pracodawcy finansują naukę. Wielu z nich na początku samodzielnie płaciło za szkolenia, ale po zdaniu kilku pierwszych egzaminów przekonało swoich pracodawców, że ich nauka rzeczywiście przynosi wartość firmie i nie jest kosztem, ale inwestycją. Jeszcze 10 lat temu kwalifikacje ACCA i CIMA finansowały swoim pracownikom głównie firmy międzynarodowe, ale coraz jest już coraz więcej firm polskich.

Czy do egzaminów z międzynarodowych certyfikatów można przygotowywać się samodzielnie, czy lepiej skorzystać z kursów profesjonalnej firmy szkoleniowej?

Do egzaminów ACCA lub CIMA można przygotowywać się samodzielnie i jest to możliwe szczególnie w przypadku pierwszych egzaminów, ale z tych absolwenci uczelni ekonomicznych najczęściej uzyskują zwolnienia. Poziom zaangażowania i ilość materiału do przyswojenia każdego kolejnego egzaminu rośnie, a szkolenia ułatwiają i skracają naukę. Dlatego większość osób, a szczególnie ci, którzy chcą szybko zdobyć dyplom, bierze udział w szkoleniach. Jest to niezwykle istotne szczególnie dla tych, którzy na pracę poświęcają nie rzadko więcej niż 8 godzin dziennie, a poza swoim intensywnym życiem zawodowym chcieliby znaleźć również czas dla znajomych, czy rodziny. ■

Artykuł sponsorowany



www.bpp.pl

Miesięcznik **TREND** MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA  
dostępny jest na terenie CAŁEGO KRAJU

## WARSZAWA

- SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA
- WYDZIAŁ NAUK EKONOMICZNYCH UNIwersYTETU WARSZAWSKIEGO
- WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA UNIwersYTETU WARSZAWSKIEGO
- WYŻSZA SZKOŁA HANDLU I PRAWA IM. R. ŁAZARSKIEGO
- ALE GLORIA PL. TRZECH KRZYŻY 3,
- BARRISTA ŻŁOTE TARASY - UL. ŻŁOTA 59,
- BIERHALLE UL. NOWY ŚWIAT 64,
- BIERHALLE C.H. ARKADIA UL. JANA PAWŁA II 82,
- BORDO - UL. NOWY ŚWIAT 3,
- CAFE ALTERNATYWA CAFE - AL. SZUCHA 1,
- CAFE CLUB PROMENADA - UL. OSTROBRAMSKA 75C,
- CAFE MILANO - UL. KOSZYKOWA 11,
- CAFE SUSHI - UL. GRÓJECKA 5,
- CAFFETINO - UL. ŚWIĘTOKRZYSKA 32,
- CENTRUM WINA - UL. PUŁAWSKA 336,
- COFFEESHOP CH WOLA PARK - UL. GÓRCZEWSKA 124/F084,
- COFFEETURA - UL. KRAKOWSKIE PRZEDMIEŚCIE 4/6,
- HOTEL PREMIERE CLASSE - UL. TOWAROWA 2,
- IZUMI SUSHI - UL. MOKOTOWSKA 17,
- KAWIARNIA STARBUCKS GRUBA KAŚKA - AL. SOLIDARNOŚCI 69A,
- MERCERS - UL. GÓRCZEWSKA 124,
- MIGAWKA - UL. NOWOGRODZKA 22,
- PALESTRA - AL. SOLIDARNOŚCI 84,
- PAP ZAPART - UL. BRACKA 6/8,
- PAUZA - PL. PIŁSUDSKIEGO 1,
- PERTUTTI BLUE CITY - AL. JEROZOLIMSKIE 179,
- PORTO PRAGA - UL. OKRZEI 23,
- RUSTICONI RISTORANTE ŻŁOTE TARASY - UL. ŻŁOTA 59,
- SEGAFREDO - UL. NOWY ŚWIAT 34,
- CAFE SZPIŁKA - PL. TRZECH KRZYŻY 18,
- WINERIA ŻŁOTE TARASY - UL. ŻŁOTA 59

## SIEĆ 23 KAWIARNI COFFEEHEAVEN NA TERENIE WARSZAWY

## KRAKÓW

- CAFE POINT SEGAFREDO - GALERIA KRAKOWSKA,
- CAMPANILE HOTEL - UL. ŚW. TOMASZA 34

## POZNAŃ

- CAFE CLUB STARY BROWAR - UL. PÓEWIESKA 42,
- HOTEL CAMPANILE - UL. ŚW. WAWRZYŃCA 96,
- LAFAYETTE C.H. PESTKA - AL. SOLIDARNOŚCI 47

## WROCLAW

- CAFE CLUB - PASAŻ GRUNWALDZKI 22,
- LULU CAFE ARKADY WROCLAWSKIE - UL. POWSTAŃCÓW ŚLĄSKICH 2/4

## ŁÓDŹ

- PAPA LOLO - UL. PIOTRKOWSKA 196,
- SPHINX MANUFATURA - UL. KARSKIEGO 5

## GDYNIA

- BARBADOS CAFE RESTAURANT - UL. 10 LUTEGO 16

## GDANSK

- HOTEL SCANDIC - UL. PODWALE GRODZKIE 3,
- MOUNT BLANC GALERIA BAŁTYCKA - AL. GRUNWALDZKA 141

## SOPOT

- MOUNT BLANC CENTRUM HAFFNERA - UL. MONTE CASINO 63



## KATOWICE

- BIERHALLE KATOWICE SILESIA - UL. CHORZOWSKA 107,
- EUREST - UL. SOKOLSKA 34

## SZCZECIN

- CAFE CLUB C. H. GALAXY - UL. WYZWOLENIA 18

## GORZÓW WIELKOPOLSKI

- CAFE CLUB C.H. - AL. KONSTYTUCJI 3 MAJA 102

## PŁOCK

- CAFE CLUB C.H. WISŁA - UL. WYSZOGRODZKA 144

## GLIWICE

- CAFE CLUB GLIWICE - UL. LIPOWA 1

## CZĘSTOCHOWA

- CAFE CLUB CZĘSTOCHOWA - UL. WOJSKA POLSKIEGO 207

## LUBLIN

- CAFE CLUB LUBLIN C.H. PLAZA - UL. LIPOWA 13,
- COFFEESHOP - UL. GEN. SIKORSKIEGO 20,
- NESCAFE LUBLIN - UL. KRAKOWSKIE PRZEDMIEŚCIE 1,
- PIZZA HUT LUBLIN - UL. GEN. SIKORSKIEGO 20

## RYBNIK

- CAFE CLUB RYBNIK - UL. KATOWICKA

## BIAŁYSTOK

- CAFE CLUB, GALERIA BIAŁA - UL. CZESŁAWA MIŁOSZA 2

## BYDGOSZCZ

- COFFEESHOP BYDGOSZCZ - GALERIA POMORSKA - UL. FORDOŃSKA 141,
- PIZZA HUT C.H. FOCUS - UL. JAGIELLOŃSKA 39/74

## KRYNICA ZDRÓJ

- CZEKOLADA I ZDRÓJ STARY DOM ZDROJOWY - UL. NOWATORSKIEGO 9

## KOSZALIN

- DALLMAYER CAFE BAR - UL. PADEREWSKIEGO 1,
- PIZZA HUT FORUM - AL. CENTRUM HANDLOWE FORUM

## PYRZOWICE

- HOTEL DE SILVA - UL. RÓWNOLEGLA 2

## GRUDZIĄDZ

- HOTEL RAD - UL. CHEŁMIŃSKA 144

## BIELSKO BIAŁA

- KFC BIELSKO BIAŁA - UL. CYNIAŃSKA 11

## BYTOM

- KFC BYTOM - PL. KOŚCIUSZKI 9

## CZECHOWICE DZIEDZICE

- KFC CZECHOWICE DZIEDZICE - UL. KATOWICKA 101

## TYCHY

- KFC TYCHY - UL. KATOWICKA/OŚWIĘCIMSKA

## SŁUPSK

- PIZZA HUT JANTAR SŁUPSK - UL. SZCZECIŃSKA 58

## KIELCE

- PIZZA HUT KIELCE - UL. SIENKIEWICZA 31

## OPOLE

- PIZZA HUT OPOLE - PL. WOLNOŚCI 6

## ZAKOPANE

- COFFEESHOP - UL. KRUPÓWKI 48

BLISKO 100 LOKALIZACJI:  
UCZELNIE, KAWIARNIE, RESTAURACJE, HOTELE



Źródło: BZWBK

## BANKI CORAZ BARDZIEJ ZYSKOWNE

Po kilku kwartałach słabych wyników w sektorze bankowym nadszedł czas na poprawę. W I kwartale 2010 roku banki zarobiły ponad 2,5 mld zł, czyli 19% więcej niż w tym samym okresie roku ubiegłego. Wyniki te pozwalają sądzić, że w 2010 roku ponownie osiągnięta zostanie bariera 10 mld zł zysku netto sektora bankowego.

ARTUR SZCZEPKOWSKI

Mimo że polska gospodarka uniknęła recesji, przedsiębiorstwa mocno ucierpiały na spowolnieniu gospodarczym. Trudno znaleźć branżę, która mocniej ucierpiała od finansowej. Spadająca sprzedaż kredytów, problemy z regulowaniem zobowiązań spowodowane wzrostem bezrobocia czy też straty wynikłe na skutek spekulacyjnego korzystania przez przedsiębiorstwa z opcji walutowych. Wszystko to przyczyniło się do znaczącego spadku zyskowności sektora bankowego. Po-

woli jednak niekorzystna sytuacja się poprawia. Czynniki makroekonomiczne sprzyjają rozwojowi; banki, podobnie jak przedsiębiorstwa, zaczęły ponownie inwestować w rozwój i wykazują coraz lepsze wyniki.

Wyniki pierwszego kwartału prezentują się jeszcze lepiej, jeśli bierzemy pod uwagę jedynie banki komercyjne. Te bowiem zwiększyły swoje zyski aż o 26% (z ok. 1,9 mld zł do 2,4 mld zł). Nie ma się jednak czemu dziwić. W zeszłym roku mieliśmy do czynienia z niską bazą spowodowaną duży-

mi odpisami na ryzyko kredytowe. Sporym problemem były także odpisy związane z opcjami walutowymi. W tym roku odpisy te już nie obniżają wyników w tak dużym stopniu. Poza tym banki komercyjne starały się w ostatnich kwartałach dywersyfikować źródła przychodów. Zdecydowanie gorzej zaś radzą sobie banki spółdzielcze. Wykazują się one dodatnią dynamiką zysku netto, ale wynosi ona zaledwie 9%.

Jak jednak banki zwiększają zyski, mając ciągle ogromne portfele złych kredytów?

Rok 2009 był rokiem podnoszenia opłat i prowizji. Tak też się działo w I kwartale roku bieżącego. Banki niechętnie wydają pieniądze na pozyskanie nowych klientów (choć tu wyjątkiem jest BZ WBK), starają się jak najwięcej zarobić na tych, których już posiadają. Rosną opłaty za prowadzenie konta, przelewy, posiadanie karty płatniczej i wypłaty z bankomatów. Równocześnie jednak klienci otrzymują zapewnienie zwrotu części poniesionych kosztów pod warunkiem aktywnego korzystania z usług banku. Najlepiej, by klient korzystał z kilku usług naraz i nie posilkował się kontem konkurencyjnego banku. Cross sell wzmacnia lojalność i obniża ryzyko działalności. Klienci dostają zatem lepsze oprocentowanie lokat pod warunkiem zakupu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, obniżona zostanie im także marża kredytu hipotecznego, ale warunkiem będzie przelewanie wynagrodzenia na konto bankowe itp. Można także zachęcić do aktywniejszego korzystania z karty płatniczej, wprowadzając opłaty za jej nieużywanie, czy też wprowadzić opłaty za korzystanie z tokena dla klientów niedokonujących operacji z jego wykorzystaniem. Wariantów sprzedaży krzyżowej jest wiele. Ważne, że się sprawdza, czyli przynosi bankom zakładane zyski.

