

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 1 (34) STYCZEŃ-LUTY 2012

Temat numeru

Co dalej z cenami nieruchomości?



Komentarze

**W obronie agencji
ratingowych**

Inwestycje

Złapał Kozak Tatarzyna
Indeksów przyjaźń z walutami

Gospodarka

**U progu
neuroekonomicznej
rewolucji**



Konkurs
krzyżówka str.46

Co miesiąc
do wygrania iPod





Pierwszy blog maklerski

Poblogujmy o inwestowaniu...

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

blogi.BOSSA.PL

BOŚ **DOM MAKLESKI**
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

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

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

Od redakcji



Ciekawy rok na rynku nieruchomości

Ceny mieszkań w 2012 r. będą spadać – taką tezę stawia większość analityków rynku nieruchomości w Polsce. Eksperti jednak zgodnie dodają, że skali zmian cen nieruchomości nie sposób przewidzieć ze względu na dużo czynników wpływających w 2012 r. na ten rynek, zarówno na stronę popytową, jak i podażową.

Faktycznie, obecnie mamy do czynienia z ważnymi zmianami na polskim rynku nieruchomości. Wygaszanie programu „Rodzina na swoim”, wejście w życie znolizowanej Rekomendacji S oraz ustawy deweloperskiej – te zmiany legislacyjne będą wpływać na ceny domów i mieszkań w równie dużym stopniu jak sytuacja rynkowa. A ta również będzie ciekawa: światowe spowolnienie gospodarcze uszczupliło portfele Polaków i wzmogło czujność banków, przez co kredyty hipoteczne stały się trudniej dostępne. Tymczasem deweloperzy mają w ofercie rekordową liczbę mieszkań i kuszą potencjalnych klientów promocjami. Czy zdecydują się na dalsze obniżki cen? Pokażą to najbliższe miesiące.

Jednak w pierwszym w tym roku wydaniu Trendu patrzymy na rynek nieruchomości nie tylko z perspektywy nabywcy/sprzedawcy lokum mieszkalnego, lecz także z perspektywy inwestora. W tekście „Grunto to zysk” postanowiliśmy przyjrzeć się bliżej raczkującemu jeszcze w Polsce rynkowi funduszy nieruchomości. Czy te instrumenty są bezpieczne? Czy można na nich zarobić? I wreszcie – czy będzie to dobra inwestycja w 2012 r.?

Zapraszam do lektury.

DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA



Znajdź nas
na facebook'u



TREND - miesięcznik o sztuce inwestowania

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
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania
Pl. Trzech Krzyży 16, II piętro; 00-499 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

PUBLIC RELATIONS MANAGER
Katarzyna Gruszka
katarzyna.gruszka@gazetatrend.pl

KOORDYNATOR W KRAKOWIE, DYSTRYBUCJA PRASY
Anna Sierakowska
anna.sierakowska@gazetatrend.pl

AUTORZY ARTYKUŁÓW

Mikołaj Atanasow
Michał Bienkowski
Bartosz Boniecki
Marta Czekaj
Piotr Dziadosz
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Mateusz Hojdysz
Marek Ignaszak
Dominik Jurczyński
Szczepan Kita
Marta Kozakiewicz
Piotr Kuczyński
Bartłomiej Kutyla
Piotr Murjas
Aleksandra Panek
Anna Patek
Tomasz Porada
Kamil Pruchnik
Maciej Pyka
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski
Jakub Szpringer
Michał Zębala
Michał Zieliński
Paweł Ziółkowski
Agnieszka Żmigrodzka

KOREKTA
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

REKLAMA
Jakub Domagalski
reklama@gazetatrend.pl
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA
Maciej Antoniewski
www.grafik-komputerowy.com.pl

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.

Wersja elektroniczna dostępna również na
www.gazetatrend.pl

DYSTRYBUCJA
Najlepsze uczelnie ekonomiczne w Polsce, instytucje finansowe, renomowane kawiarnie, restauracje i hotele. Szczegóły na stronie internetowej miesięcznika.

PRENUMERATA
Oferujemy prenumeratę dla firm. Zgłoszenia przyjmujemy pod adresem prenumarata@gazetatrend.pl

Wszystkie materiały chronione są prawem autorskim. Przedruk lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek formie i jakimkolwiek języku bez pisemnej zgody wydawcy jest zabronione

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ **DOM MAKLESKI**

Klub Inwestora
Szkola Główna Handlowa

Rok 2012 na polskim rynku nieruchomości



21



W obronie gencji ratingowych

W ostatnim czasie w prasie ekonomicznej dominowały artykuły przedstawiające trzy największe agencje ratingowe (Standard&Poor's, Fitch i Moody's) jako niszczycielskie maszyny, których celem jest sianie niepewności na rynkach. Po (domniemanym) spowodowaniu kryzysu subprime w 2007 roku, te trzy amerykańskie firmy miały realizować kolejny ambitny plan - dalsze pograżanie Europy w kryzysie zadłużenia, doprowadzając w efekcie do rozpadu strefy euro lub całej Unii Europejskiej.

17



U progu neuroekono- micznej rewolucji

Teoria ekonomii stoi u progu rewolucji. Rewolucji nadchodzącej z jakże nieoczekiwanej strony – neurobiologii i psychologii kognitywnej. Ekonomści zaczynają dobrać nam się już nie tylko do portfeli, ale i do mózgów.

36

PROJEKTY PATRONACKIE

- 5 **Wykalkuluj swoją karierę**
5 **Liczby miesiąca** - Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA

- 6 **Plus i Minus** - Paweł Ziółkowski
6 **Największe gospodarki w 2050 roku**
Paweł Ziółkowski
6 **Cytaty** - Mikołaj Atanasow
7 **Obniżka ratingu dziewięciu krajów strefy euro**
Paweł Ziółkowski

RING EKONOMICZNY

- 8 **Ring ekonomiczny**

WYWIAD

- 10 **Możliwe są dalsze obniżki cen mieszkań**
Dorota Sierakowska

Z ANALITYKIEM PRZY KAWIE

- 12 **Z Analitykiem przy kawie** - Anna Patek

KOMENTARZE

- 13 **Co słychać na Wall Street?**
Przez zagrożenia do dłuższej hossy?
Piotr Kuczyński
14 **Quo vadis Polsko?**
Bartłomiej Kutyla
16 **128% - rosyjska rewolucja**
Maciej Pyka
17 **W obronie agencji ratingowych**
Kamil Pruchnik
19 **Czy insider trading powinien być zakazany? - polemika**
Jakub Szpringer

TEMAT NUMERU

- 21 **Rok 2012 na polskim rynku nieruchomości**
Piotr Murjas
24 **Grun to Zysk** - Piotr Dziadosz

KARIERA

- 27 **Polacy podbijają Niemcy i Austrię** - Mateusz Hojdysz

3 NAJ...

- 29 **Trzy największe oferty publiczne na świecie w 2011 r.**
Michał Zębala

INWESTYCJE

- 30 **Ukraińska ekspansja na GPW** - Tomasz Porada
32 **Złapał Kozak Tatarzyna - indeksów przyjaźń z walutami**
Marcin Różowski

GOSPODARKA

- 34 **Poczta Polska – muzeum absurdu**
Marta Czekaj
36 **U progu neuroekonomicznej rewolucji** - Marek Ignaszak
38 **Rozwój w kulturze nieufności** - Marta Kozakiewicz

TREND SELECT

- 39 **PKO – Bank Przyszłości?**
Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

WŁASNA FIRMA

- 41 **Przedsiębiorczy klimat** - Damian Strzelczyk

INWESTOR PO GODZINACH

- 43 **Sport inwestorów? Golf, tenis, a może... Football amerykański?** - Dominik Jurczyński

RECENZJE

- 45 **Plan walki ze światową biedą** - Anna Grodecka
45 **Biblia finansów publicznych** - Marek Ignaszak
45 **Historie bez happy endu** - Dorota Sierakowska

Wykalkuluj swoją karierę

Wkraczając na rynek pracy, szybko orientujemy się, że wykształcenie to nie wszystko. Studia, dobre oceny w indeksie, czy dodatkowe fakultety - to solidna baza, jednak coraz większą wagę przy budowie kariery odgrywają inne zmienne. Kluczem do sukcesu jest ich poznanie i wprowadzenie w odpowiedniej proporcji do studenckiego życia. O jakich zmiennych mowa?

Zmienne P - macierze praktyk

Początki na rynku pracy bywają trudne. Choć posiadamy bogatą wiedzę, to dla pracodawcy nadal jesteśmy „czystą kartą” – osobami bez doświadczenia. Studenckie antidotum jest jedno – staże i praktyki. Wiele firm przygotowuje oferty dla studentów, co jest okazją do skonfrontowania akademickiej wiedzy z rzeczywistością. Oprócz praktycznych umiejętności, wartością dodaną staży jest możliwość poznania świata biznesu i budowy networkingu. Poza cenną siecią kontaktów, czas spędzony w firmie może także zaowocować konkretną ofertą pracy. „Prowadzone przez nas statystyki wskazują, że niemalże 50% laureatów „Grasz o staż” otrzymuje ofertę dalszej współpracy po zakończeniu stażu. Wnioskujemy, że wiele firm traktuje udział w konkursie i oferowany staż jako jeden z etapów rekrutacji.” – mówi Anna Łukawska, koordynator najstarszego konkursu na rynku akademickim.

Co więcej, czas studiów to idealny moment na eksperymentowanie. Jeśli mamy pomysł na nasze życie zawodowe, odbywanie praktyk z konkretnego obszaru może nam pokazać, czy nasz wybór jest trafny. Jednocześnie może być okazją do zarobienia pierwszych pieniędzy – tak jest w „Grasz o staż”, gdzie miesięczne wynagrodzenie za praktykę odbywaną w firmie wynosi minimum 2200 zł brutto.

Zmienne W - pomnóż swoją wiedzę

Chcesz zostać rekinem biznesu? Na bieżąco poszerzaj swoją wiedzę! Wiele renomowanych firm oferuje darmowe kursy i szkolenia nie tylko poszerzające merytoryczną wiedzę, ale również kompetencje miękkie, takie jak zdolność budowania zespołu, zarządzanie sobą w czasie, kreatywność czy asertywność. Wzmocnienie tych umiejętności będzie przydatne zarówno w życiu

zawodowym, jak i codziennym – w końcu organizacja własnej pracy, biorąc pod uwagę studia, kursy, działalność w organizacjach studenckich, to nie lada wyzwanie. Suma kursów i szkoleń pokaże przyszłemu pracodawcy chęć rozwoju i nauki, co może przełożyć się na zdobycie wymarzonej pracy.

Zmienne M - pierwiastek międzynarodowości

Któż z nas nie lubi podróżować? Okres studiów jest idealnym czasem na międzynarodowe wojaże. Obecnie można korzystać z wielu programów wymian studenckich, takich jak Erasmus czy Leonardo da Vinci. Tego typu wyjazdy pozwolą na wzmocnienie kompetencji językowych, poznanie wielu ludzi z różnych zakątków świata, a to doświadczenie będzie przydatne w pracy w międzynarodowej organizacji. Wymiana studencka może okazać się najciekawszym studenckim doświadczeniem, a jednocześnie dać wyraz naszej odwadze i zaradności. Zatem bilans jest zdecydowanie na plus!