Jednocześnie ze wzrostem opłat za podstawowe usługi bankowe maleje oprocentowanie depozytów. Banki nie muszą już walczyć wysoko oprocentowanymi lokatami o środki na rozwój akcji kredytowej. Mogą je bowiem taniej i zdecydowanie łatwiej niż w ubiegłym roku pozyskać na rynku międzybankowym. Poza tym akcja kredytowa jest ciągle wstrzymana. Klientom indywidualnym, a także firmom ciągle ciężko jest uzyskać pożyczkę. Banki nie zwiększają znacząco przyznawalności, nie rezygnują także z wysokiego oprocentowania i kosztów okołokredytowych. Kredyty są trudno dostępne i drogie. Jeśli już Klient uzyskuje preferencyjne warunki, to w pakiecie z innymi produktami, dzięki czemu zyski banków z prowizji i opłat rosną bardzo szybko.

Liderem bankowym pod względem zysków w I kwartale 2010 roku okazał się PKO BP. Zarobił on 720 mln zł, co zaskoczyło nawet analityków. Na szczególną uwagę zasłużył wynik z opłat i prowizji, który wyniósł 725 mln zł wobec 550 mln zł osiągniętych w pierwszych trzech miesiącach ubiegłego roku. Równie ważne okazały się mniejsze od zakładanych odpisy na niespłacane kredyty. Jest to efekt poprawiającej się sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Niewiele gorsze okazały się wyniki grupy Banku Pekao S.A. Zarobiła ona 602,7 mln zł wobec 566,3 mln zł rok wcześniej. Dwa największe banki w Polsce na tyle dobrze zaczęły rok,



Źródło: BZWBK

że planują wypłatę sporej dywidendy z zysku za rok poprzedni. Pekao nie wyklucza także zakupu BZ WBK, którego akcje zostały wystawione na sprzedaż przez irlandzkiego właściciela. Na rynku mówi się także o możliwości wystawienia na sprzedaż kolejnych banków. Związane mogłoby to być z aktualną sytuacją w Grecji. Stroną przejmującą mogłyby być wtedy jedynie mocne instytucje. PKO BP i Pekao są bankami, które nie powinny mieć problemu z pozyskaniem środków na przejęcie.

Bardzo dobre wyniki wypracował także BZ WBK oraz Bank Millennium. Pierwszy z banków w I kwartale zarobił 233 mln zł, zwiększając zarówno wynik odsetkowy, jak i z tytułu prowizji i opłat. Niekorzystnie przedstawiała się marża na depozytach, która była ujemna. Jednak wojna banków na odsetki się skończyła i w przyszłych miesiącach BZ WBK powinien w tym obszarze wykazywać lepsze wyniki. Drugi z banków wypracował zaś wynik netto o prawie 500% większy od wyniku z pierwszych trzech miesię-

cy ubiegłego roku (68 mln zł wobec 12 mln zł). Spektakularny wynik jest w dużej mierze efektem niskiej bazy, ale oznacza, że bank dobrze przystosowuje się do nowej sytuacji rynkowej. Pozytywną wiadomością dla inwestorów są z pewnością zdecydowanie niższe odpisy z tytułu utraty wartości kredytów.

Banki powinny w kolejnych kwartałach generować coraz lepsze wyniki. Otoczenie makroekonomiczne jest bowiem korzystne. Przeszkodą może okazać się zamieszanie na rynkach finansowych wywołane kryzysem w Grecji. Wielomiliardowe pakiety pomocowe załagodziły sytuację, ale trudno jest prognozować dalszy jej rozwój. W kolejce czekają bowiem kolejne kraje, które nie radzą sobie z zadłużeniem. Warto jednak zwrócić uwagę na działania inwestorów. Może być to bowiem dobry prognostyk na przyszłość. Wyceniają oni polskie banki dość wysoko, co pozwala sądzić, że sektor bankowy w Polsce będzie się miał w najbliższych kwartałach całkiem dobrze. ■



## BAWEŁNA – BIAŁE ZŁOTO UZBEKÓW

**Bawełna to surowiec, który otacza nas ze wszystkich stron – to z niej produkowana jest większość naszych ubrań i to z niej wykonane są banknoty, którymi na co dzień płacimy w sklepie. Dla wielu mieszkańców Ziemi bawełna jest jednak czymś więcej – ich głównym źródłem utrzymania. To zaś sprawia, że nie jest to rynek pozbawiony kontrowersji – wzniosłe idee uczciwego handlu miesają się na nim z wszechobecną żądzą zysku.**

DOROTA SIERAKOWSKA

Według źródeł historycznych, bawełnę uprawiano już wiele tysięcy lat temu na terenie dzisiejszego Meksyku, a także w Dolinie Indusu (dzisiejsze Indie i Pakistan). W Europie wiedza o tym włóknie rozprzestrzeniła się wśród starożytnych Greków i Rzymian głównie za sprawą azjatyckich eskapad Aleksandra Wielkiego.

Wielka kariera bawełny rozpoczęła się jednak wraz z rewolucją przemysłową, zapoczątkowaną w Wielkiej Brytanii w I połowie XVIII w. Na masową skalę zaczęto sprowadzać surowiec z Indii – głównie za pośrednictwem Brytyjskiej Kampanii Wschodnioindyjskiej. Produkcja tekstyliów w Wielkiej Brytanii zwiększała się jednak tak szybko, że już w pierwszej połowie XIX w. bawełna z plantacji w Indiach nie zaspokajała brytyjskiego popytu. Ratunkiem okazały się plantacje amerykańskie, które oferowały bardzo tani surowiec ze względu na wykorzystywanie przy jego produkcji pracy niewolników. Bawełna stała się tak istotną częścią gospodarki południowej części Stanów Zjednoczonych oraz Karaibów, że otrzymała tam ona przydomek „King Cotton”.

Eksport bawełny z USA do Wielkiej Brytanii zamarł na chwilę podczas wojny secesyjnej w połowie XIX w., kiedy to północne stany wystosowały blokadę portów u południowych wybrzeży państwa. Europejski przemysł tekstylny został wtedy zmuszony do przetrucenia się na surowiec egipski. W rozwój plantacji w Egipcie zaczęto inwestować ogromne pieniądze, a tamtejsze władze zaciągały spore kredyty u europejskich bankierów. Całe starania poszły jednak na marne, ponieważ tuż po zakończeniu wojny secesyjnej przemysł europejski z powrotem przetruczył się na tanią bawełnę z USA, doprowadzając Egipt do potężnego deficytu i ostatecznie do bankructwa w 1876 r.

### Etyczna i środowiskowa cena sukcesu

Do miana bawełnianej potęgi pretendował także ZSRR. W I połowie XX w. władze radzieckie zdecydowały o rozpoczęciu masowej uprawy bawełny wzdłuż rzek Amu-daria i Syr-daria, położonych na terenie trzech ówczesnych republik radzieckich (Kazachskiej SRR, Turkmeńskiej SRR i Uzbekkiej SRR). Bawełna, nazywana tam „białym złotem”, miała stać się filarem gospodarki tamtejszych terenów. I faktycznie – pań-

stwa Azji Środkowej do dziś zajmują znaczące pozycje na bawełnianej mapie świata (w 2009 r. Uzbekistan zajmował 3. miejsce na świecie pod względem eksportu tego surowca). Największą cenę za ten sukces zapłaciło środowisko naturalne – nieprawidłowa uprawa i nawadnianie bawełny doprowadziły bowiem do wyschnięcia Morza Aralskiego.

Dziś największym producentem bawełny są Chiny, jednak wytwarzany tam surowiec trafia głównie na lokalny rynek. Tuż za Chinami plasują się Indie, które zajmują 2. miejsce także pod względem eksportu, a na trzecim miejscu znajdują się Stany Zjednoczone, które są największym eksporterem bawełny na świecie. Natomiast popyt na ten surowiec jest generowany głównie w Chinach, Indiach, Pakistanie, Stanach Zjednoczonych oraz Turcji.

W USA uprawy bawełny są silnie subsydiowane, co sprawia, że amerykański surowiec jest bardzo konkurencyjny na światowym rynku. Praktyki protekcyjnych są jednak krytykowane przez farmerów z krajów rozwijających się, którzy często muszą sprzedawać surowiec poniżej kosztów produkcji. Zarzuty padają jednak nie tylko w



kierunku Stanów Zjednoczonych. Kontrowersje wzbudza także, powszechne w krajach rozwijających się, wykorzystywanie pracy dzieci na plantacjach bawełny i narażanie ich w ten sposób na szkodliwe działanie pestycydów. Dało to początek idei „fair trade” na rynku bawełny, promowanej m.in. poprzez wpłatanie etycznych i środowiskowych do kampanii marketingowych producentów odzieży. Mimo to, produkcja tzw. organicznej bawełny w 2009 r. stanowiła jedynie 0,76% całkowitej światowej produkcji tego surowca. Od kilku lat rośnie natomiast produkcja bawełny modyfikowanej genetycznie, która pozwala na częściowe wyeliminowanie pestycydów z procesu jej produkcji.

### Nie tylko tekstylia

Włókna bawełny znajdują zastosowanie przede wszystkim w przemyśle tekstylnym – bardzo popularne są bawełniane T-shirty, skarpetki oraz bielizna. Surowiec ten jest wykorzystywany także w produkcji innych tkanin, m.in.: tkaniny frotte (ręczniki, szlafroki, pościel), tkaniny dżinsowej (spodnie, spódnice, kurtki, itp.), sztruksu (spodnie, itp.) oraz batystu (lekka, zwiewna tkanina, z której wykonuje się bieliznę, przewiewne ubrania, chusteczki do nosa czy też zasłony do okien). Bawełnę miesza się także z innymi włóknami, np. z wiskozą i włóknami syntetycznymi (poliester).

Jednak zastosowanie bawełny wykracza poza przemysł tekstylny. Surowiec ten jest używany w produkcji filtrów do kawy, mmiotów, sieci rybackich, a także do oprawy książek czy też... produkcji prochu strzelniczego. Bawełnę wykorzystuje się bowiem w produkcji nitrocelulozy – silnego materiału wybuchowego (nitrocelulozę o 12-14% zawartości azotu nazywa się bawełną strzelniczą, ang. guncotton).

Z bawełny wytwarza się także specjalny typ papieru – papier bawełniany. Cechuje się on dużą trwałością i dobrym wchłanianiem tuszu, dlatego wydrukowane na nim treści są odporne na odbarwienie i blaknięcie. To właśnie na papierze bawełnianym drukowane są ważne dokumenty, a zwłaszcza ich archiwalne kopie. Z papieru tego wyrabia się także banknoty (między innymi amerykańskiego dolara), jednak czasem stosuje się tu mieszkankę bawełny i lnu.

### Nowy Jork – centrum światowego handlu bawełną

Kontraktami na bawełnę handluje się na dwóch nowojorskich giełdach: New York Board of Trade (należącej do ICE) oraz New York Mercantile Exchange (należącej do CME Group), przy czym ta pierwsza jest zdecydowanie bardziej preferowana przez światowych inwestorów.

Każdy kontrakt notowany na NYBOT (oznaczenie: CT) opiewa na 50 000 funtów surowca. Kurs bawełny podawany jest w centach lub 1/100 centa za funt, natomiast minimalna wielkość tiku wynosi 1 punkt

(1/100 centa), co odpowiada 5 USD za kontrakt. Kontrakty rozliczane są pięć razy do roku. Warto zaznaczyć, że bawełna w dostawie fizycznej pochodzi wyłącznie ze Stanów Zjednoczonych – dlatego na cenę kontraktu w dużej mierze wpływa sytuacja na amerykańskim rynku.