Zmienne Z - potęga pasji i zainteresowań

Na sumę nas samych składają się także nasze zainteresowania i hobby – pracodawcy szukają pracowników z ludzką twarzą! Warto więc inwestować w pasję, bo potęgują one kreatywność, budują zaangażowanie, a przede wszystkim wpływają na równowagę pomiędzy życiem prywatnym, a nauką i pracą. „Rower to mój sposób na życie, sposób na odreagowanie stresu. Jazda w grupie uczy współpracy, a regularność treningów to klucz do samodyscypliny i wyznaczania sobie realnych celów.” – mówi Przemysław Lipiecki, laureat 11. edycji „Grasz o staż”, który pasjonuje się kolarstwem. Radzimy: wkładaj serce w to, co Cię interesuje, pokaż kim jesteś, a później zaprezentuj to w swoim CV!

Zmienne O - organizacje studenckie do potęgi kół naukowych

Równanie doświadczeń można uzupełnić o przynależność do organizacji studenckich czy kół naukowych. Tam poszerzamy wiedzę, ale również próbujemy swoich sił w zarządzaniu projektem, organizacji konferencji i spotkań, czy przygotowywaniu eventów. Oferta kół i organizacji jest na tyle szeroka, że na każdej uczelni znajdziemy coś dla siebie. Dodatkowo przynależność do takich stowarzyszeń owocuje ciekawymi znajomościami, które zapoczątkują w przyszłości.

Zmienne O oraz jej pochodne w postaci np. wolontariatu, jest bardzo istotna podczas budowy kariery, bowiem wskazuje na naszą proaktywność i zaangażowanie, które są cechami szczególnie pożądanymi na rynku pracy.

Zmienne K - konkursowe logarytmy

Inicjatywę i chęć rozwoju potwierdza także udział w dostępnych na rynku akademickim konkursach. Bez względu na ich wynik, masz szansę zdobyć cenne doświadczenie i spróbować sprostać wyzwaniu, a pierwiastek konkursowej rywalizacji może okazać się bezcennym doświadczeniem. „Wygrana w konkursie pozwoliła mi uwierzyć w siebie, dała możliwość rozwoju oraz nawiązania wielu ciekawych znajomości. Zawsze należy inwestować w siebie, a „Grasz o staż” to dobra inwestycja, która szybko się zwraca.” – tak udział w konkursie podsumowuje laureatka 14. edycji – Urszula Główna.

Jak widać, na udany start do kariery składa się wiele zmiennych, a od nas samych zależy, jaki będzie miał kształt, jakie wagi nadamy poszczególnym składnikom i jaki będzie efekt końcowy. Jedno jest pewne, aby dojść na szczyt i osiągnąć sukces, już teraz trzeba inwestować w siebie i z rozmysłem dobrać zmienne do naszego życiowego równania.



LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

- 1,4 mld USD wyniosły w 2011 roku dochody z produkcji opium w Afganistanie. Stanowi to 10% PKB Afganistanu.
- 25 ok. tyle procent kupionego jedzenia wyrzucają Europejczycy do kosza. Najczęściej powodem jest przegapienie terminu ważności.
- 18 dniowe opóźnienie w budowie stadionu PGE Arena będzie kosztować konsorcjum Hydrobudowa i Alpine Bau ok. 4,7 mln zł w związku z nałożoną karą.
- 45 mln USD zarobiła w roku 2011 30-letnia Gisele Bündchen, uzyskując tym samym tytuł najlepiej zarabiającej modelki na świecie. Kolejne miejsca zajęły Heidi Klum (20 mln USD) i Kate Moss (13,5 mln USD).
- 3000 sklepów Biedronka chce mieć w 2015 roku Jeronimo Martins. W roku 2011 liczba Biedronek wyniosła 1873.



NA PLUS

Złoty najsilniejszy od listopada

Mimo obniżenia ratingu aż dziewięciu krajom strefy euro, zarówno euro, jak i polska waluta zyskują na wartości. Jest to spowodowane faktem, iż obniżone notowania zostały już wcześniej zdyskontowane przez rynek i wszyscy spodziewali się prędzej czy później takiej decyzji. We wtorek (17.01) za wspólną walutę płacono zaledwie 4.37zł, co było najniższym poziomem od połowy listopada.

Kryzys obcy rynkowi gier komputerowych

Specjaliści od gier komputerowych nie mogą narzekać na obecnie panujący kryzys – ich branża rozwija się obecnie w dwucyfrowym tempie, zaś firmy toczą wielkie batalie w walce o najlepszych fachowców. Polskie firmy takie jak CD Projekt, Techland czy People Can Fly zamierzają zwiększyć zatrudnienie o kilkadziesiąt procent. Najbardziej poszukiwani są projektanci, programiści oraz animatorzy, lecz pracę znajdują również specjaliści od finansów, handlowcy, czy nawet windykatorzy. Płace wahają się w granicach od 3 do 7 tys. zł netto, choć nie jest to regułą. Pracownicy pracujący nad ostatnią częścią Wiedźmina zarabiali nawet kilkanaście tysięcy złotych.

Coraz bliżej wydobywania gazu łupkowego

Geologom udało się już wytypować obszary w północnej i wschodniej Polsce, na których znajdują się największe pokłady gazu łupkowego. Z badań wynika, że największe ilości znajdują się w okolicach Warszawy, Radomia i Elbląga – głównie na obszarach koncesyjnych należących do ExxonMobil. Wielkość zasobów będzie znana dopiero w ciągu kilku miesięcy. Ewentualne wydobywanie tych surowców umożliwiłoby Polsce zmniejszenie uzależnienia od importu, gdyż obecnie sprowadzamy aż 97% ropy i 90% gazu z Rosji.

**Największe gospodarki w 2050 roku**

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

Departament badań globalnych banku HSBC opublikował niedawno raport, który przewiduje prawdopodobny rozwój światowych gospodarek. Nikogo chyba nie dziwi, że na pierwszym miejscu znalazły się Chiny, które według banku w 2050 roku będą nosiły tytuł największej gospodarki na świecie, spychając tym samym obecnego lidera, Stany Zjednoczone, na drugą pozycję. Tuż za nimi uplasowały się Indie, które zanotowały skok o pięć pozycji w górę, zaś czwarte miejsce przypadło Japonii.

Do najszybciej rozwijających się krajów mają należeć takie państwa jak: Filipiny, Peru, Malezja, Egipt, Pakistan oraz Kolumbia.

Największym przegranym według raportu ma być zaś Europa, przeżywająca obecnie ciężkie czasy. Z „Wielkiej Piątki” wypadną zarówno gospodarki Wielkiej Brytanii, jak i Niemiec, zaś Włochy nie będą już dłużej należeć do grupy G8. Polska natomiast według rankingu uplasowała się na dwudziestym piątym miejscu, znajdując się bezpośrednio za Holandią i wyprzedzając o cztery pozycje gospodarkę Szwajcarii. ■

CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW

„Pierwsze półrocze będzie raczej słabe, a dopiero w drugim może być lepiej, ale pod warunkiem, że wcześniej poprawi się klimat na giełdzie. Generalnie jednak nie sądzę, by był to ciekawy rok dla rynku IPO.”

- Krzysztof Polak, dyrektor BM Alior Banku

„Ostatnie 4 lata nie były dla sektora funduszy inwestycyjnych łatwe. Jak u Hitchcocka: w 2008 zaczęło się od trzęsienia ziemi, a potem napięcie stopniowo rosło.”

- Adam Niewiński, prezes Xelion

„W Belgii w najbliższych miesiącach zostaną znacznie obniżone pensje szefów wielkich firm, w których większościowe udziały ma państwo.”

- minister ds. przedsiębiorstw państwowych, Paul Magnette

**Obniżka ratingu dziewięciu krajów strefy euro**

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

13 stycznia agencja S&P po raz kolejny obniżyła ratingi krajom należącym do strefy euro. Tym razem dostało się dziewięciu państwom, które według agencji utraciły dotychczasową wiarygodność kredytową. Należą do nich Włochy, Austria, Hiszpania, Portugalia, Słowacja, Słowenia, Cypr, Malta oraz Francja, która utraciła najwyższy (AAA) rating. Co ciekawe, o obniżce ratingu Francji pierwszy poinformował francuski minister finansów Francois Baroin, a nie sama agencja ratingowa.

Ostatnimi czasy wiele osób zastanawia się, czy wyżej omawiane obniżki ratingowe nie stały się swojego rodzaju symbolem panującego kryzysu oraz nic nieznaczącym gestem. Pomimo wielu wątpliwości faktem

pozostaje, że wiele funduszy inwestujących w papiery dłużne ma określone wymagania co do ratingów kupowanych produktów, w związku z czym obniżka wprowadzi pewne zmiany w obrocie kapitału oraz wzrost oprocentowania, jako premia za podejmowanie większego ryzyka.

Ponadto agencje Moody's i Fitch nie podzielają zdania kolegów po fachu i potwierdziły ostatnio najwyższy rating dla Francji. Co więcej, Fitch dodał, że nie zamierza w tym roku zmieniać ratingu Francji.

Rynki już wcześniej zdyskontowały możliwe obniżki. Większość indeksów w poniedziałek po ogłoszeniu obniżki ratingów zanotowała minimalne spadki: paryski CAC40 stracił nieco ponad 0.2%, zaś WIG20 stracił 0.6%. ■

„Polska gospodarka wciąż pozostaje „zieloną wyspą” na wzburzonym morzu. Stało się tak, ponieważ umiejętnie wykorzystaliśmy nasze atuty i mieliśmy kupę szczęścia. Na naszą korzyść działały też czynniki, które pierwotnie uznawaliśmy za wielkie porażki.”

- prof. Witold Orłowski, PwC

„Irlandia nie potrzebuje drugiego pakietu ratunkowego od Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego.”

- Enda Kenny, premier Irlandii

„Podwyższenie wymogów kapitałowych spowoduje, że banki działające w naszym rejonie mogą zostać zmuszone do ograniczenia kredytowania.”

- Mariusz Grendowicz, były prezes BRE Banku

„Mamy szansę, choć nie pewność, na podwyższenie ratingu przez chociaż jedną z agencji w tym roku.”

- Jacek Rostowski, minister finansów

„To nie jest dobra wiadomość, ale to nie jest katastrofa.”

- Francois Baroin, francuski minister finansów, po obniżeniu przez agencję Standard & Poor's ratingu 9 krajów strefy euro, w tym Francji



NA MINUS

Drogie paliwo pozostanie drogie

Obecna sytuacja na rynku paliwowym obserwowana przez zwykłego Kowalskiego może wywołać wielkie obawy. Od 1 stycznia rząd podniósł o 16gr podatki (akcyza i opłaty paliwowe), dostosowując się tym samym do wymogów Unii Europejskiej. Do tego dochodzą problemy związane z Iranem oraz groźby zablokowania cieśniny Ormuz, co przekłada się na kolejne sankcje wobec kraju oraz rosnące obawy. Wzrost cen paliwa do poziomu 6zł jest już tylko kwestią czasu i nic nie wskazuje na to, by w najbliższym czasie miał się on obniżyć.