Poza Stanami Zjednoczonymi kontrakty na bawełnę zostały wprowadzone do obrotu na giełdach w Chinach, Indiach oraz Brazylii. Handel na Cotton#1 Contract, rozpoczęty w czerwcu 2004 r. na chińskiej Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE), cieszył się tak dużą popularnością, że w początkowych miesiącach wolumen chwilami przekraczał wartość dla Nowego Jorku.

### Rynek bez trendu?

Cena bawełny na światowych rynkach zależy od wielu czynników. Podstawowymi są: rodzaj i jakość surowca (gatunki bawełny różnią się między sobą wieloma czynnikami, np. długością włókien). Zbiorniki światowe ceny bawełny są odzwierciedlane poprzez indeksy Cotlook A Index (stosowany częściowo) oraz Cotlook B Index.

Niebagatelny wpływ na cenę surowca mają oczywiście zmiany popytu i podaży w krajach będących głównymi eksporterami, importerami oraz konsumentami tego surowca – a więc głównie w Chinach, Indiach i Stanach Zjednoczonych. Nie bez znaczenia są tu szeroko stosowane praktyki protekcyjno-niszczy, prowadzące do nierównowagi na rynku bawełny.

Patrząc na historyczne wykresy, ukazujące kształtowanie się cen bawełny na przestrzeni kilkudziesięciu lat, uwagę zwraca przede wszystkim brak wyraźnego trendu długoterminowego. Co więcej, nawet siedmioletnie okresy wzrostów lub spadków charakteryzują się gwałtownymi korektami, które często prowadzą do tworzenia się ostro zakończonych ekstremów. Stosując więc analogie historyczne, inwestorzy powinni raczej zwracać uwagę na krótsze (dwu-, trzyletnie) okresy, dla których ruchy cen bywają bardzo dynamiczne. ■

### CIEKAWOSTKI

- W okresie średniowiecznym w Europie wierzono, że w Indiach jest uprawiana roślina, której owocami są... niewielkie baranki, z których futra są produkowane ubrania.
- W XVIII w., po nadejściu rewolucji przemysłowej w Wielkiej Brytanii, miastu Manchester, ze względu na ogromną rolę przemysłu tekstylnego, nadano przydomek „Cottonopolis”.
- Na początku XX w. peruwiańskie plantacje bawełny zaatakowała choroba, która masowo niszczyła krzewy. Ze względu na fakt, iż bawełna była wtedy podstawą gospodarki Peru, choroba ta doprowadziła wiele osób do bankructwa i mocno nadwerżyła tamtejszy przemysł tekstylny. To zdarzenie zainspirowało biznesmena i rolnika – Fermína Tangüis – do prac nad stworzeniem nowej odmiany bawełny, odpornej na tę chorobę. Po 10 latach badań powstała tzw. bawełna Tangüis, dzięki której udało się postawić peruwiańską gospodarkę na nogi.



## CYFROWY POLSAT NIE TYLKO TELEWIZJA

Cyfrowy Polsat jest operatorem największej platformy telewizyjnej cyfrowej w Polsce. Spółka, dzięki stabilnemu zachowaniu notowań w burzliwych ostatnich tygodniach oraz dobrych wynikach za pierwszy kwartał tego roku, zasłużyła, aby się jej bliżej przyjrzeć w dziale Trend Select. Wydawać by się mogło, że firma będzie zaliczana do defensywnych spółek, jednak ambitne plany nie wyczerpują perspektyw wzrostu jej wartości.

KAMIL GEMRA

Maj był trudnym miesiącem dla inwestorów, ponieważ charakteryzował się dużą zmiennością notowań. WIG20 stracił blisko pięć procent, podczas gdy akcje Cyfrowego Polsatu jako jedne z nielicznych nieznacznie zyskały.

### Nie tylko telewizja

Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest dostarczanie programów radiowych i telewizyjnych drogą satelitarą w ramach płatnych pakietów. Cyfrowy Polsat jest największym operatorem płatnej cyfrowej platformy satelitarnej w Polsce z liczbą użytkowników na koniec kwartału, która wyniosła 3,239 mln klientów.

Jednak spółka ciągle poszerza zakres świadczonych usług. Od 2007 roku zajmuje się również produkcją dekodów w własnym zakresie, dzięki czemu znacząco obniża koszty. Obecnie około 60% udostępnianych klientom dekodów stanowi sprzęt własnej produkcji.

Cyfrowy Polsat dąży do bycia zintegro-

wanym operatorem trzech usług: platformy cyfrowej, telefonii komórkowej oraz szerokopasmowego Internetu. We wrześniu 2008 roku rozpoczął świadczenie usług telefonii komórkowej, a od 1 lutego 2010 roku oferuje również dostęp do szerokopasmowego Internetu. Od 1 czerwca spółka zaoferowała usługę zintegrowaną. Umożliwia ona zakup telewizji, Internetu i telefonii komórkowej z jedną umową, opłatą abonamentową i fakturą. Warto zwrócić uwagę na specyficzny model dostępu do Internetu, który jest realizowany drogą satelitarą. Dzięki temu spółka chce dotrzeć do klientów, którzy ze względu na duże koszty budowy infrastruktury byli pomijani przez większość operatorów telekomunikacyjnych.

### Stabilna sytuacja finansowa

Inwestorów mile zaskoczyły wyniki Cyfrowego Polsatu za I kwartał bieżącego roku, które były o kilka milionów wyższe niż prognozowali analitycy i sporo lepsze niż w ubiegłym roku. Przychody grupy Cyfrowego Polsatu zamknęły się kwo-

ta 373,9 mln zł, zysk operacyjny wyniósł 106,9 mln zł, a EBITDA (wynik operacyjny plus amortyzacja) 122,9 mln zł. Firma zarobiła netto 86,13 mln zł.

Średnia prognoz analityków ankietowanych przez PAP mówiła natomiast o 359 mln zł przychodów, 101 mln zł zysku operacyjnego, 117 mln zł EBITDA oraz 82 mln zł zysku netto. Zaprezentowany zysk operacyjny był o 25% lepszy niż rok wcześniej, gdy wyniósł 85,4 mln zł, EBITDA podskoczyła o 31,3% z 93,6 mln zł, a zysk netto wzrósł o 18,6% z 72,6 mln zł.

Bardzo dobre rezultaty finansowe skłoniły zarząd do wypłaty dywidendy. Akcjonariusze otrzymają 57 groszy za każdą akcję. Wprawdzie dywidenda w roku ubiegłym wyniosła 75 groszy, ale widać, że spółka chce dzielić się zyskami.

### Ambitne plany

Cyfrowy Polsat zapowiada, że nie chce zostać typową spółką defensywną, która dzięki stabilnemu biznesowi opiera się wahaniami koniunktury giełdowej i jest postrzegana jako bezpieczna przystań w cza-

se zawieruchy. Firma chce inwestować i zdobywać nowych klientów w poszczególnych segmentach rynku, a nie skupiać się na wypłacaniu jak największych dywidend. Celem jest nadal utrzymanie pozycji lidera na rynku platform cyfrowych. Jednak największe plany związane są z nowymi segmentami, czyli Internetem i telefonią komórkową.

Spółka chce zająć silną pozycję na rynku telefonii komórkowej. Obecnie posiada kilkadziesiąt tysięcy abonentów, jednak liczba ta ma się znacząco zwiększyć. Podobnie ma być z Internetem. Swojej szansy firma upatruje w wykorzystaniu już istniejącej ponad 3-milionowej grupy klientów oraz skupieniu się na ofercie dla klientów z małych miejscowości. Duże nadzieje pokładane są we wprowadzeniu zintegrowanego pakietu usług.

Plany Cyfrowego Polsatu pokazują, że spółka ma jeszcze szerokie możliwości do wzrostu w poszczególnych segmentach. Wprowadzenie zintegrowanego pakietu usług wydaje się być krokiem w dobrą stronę. ■



Specjalnie dla Gazety Trend sytuację spółki skomentował Dominik Libicki, Prezes Zarządu Cyfrowego Polsatu



### 1. Jak Pan skomentuje wyniki za pierwszy kwartał?

Pierwszy kwartał bieżącego roku spełnił nasze oczekiwania. Konsekwentna realizacja strategii przyczyniła się do umocnienia naszej pozycji na rynku we wszystkich kluczowych obszarach. Przede wszystkim, bardzo dobre wyniki finansowe pierwszego kwartału doskonale zilustrowały potencjał naszego biznesu - przychody, zysk EBITDA i zysk netto wzrosły dwucyfrowo. Mimo rosnącego nasycenia rynku usługami płatnej telewizji, odnotowaliśmy bardzo dobre wyniki sprzedaży, 135 tysięcy nowych klientów zdecydowało się na podpisanie umowy z Cyfrowym Polsatem. Co ważne, poprawa struktury abonentów w pakiecie Familijnym przyczyniła się do wzrostu ARPU o ponad 4%. Nie zapominamy też o rozwoju oferty programowej. W tym roku wprowadziliśmy już 7 nowych kanałów telewizyjnych, w tym trzy w jakości HD. 1 czerwca uruchomiliśmy usługi zintegrowane, co oznacza, że telewizja, Internet i telefonia komórkowa są dostępne z jedną umową, opłatą abonamentową i fakturą. Wszystkie te działania bardzo pozytywnie przyjmują rynek, wyróżniając nas prestiżowymi nagrodami i czołowymi pozycjami w licznych rankingach biznesowych.

### 2. Proszę przedstawić plany na przyszłość Cyfrowego Polsatu.

1 czerwca uruchomiliśmy zapowiadaną ofertę zintegrowaną. Umożliwia ona zakup wszystkich trzech usług Cyfrowego Polsatu - telewizji, Internetu i telefonii komórkowej - z jedną umową, opłatą abonamentową i fakturą. Oferta zintegrowana jest strategicznym krokiem w rozwoju naszej firmy, planowanymi i przygotowywanymi od czasu debiutu na GPW. Wierzymy, że jest to właściwy kierunek, który zapewni Cyfrowemu Polsatowi perspektywy wzrostu na kolejne lata.

### 3. Czy spółka będzie chciała dokonać przejęć?

Nie mam informacji, żeby jakkolwiek firma nas interesująca była na sprzedaż.

Rozmawiał Kamil Gemra

Artykuł jest opinią autora i redakcji. Nie stanowi on rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715). Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie artykułu.





## BIZNES DOBRY RÓWNIEŻ DLA KOBIET

PAULINA PAWLIK

Tradycyjny podział ról między kobietami i mężczyznami odszedł dawno w zapomnienie (przynajmniej w kulturze europejskiej). Kobiety zajmują coraz wyższe stanowiska zarówno w administracji publicznej, jak i prywatnych przedsiębiorcach. Coraz liczniej decydują się one na poświęcenie kariery czy prowadzenie własnego biznesu. Ten trend widoczny jest nie tylko w skali światowej. Według danych udostępnionych przez oddział Fundacji AIP przy SGH liczba Beneficjentek (kobiet prowadzących własne firmy w ramach Fundacji) wzrosła od stycznia 2009 r. z 13% do 25% ogółu osób korzystających z usług AIP.

Jedną z inicjatyw, która kilka miesięcy temu pojawiła się w Fundacji, jest Magni-

cultura, firma prowadząca zajęcia edukacyjne z zakresu obcych kultur i języka japońskiego, warsztaty techniczne, kulinarne, teatralne dla dzieci i młodzieży. Ponadto przedsiębiorstwo zajmuje się tłumaczeniami z języka japońskiego.

Z Olgą Barbasiewicz, właścicielką Magniculture, Absolwentką Uniwersytetu Warszawskiego, Polskiej Akademii Nauk i University of Tsukuba w Japonii, o rozwijaniu pasji i przekształceniu ich we własny biznes rozmawia Paulina Pawlik.

**Paulina Pawlik: Magniculture to dość chwytliwa nazwa. Skąd wziął się pomysł na biznes i nazwę firmy?**

**Olga Barbasiewicz:** Myśląc o biznesie, wiedziałam, że chcę przybliżyć innym najdalsze kultury. Dlatego słowo „kultu-

ra” było kluczowe. Pozostał jeszcze dodatek do nazwy – pierwszym skojarzeniem było słowo „fabryka”, jednak jest to człon już bardzo oklepany. Pomyślałam więc o tym, że chcę otwierać ludziom przysłowiowe okno na świat (co nomen omen stało się hasłem naszej firmy), dlatego pomysł z powiększeniem (magnifying glass – szkło powiększające). Pomysł podsunęła mi moja mama, która jest nauczycielką, nie tylko z wykształcenia, ale również z powołania. Chciała, aby jej uczniowie poznawali kultury, nad którymi badaniami się zajmuję. Zaczęło się od Japonii, przedstawionej na jednym z zajęć, a skończyło na Magniculturze.

**PP: Czy łatwo być businesswoman w świecie biznesu zdominowanym przez mężczyzn?**

**OB:** Wróciłam z Japonii do Polski, bo tam bizneswoman nigdy bym nie została. Wiedziałam, że w Polsce bez problemu spełnię swoje marzenia. Nie wierzę w stwierdzenie, że świat biznesu jest niedostępny dla kobiet. Nie tutaj. Nie czuję się gorzej traktowana, nie mam żadnych kompleksów z powodu mojej płci. Ja nawet nigdy nie pomyślałam, że mogę mieć jakieś problemy, że coś mi się nie uda tylko dlatego, że jestem kobietą. Jeżeli coś się nie uda, to tylko dlatego, że niedostatecznie nad tym pracujemy. Niepowodzeń nigdy nie zrzucam na to, że nie jestem mężczyzną. A jeśli ktoś mnie traktuje nieodpowiednio, po prostu z nim nie współpracuję.

**PP: Czy ciężko było założyć taki typ biznesu? Czy koszty były wysokie? Jak wyglądały początki?**

**OB:** Pomysł był w mojej głowie jeszcze podczas studiów w Japonii. Chciałam, aby polskie dzieci miały taki sam dostęp do wiedzy o innych kulturach, jaki mają Japończycy. Założenie biznesu wiązało się z różnymi formalnościami, a ja nie wiedziałam czy taki rodzaj działalności przyjmie się na polskim gruncie. Dlatego skorzystałam z Inkubatorów – weszłam do siedziby AIP SGH, które wybrałam ze względu na korzystną lokalizację i nie trzeba było mnie długo namawiać. Rozesłałam maila do przedszkoli i instytucji związanych z Dalekim Wschodem i Pacyfikiem, gdzie chciałam poprowadzić zajęcia. Moim pomysłem zainteresowała się Dyrektorka Muzeum Azji i Pacyfiku i dzięki jej inicjatywie ruszyły pod koniec lutego „Poranki z kulturą japońską”, mój autorski program edukacji najmłodszych z zakresu kultury Kraju Kwitnącej Wiśni. Muzeum otworzyło się na dzieci, co było moim małym marzeniem. Na moją ofertę odpo-

wiedziało również kilka przedszkoli i tak pojawiły się pierwsze środki finansowe na rozwój działalności.

**PP: Największe przeszkody w prowadzeniu Twojego biznesu to...?**

**OB:** Dotarcie do klienta. Wiele osób boi się zainwestować w edukację podopiecznych. Na szczęście szkoły czy przedszkola, które zdecydują się skorzystać z naszej oferty w 95% wracają i to dosyć szybko, prosząc o kolejne zajęcia. Niezastąpieni są również rodzice dzieci uczyszczających na „Poranki”. Dostają od nich wiele maili, w których gratulują zajęć i proszą o jeszcze. Nic nie daje takiej satysfakcji jak te wiadomości. Mam nadzieję, że w przyszłym roku szkolnym odezwą się również państwowe ośrodki. Na razie nauczyciele ze szkół w podwarszawskich Otrębusach i Konstancinie chętnie urozmaicają zajęcia naszą ofertą. Mam nadzieję, że takich inicjatyw będzie więcej.

**PP: Jakie widzisz przyszłe szanse i zagrożenia dla Twojego biznesu?**

**OB:** Szanse widzę ogromne. Ciągłe pozyskuję nowe osoby do współpracy, które wzbogacają naszą ofertę. Organizujemy urodziny dla dzieci, a od niedawna współpracujemy również z branżą eventową, organizując warsztaty podczas imprez integracyjnych dla firm. To bardzo ciekawa forma krzewienia kultury, poza tym jest to nowość na rynku. Wierzę, że robimy to dobrze i mamy już swoją markę, co potwierdzają coraz to nowi klienci, zadowoleni z naszych usług. Od przyszłego roku akademickiego chcemy również nastawić się na edukację niepełnosprawnych. Pragniemy to osiągnąć dzięki współpracy z młodymi fizjoterapeutami, otwartymi na takie inicjatywy. Zagrożenia na pewno istnieją, choć wierzę, że dzięki ciężkiej pracy, jaką wkła-



Na zdj. (pierwsza od lewej) Olga Barbasiewicz

dam w Magniculture, uda się ich uniknąć.

**PP: Zajęcia dla dzieci, dorosłych, tłumaczenia, nauczanie języka japońskiego, turystyka... Wszystkie te zajęcia muszą zajmować sporo czasu. Czy masz jakieś plany, które zrealizujesz w wolnej chwili?**

**OB:** Założyłam fundację. Już mam cały jej projekt, potrzebuję tylko czasu, aby go zrealizować. ■

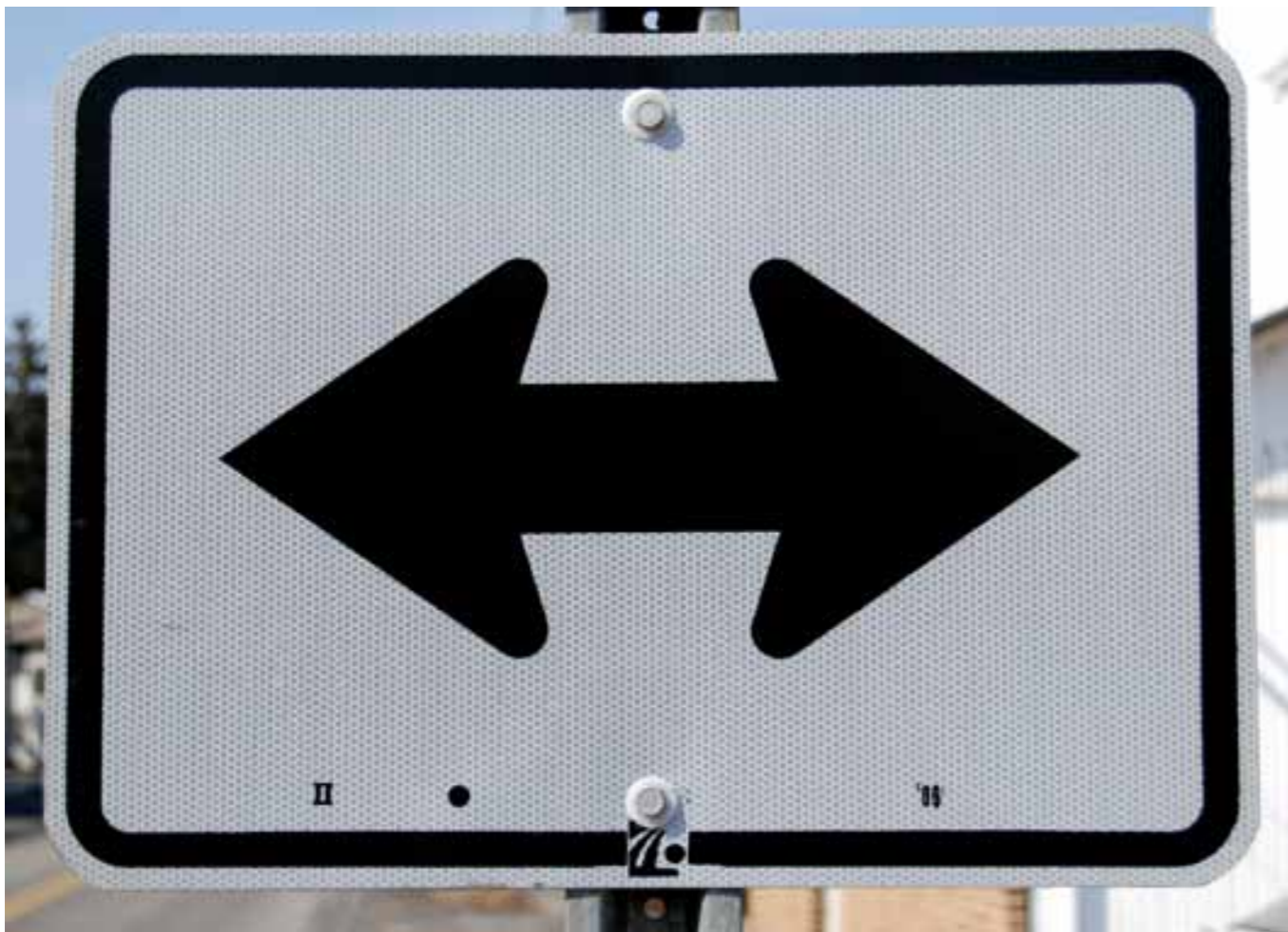
 **akademickie  
inkubatory  
przedsiębiorczości**

**Kompleksowe wsparcie  
dla młodych  
przedsiębiorców**

[www.aipsggh.pl](http://www.aipsggh.pl)



Prowadzenie firmy  
już od 200 zł miesięcznie



## GDY RYNEK ZAWODZI...

Od ponad stu lat toczy się zażarty spór wśród ekonomistów o zakres obecności rządu w gospodarce, a jednym z jego istotniejszych epizodów była słynna debata o efektywności gospodarki centralnie planowanej między Austriakiem Ludwigiem von Misesem a polskim ekonometrykiem Oskarem Lange, która miała miejsce w okresie międzywojennym. Sedno sporu zawiera się w pytaniu: czy obecność zewnętrznej instytucji może doprowadzić do poprawy efektywności alokacji dóbr na wolnym rynku?

MAREK IGNASZAK

### To rynek najskuteczniej lokuje kapitał

Jedną z głównych zalet wolnego rynku oraz konkurencji jest fakt, że ich mechanizmy umożliwiają najskuteczniejszą alokację kapitału. Ewolucyjny charakter wolnorynkowych procesów, gdzie nieumiejętnie zarządzane przedsiębiorstwa upadają, a rozwijają się te najlepiej kierowane, sprawia, że ograniczone zasoby czynników produkcji przepływają do miejsc, gdzie udaje „wycisnąć” się z nich możliwie największą stopę zwrotu. To właśnie brak takich mechanizmów w gospodarce centralnie planowanej doprowadził do jej upadku, a umożliwienie przepływu kapitału do najlepiej działających przedsiębiorstw jest przyczyną powstawania giełd papierów wartościowych na całym świecie. Nie ma co do tego żadnych wątpliwości. Postaram się jednak rozważyć pewne szczególne przypadki, w których mechanizmy wolnorynkowe doprowadzają do nieoptymalnej

dystrybucji czynników produkcji, a ingerencja zewnętrznych instytucji, takich jak szeroko pojęty rząd, może poprawić efektywność działania rynku.

### Transakcje (niestety) kosztują

Jak wiadomo, nie ma nic za darmo. Mikroekonomiści, po długich przemysleniach, doszli do podobnego wniosku i zidentyfikowali w gospodarce tzw. koszty transakcyjne, czyli straty, jakie ponosi się przy przygotowywaniu, wdrażaniu i egzekwowaniu transakcji rynkowych oraz koszty utraconych możliwości spowodowane przez te czynności. Są to także koszty związane ze redukowaniem niepewności i zarządzaniem ryzykiem. Występowanie tych kosztów ma kilka poważnych implikacji.