Chińska gospodarka hamuje

Statystyki opublikowane przez chiński rząd wskazują, że druga największa gospodarka rozwijała się w czwartym kwartale w tempie 8.9% rocznie, co oznacza 1.5% wolniej niż w roku poprzednim. Jeśli weźmiemy pod uwagę sytuację Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro, wynik może wydawać się imponujący, lecz istnieją spore obawy inwestorów co do dalszego rozwoju. Inflacja w kraju jest bardzo wysoka, rynek nieruchomości przeżywa gorsze chwile, zaś ogromne inwestycje stymulujące gospodarkę nie przynoszą spodziewanych zysków – wszystkie te argumenty sprawiają, że część ekonomistów przewiduje dalsze spowolnienie chińskiej gospodarki.

Wydłużony czas sprzedaży mieszkań

O tym, że rynek nieruchomości przeżywa obecnie ciężkie czasy, wiemy nie od dziś. Niestety najnowsze badania wskazują, że czas niezbędny do sprzedania mieszkania wydłuża się cały czas. Powodem są ograniczenia dotyczące przyznawania kredytów przez banki. Mieszkania do 50 mkw sprzedają się w okresie 3-4 miesięcy, zaś najbardziej luksusowe penthousy na najwyższych piętrach potrafią czekać kilka lat na nowego nabywcę.

Ring ekonomiczny



PYTANIE:

Jak będą kształtować się ceny mieszkań w Polsce w 2012 r.?



Bartosz Turek

Analitik rynku nieruchomości,
Home Broker

Za rok przeciętne „cztery kąty” w dużym mieście będą o przeszło 4% tańsze niż dziś – przewidują doradcy Home Broker. Ograniczone możliwości zadłużania się Polaków negatywnie odbijają się szczególnie na dużych i drogich nieruchomościach. Rosnącą popularnością cieszyć się mogą za to tanie mieszkania deweloperskie i lokale w budynkach z „wielkiej płyty”.

Zamknięty już bilans roku 2011 był dla rodzimego rynku mieszkaniowego pozytywny. Przede wszystkim spadły ceny (w największych miastach o 5%). Jeśli dodamy do tego rosnące wynagrodzenia i zatrudnienie (wg GUS w listopadzie wzrosły one odpowiednio o 4,4 i 2,5%), nie powinien dziwić wzrost liczby zawieranych transakcji. Co prawda jego dynamika była pod koniec 2011 roku negatywna, ale zgodnie z szacunkami Home Broker w 2011 roku w największych miastach sprzedanych zostało kilkanaście procent więcej mieszkań używanych niż w 2010 roku.

W 2012 roku mieszkania powinny dalej tanieć. Prognoza doradców Home Broker na najbliższe 12 miesięcy sugeruje przecenę na poziomie 4,1%. Przemawia za tym fakt rekordowej podaży nowych mieszkań i rosnące stawki WIBOR. Warto zauważyć, że te argumenty przytacza rekordowy odsetek 84% doradców Home Broker spytanych w grudniu o przewidywania dla rynku w perspektywie kolej-

nych 12 miesięcy. Oznacza to, że jedynie 16% respondentów jest odmiennego zdania. Swoje prognozy argumentują faktem, iż w Polsce wciąż brakuje przeszło miliona mieszkań, aby zabezpieczyć podstawowe potrzeby ludności oraz rosnącymi płacami i zatrudnieniem.

W największym stopniu na przecenę będą narażone drogie nieruchomości np. domy w miastach i lokale o podwyższonym standardzie. Popyt na nie spadnie wprost proporcjonalnie do ograniczenia możliwości zadłużania się. Większą popularnością powinien za to cieszyć się przystępny cenowo segment mieszkań deweloperskich. Rosnąca konkurencja wymusza na tym rynku przecenę. Ponadto od kwietnia wzrośnie bezpieczeństwo zakupu nowego mieszkania, kiedy to w życie wejdzie ustawa o ochronie praw nabywcy mieszkania. Na popularności może też zyskać „wielka płyta”. Atutem betonowych bloków jest cena – w przeliczeniu na metr niższa o kilkanaście procent od średniej dla rynku wtórnego. Nie dość jednak, że każdy metr w „wielkiej płycie” jest tańszy, to i kupując mieszkanie w betonowym bloku, trzeba tych metrów kupić mniej. Przykład? Mieszkanie dwupokojowe w nowym budownictwie ma przeciętnie 52 m kw., w wielkiej płycie są to 43 metry. Nie można jednak zapomnieć, że wśród kupujących grupa osób unikających betonowych bloków jest spora i rośnie ona wraz z bogaceniem się polskiego społeczeństwa.

W kolejnym roku prym wciąż wieść powinny obecnie najpopularniejsze lokale dwupokojowe. W 2011 stanowiły one ponad połowę lokali, które znalazły nabywców. Większość respondentów uważa, że w 2012 roku popyt na dwa pokoje będzie jeszcze większy. Podobnie sytuacja powinna wyglądać w przypadku kawalerek, które w 2011 roku odpowiadały za 19,8% transakcji. W przypadku większych mieszkań doradcy Home Broker spodziewają się mniejszej popularności, co wiązać należy z obawami o spadek zdolności kredytowej Polaków. W efekcie duże mieszkania będą bardziej narażone na korektę cen.



Krzysztof Nowak

Analitik Emmerson SA

Na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy 2011 r. ceny mieszkań deweloperskich obniżyły się na siedmiu głównych rynkach mieszkaniowych w kraju. We Wrocławiu, Gdańsku i Krakowie obniżki wyniosły około 200 zł, sprowadzając średnie stawki do poziomu odpowiednio 6,4 tys. zł/mkw., 6,3 tys. zł/mkw. oraz 6,9 tys. zł/mkw. W Poznaniu na koniec grudnia za mkw. mieszkania z pierwszej ręki płacono przeciętnie 6,5 tys. zł/mkw., czyli około 150 zł mniej, niż jeszcze we wrześniu. W Warszawie cena zatrzymała się na poziomie 8,5 tys. zł/mkw. po spadku o niecałe 100 zł. W przypadku Łodzi i Katowic gdzie stawki lokali mieszkalnych z pierwszej ręki wyniosły na koniec 2011 r. odpowiednio 5,1 tys. zł/mkw. oraz 5,4 tys. zł/mkw. zniżki miały raczej symboliczny charakter, nie przekraczając 50 zł.

W najbliższej przyszłości należy spodziewać się dalszych spadków cen mieszkań deweloperskich. Taki rozwój sytuacji będzie efektem działania kilku czynników. Po pierwsze, należy zwrócić uwagę, że obecnie na rynku pierwotnym w większości miast znajduje się już podaż większa niż ta z czasów boomu na rynku nieruchomości w latach 2007 – 2008. Na koniec IV kwartału 2011 r. w wymienionych siedmiu miastach w ofercie deweloperów było dostępnych łącznie ponad 49 tysięcy lokali. Ponadto, zwłaszcza w pierwszych miesiącach bieżącego roku trzeba zakładać dalszy wzrost podaży nowych mieszkań. Będzie on rezultatem pośpiechu firm z branży, które będą chciały wprowadzić na rynek jak największą liczbę inwestycji jeszcze przed końcówką kwietnia, kiedy to w życie mają wejść

przepisy ustawy deweloperskiej narzucające dodatkowe wymagania na deweloperów. Poza tym trzeba wspomnieć o już obowiązujących zapisach rekomendacji S, które obniżają zdolność kredytową Polaków. Również spodziewane pogorszenie sytuacji gospodarczej związane z drugą falą kryzysu zapewne odbije się na większej skłonności Polaków do zaciskania pasa i przekładania wydatków, zwłaszcza tak dużych, jak zakup nowego M na później. W takiej sytuacji, aby znaleźć chętnych na mieszkania, deweloperzy będą musieli zejść z ceny. Wydaje się jednak, że należy spodziewać się raczej stopniowych obniżek niż gwałtownej przeceny.

Warto jednak zaznaczyć, że osoby, które zastanawiają się nad przeprowadzką do nowego lokum, już dzisiaj mogą znaleźć lokale w cenach znacznie niższych od rynkowych średnich. W Warszawie obecnie można spotkać projekty oferujące jednostki mieszkalne poniżej granicy 5 tys. zł za jeden mkw. powierzchni, z kolei w Krakowie i Wrocławiu nowe lokum można nabyć nawet za około 4 tys. zł/mkw.



Bernard Waszczyk

Analitik Open Finance

W ubiegłym roku liczony przez Open Finance i Home Broker indeks cen transakcyjnych spadł o 5 proc. Uwzględniając inflację, realny spadek wyniósł ponad 9 proc. Większa część przeceny dokonała się głównie w drugiej połowie roku i dopiero grudzień przyniósł lekkie wyhamowanie tej tendencji. Zanotowany w ostatnim miesiącu ubiegłego roku wzrost liczby transakcji, dzięki któremu indeks w skali miesiąca także lekko wzrósł, to jednak zjawisko o charakterze raczej jednorazowym. W mojej ocenie tę zwiększoną aktywność kupujących można wiązać z chęcią wyrobienia się z zakupem przez potencjalnych kredytobiorców przed wchodzącymi od 2012 roku w życie tymi zapisami znowelizowanej rekomendacji S, które w efekcie obecnie zasadniczo ograniczyły ich zdolność kredytową.

Jak pokazał przykład grudnia, sprzedający są na tyle wyczuleni, że wzrost popytu praktycznie od razu przekłada się na usztywnienie ich postawy. Trudno jednak oczekiwać, żeby najbliższe miesiące przyniosły kontynuację trendu wzrostowego liczby zawieranych transakcji, co nie będzie sprzyjać ewentualnym wzrostom cen mieszkań. Po pierwsze, początek roku to zwykle słabszy okres na rynku nieruchomości. Po drugie, ograniczenie zdolności kredytowej oraz inne niekorzystne z punktu widzenia potencjalnych kredytobiorców zmiany w ofercie banków, jak wycofanie kredytów walutowych, wzrost stawek WIBOR, na których bazuje oprocentowanie kredytów złotych czy zmniejszona dostępność programu Rodzina na Swoim, dodatkowo znacznie ograniczą potencjał popytu. Samo słowo „kryzys”, odmieniane teraz przez wszystkie przypadki, studzi zakupowy zapał, zwłaszcza w tak fundamentalnej kwestii, jaką jest kupno mieszkania, które trzeba przecież spłacać przez kilkadziesiąt lat.

Patrząc od drugiej strony rynku, mamy do czynienia z rekordowo wysoką podażą nowych mieszkań. Wg danych REAS, na koniec trzeciego kwartału ub.r. w sześciu największych polskich aglomeracjach w ofercie deweloperów znajdowało się blisko 50 tys. jednostek mieszkalnych. Przy utrzymującej się na tak wysokim poziomie podaży trudno oczekiwać wzrostu cen mieszkań. Dlatego spodziewam się, że prawdopodobnie pierwsze półrocze przyniesie dalszy, kilkuprocentowy spadek obliczanego przez nas indeksu. W wariantcie optymistycznym w drugiej połowie roku dotychczasowy spadek cen może zniwelować negatywne czynniki opisane powyżej, co mogłoby spowodować wzrost liczby potencjalnych nabywców i powstrzymanie dalszego spadku indeksu. W scenariuszu negatywnym, zakładającym wyraźne pogorszenie koniunktury gospodarczej, co rzutowałoby na rynek pracy w postaci zahamowania wzrostu wynagrodzeń i wzrostu bezrobocia, należałoby oczekiwać, że spadki będą dominować również w drugiej połowie roku.