Jako że pozyskanie informacji kosztuje, może zdarzyć się, że jedna ze stron transakcji posiada przewagę informacyjną nad drugą. Mówimy wtedy o **asymetrii in-**

**formacji.** Może to prowadzić do ustalenia się ceny innej od tej ustalonej na „modelowym” rynku. Przykładem takiej sytuacji może być amerykański rynek obligacji CDO. W 2007 fundusz hedgingowy Paulson & Co pomógł w stworzeniu tych obligacji bankowi Goldman Sachs, a potem, kiedy GS sprzedał je już swoim klientom, fundusz grał na ich spadek. Gdyby inwestorzy posiadali tak dokładne informacje na temat jakości tychże papierów jak Paulson & Co, na pewno nie byłoby skłonni do ich kupna. Tym samym postrzegana przez inwestorów stopa zwrotu różniła się od faktycznej, powodując przefinansowanie przedsięwzięć o gorszej efektywności, a tym samym niedofinansowanie tych o lepszej. Wypacza to główną funkcję rynku, o której pisałem we wstępie. Ten sam zasób kapitału mógł być wykorzystywany bardziej produktywnie, na innym rynku, w inne papiery wartościowe. To właśnie w celu wyeliminowania sytuacji takich jak opisana powyżej, spółki notowane na war-

szawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych są zobligowane to publikowania regularnych raportów prezentujących aktualny stan przedsiębiorstwa.

Kolejnym skutkiem kosztów transakcyjnych jest występowanie tzw. **kosztów zewnętrznych.** Najprościej będzie wyjaśnić, czym one są za pomocą przykładu, może nieco abstrakcyjnego, ale idealnie oddającego sens koncepcji. Wyobraźmy sobie, że na Mazurach powstaje spalarnia śmieci, przemieniająca odpady na energię elektryczną. Zarządzający spalarnią zoptymalizował relację kosztów do przychodów i podjął decyzje o rozmiarach produkcji energii elektrycznej, która przynosi mu zysk 100. Jednocześnie, z wiadomych względów, region ten stracił nieco w oczach turystów. Z powodu przebywania tu mniejszej liczby „miłośników komarów”, każdy z pięciu okolicznych ośrodków wypoczynkowych zmniejszył swój zysk o 30. Per saldo region na budowie spalarni stracił 50. Równowaga na rynku kształtuje się w punkcie, który nie jest optymalny w skali całego regionu. Dlaczego tak się dzieje? Ponieważ manager spalarni w procesie doboru optymalnej wielkości produkcji nie bierze pod uwagę emitowanych efektów zewnętrznych, inaczej mówiąc, w jego bilansie zysków i strat nie uwzględni on kosztów, jakie ponosi branża turystyczna. Tym samym jak najbardziej racjonalna decyzja w skali mikro (maksymalizacja zysku) jest nieoptymalna w skali makro (region, jako całość, traci). Jak sprawić, żeby właściciel spalarni uwzględnił w swoim rachunku ekonomicznym straty branży turystycznej? Można go na przykład pozwać do sądu. W tym momencie dochodzimy do kosztów transakcyjnych. Jeśli koszt związany z dochodzeniem swoich praw jest większy niż 30, to żadnemu z przedsiębiorców z osobna nie opłaca się skarżyć spalarni. Mogą się oczywiście porozumieć i wspólnie pokryć koszty ale...no właśnie, ale.

### Defekty koordynacji i wielopunktowe stany równowagi.

Przedsiębiorcy turystyczni mogą postarać się porozumieć się. Jeśli koszty transakcyjne związane z pozowaniem spalarni śmieci wynoszą, powiedzmy, 50, to każdemu z osobna nie opłaca się rozpocząć procedurowego (oczekiwany zysk z pozwu turystów to tylko 30), ale gdy rozłożą koszty równo pomiędzy całą piątkę, każdy z nich zyska 20. Jednakże jeden z przedsiębiorców może pomyśleć, że jeśli się nie będzie współfinansować pozwu, a zrobi to pozostała czwórka, to jego zysk, nie wynie-



nie 20, a 30 (po likwidacji spalarni powrócą turyści, ale on nie poniesie kosztów procesu). Więc, na pozór, racjonalną decyzją jest nie dokładać się i liczyć na sąsiadów. Nazywa się to **efektem gapowicza.** Problem w tym, że pozostali, gdy zauważą zachowanie „gapowicza”, mogą zrobić dokładnie tak samo i ostatecznie nikt nie zdecyduje się na założenie pozwu. Mówimy wtedy o **defekcie koordynacji.** Zjawisko to implikuje występowanie **wielopunktowych stanów równowagi.** W naszym przykładzie na rynku znajdują się dwa stany równowagi, w których może znaleźć się rynek: (1) Cała piątka przedsiębiorców partycypuje w kosztach pozwu lub (2) nikt go nie finansuje. Uwzględniając fakt, że akcja toczy się w Polsce, obstawiam wariant (2) jako bardziej prawdopodobny. Tym samym, w powyższym modelu, rynek sam może nie być w stanie doprowadzić do możliwie najefektywniejszej alokacji zasobów i niezbędna jest interwencja zewnętrznej instytucji. Ten sam kapitał przeznaczony na budowę spalarni w innym miejscu wygenerowałby zysk, a nie - jak tu - stratę w skali makro. Tak na marginesie, w powyższym przykładzie widać także, jak ważny dla efektywnego funkcjonowania gospodarki jest sprawny wymiar sprawiedliwości i łatwość dochodzenia swoich praw przed sądem.

### Racjonalny, czyli jaki?

W poprzednich akapitach otarliśmy się już o kwestię podjęcia racjonalnej decyzji. Jak widać, decyzja racjonalna w skali mikro, może taką nie być w skali makro. Spalarnia dąży do maksymalizacji swojego dochodu, nie patrząc na ilość emitowanych zanieczyszczeń. W tym modelu przedsiębiorstwo postępuje racjonalnie, zwiększa swój zysk, ale jednocześnie powoduje spadek zysków innych firm, doprowadzając

*per saldo* do spadku dochodu w skali całego regionu. Tutaj interwencja rządu, w postaci chociażby koncesjonowania działalności zanieczyszczającej środowisko, może poprawić efektywność mechanizmów wolnorynkowych. Widzimy tu ekonomiczne uzasadnienia funkcjonowania ministerstwa środowiska.

### Nie taki rząd straszny, jak go malują

Kto w takim razie ma rację w odwiecznym sporze ekonomistów? Skrajny liberał i leseferysta Ludwig von Mises czy może zwolennik gospodarki centralnie planowanej Oskar Lange? Myślę, że obaj, a prawda w tym przypadku leży tam, gdzie zawsze - czyli pośrodku. Wydaje się, że w szczególnych przypadkach gospodarcza interwencja rządu może poprawić sprawność działania rynku. Myślę, że potrzebny jest ktoś, kto dostrzeże pewne długoterminowe efekty oraz podejmuje decyzje na pozór nieracjonalne w skali mikro, ale jak najbardziej potrzebne w skali całej gospodarki. Jednakże skąd rząd ma wiedzieć, kiedy równowaga ukształtowana na rynku jest nieoptymalna i czy jest w stanie pojąć wiedzę, jak ją zoptymalizować? Czy rządy, których celem jest utrzymanie władzy po najbliższych wyborach, mają bodźce do podejmowania decyzji optymalnych długoterminowo? Ciągłe odwołanie reformy emerytalnej w Polsce pokazuje, że nie. Czy rząd w obecnej formie jest w stanie podjąć decyzje zmniejszające przywileje jednych grup społecznych w celu ratowania sytuacji ogółu? Sądząc po bankructwie Grecji - nie. Jak sprawić więc, aby rząd w gospodarce spełniał swoją funkcję, czyli prowadził do stabilizacji sytuacji i poprawy produktywności oraz do efektywniejszej alokacji zasobów tam, gdzie jest to pożądane? - mądrze go wybierać. ■



## SPÓŁKA KOMANDYTOWO-AKCYJNA JAKO WEHIKUŁ INWESTYCYJNY

Współcześnie, prowadząc działalność gospodarczą, poszukuje się różnorodnych form jej finansowania. Można wziąć pod uwagę kredyt bankowy, emisję obligacji czy pozyskanie kapitału z rynku giełdowego. Z drugiej strony, inwestorzy rozważają różne formy lokowania swoich środków pieniężnych, finansując różnego rodzaju działalność gospodarczą. Mogą oni kupować obligacje, akcje spółek, jednostki uczestnictwa czy certyfikaty inwestycyjne funduszy. Alternatywą dla poszukujących finansowania inwestycji może być wykorzystanie spółki komandytowo-akcyjnej. W przypadku takiej spółki dokapitalizowanie następuje przez akcjonariuszy, którzy jako inwestorzy traktują tę inwestycję jako swoistego rodzaju lokatę pieniężną.

SZYMON OKOŃ

### Istota spółki komandytowo-akcyjnej

Spółką komandytowo-akcyjną jest spółka osobowa, mająca na celu prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną firmą, w której wobec wierzycieli za zobowiązania spółki odpowiada bez ograniczenia co najmniej jeden wspólnik (komplementariusz), a co najmniej jeden wspólnik jest akcjonariuszem. Jak można domyślać się po nazwie, spółka ta posiada zarówno cechy spółki komandytowej, jak i spółki akcyjnej. Spół-

ka komandytowo-akcyjna, będąca spółką osobową, posiada również elementy charakterystyczne dla spółek kapitałowych. W pierwszej kolejności należy wskazać na funkcjonowanie organów – walnego zgromadzenia oraz rady nadzorczej. Ponadto, w spółce utworzony jest kapitał zakładowy, który odpowiada wartości nominalnej emitowanych przez nią akcji. Należy od razu podkreślić, że kapitał zakładowy spółki komandytowo-akcyjnej powinien wynosić co najmniej 50000 zł. Na fakt, że spółka posiada cechy spółki kapitałowej, wskazują rów-

nież przepisy Kodeksu spółek handlowych, odsyłające wprost do uregulowań dotyczących spółki akcyjnej odnośnie kapitału zakładowego, wkładów akcjonariuszy, akcji, rady nadzorczej czy walnego zgromadzenia.

Jak wynika z definicji spółki komandytowo-akcyjnej, odpowiedzialność komplementariusza za zobowiązania spółki jest nieograniczona, solidarna i subsydiarna. Zupełnie inaczej jest w przypadku akcjonariusza (komandytariusza), który za zobowiązania spółki nie odpowiada wobec osób trzecich, za zobowiązania spółki. Podobnie

jak w przypadku komandytariusza w spółce komandytowej, również odpowiedzialność akcjonariusza w pewnych szczególnych przypadkach może ulec rozszerzeniu. Jest tak w przypadku, gdy akcjonariusz dokona czynności w imieniu spółki, nie ujawniając swojego pełnomocnictwa bądź dokona jej, nie mając umocowania albo przekraczając jego zakres. Ponadto, poniesie on również nieograniczoną odpowiedzialność w sytuacji, gdy jego nazwisko lub nazwa firmy zostaną umieszczone w nazwie firmy spółki komandytowo-akcyjnej.

Zasadą jest, że spółkę komandytowo-akcyjną reprezentują komplementariusze, a prawo to przyznane jest zazwyczaj wszystkim, których z mocy statutu lub prawomocnego orzeczenia sądu nie pozbawiono prawa reprezentacji. Natomiast, jeżeli chodzi o akcjonariusza, może on reprezentować spółkę jedynie jako pełnomocnik. W przypadku, gdyby nie ujawnił on pełnomocnictwa, bądź nie miał umocowania albo przekroczyłby jego zakres, ponosi on odpowiedzialność wobec osób trzecich bez ograniczenia.

### Wykorzystanie spółki jako wehikułu inwestycyjnego

Stosunkowo niedawno spółkę komandytowo-akcyjną zaczęto postrzegać jako bardzo korzystną formę prowadzenia działalności gospodarczej, która pozwala na jej dokapitalizowanie. Zaczęto ją wykorzystywać jako swoistego rodzaju wehikuł zbiorowego inwestowania. Zazwyczaj jest tak, że osoba mająca pomysł na prowadzenie określonej działalności gospodarczej tworzy spółkę komandytowo-akcyjną i staje się jej komplementariuszem, czyli wspólnikiem ponoszącym nieograniczoną odpowiedzialność. Przy tym, zastrzega sobie prawo do udziału w określonym procencie wypracowanego przez spółkę zysku, zazwyczaj stosunkowo wysokim, ze względu na ponoszenie większego ryzyka. Komplementariusz nie zawsze ma wystarczające środki do zrealizowania określonego pomysłu biznesowego, bądź nie chce sam an-

gażować aż tak wysokich środków, dlatego decyduje się na dokapitalizowanie działalności przez akcjonariuszy, którzy obejmują akcje, licząc na zyski z dywidendy spółki. Jak można się domyślać, nie zawsze jest łatwo zachęcić akcjonariuszy do objęcia akcji w tego typu spółce, ze względu na to, że ich zysk jest uzależniony od wysokości wypracowanego zysku przez spółkę. Aby zachęcić akcjonariuszy do inwestycji, należy, w tym przypadku, przygotować w sposób bardzo skrupulatny swoistego rodzaju biznes plan, który uświadomi im, jakie ryzyko poniosą inwestując w spółkę oraz ile będą mogli zarobić. Należy również przedstawić im plan działania spółki, strategię, jaką chce realizować i cele, jakie zamierza w najbliższym czasie osiągnąć. Inwestując w spółkę komandytowo-akcyjną jako akcjonariusz, należy bardzo dokładnie przeanalizować jej statut. Tutaj warto zwrócić uwagę w szczególności na kwestię ograniczeń co do zbywalności akcji, np. prawo pierwszeństwa, pierwokupu, ograniczeń terminowych czy warunkowej zbywalności. Może mieć to bardzo doniosłe znaczenie ze względu na ewentualne wyjście akcjonariusza z inwestycji. Zyski z inwestycji akcjonariusz osiąga w formie dywidendy, również w tym przypadku warto zwrócić uwagę na regulacje statutowe dotyczące jej wypłaty. Zazwyczaj akcjonariusz powinien otrzymywać corocznie pewną kwotę w postaci dywidendy, która traktowana będzie jako dochód z zysku kapitałowego. Od tej kwoty będzie zobowiązany zapłacić podatek w określonej wysokości.

### Problem opodatkowania dywidenda

Analizując problematykę spółki komandytowo-akcyjnej, warto zwrócić uwagę na kwestie podatkowe. Spółka komandytowo-akcyjna jest spółką osobową prawa handlowego, zatem nie jest spółką kapitałową. Jednocześnie oznacza to, że

nie jest również osobą prawną, a więc nie podlega opodatkowaniu jak osoba prawna. Problem pojawia się na gruncie akcjonariusza inwestującego w spółkę i dotyczy zaliczek odprowadzanych na podatek dochodowy od osób fizycznych. W takim przypadku powstaje pytanie: czy comiesięczne odprowadzanie zaliczek na podatek dochodowy nie czyni tej inwestycji nieatrakcyjnej? Po pierwsze, akcjonariusz inwestujący pewną określoną kwotę pieniędzy, nie może nią swobodnie dysponować. Po drugie, musi odprowadzać zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych. Po trzecie, nie ma pewności, jaki zysk w postaci dywidendy osiągnie. W ostatnich latach w dużej mierze przedmiotem dyskusji było właśnie opodatkowanie spółki komandytowo-akcyjnej. Zapadało wiele różnorodnych orzeczeń. Główny problem, jaki pojawiał się, dotyczył opodatkowania zysku akcjonariusza w postaci dywidendy. Ostatecznie zagadnienie to zostało rozstrzygnięte wyrokiem Naczelnego Sądu Administracyjnego, który stwierdził, że nie trzeba odprowadzać zaliczek na podatek dochodowy, a dochód z dywidendy będzie podlegał opodatkowaniu tak, jak dochody z zysków kapitałowych. Oznacza to nic innego jak to, że akcjonariusz inwestujący w akcje spółki komandytowo-akcyjnej nie musi odprowadzać zaliczek na podatek dochodowy, a podatek zapłaci za rok, w którym otrzymał dywidendę.

### Podsumowanie

Jak można zauważyć, prowadzenie działalności w formie spółki komandytowo-akcyjnej pozwala na pozyskanie dodatkowego kapitału ze źródeł zewnętrznych. Aby zachęcić akcjonariuszy do inwestowania w tego typu spółkę, należy, w sposób jak najbardziej przejrzysty, zaprezentować rodzaj działalności spółki, jej plany na przyszłość oraz to, w jaki sposób spółka ta będzie generowała korzyści dla akcjonariuszy. Z drugiej strony, akcjonariusz inwestujący w tego typu spółkę, ponosi pewnego rodzaju ryzyko. Jednak gdy spółka będzie się rozwijała i przynosiła ponadprzeciętne zyski, będzie on mógł także zarobić. ■





## CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET? W MAJU SPRZEDAJ I UCIEKAJ?

PIOTR KUCZYŃSKI  
XELION. DORADCY FINANSOWI

W końcu kwietnia pisałem, że mimo wzrostu indeksów nadal spodziewam się rozpoczęcia w maju większej korekty i rzeczywiście się jej doczekałem, ale powody były nieco inne niż te oczekiwane. Spodziewałem się, że obawa przed drugą połową roku, kiedy to gospodarka będzie coraz bardziej pozbawiona środków dostarczonych jej przez państwa i banki w pierwszej fazie kryzysu, doprowadzi do realizacji zysków po ponadroczonej hossie. Zapewne tak by się właśnie stało, ale pojawił się problem zadłużenia państw strefy euro, co znacznie zmieniło sytuację. Nic dziwnego, że 9 maja ministrowie finansów i wielkim pośpiechu, w nocy, przyjęli do realizacji wart 750 mld euro program Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (EMS). Tyle tylko, że to jedynie na chwilę poprawiło nastroje na rynkach.

Przypomniano sobie to, co wcześniej mówił Paul Volcker, szef Fed przed Alanem Greenspanem, a obecnie szef rady doradczej prezydenta Obamy. Stwierdził, że martwi się tym, że strefa euro może się załamać. Oliwy do ognia dodał premier Chin, który powiedział, że w sytuacji, kiedy pojawiły się problemy z zadłużeniem państw, fundamenty ożywienia gospodarczego nie są solidne. Wielu analityków mówiło też o możliwości rozprzestrzenienia się buntu społecznego z Grecji na Portugalię i Hiszpanię. Jasne jest jednak, że przyjdzie czas, kiedy zaczną interweniować zarówno Fed, jak i ECB, bo przecież Amerykanom silny dolar bardzo nie odpowiada.

Drugim powodem przeceny było widoczne dążenie do regulacji rynków. Pozornie w centrum uwagi była niemiecka decyzja o ograniczeniu krótkiej sprzedaży („nagiej” - i to słowo jest bardzo ważne) oraz „nagiego” kupna CDS. „Naga” krótka sprzedaż akcji to sprzedaż akcji, których się nie posiada - to zwiększa presję na spadek cen. „Nagie” kupno CDS to np. kupno instrumentów zabezpieczających wartość obligacji rządowych bez posiadania tych obligacji. To podnosi cenę CDS -ów, a co za tym idzie, zwiększa prawdopodobieństwo bankructwa państwa. Taki handel od dawna powinien być zakazany.

Podjęta decyzja zaniepokoiła rynki, bo wpisywała się w ogólną tendencję do ograniczania nadmiernego wpływu rynków finansowych na realną gospodarkę (stąd słowo „pozornie na początku tego wątku”). Uderzenie Senatu w Visa i Mastercard, szykowane w Kongresie regulacje sektora finansów w połączeniu z informacją o osiągnięciu we wtorek porozumienia przez ministrów finansów UE (przy sprzeciwie Wielkiej Brytanii) w sprawie regulacji rynków, a szczególnie funduszy hedgingowych doprowadziły do powstania masy krytycznej. Poza tym wpływowa analityczka Meredith Whitney zalecała unikania „za wszelką cenę” akcji spółek sektora bankowego, ponieważ reforma sektora doprowadzi do ograniczenia akcji kredytowej i zmniejszenia zysków banków.

Niepokoilo też graczy to, co zobaczyliśmy w czwartek 6 maja. W ciągu kilku minut indeksy spadły o 8-9%, załamały się kursy euro

i rentowności obligacji oraz ceny surowców. To było prawdziwe piekło byków. Wyglądało to tak, jakbyśmy wrócili do jesieni 2008 z Lehman Brothers w roli głównej. Potem, w ciągu kilkunastu minut wszystko wróciło do normy. Normą były trzyprocentowe spadki, co jest jednak lepsze od dziewięcioprocentowych. Zakładam, że za ten dziewięcioprocentowy spadek odpowiadały automatyczne systemy inwestujące. Nie wierzę w błąd maklera. Bardzo niepokojące jest to, że ten tajemniczy spadek badały wszelkie możliwe instytucje z SEC, NYSE i NASDAQ na czele. Zainteresował się też tym kongres USA. Praktycznie niczego nie wykryto. To bardzo niepokojąca sprawa, która może jeszcze kiedyś graczom bardzo zaszkodzić.

Podstawowe pytanie brzmi teraz: mamy do czynienia z korektą, czy z powrotem do rynku niedźwiedzia? Tego jeszcze nikt nie wie, a prognozy są bardzo różne. Na przykład znany ekonomista (ten, który przewidział kryzys), profesor Nouriel Roubini, mówi o spadku indeksu S&P500 do poziomu poniżej 900 punktów. Nie można tego wykluczyć, ale ja zakładam, że banki i rządy mają jeszcze trochę amunicji, której mogą użyć. To powinno doprowadzić do odreagowania na giełdach. Na początku czerwca nie wiedzieliśmy jednak jeszcze tego, czy te ewentualne wzrosty zakończą całą spadkową korektę hossy, czy też rozpoczyna prawdziwą jej falę B (wzrostową), po której przyjdzie jeszcze duża spadkowa C. Bardzo dużo będzie teraz zależało od publikowanych w czerwcu danych makro. Jeśli chodzi o AT, to prawdziwym testem siły rynku byłoby dopiero test linii szyi RGR (1183 pkt.). ■



## BERNARD L. MADOFF NOWOCZESNY SZWINDLER

**W mojej rubryce opisywałam już wielkich ekonomistów, noblistów, spekulantów giełdowych i ludzi, którzy za swoją działalność inwestycyjną trafili do więzienia. Bohater czerwcowego numeru należy do tych ostatnich. Pod koniec 2008 roku wybuchła afera finansowa z jego udziałem, w wyniku której został skazany na 150 lat więzienia. Jak do tego doszło?**

ANNA GRODECKA

### Rodzina tradycja

Bernard Lawrence Madoff, zwany również Bernie Madoff, urodził się 29 kwietnia 1938 roku w żydowskiej rodzinie osiadłej w Nowym Jorku. Jego rodzice, Sylvia i Ralph Madoff, byli związani z życiem giełdowym, ponieważ oboje pracowali jako brokerzy. Co ciekawe, ojciec Madoffa, Ralph, był synem polskich imigrantów i przed podjęciem pracy na giełdzie zarabiał na życie jako hydraulik. Z kolei matka, Sylvia, była córką imigrantów pochodzenia austriackiego i rumuńskiego i początkowo zajmowała się domem. W latach 50. XX wieku rodzice Bernarda byli bar-

dzo aktywni na giełdzie, ale ich firma inwestycyjna została zamknięta przez Komisję Papierów Wartościowych (SEC) z powodu niespełnienia obowiązków informacyjnych.