Monika Orłowska

Koordinator Zespołu
ds. Analiz Sektorowych BGŻ S.A.

Rosnąca przewaga podaży nad popytem na nieruchomości mieszkaniowe przekłada się na wzrost konkurencji między przedsiębiorstwami deweloperskimi i nie daje podstaw do wzrostu cen mieszkań. Dodatkowo niestabilna sytuacja gospodarcza na świecie może skłaniać część potencjalnych zainteresowanych kupnem nieruchomości do odwołania decyzji w czasie. A zmniejszony regulacjami KNF popyt będzie wywierał presję na spadki cen.

Roczna dynamika cen mieszkań w latach 2010- 2011 raczej oscyluje wokół zera niż istotnie spada. W okresie I - III kw. 2011 r. przeciętne ceny transakcyjne 1 mkw. mieszkania spadły średnio o 1,5 % r/r (statystyki AMRON dla osiemnastu miast wojewódzkich). Jednocześnie o wyraźnym spadku cen możemy mówić w ujęciu realnym, czyli po uwzględnieniu rosnącej inflacji. W najbliższych kwartałach ceny pozostaną w trendzie spadkowym. Wpływać na to będzie przede wszystkim utrzymująca się nadpodaż nieruchomości mieszkalnych.

Zgodnie informacjami z raportu NBP w III kw. 2011 r. poziom zapasów kontraktów na budowę mieszkań wprowadzonych na rynek osiągnął rekordową wysokość prawie 50 tysięcy. Jednocześnie częściowo wysoką podaż nowych projektów można wiązać z vacatio legis (do 29.04.2012 r.) tzw. ustawy deweloperskiej. Deweloperzy będą zapewne chcieli jak najdłużej opóźnić przymus wprowadzenia tzw. rachunku powierniczego. W dłuższym terminie nowa regulacja może negatywnie wpłynąć na wielkość podaży oraz nieco zmienić strukturę przedsiębiorstw w branży, wzmacniając siłę dużych podmiotów.

Od strony popytu niepewna sytuacja gospodarcza na świecie, w tym również spowolnienie gospodarki krajowej, będzie dalej negatywnie oddziaływało na rynek nieruchomości. Utrzymywanie się negatywnej relacji kursu CHF/PLN w 2012 r. zwiększa ryzyko nasilenia się problemów z obsługą mieszkaniowych kredytów walutowych. Niepewność co do przyszłej koniunktury na rynku pracy, a przy tym zmiany regulacyjne w postaci wygaszania programu „Rodzina na swoim” oraz nowelizacji Rekomendacji S, będą w 2012 r. ograniczały popyt na mieszkania. Od 1 stycznia 2012 r. zdolność kredytowa powinna być obliczana przy założeniu 25-letniego okresu spłaty kredytu oraz z uwzględnieniem zmiany dochodów z chwilą przejścia kredytobiorcy na emeryturę. Dodatkowo, w przypadku kredytów walutowych suma spłacanych rat nie powinna przekroczyć 42% przychodów. Z sondy przeprowadzonej przez Open Finance wśród banków wynika, że zdolność kredytową stracić może nawet 15-20% klientów. Z drugiej strony w II połowie br. popyt na kredyt mieszkaniowy może się pojawić choćby z tytułu całkowitego wygaśnięcia programu „Rodzina na swoim” z końcem 2012 r.

W ostatnich dwóch latach obserwowaliśmy stopniowe nieznaczne nominalne spadki cen mieszkań. Kolejny 2012 r. dla sektora mieszkaniowego zapowiada się również mało optymistycznie. Raport NBP podaje, że operacyjny, przeciętny poziom marży deweloperskiej wynosi około 25-27% i przynosi on zadowalającą rentowność. Tym samym nawet przy utrzymaniu dodatniej rentowności inwestycji możliwy jest znaczny spadek nominalnych cen mieszkań. Jednak prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza w 2012 r. pozostaje niskie.

Możliwe są dalsze obniżki cen mieszkań

Wywiad z Hanną Augustyniak, ekspertem ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego

Dorota Sierakowska: Czy ceny mieszkań w 2012 r. będą dalej spadać?

Hanna Augustyniak: Zgodnie z danymi z bazy cen mieszkań BaRN, prowadzonej przez Narodowy Bank Polski, ceny mieszkań nie zmieniły się istotnie w ostatnich dwóch latach. Wszystkich zainteresowanych zachęcam do zapoznawania się z opracowaniami dotyczącymi cen mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce, tworzonymi przez analityków NBP, którzy w ramach poszerzania transparentności rynku regularnie prezentują je na stronie internetowej banku centralnego. Dostępny jest tam również arkusz kalkulacyjny z danymi z własnej bazy z poziomami cen ofertowych i transakcyjnych dla rynku pierwotnego i wtórnego oraz z cenami hedonicznymi, tj. wyznaczanymi z hedonicznego indeksu cen mieszkań. Wskaźnik ten odzwier-

Po raz pierwszy po II wojnie światowej mamy w Polsce sytuację, by kupujący miał tak duży wybór mieszkań do nabycia.

ciadla tzw. „czystą” zmianę ceny mieszkania, czyli z pominięciem jakości/struktury próby badawczej, która zaburza prawdziwą zmianę cen (np. jeśli w próbie pojawiają się nagle mieszkania luksusowe, drogie, cena średnia gwałtownie rośnie i odwrotnie w przypadku zarejestrowania większej puli mieszkań o niższym standardzie, tańszych). Nawiązując do danych NBP, wszystkie wskazywały raczej na stabilizację cen nominalnych, ewentualnie niewielki ich spadek w ostatnich dwóch latach. Natomiast biorąc pod uwagę wysoką inflację i rosnące oficjalne wynagrodzenia, zauważamy realne zmniejszenie cen. Procesy, które występują na rynkach mieszkaniowych największych miast w Polsce w 2012 r., można jedynie próbować przewidzieć na podstawie praw ekonomicznych. Będzie to poszukiwanie nowego stanu równowagi rynkowej przy słabszym oddziaływaniu czynników fundamentalnych (tj. demografia), wyższym poziomie stóp procentowych (dominacja wyżej oprocentowanego kredytu złotowego) i niższej skłonności banków do ryzyka (zawirowania na rynkach światowych). Wskazuje to na niższy poziom produkcji budowlanej i niższe ceny mieszkań.

DS: Czy obecnie mamy do czynienia z istotną nadpodażą mieszkań w Polsce?

W których miastach jest ona największa?

HA: Poziom zapasów mieszkań wprowadzonych na rynek w 6 największych miastach w Polsce, będących na różnym etapie budowy, tj. zarówno kontraktów na ich budowę we wstępnej fazie (tzw. dziur w ziemi), mieszkań w trakcie budowy lub lokali gotowych do zamieszkania, zgodnie z informacją REAS, pod koniec 2011 r. osiągnął rekordową wysokość prawie 50 tysięcy jednostek. Zwiększa to prawdopodobieństwo wystąpienia bardziej wyraźnych korekt cenowych. Największa ilość takich mieszkań jest w Warszawie, największym rynku mieszkaniowym w kraju, ale mieszkania czekają na nabywców również w Krakowie, Trójmieście, Wrocławiu, Poznaniu i Łodzi (kolejno wg ilości mieszkań oferowanych na rynku). Na rynku pierwotnym w ofercie istnieją głównie mieszkania większe (tj. powyżej 80 m kw.), budowane w innych warunkach, dostosowane

do inaczej zdefiniowanych potrzeb. Inwestycje te z reguły charakteryzujące się wyższymi cenami, mają obecnie niewielką szansę na sprzedaż z zakładanym wcześniej zyskiem. Pojawiają się jednocześnie nowe inwestycje, wykorzystujące tańsze czynniki produkcji budowlano-montażowej oraz ziemię, lepiej dopasowane do bieżących potrzeb i możliwości, które znajdują nabywców. Zapewne szybko znalazłby się chętni na kupno mieszkań, gdyby ich ceny były lepiej dostosowane do obecnych dochodów. Świadczy o tym chociażby odnotowany w III kw. 2011 r. w Warszawie wzrost liczby transakcji mieszkaniami o powierzchni użytkowej powyżej 80 m kw., będący efektem specjalnych obniżek cen dokonywanych przez deweloperów.

DS: Które mieszkania w ostatnim okresie taniały najbardziej - o jakiej powierzchni i jakiej lokalizacji?

HA: Aktualnie klienci mają spory wybór zarówno mieszkań tańszych, położonych na obrzeżach miast, jak i droższych, położonych bliżej centrum. Mogą oni nabyć mieszkania nowe, ale i starsze, np. w wielkiej płycie, dotychczas niżej cenione, za to lepiej położone, z istniejącą, dobrą infrastrukturą (tj. drogi, komunikacja, handel, oświata, zdrowie, kultura, itp.). Obecnie nabywcy przede wszystkim poszukują

mieszkań tanich, o czym świadczy wydłużający się czas sprzedaży. Wobec ograniczonych możliwości finansowania najlepiej, co nie znaczy szybko, sprzedają się mieszkania małe (tj. do 50 m kw.), tj. z niższą ceną całkowitą, w dobrej lokalizacji. Sytuacja ekonomiczna wymusza na nabywcach kupno mieszkań o powierzchni ok. 50 m kw. z maksymalną liczbą pokoi, czyli akceptację standardów z lat 70. W efekcie preferowane są dzielnice słabiej wyceniane przez rynek. Np. w Warszawie mieszkania usytuowane w prawobrzeżnej części miasta nadal są niżej wyceniane niż lokale znajdujące się w położonych po lewej stronie Wisły. Porównanie średnich cen mieszkań w poszczególnych dzielnicach do średniej ceny lokali w dzielnicy Śródmieście potwierdza utrzymanie się dotychczasowych trendów w zakresie atrakcyjności dzielnic - najbardziej niekorzystną lokalizację zachowały dzielnice: Białoleśka i Targówek (najniższe ceny), jednocześnie najwyżej wyceniano lokale mieszkalne w dzielnicach: Żoliborz i Mokotów.

Jednocześnie, biorąc pod uwagę zakończenie programu Rodzina na swoim, w drugiej połowie roku (ostatnia możliwość wykorzystania dopłat do odsetek do kredytów mieszkaniowych z tego tytułu), popyt może chwilowo się zwiększyć, podtrzymując jednocześnie wysokie ceny na rynku pierwotnym. Największą stabilizację wykazują natomiast ceny mieszkań na rynku wtórnym, czyli sprzedający nadal nie są skłonni dokonać obniżki cen do poziomu akceptowanego przez rynek. Być może sytuacja ekonomiczna w br. zmusi ich do korekty cen.