W czasie, kiedy rodzice Madoffa odnośli pierwsze sukcesy na giełdzie, on sam nie interesował się jeszcze finansami. Skupił swoje zainteresowania na dziewczynie - Ruth Alpern (została jego żoną w 1959 roku) oraz pływaniu - pływał w drużynie szkolnej, pracował również jako ratownik. W 1956 roku Madoff ukończył szkołę średnią i rozpoczął studia na Uniwersytecie Alabama, aby rok później przenieść się do Uniwersytetu Hofstra. Żona Madoffa stu-

diowała finanse, a on sam zdobył tytuł licencjata nauk politycznych, po czym rozpoczął studiowanie prawa. Rzucił jednak naukę, aby założyć wspólnie z żoną firmę inwestycyjną Bernard L. Madoff Investment Securities, LLC z kapitałem zakładowym 5000 dolarów. Kontakty teścia, który był certyfikowanym księgowym, pozwoliły Madoffowi dotrzeć do śmietanki towarzyskiej i ludzi o wielkich pieniądzach.

### Firma inwestycyjna

Do klientów Madoffa zaliczali się tacy celebryci, jak: Steven Spielberg, Kevin Bacon, John Malkovich, a także instytucje i banki - BNP Paribas, klienci Santander Banku, japoński Nomura Holdings, ■

Bank Fortis, HSBC i wiele innych. Mówi się, że dostęp do jego funduszy mieli tylko wybrani, poleceni ludzie. Stwarzało to otoczkę ekskluzywności i przyciągało najbogatszych tego świata.

Firma Madoffa szybko okazała się być kurą znoszącą złote jajka i przynosiła zyski ponad 10% rocznie. Jej pracownicy byli bardzo dobrze opłacani za pracę, która była o wiele mniej warta na rynku. Być może dlatego nie zmieniali miejsca zatrudnienia i nie zadawali zbyt dużo pytań, nawet jeśli coś wydawało im się podejrzane. Madoff miał opinię nienagannego inwestora i przeciwnika nowojorskiej giełdy NYSE. Był za to zwolennikiem giełdy rynku NASDAQ, którego prezesem był przez wiele lat. Kiedy klienci pytali go, jak to możliwe, że osiąga zyski rzędu 10-12% rocznie, niezależnie od giełdowej koniunktury, tłumaczył to umiejętnym inwestowaniem w akcje blue chipów i zabezpieczaniem każdej pozycji za pomocą strategii opcyjnych.

W 1970 roku Madoff zatrudnił swojego brata Petera w firmie. Synowie, Andrew i Mark, pracowali jako traderzy. W rodzinnym przedsiębiorstwie znaleźli również zatrudnienie bratanica i bratanek Bernarda. Co ciekawe, rodzina Madoffa utrzymuje, że o sposobie funkcjonowania firmy dowiedziała się parę dni przed zatrzymaniem inwestora i można przypuszczać, że mówi prawdę, ponieważ to jego synowie donieśli na niego nadzorowi.

#### Wykrycie skandalu

Madoffa wydali Komisji Papierów Wartościowych sami synowie, ujawniając kontrolerom schemat, na zasadach którego działała warta 50 miliardów dolarów piramida finansowa Madoffa, korzystająca z tzw. schematu Ponziego (patrz: ramka). Inwestor został aresztowany 11 grudnia 2008 roku i przyznał się do winy. Co ciekawe, już od parunastu lat pojawiały się podejrzenia, że firma Madoffa opiera się na systemie kuli śniegowej. W 1992 roku, podobnie jak w 2005, przeszła kontrolę Komisji Papierów Wartościowych, ale nic nie udało się wykryć. Jednak 29 czerwca 2009 roku Bernard Madoff został skazany na najwyższą możliwą karę w jego wieku – 150 lat. Potwierdzono postawionych mu jedenaście zarzutów, wśród których znalazło się pranie brudnych pieniędzy, defraudacja i sporządzanie fałszywych sprawozdań finansowych.

Wydaje się, że Madoff planował przyznanie się, ponieważ zamierzał wypłacić krewnym ogromne bonusy w 2008 roku, jakby przeczuwając, że jego piramida się zawali. Możliwe, że jego genialny schemat, oparty głównie na autorytecie i miocie ekskluzywności, funkcjonowałby jeszcze przez kilkanaście, a może i kilkadziesiąt lat, gdyby nie szalejący na świecie kryzys finansowy, który zmusił (a może lepiej napisać: skłonił) niektórych inwestorów do wycofania gotówki z lokat i instytucji finansowych. Do wyznania grzechów w grobie rodzinnym skłoniła Madoffa prośba jednego z inwestorów, który chciał jednocześnie wycofać kilka miliardów swojego wkładu. Wypłacenie tak olbrzymiej sumy było jednak niemożliwe, ponieważ Bernard Madoff jej nie posiadał. Był to początek jego końca. Szacuje się, że piramida finansowa Madoffa była warta 65 miliardów dolarów, podczas gdy on sam posiadał jedynie kilkaset milionów. Te liczby pokazu-

ją, na jak wielką skalę rolowane były pieniądze w firmie inwestora.

Wyjście na jaw piramidy finansowej Madoffa skończyło się nie tylko na jego pobycie w więzieniu. Na skandalu ucierpiała reputacja całej jego rodziny. Urzędnikom i sędziom trudno było uwierzyć, że jej członkowie nic nie wiedzieli o skandalicznych praktykach inwestora. Podobnie zareagowały różne instytucje, które dotychczas Madoff sponsorował w ramach działalności filantropijnej. W krótkim czasie znacząco odczuły one efekty afery. Ale oczywiście największymi poszkodowanymi byli klienci inwestora. Wielu z nich nie mogło pogodzić się ze stratą dorobku całego życia – zanotowano nawet przypadki samobójstw z tego powodu (zabił się m.in. prywatny inwestor - kombatan wojenny, a także założyciel funduszu inwestycyjnego, który stracił 1,4 miliardy dolarów w wyniku oszustwa). ■



#### Charles Ponzi

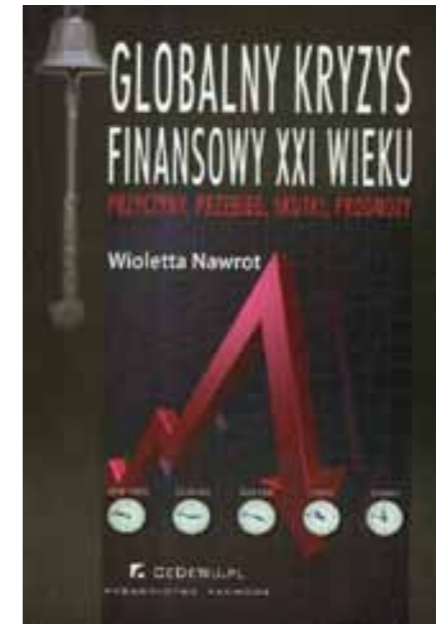
Charles Ponzi był Amerykaninem włoskiego pochodzenia, który w latach 20. XX wieku zaczął operować na rynku finansowym, budując jedyny w swoim rodzaju schemat inwestowania pieniędzy. Inwestorom obiecywał oprocentowanie rzędu 50%, wypłacane co 45 dni, pod warunkiem, że każdy z nich zachęci do skorzystania z jego usług pięciu innych klientów. Twierdził, że udaje mu się osiągnąć tak wysoką stopę zwrotu dzięki zręcznemu obrotowi specjalnymi znaczkami IRC (Międzynarodowy Kupon na Odpowiedź). Oczywiście, schemat ten funkcjonował dopóty, dopóki nowi klienci wpłacali pieniądze, ponieważ wypłaty odsetek finansowane były z funduszy nowych inwestorów. Cała historia rozegrała się w 1920 roku. Jeden z klientów Ponziego zażądał zwrotu kapitału, a kiedy ten odmówił, inni inwestorzy również zażądali zwrotu pieniędzy. Ponzi w końcu wprawdzie spełnił ich prośby, ale cała sytuacja zwróciła na niego uwagę urzędu finansowego, który policzył, ile znaczków posiada Ponzi. Było ich bardzo dużo, ale ich liczba nie pokrywała zobowiązań sprytnego oszusta. Za szwindel Ponzi został skazany na parę lat więzienia.

## GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY XXI WIEKU PRZYCZYNY, PRZEBIEG, SKUTKI, PROGNOZY WIOLETTA NAWROT CEDEWU, WYDANIE I, WARSZAWA 2009

ANNA GRODECKA

Książka pt. „Globalny kryzys finansowy XXI wieku” jest, jak do tej pory, jedną z nielicznych publikacji w języku polskim (książkową, bo artykułów ukazało się wiele) poruszającą problematykę najnowszego kryzysu finansowego i jego przyczyn. Chociażby dlatego warto po nią sięgnąć – nie ma bowiem zbyt wielu alternatyw na polskim rynku wydawniczym. Publikacja w sposób kompetentny i rzetelny przedstawia przyczyny i przebieg kryzysu *subprime*, sposoby walki z nim, głównie w Stanach Zjednoczonych, oraz wybrane przykłady rozprzestrzenienia się kryzysu na cały glob. Książka obfituje również w wykresy, zestawienia – wszystko to sprawia, że jest przejrzysta i łatwo się ją czyta. Dla nieobeznanych z rynkiem finansowym, Wioletta Nawrot przygotowała również aneks pt. „Rynek finansowy i jego mechanizmy dla niewtajemniczonych”, w którym wyjaśnia m.in., co to jest akcja, fundusz inwestycyjny, oraz – co ważne w kontekście kryzysu *subprime* – takie instrumenty jak CDO czy CDS.

Jednak nie sposób nie dostrzec paru mankamentów tej pozycji. Po pierwsze – sam tytuł. Sugeruje on, że książka będzie badała globalne procesy, natomiast w rzeczywistości autorka oparła swoje rozważania głównie na wydarzeniach w Stanach Zjednoczonych. Z krajów Unii Europejskiej, w dużej mierze dotkniętych kryzysem, najwięcej uwagi poświęciła Wielkiej Brytanii, tym samym skupiając się w swojej analizie na krajach anglojęzycznych. Mój drugi zarzut dotyczy braku chronologii i logiki w podziale na rozdziały. Czytelnika dużo wiedzącego o kryzysie finansowym to nie zrazi, ale osobę, która zechce potraktować tę książkę jako kompendium wiedzy – tak. Przykładowo, w drugim rozdziale autorka opisuje kryzys *subprime*, natomiast dopiero w trzecim, dotyczącym przyczyn, wyja-



śnia, co to jest rynek *subprime*.

Kolejne zastrzeżenie, skierowane niekoniecznie do autorki, dotyczy aktualności tekstu. Wiele fragmentów książki wskazuje na to, że autorka oddała ją do druku (czy też zakończyła pisanie danego ustępu) pod koniec 2008 roku. Kryzys natomiast trwa właściwie do dzisiaj, więc siłą rzeczy w książce przedstawiono zaledwie jego połowę, a może i mniej.

Podsumowując: mimo krytycznych uwag uważam, że książka Wioletty Nawrot jest bardzo wartościowa. Autorka w rzetelny sposób przedstawia genezę kryzysu *subprime* w Stanach Zjednoczonych i reakcję rządu na ten kryzys. Na dzień dzisiejszy, książka może być traktowana jako kompendium wiedzy o kryzysie. Jednak aby utrzymała tę pozycję w przyszłości, potrzebne będzie jej drugie, zaktualizowane wydanie, gdyż opisuje wydarzenia jedynie do końca 2008 roku. ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

## SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA

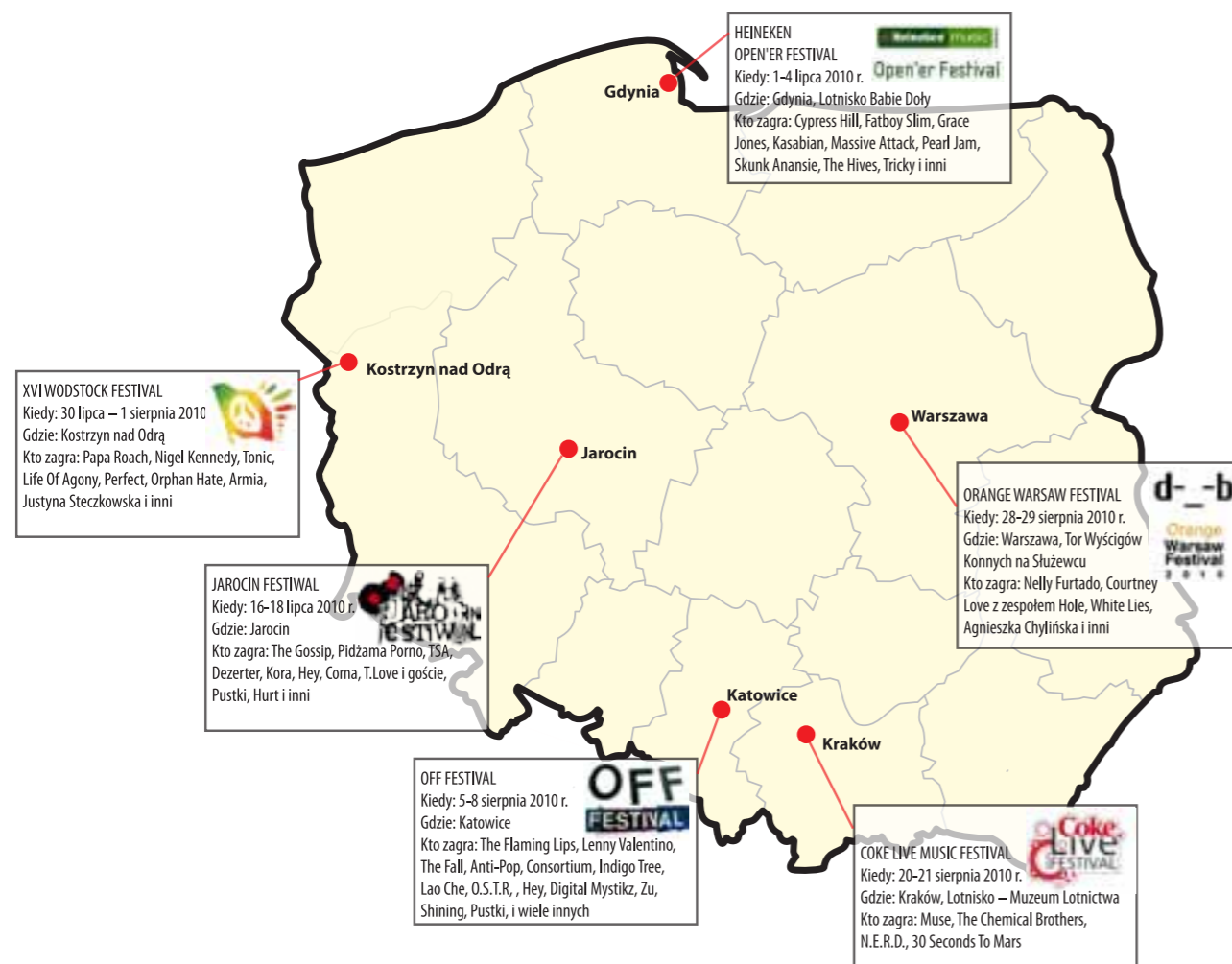
**ABS (Asset - Backed Security)** – papiery wartościowe oparte o portfel aktywów. Powstają w procesie sekurytyzacji aktywów bazowych, podczas którego aktywa te zostają sprzedane do stworzonej w tym celu spółki specjalnego przeznaczenia (SPV). Następnie aktywa te są grupowane i na ich podstawie zostają wyemitowane papiery wartościowe – ABS. Bardzo często instrumenty te dzielone są na transe o różnym stopniu ryzyka. ABS mogą być oparte na wierzytelnościach z tytułu kredytów samochodowych, kart kredytowych, obligacji korporacyjnych czy pożyczek studenckich.

**MBS (Mortgage - Backed Security)** – rodzaj ABS, papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami hipotecznymi. Powstają w procesie sekurytyzacji kredytów hipotecznych na nieruchomości prywatne lub komercyjne. Mogą być dzielone na transe o różnych cechach i różnej ekspozycji na ryzyko. Spośród innych rodzajów ABS wyróżnia je wyższe ryzyko przedterminowej spłaty kredytów bazowych. Ich historia sięga roku 1938, w którym założono „Fannie Mae” w celu obniżania barier dostępu do mieszkań i domów poprzez zapewnienie płynności na rynku kredytów hipotecznych. ■

**@RCHIWUM**  
MIĘSIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE  
WWW.GAZETA TREND.PL

# FESTIWALOWE LATO W POLSCE

Lato jest doskonałą porą na organizację festiwali muzycznych pod gołym niebem. Takie festiwale jak amerykański Summerfest, brytyjski Glastonbury Festival czy też duński Roskilde Festival na stałe wpisały się do harmonogramu letnich imprez. Jednak polscy melomani wcale nie muszą szukać muzycznych wrażeń za granicą.



DOROTA SIERAKOWSKA

O tym, że Polska przestaje być białą plamą na koncertowej mapie świata, świadczą coraz częstsze wizyty w naszym kraju artystów znanych na całym świecie. To właśnie muzyków z górnej światowej półki starają się przyciągnąć trzy polskie miasta: Gdynia, Kraków i Warszawa.

Trójmiejski Heineken Open'er Festival, odbywający się tradycyjnie w pierwszych dniach lipca, jest już marką samą w sobie. Na kilku scenach (w 2008 r. było ich aż siedem) swoje występy prezentują zespoły, reprezentujące przeróżne style muzyczne. W tym roku Open'er przyjął nieco alternatywny charakter – do głównych gwiazd festiwalu należą trip-hopowy Massive Attack, legenda grunge'u lat 90. – Pearl Jam, a także wschodząca gwiazda rocka alternatywnego – Kasabian.

Na mocne brzmienia postawili organizatorzy tegorocznego Coke Live Music Festival, którego największą atrakcją będzie występ brytyjskiej grupy Muse oraz amerykańskiego 30 Seconds To Mars – czyli przedsta-

wicieli szeroko pojętego rocka alternatywnego i progresywnego. Fanów muzyki elektronicznej przyciągnie występ prekursora big beatu – angielskiego zespołu The Chemical Brothers.

Coraz poważniejszą konkurencją dla powyższych festiwali staje się warszawski Orange Warsaw Festival. Ta organizowana przez TVN impreza ma za zadanie przyciągnąć szerokie rzesze melomanów dzięki różnym charakterom poszczególnych dni festiwalu – pierwszy ma być poświęcony muzyce alternatywnej, a drugi – muzyce popularnej, czego wyrazem jest zaproszenie kanadyjskiej artystki pop – Nelly Furtado.

W całości na muzykę alternatywną stawia organizowany od 2006 r. Off Festival, którego dyrektorem jest wokalista grupy Myslovitz – Artur Rojek. W tym roku po raz pierwszy miejscem festiwalu będą Katowice, a nie jak dotychczas Mysłowice. Impreza z zasady nie obfituje w gwiazdy światowej estrady – jej charakter mają budować zespoły grające muzykę alternatywną z całego świata.

Oczywiście festiwalowe lato nie byłoby

pełne bez dwóch legendarnych imprez polskiej sceny muzycznej – festiwalu w Jarocinie oraz Przystanku Woodstock. Ponad trzydziestoletnia tradycja tego pierwszego wiąże się nierozłącznie z polską muzyką rockową – widać to także po spisie tegorocznych wykonawców, wśród których dominują polskie brzmienia z niewieloma zagranicznymi przerywnikami (m.in. w postaci amerykańskiej grupy The Gossip).

Rockowe klimaty będą dominować także na tegorocznym Przystanku Woodstock, którego gwiazdą będzie m.in. amerykański Papa Roach. Według niektórych Przystanek Woodstock to festiwal, który należy przeżyć przynajmniej raz w życiu – i to niekoniecznie ze względu na tradycyjne błotne kąpiele jego uczestników.

Oczywiście powyższe festiwale stanowią jedynie część organizowanych latem wydarzeń muzycznych. Oprócz nich będzie można liczyć na cały szereg koncertów i innych wydarzeń kulturalnych, które będą dobrą okazją do kolekcjonowania muzycznych wrażeń. ■

# inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji

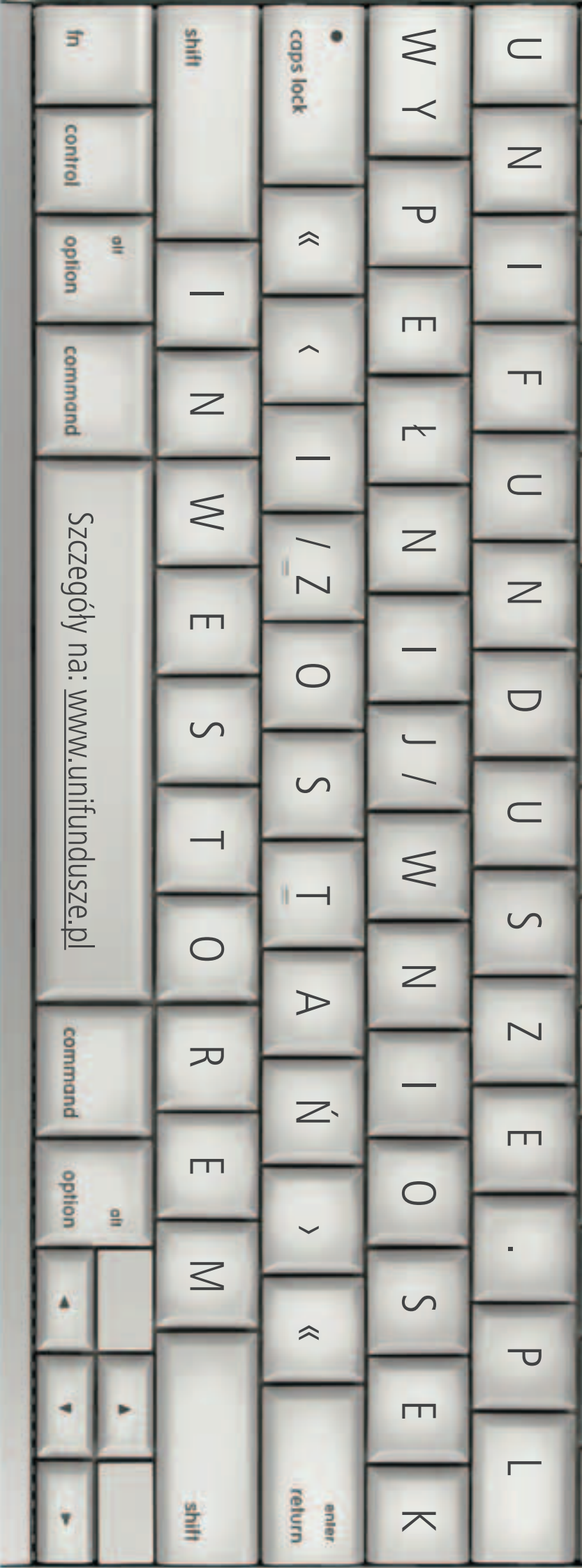


GIEŁDY  
AKCJE  
WALUTY  
FUNDUSZE  
BIZNES  
NIERUCHOMOŚCI  
SUROWCE  
KREDYTY  
PRZETARGI  
GOSPODARKA  
TECHNOLOGIE

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](http://www.inwestycje.pl/reklama) lub [reklama@inwestycje.pl](mailto:reklama@inwestycje.pl)



Szczegóły na: [www.unifundusze.pl](http://www.unifundusze.pl)

KLIKASZ – INWESTUJESZ  
BEZ OPŁAT