DS: W jakiej sytuacji są polscy deweloperzy? Czy można spodziewać się kolejnych upadłości tych podmiotów?

HA: Rośnie realizm deweloperów odnośnie możliwości kształtowania się cen mieszkań, o czym mówi zmniejszający się nieco wskaźnik

Sytuacja ekonomiczna wymusza na nabywcach kupno mieszkań o powierzchni ok. 50 m kw. z maksymalną liczbą pokoi, czyli akceptację standardów z lat 70.



Największą stabilizację wykazują ceny mieszkań na rynku wtórnym, czyli sprzedający nadal nie są skłonni dokonać obniżki cen do poziomu akceptowanego przez rynek. Być może sytuacja ekonomiczna w br. zmusi ich do korekty cen.

wysokości cen kontraktów mieszkaniowych po raz pierwszy wprowadzanych na rynek. Z kolei wskaźniki wyprzedzające, tj. wydane pozwolenia na budowę mieszkań oraz nowo rozpoczynane mieszkania wskazują na utrzymanie wolumenu produkcji w 2012 r. Wysokie ceny mieszkań oraz wysokie marże zachęcają deweloperów do rozpoczynania produkcji, mimo istniejącego ryzyka spadku cen bądź wydłużania się czasu sprzedaży. Należy jednak mieć na względzie, że marże deweloperskie zawarte w cenach mieszkań dotyczą całego, kilkuletniego okresu realizacji inwestycji i nie są stopami zwrotu. Deweloper korzysta zwykle z kapitału obcego i związanej z nim dźwigni finansowej, która jest czynnikiem zwiększającym stopę zwrotu. Z drugiej jednak strony ponosi on znaczne ryzyko związane z realizowaną inwestycją, które materializuje się we wzroście kosztów (wydłużenie czasu projektu, dodatkowe koszty wynikające z warunków zabudowy bądź sytuacji trudnych do przewidzenia) oraz braku możliwości sprzedaży po zaplanowanej cenie. Ryzyko takich sytuacji rośnie znacząco w warunkach gwałtownych szoków na rynku, tak jak notowano w ostatnim okresie w Polsce. Obserwowane przez nas zmniejszenie się rentowności firm deweloperskich przy jednoczesnej racjonalizacji kosztów jest skutkiem wzrostu nakładów przy spadku księgowej sprzedaży (wg obowiązującej rachunkowości MSR, jako sprzedaż można księgować jedynie mieszkania oddane do eksploatacji). Firmy deweloperskie nadal finansują się z przedpłat klientów, ale jednocześnie rośnie udział papierów komercyjnych. Chwilowo sektor ten oswaja się z zapisami nowej ustawy tzw. deweloperskiej, która wprowadza utworzenie otwartych i zamkniętych mieszkaniowych rachunków powierniczych, na których gromadzone będą środki

na budowę lokalu. W przypadku ogłoszenia upadłości dewelopera, środki zgromadzone na obowiązkowo utworzonych otwartych lub zamkniętych mieszkaniowych rachunkach powierniczych stanowić mają odrębną masę majątkową, z której w pierwszej kolejności zaspokajane będą roszczenia nabywców przyszłych nieruchomości. Powinno to ustrzec klientów przed utratą pieniędzy na skutek niewypłacalności dewelopera. Rozwiązania te nie zostały jeszcze sprawdzone w praktyce przez żadną ze stron (banki, deweloperów), co wpływa na wzrost ryzyka inwestycji mieszkaniowych. Pojawiają się już informacje o bankach skłonnych kredytować inwestycje mieszkaniowe, niemniej jednak proces wdrożenia ustawy wymaga czasu.

DS: Jak zmieni się rynek kredytów hipotecznych w tym roku? Czy utrudnienia w otrzymywaniu kredytów będą wyraźne, czy raczej tylko symboliczne?

HA: Banki, napotykać problemy z zabezpieczaniem portfela kredytowego, zwłaszcza wobec zacieśniania polityki nadzorczej, coraz ostrożniej podchodzą do udzielania nowych kredytów. W pierwszej kolejności praktycznie wyeliminowane zostały z rynku kredyty denominowane w walutach obcych, z niższym początkowym kosztem wejścia, a jednocześnie bardzo ryzykowne z punktu widzenia stabilności systemu bankowego. Pozostały zatem kredyty złotowe, zazwyczaj z oprocentowaniem zmiennym, istotnie zależnym od stopy WIBOR, która, choć wzrosła w ostatnich dniach, powinna z czasem zmaleć, dyskontując w miarę stabilną na tle Europy sytuację ekonomiczną. Pewne ożywienie kredytów złotych może pojawić się zwłaszcza w drugiej połowie roku w związku

z zakończeniem wspomnianego już programu Rodzina na swoim.

DS: Czy kupno mieszkania teraz jest dobrym pomysłem? Komu może się to opłacać, a komu nie?

HA: Nabycie mieszkania jest jednym z najważniejszych i największych wydatków konsumpcyjnych w trakcie życia gospodarstwa domowego. Po raz pierwszy po II wojnie światowej mamy w Polsce sytuację, by kupujący miał tak duży wybór mieszkań do nabycia. Decyzja o kupnie nieruchomości zawsze powinna być poprzedzona dogłębną analizą aktualnych potrzeb, możliwości oraz perspektyw rozwoju. Należy dokonać wyboru, czy lepiej w danym momencie kupić mieszkanie, czy też bezpieczniej i taniej je wynająć. Z drugiej strony inwestycja w nieruchomość zawsze była dobrym pomysłem na utrzymanie wartości oszczędności, ale (co ważne!) długoterminowo. Obserwujemy obecnie dużą liczbę nowych mieszkań z rynku wtórnego, zakupionych w celach inwestycyjnych w okresie boomu (2005-2007) i wystawionych na sprzedaż. Z trudem są one sprzedawane, gdyż rozbudowano w inwestorach oczekiwania nadmiernych zysków, niewspółmiernych do nakładów.

DS: Jakie czynniki makroekonomiczne będą w największym stopniu wpływać na ceny mieszkań w tym roku?

HA: Osobno należy analizować stronę popytową, czyli nabywców mieszkań wraz z systemem bankowym wspomagającym zakup, a osobno stronę podażową, czyli deweloperów. Dla klientów najważniejsza będzie kwestia stałych dochodów, czyli pracy, oraz dostępności kredytu (stopy procentowe, warunki kredytowania), natomiast dla producentów mieszkań, zgodnie z nową ustawą - dostępność kredytu (rachunek zamknięty lub otwarty), środków produkcji (materiały, robocizna, sprzęt), a przede wszystkim dobre prawo pozwalające budować według powszechnie obowiązujących zasad.

Istotnym czynnikiem nadal będzie sytuacja płynnościowa sektora finansowego. Luka finansowania sektora bankowego, liczona jako różnica pomiędzy depozytami a kredytami gospodarstw domowych, stale poszerza się od 2008 r. Rosną koszty finansowania po stronie banków, co przy stabilnych marżach (tak podpisywano umowy kredytowe) przekłada się na rosnące stopy procentowe złotych kredytów mieszkaniowych. Innym czynnikiem dotychczas bardzo silnie oddziałującym na sektor finansowy było osłabienie złotego, które wiązało się ze wzrostem ryzyka kredytowego. Skutki deprecjacji złotego są widoczne we wskaźnikach pogorszenia jakości kredytów. Dalsze utrzymywanie się niepewnej sytuacji ekonomicznej w strefie euro wpływa na słabszą ocenę polskiej gospodarki. ■

Z ANALITYKIEM PRZY KAWIE

Anna Patek: Co wg Pana opinii było najważniejszym wydarzeniem w 2011 r. dla rynków kapitałowych?

Adam Łukojć: Ubiegły rok obfitował w wydarzenia, które zostaną na długo zapamiętane, jak choćby „Arabska Wiosna Ludów” w Północnej Afryce czy trzęsienie ziemi w Japonii. Wybranie najważniejszego nie jest jednak trudne – moim zdaniem był nim wybuch kryzysu zadłużenia w strefie euro. Problemy Włoch i Hiszpanii miały skutki dla wszystkich klas aktywów: przeceśniły się obligacje tych państw, spadły ceny akcji (zwłaszcza w Europie), a euro osłabiło się względem dolara, franka i jena. Kryzys fiskalny zmusił rządy do oszczędności, co najprawdopodobniej doprowadzi do recesji w niektórych krajach Unii Europejskiej. Skutki utrzymujących się deficytów budżetowych na południu Europy były, i nadal będą, odczuwalne na całym świecie – i to odróżnia kryzys zadłużenia w strefie euro od innych wydarzeń 2011 roku. „Arabska Wiosna” i tsunami w Japonii były wydarzeniami lokalnymi, miały też krótkotrwały wpływ na rynki kapitałowe; natomiast europejskie problemy z długami będą oddziaływały na rynki kapitałowe przez lata.

AP: Jaką lekcję powinien wnieść inwestor z kryzysu zadłużenia w Unii Europejskiej?

AŁ: Problemy Grecji, Włoch i Hiszpanii uświadomiły inwestorom, że wspólna waluta nie oznacza tego samego poziomu ryzyka. Wydaje się to oczywiste, lecz zdaje się, że wielu inwestorów o tym zapomniało – przed wybuchem kryzysu rentowności obligacji np. Niemiec i Włoch były zbliżone. Druga lekcja jest związana z ryzykiem inwestowania w poszczególnych krajach. Najgorzej zachowywały się akcje w tych miejscach, gdzie finanse publiczne nie były poukładane. Na akcjach spółek włoskich można było stracić więcej niż na walorach emitentów z Niemiec. Stan finansów publicznych ma znaczenie nie tylko dla obligacji, lecz także dla akcji. To ważne, bo wydaje się, że wielu inwestorów ulega np. magii rynków wschodzących, zapominając o ocenie sytuacji fiskalnej.

AP: Czy coś zaskoczyło Pana w 2011 r. na plus?

AŁ: Miłą niespodzianką była odporność Stanów Zjednoczonych na rozwijającą się

Styczeń jest chyba najlepszym momentem, aby podsumować mijający rok i pokusić się o prognozy na nadchodzące 12 miesięcy. Z nowym zarządzającym w Skarbiec TFI, Adamem Łukojciem, porozmawiamy o tym, które z wydarzeń uważa za kluczowe w 2011 oraz jakie zagrożenia dostrzega na warszawskim parkiecie. Adam Łukojć posiada bogate doświadczenie na rynku kapitałowym, swoją ścieżkę kariery rozpoczął w consultingu i Domu Inwestycyjnym Nehrebetius S.A. Kolejno pracował na stanowisku doradcy inwestycyjnego i zarządzającego portfelem w Credit Suisse Asset Management. Posiada tytuły Chartered Financial Analyst (CFA), Chartered Alternative Investments Analyst (CAIA), Professional Risk Manager (PRM) oraz licencję doradcy inwestycyjnego (nr 229).

kryzys w Europie. Nowojorskie indeksy zakończyły rok praktycznie bez zmian, mimo dużych spadków w Europie, Japonii i na rynkach wschodzących. Jednocześnie amerykańskie obligacje okazały się bardzo dobrą inwestycją, mimo obaw o wzrost inflacji. Do tego wszystkiego doszło w roku, w którym po raz pierwszy stała się rzecz jeszcze niedawno nie do pomyślenia – jedna z największych agencji ratingowych obniżyła ocenę Stanów Zjednoczonych. Zachowanie rynków amerykańskich pokazuje, że w przypadku poluzowania polityki monetarnej nie ma co liczyć na przecenę na rynkach, nawet w przypadku eskalacji kryzysu fiskalnego. Jedną z najgorszych inwestycji okazuje się wtedy gotówka.

AP: Zarządza Pan subfunduszem Skarbiec Małych i Średnich Spółek. Jakie kluczowe czynniki ryzyka dostrzega Pan dla tego segmentu rynku w ciągu najbliższych 12 miesięcy?

AŁ: Czynniki ryzyka jest kilka. Po pierwsze, brak napływu nowych środków na warszawską giełdę. Inwestorzy indywidualni nie kupują jednostek uczestnictwa funduszy akcji, a wpłaty do OFE są mniejsze (do tego zaczynają się pojawiać pierwsze wypłaty). Brak nowych środków wpłacanych do polskich funduszy uderza zwłaszcza w małe i średnie spółki, bo – w przeciwieństwie do tych dużych – nie są one w spektrum inwestycyjnym zagranicznych inwestorów. Po drugie, spowolnienie, lub nawet recesja, w Europie Zachodniej. Nie tylko utrudni ono sprzedawanie produktów na zagranicznych rynkach, lecz także może zwiększyć konkurencję w Polsce, ponieważ zachodni producenci mogą chcieć lokować swoje produkty w naszym kraju. Małe i średnie przedsiębiorstwa są bardziej wrażliwe na sytuację za granicą niż większe spółki m.in. dlatego, że blue chips notowane w Warszawie to w dużej mierze banki i producenci energii.

AP: A zagrożenia dla całego warszawskiego parkietu? Co może mieć destrukcyjny wpływ na ceny akcji polskich spółek?

AŁ: Oprócz tych dwóch czynników ryzyka, o których mówiliśmy, problemem może być kryzys fiskalny w części krajów Unii Europejskiej. Nawet jeżeli polska gospodarka oprze się problemom na Zachodzie,

zagraniczni inwestorzy mogą wycofywać się z naszego kraju – po pierwsze dlatego, że będą zmieniać alokację w kierunku obligacji czy gotówki, po drugie dlatego, że Polska nie jest jeszcze uważana za najbezpieczniejsze miejsce do lokowania środków w czasie kryzysu, a po trzecie, zagraniczni inwestorzy mogą po prostu potrzebować środków zainwestowanych obecnie w Polsce (np. żeby spłacić długi lub poprawić sytuację kapitałową w banku).

AP: Kiedy (i czy w ogóle) możemy spodziewać się zmiany trendu korzystnej dla posiadaczy długich pozycji w akcjach?

AŁ: Czy w ogóle trend się zmieni – na tę część pytania łatwo jest odpowiedzieć: tak, zmieni się. Zawsze po okresie spadków dopada nas pesymizm, nie widzimy już nadziei dla rynków, poddajemy się. I po latach okazuje się, że wtedy był najlepszy czas na inwestowanie. W 2009 roku najwięcej zarobili ci, którzy nie uwierzyli w nadchodzący koniec świata (a przynajmniej koniec rynków akcji). Niestety, wielu inwestorów ma skłonność do poddawania się nastrojom, które są skutkiem minionych już wydarzeń. Oszczędzający wpłacają środki do funduszy akcji, ponieważ na akcjach zarobił sąsiad, szwagier czy kuzynka – czyli już po wzroście; wypłacają nie dlatego, że akcje są drogie, lecz dlatego, że był krach czy kryzys. Dane o napływach i odpływach z funduszy inwestycyjnych pokazują, że wielu inwestorów kupiło akcje wtedy, gdy były najdroższe, w okolicach szczytu hossy, i wycofało swoje środki, gdy indeksy były najniższe. Kiedy kupować, jeśli nie wtedy, gdy spółki są wyceniane bardzo tanio? Wskaźnik ceny do zysku dla wielu akcji, także rosnących przedsiębiorstw, jest poniżej 10. Prawdopodobieństwo tego, że wyceny będą znacznie niższe, wydaje się już niewielkie. Nasze spółki są tanie zwłaszcza dla inwestorów zagranicznych, po osłabieniu złotego. Niższe wyceny mogą powodować, że trend na rynku akcji odwróci się już w 2012 roku. Dodatkowo, kolejne programy poprawy płynności wprowadzane przez banki centralne – czyli, upraszczając, dodruk nowego pieniądza – mogą już w najbliższych miesiącach pomagać indeksom. Dlatego tym razem bądźmy szybsi od sąsiada: kupmy akcje przed nim. ■



CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

Przez zagrożenia do dłuższej hossy?

PIOTR KUCZYŃSKI

Pzelom roku jest często korzystny dla giełdowych byków. Tym razem też tak było. Pamiętać też trzeba, że gracze nauczyli się już, iż amerykański rynek akcji jest dużo silniejszy od europejskiego i dopóki dane makro nie zainicjują ich niepokoić, to tylko naprawdę poważne powody będą doprowadzać do przecen. Mamy do czynienia z prawdziwą desynchronizacją (decoupling) rynków Europy i USA. Oczywiście to jest rozłączenie do czasu, kiedy albo w Europie sytuacja się uspokoi, albo w USA pod wpływem Europy pogorszy.

W styczniu politycy europejscy bez przerwy się spotykali, dyskutując o sposobach rozwiązania kryzysu, rozpoczął się sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek i wszyscy czekali na kolejny szczyt UE (30. stycznia). Nic dziwnego, że indeksy rosły. W chwili pisania tego komentarza wzrosły już do poziomów z lipca 2011 roku, a nastroje nadal były „bycze”.

W 2012 roku widać również sporo innych problemów. Uważam, że groźny jest konflikt

Izrael – Iran. Politycy izraelscy wyraźnie i nie-dwuznacznie mówią o ataku na atomowe instalacje Iranu. Zakładam, że problemu nie da się rozwiązać metodami dyplomatycznymi i w 2012 lub 2013 roku do takiego ataku dojdzie. Gdyby tak się stało, to pierwszą reakcją rynków byłoby znaczne podniesienie ceny ropy i spadki indeksów.

Zagrożeniem jest według mnie też to, że w wielu krajach odbędzie się wybo-ry. W Grecji wygrać mogą politycy niechętni polityce oszczędnościowej Lucasa Papademos, obecnego premiera Grecji. Jeśli we Francji wygra François Hollande, to sytuacja może się bardzo zmienić. Hollande na razie jest niechętny ratowaniu zagrożonych krajów strefy euro. Trzecim zagrożeniem jest to, co dzieje się w Chinach. Od dawna analitycy ostrzegają, że mogą one być źródłem potencjalnych problemów. Problem, w tym, że chińskie zagrożenie jest widoczne od wielu lat, a kryzys się nie pojawia. Kiedyś musi światu zagrozić, ale nie musi to być wcale rok 2012.

Czwartym zagrożeniem, ale i nadzieją, jest kryzys strefy euro. Moim bazyowym scenariuszem jest to, że w roku

2012 dojdzie jeszcze do czegoś, co można będzie nazwać apogeum tej fazy kryzysu. Będzie to trwało do momentu, kiedy to ECB znajdzie rozwiązanie, dzięki któremu będzie mógł działać tak jak Fed czy Bank Anglii. Poinformuje, że będzie skupował bez ograniczeń obligacje zagrożonych państw strefy euro. Niemcy będą musieli się z takimi decyzjami pogodzić. Być może zresztą pojawi się inne, ale ekwiwalentne w skutkach rozwiązanie (zbudowanie ściany ochronnej naokoło Włoch, Hiszpanii i Francji).

Dzięki podjęciu takich decyzji ECB nie będzie musiał niczego drukować. Rynki finansowe nie mają w zwyczaju walczyć z bankami centralnymi, które mogą po prostu w komputerze dopisać zero na końcu swojego rachunku. Zawsze w takiej walce banki będą górą. Nie jest właściwe mówienie o przegranych banków w sytuacjach takich jak atak G. Sorosa na funta, bo to jest kompletnie inna sytuacja i każdy prawdziwy gracz giełdowy to rozumie.

Od momentu podjęcia takiej decyzji (lub podobnej, która wzniesie mury obronne wokół Włoch, Hiszpanii i Francji) hossa powróci na wszystkie parkiety. Najmocniej rosnąć będą ceny surowców. Zyskiwał też będzie kurs EUR/USD oraz nasz złoty. Okaże się, że recesji w strefie euro nie będzie, a w Polsce PKB wzrośnie o zdecydowanie więcej niż prognozowane w projekcie budżetu 2,5 procent. Za to wszystko zapłacimy (bez względu na to, czy ECB będzie, czy nie będzie drukował) dużą inflacją, ale zapewne jeszcze nie w 2012 roku.

To jest bazowy scenariusz, ale jest i inny. Na początku roku gracze wysyłali europejskim politykom niewłaściwe sygnały. Pokazywali, że wszystko jest w porządku i nic nowego nie trzeba zrobić. Teoretycznie to jest zły prognostyk na luty (po szczycie UE). Dlaczego teoretycznie? Dlatego, że nie wykluczam innego rozwiązania. Rynki będą nadal emanowały optymizmem, indeksy będą rosły, a wraz z nimi ceny surowców i kurs EUR/USD. To będzie trwało do marca- kwietnia. Wtedy to znowu pojawia się napięcie związane z lokowaniem potężnych emisji długu krajów strefy euro i banków. To zaś doprowadzi do kolejnego spazmu kryzysu i powrotu do scenariusza numer 1.

Inaczej mówiąc zamiast ostrej fazy kryzysu i decyzji o europejskim QE będziemy mieli gnienie i powtórne uderzenie niedźwiedzi za kilka miesięcy, kiedy sytuacja gospodarcza w Europie będzie zdecydowanie słabsza. Plusem byłoby to, że uderzenie nastąpiłoby na poziomach dużo wyższych niż obecnie. Który ze scenariuszy będzie realizowany? Może pojawi się jeszcze jakiś inny? Tego nie wie nikt, ale coś zakładać przecież trzeba. ■

Quo vadis Polsko?

Wobec ostatnich wydarzeń na rodzimej scenie politycznej, związanych z wystąpieniem ministra Sikorskiego w Berlinie i debatą na temat wsparcia unijnego funduszu ratunkowego dla zagrożonych krajów strefy euro, na nowo rozgorzała dyskusja na temat przyszłości Polski w Unii. Od lewej do prawej strony sceny politycznej dają się słyszeć różne sprzeczne głosy. Jedni mówią o zrzekaniu się suwerenności, drudzy o europejskiej solidarności i zagrożeniu Europą dwóch prędkości. Jak jest naprawdę? Dokąd zmierza Wspólnota Europejska, a wraz z nią nasz kraj? Czy Polska będzie współdecydowała o fundamentalnych zmianach, czy pozostanie mało znaczącym państwem, gdzieś na obrzeżach Unii?

BARTŁOMIEJ KUTYŁA

Dokładne naświetlenie tych kwestii wymaga ponownego spojrzenia na ostatnie wydarzenia na scenie politycznej naszego kontynentu. O czym zdecydowali przywódcy Unii na ostatnim szczycie w Brukseli? Wielu ekonomistów i polityków przychyliło się do opinii, że podjęte tam decyzje będą kluczowe dla przyszłości nie tylko strefy euro, ale także całej Unii oraz Europy. Liderzy państw, na czele z prezydentem Francji, Nicolasem Sarkozym, i kanclerzem Niemiec, Angelą Merkel, zgodzili się, że strefę euro należy chronić za wszelką cenę, a redukcja problemu zadłużenia wymaga daleko idących, bolesnych reform wraz z dokapitalizowaniem banków, a nie forsowaną emisją wspólnych euroobligacji, które byłyby konkurencją dla niemieckich i francuskich obligacji.

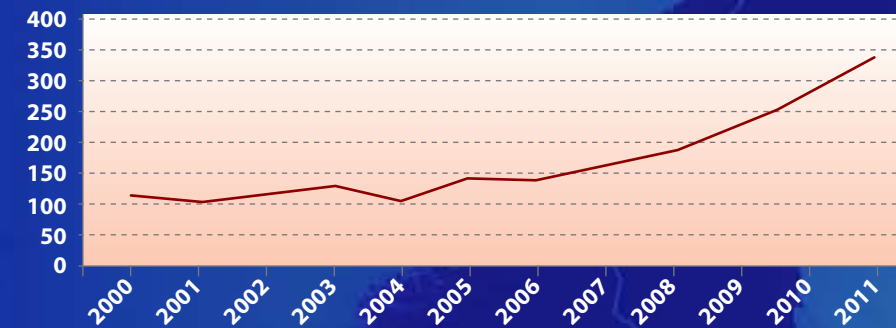
Wiele społeczeństw zadaje sobie pytanie, co by się stało gdyby jednak dopuszczono do upadku Grecji i w dalszej perspektywie do powrotu

krajów Unii do rodzimych walut. Takie rozwiązanie zyskuje coraz większe poparcie. Wydaje się, że rozpatrywanie wyłączenia tylko kraju Hellady z unii walutowej, bez dalszych presji na wyrzucenie kolejnych krajów z zaciskającą się na szyi pętlą długu wydaje się nierealne. Według ostatnich symulacji przeprowadzonych przez jeden z polskich banków, ING, opublikowanych w Gazecie Wyborczej, upadek wspólnej waluty pogrążyłby Europę w głębokiej recesji, połączonej z wysokim bezrobociem, w szczególności wśród ludzi młodych. Szacunki wskazują na przeciętnie 9-procentowy spadek PKB w krajach Wspólnoty i bezrobocie znacznie przekraczające 10% w pierwszym roku od zniknięcia euro. Najbardziej dotknięte byłyby oczywiście kraje z nieuporządkowanymi finansami publicznymi, które straciły zaufanie inwestorów, takie jak Grecja (ponad 13-proc. spadek PKB i 22% bezrobocie), Portugalia (-13% i 17%) oraz Hiszpania (-10% i 26%). Tylko kraje o silnych podstawach gospodarczych, takie jak Niemcy, a wraz z nimi i Polska, pokonałyby około 7-procentową recesję

relatywnie szybko, w ciągu 2 lat, a wzrost gospodarczy w Polsce powróciłby do poziomu 5% w 2016. Gorzej z bezrobociem, które w naszym kraju sięgnęłoby 17% w rok po upadku euro, czyli ponad dwa razy więcej niż u naszego zachodniego sąsiada. Reszta krajów, a w szczególności Hiszpania, Portugalia, czy Grecja, pogrążyłaby się w chaosie, a i ich PKB zmalałby w sumie o około 1/5, stawiając je na skraju wieloletniej dekonunktury i rozruchów wewnętrznych. Mimo że są to tylko mgliste analizy, czy w ich obliczu słowa ministra spraw zagranicznych Polski, mówiące o prawdopodobnej wojnie w Europie między bogatymi a biednymi nie wydają się zasadne? Czy nie powinniśmy jako odpowiedzialni Europejczycy zrobić wszystko co w naszej mocy, aby ustrzec nasz kontynent od tego zagrożenia?

Teraz przejdźmy do zagadnienia samego pakietu ratunkowego i polskiego wsparcia. Obecny rząd wraz z Narodowym Bankiem Polskim podjął niedawno decyzję o udzieleniu pożyczki dla MFW w wysokości 6 miliardów euro. Czy to dużo? Zgodnie z ustaleniami szczytu, kraje strefy mają w sumie wygospodarować 150 mld, a członkowie spoza niej: Polska, Dania, Czechy i Szwecja, zadeklarowali kolejne 50 mld. Te pieniądze posłużą podniesieniu aktywów Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej z 500 mld do 700 mld euro. Czy to wystarczy na uratowanie

Rezerwy walutowe NBP (w mld zł)



zagrożonych gospodarek? Czas pokaże. Część ekonomistów uważa, że dopiero podniesienie kapitałów funduszu do biliona euro zapewniłoby całkowitą odporność na ataki spekulantów, ale w czasach ostrych cięć wydatków publicznych zebranie takiej kwoty jest mało realne.

Decyzja o polskim wkładzie dla ratowania wspólnej waluty wzbudza wiele kontrowersji na scenie politycznej. W trakcie debaty padały argumenty prawicy, że nie powinniśmy wspomagać leniwych i bogatych Greków i Włochów kosztem naszych emerytów i wykorzystać ogromne rezerwy NBP na wsparcie inwestycji. Z drugiej strony, politycy lewicy uważają wsparcie UE za nasz traktatowy obowiązek. Na pewno należy odrzucić demagogiczne hasła o okradaniu Polaków kosztem bogatszych członków Wspólnoty. Po pierwsze, pieniądze te nie pochodzą z budżetu, tylko z rezerw NBP, które na dzień dzisiejszy sięgają 75 miliardów euro.¹ Do tego bank centralny ma do dyspozycji ponad 19 mld SDR (międzynarodowej jednostki pieniądza bezgotówkowego wykorzystywanej przez MFW), czyli około 23 mld euro elastycznej linii kredytowej, przyznawanej krajom o solidnej sytuacji fiskalnej i prowadzącym przewidywalną i odpowiedzialną politykę. W sumie daje to prawie 100 mld euro lub 126 mld dolarów, co klasyfikuje nas w pierwszej 20. wśród krajów świata. Dla porównania, nasz zachodni sąsiad posiada około 230 mld dolarów takich rezerw mimo 7-krotnie większego PKB, a chińskie rezerwy przekroczyły już 3,2 bln dolarów! Po drugie, pieniądze te i tak nie mogą być wydane na finansowanie wydatków budżetu państwa, gdyż rezerwy walutowe nie podlegają jurysdykcji władz rządowych, a służą zapewnieniu stabilizacji kursu walutowego. Zgodnie ze słowami zapisanymi na stronach NBP: „wysoki poziom rezerw umacnia wiarygodność kraju, dowodzi, że jest on solidnym partnerem w relacjach zewnętrznych, a bank centralny dysponuje odpowiednim zasobem walut, aby w razie potrzeby chronić wartość

własnego pieniądza”. Środki te i tak nie mogą być przeznaczone na łatanie budżetu bez poważnych konsekwencji dla sytuacji makroekonomicznej w kraju, gdyż jest to po prostu pośredni dodruk pieniądza, napędzający oczekiwania inflacyjne, ponadto zakazany przez konstytucję i zobowiązania traktatowe naszego kraju. Po trzecie, jest to pożyczka udzielona MFW, a nie bezzwrotna pomoc konkretnym państwom UE, co wielokrotnie podkreślał premier Tusk. Taki sposób przekazania tych pieniędzy zapewnia pełne bezpieczeństwo powierzonych środków, co potwierdzają słowa ministra Rostowskiego, że obecnie MFW to najpewniejszy kredytobiorca na świecie. Dopiero MFW pożyczycie te pieniądze zagrożonych krajom, które popadną w kryzys niewypłacalności.

Przechodząc natomiast do przyszłości Polski w Unii, musimy odwołać się do wzbudzających wiele kontrowersji słów ministra Sikorskiego na ostatniej konferencji w Berlinie o większej integracji oraz wzmocnieniu i centralizacji najważniejszych urzędów Wspólnoty na kształt Stanów Zjednoczonych Europy. Hasła te już od dawna krążyły na europejskich salonach. Minister poruszył kwestię połączenia stanowiska szefa Komisji Europejskiej i Przewodniczącego Rady Europejskiej, wzmocnienia integracji gospodarczej oraz większej roli Niemiec w inicjowaniu reform. Słowa Sikorskiego odbiły się pozytywnym echem na starym kontynencie i były szeroko chwalone. Politycy prawicy byli zbulwersowani tymi słowami i grozili obecnemu ministrowi Trybunałem Stanu. Natomiast lewica wraz z centrum poparła to wystąpienie jako odważne słowa europejskiego męża stanu, prezentujące myśli tkwiące od dłuższego czasu w głowach obywateli Europy. Istnieje oddolna potrzeba przełamania niemożności zbiurokratyzowanych instytucji europejskich i wprowadzenia silnego gospodarczego „rządu europejskiego”. Wszyscy zgadzają się, że wspólna waluta pretendująca do miana najważniejszej waluty świata nie będzie dobrze funkcjonować w obliczu tak znaczących różnic w polityce fiskalnej, z jakimi mamy do czynienia obecnie - Niemcy prowadziły zrównoważoną

i stabilną politykę budżetową, a kraje PIIGS wykorzystywały tani pieniądz, uodporniony na inflację, w celu finansowania rozdmuchanych wydatków publicznych. Kwestią sporną jest natomiast narzucenie wspólnej polityki fiskalnej, w tym ujednoliconych stawek podatkowych, czy wprowadzenie podatku bankowego. Zmiany te w opinii części polityków będą skutkować spadkiem konkurencyjności naszej gospodarki, której przewaga wynika głównie z niższych kosztów pracy niż na Zachodzie.

Nie ulega wątpliwości, że wobec powstających projektów kluczowych reform w UE, Polska staje przed możliwością o współdecydowaniu o ich kształcie. Wymaga to jednak wyzbycia się narodowych egoizmów, często ubranych pod płaszczyk złe rozumiane patriotyzmu i gloryfikacji dorobku historycznego. Takie hasła są szczególnie obserwowane z prawej strony sceny politycznej, która straszy nas wizją utraty niepodległości. Ponadto, mimo że przyłgnęło do nas miano „zielonej wyspy” - kraju który przoduje pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego na „starym kontynencie” - to wciąż jesteśmy silnie uzależnieni od krajów Zachodu, które są głównym dostarczycielem kapitału oraz odbiorcą naszego eksportu. Popyt konsumencki i sytuacja ekonomiczna w tych krajach silnie wpływają na rozwój gospodarczy u nas, więc kłopoty strefy euro gwałtownie uderzają w naszą gospodarkę z mniej więcej półrocznym opóźnieniem. Co więcej, zawirowanie związane ze wspólną walutą potęguje deprecjację złotego wobec głównych walut świata, co z jednej strony wzmacnia eksport, ale też powoduje wzrost cen dóbr importowanych i wzrost kosztów obsługi tańszych kredytów zagranicznych.

Podsumowując, sytuacja fiskalna Polski jest relatywnie dobra na tle państw Wspólnoty, ale to, czy będziemy kontynuować wzrost gospodarczy i doganiać zamożne kraje Unii, jest uzależnione od tego, czy strefa euro poradzi sobie z kryzysem zadłużenia. Po raz pierwszy w historii stajemy przed możliwością nadawania tonu zmianom na starym kontynencie i tylko od naszych polityków zależy wykorzystanie tej szansy. Przekazanie części suwerenności w imię silniejszej gospodarki Europy nie jest oznaką poddaństwa, a wyrazem stanu wyższej odpowiedzialności za sprawę europejskiej rodziny. Pamiętajmy, że kraje BRIC powróciły już na dynamiczną ścieżkę rozwoju i jeśli Europa ma pozostać liczącym się członkiem gospodarczego świata, musi uwolnić się od niepewności inwestorów i skierować się na drogę innowacyjności, a nie pogrążyć w recesji i niepokojach społecznych. ■

1. Rezerwy NBP dzięki efektywnemu zarządzaniu wzrosły z 9 mld zł w 1993 i 234 mld zł w listopadzie 2009 do prawie 338 mld zł w listopadzie 2011 roku.

128% - rosyjska rewolucja

Nie dalej niż na początku grudnia 2011 r.¹ przeczytałem w Newsweeku artykuł przedstawiający młodych Rosjan jako politycznie biernych, godzących się na patologię w swoim kraju, postrzegających się jako zachodnie społeczeństwo i generalnie zadowolonych z życia posiadaczy iPadów. Jednak po – delikatnie powiedziawszy – nierzetelnych wyborach z 4 grudnia, obywatele tego kraju wyruszyli na ulice, raz jeszcze pokazując tymczasowy charakter zarówno systemów politycznych, jak i wszelkich diagnoz społecznych.

MACIEJ PYKA

Z wyników ostatnich wyborów parlamentarnych chyba nikt w Rosji nie był zadowolony. Putin złożył się, że jego Jedna Rosja zdobyła tylko 48% (co stanowić może nawet pretekst do zmniejszenia roli Miedwiediewa, którego łatwo będzie oskarżyć o słaby rezultat), zaś opozycja od razu okrzyknęła głosowanie sfałszowanym. Pewnego rodzaju symbolem przekrętów przy urnach była transmisja państwowej telewizji, podczas której wyniki wszystkich uczestniczących partii sumowały się do 128%. Mógł to być jedynie błąd techniczny, jednak i bez tego fałszerstwa wyborcze były tym razem zbyt jaskrawe. W ich obliczu obywatele – zebrani w Moskwie na kilkudziesięciotysięcznych demonstracjach – zarzucili władzy wszystko, o czym po cichu mówiło się od dawna, a więc korupcję, defraudację i samowolę.

Niektórzy obserwatorzy przyrównują sytuację w Rosji do arabskiej wiosny ludów, jednak ciężko w tym stwierdzeniu znaleźć coś więcej niż kolejną odsłonę wiecznego pragnienia uproszczenia rzeczywistości. Po pierwsze, należy mieć świadomość, że chociaż sprzeciw wobec władzy da się z grubsza podciągnąć pod wspólne mianowniki blogera Aleksieja Nawalnego² i uwięzionego polityka Siergieja Udalцова³, to demonstranci dalecy są od jednolitego stanowiska czy też wizji kraju. Innymi słowy, podstawową słabością rosyjskiej opozycji pozostaje jej brak spójności. Wkrótce demonstranci będą musieli się zmierzyć z rosyjską zimą (której nawet Napoleon i Hitler nie dali rady), więc oburzenie może szybko się wypalić. Liderzy opozycji zaś nie osiągną kompromisu i po całej sprawie zostanie tylko trochę wpisów na antyrządowych blogach.

Co więcej, protesty miały miejsce przede wszystkim w Moskwie, co do której sami

Rosjanie twierdzą, że powinna być postrzegana inaczej niż reszta kraju. Prawdą jest, że internetowe happeningi przekształciły się w realne działania, jednak tego rodzaju sukces możliwy był właśnie w stolicy, która bardziej niż reszta kraju odpowiada zachodnim standardom rozwoju społecznego. Dla rządu protesty staną się zaś niebezpieczne dopiero wtedy, kiedy udzielą się mieszkańcom okręgów przemysłowych lub wiernym Kremlowi armiom urzędników.

Czy Putin może się więc czuć bezpiecznie? Nie, jeśli nie będzie w stanie uleczyć gospodarki rządzonego przez siebie państwa. W Moskwie strajkowała (relatywnie) zamożna klasa średnia, która na tyle zaspokoila swoje podstawowe potrzeby, że mogła się przerzucić na aspiracje wyższego rzędu – w tym wypadku reprezentowane przez marzenie o w pełni demokratycznym ustroju. Jednak ewentualny kryzys gospodarczy może zmobilizować nieporównywalnie większe tłumy. Wyraźne pogorszenie warunków życiowych było podstawowym motywem arabskich rewolucji; polityczne machlojki stanowiły jedynie katalizator oburzenia. Może przeciętny Rosjanin nie wznieci rewolucji w wyniku złego ratingu, jednak pewnie przemysł kilka spraw, jeżeli zauważy, że chociaż w telewizji premier (prezydent?) Putin wchodzi do sklepu i dekreduje, że kiełbasa powinna być tańsza, to w jego osiedlowych delikatesach cena wciąż rośnie.

Dodatkowo, prognozy dla gospodarki naszych wschodnich sąsiadów nie dają powodów do optymizmu. Co prawda jako kraj grupy BRIC Rosja wymieniana jest jednym tchem z Brazylią, Indiami i Chinami, jednak im bliżej przyglądam się temu państwu, tym mniej zaufania mam do zaproponowanej przez Goldman Sachs klasyfikacji. Rozwój Rosji może wyglądać nieźle na papierze, jednak pod tą powłoką można dostrzec kraj, którego gospodarka jest niemalże bezpośrednią pochodną cen gazu i ropy. Kiedy tylko nadchodzi kryzys i międzynarodowy popyt spada, nagle okazuje się, że mocarstwo jest na granicy bankructwa. Warto wspomnieć, że podczas pierwszej fali załamania gospodarczego spadki na moskiewskiej giełdzie były tak duże, że działalność tej instytucji

musiała zostać zawieszona. Co więcej, nawet w czasie prosperity hegemonia Kremla może upaść – niedawno okazało się, że USA ma wystarczająco dużo nietkniętych rezerw ropy naftowej, by stać się eksporterem netto, zaś Norwedzy odnaleźli podmorskie złoża, które raz jeszcze postawią ich przed pytaniem: na co wydawać? Nawet Unia Europejska, jeżeli tylko poradzi sobie z ekologami, będzie mogła stać się energetycznie niezależna dzięki pokładowi gazu łupkowego znajdującym się we Francji i w Polsce.

Jeżeli do powyższych spostrzeżeń dołączymy jeszcze spadającą populację, wciąż skandalicznie niskie standardy życia w wielu częściach kraju oraz utratę pozycji w regionie na rzecz Chin, to otrzymamy wizję bardzo niewesołej przyszłości dla Jednej Rosji. Innymi słowy, obecna administracja państwa nad Wołgą może za kilka lat upaść nie w wyniku wojny czy zamachu stanu, ale – podobnie, jak władze ZSRR – będzie musiała skapitulować w obliczu niewypłacalności.

Życzę Rosjanom, jak najlepiej, jednak ich droga do normalnej demokracji może okazać się wyjątkowo uciążliwą. Nasi wschodni sąsiedzi od zawsze przyzwyczajani byli do silnych rządów, nieważne czy chodziło o cara, pierwszego sekretarza partii, czy też charyzmatycznego premiera. Nie można porównywać do siebie realiów z wymienionych epok, jednak prawdą jest, że wyłania się z nich charakterystyczny rys kultu jednostki. Jeżeli rosyjska rewolucja ma odnieść sukces, całe społeczeństwo (a nie tylko demonstranci w Moskwie) muszą zrozumieć, że kiepska codzienność jest winą właśnie Kremla, a nie – jak wmawiano od czasów carskich – złych urzędników, których dobry ojciec narodu nie jest w stanie upilnować. Miejmy nadzieję, że tego rodzaju olśnienie nadejdzie, nim kryzys popchnie Rosjan ku radykalniejszym opcjom politycznym, które sprawią, że zażęsknimy za sympatycznym dżentelmenem, który ciągle nam groził, że odetnie gaz. ■

1. Newsweek Polska, nr 49/11

2. Autor antyrządowego blogu (nazywanego rosyjskim WikiLeaks), na którym demaskuje nadużycia dokonywane przez rosyjskie władze. W odpowiedzi na jego internetowe apele odbywają się kilkunasto tysięcy demonstracje.

3. Lider radykalnego Frontu Lewicy, został aresztowany 4 grudnia 2011, kiedy chciał wziąć udział w nielegalnej demonstracji przeciwko fałszerstwom wyborczym. W areszcie ogłosił głodówkę i trafił do szpitala.



W obronie agencji ratingowych

W ostatnim czasie w prasie ekonomicznej dominowały artykuły przedstawiające trzy największe agencje ratingowe (Standard&Poor's, Fitch i Moody's) jako niszczycielskie maszyny, których celem jest sianie niepewności na rynkach. Po (domniemanym) spowodowaniu kryzysu subprime w 2007 roku, te trzy amerykańskie firmy miały realizować kolejny ambitny plan - dalsze pograżanie Europy w kryzysie zadłużenia, doprowadzając w efekcie do rozpadu strefy euro lub całej Unii Europejskiej. Cel ów miał być osiągnięty za pomocą skoordynowanej akcji, polegającej na obniżce ratingów krajów członkowskich UE, co spowodowałoby wzrastającą nieufność wobec rządów oraz wzbudziłoby panikę na rynkach. Europa nie mogłaby rolować swojego zadłużenia poprzez emisję obligacji, a dodrukowywanie euro doprowadziłoby do „zniszczenia” euro jako środka płatniczego. Tymczasem prawda nie jest tak oczywista.

KAMIL PRUCHNIK

Jak to było z tym kryzysem subprime...

Prawdą jest, że agencje nie przewidziały kryzysu subprime z 2007 roku - co więcej, do ostatniej chwili podtrzymywały wysokie oceny nie tylko firmom, ale całym krajom¹.

Te błędne oceny doprowadziły do wielkiego zamieszania na samym początku załamania finansowego z 2007 roku. Należy jednak pamiętać o tym, że błędy w ocenach dokonywanych przez te instytucje wynikały m.in. z „mętnego” systemu

1. Na kilka dni przed rozpoczęciem kryzysu, Islandia jako kraj oraz wszystkie banki islandzkie miały jedne z najwyższych ratingów. Ostatni Kryzys Finansowy - Wybrane zagadnienia, K.Piecha, 2011.

rachunkowego², który pozwalał firmom na manipulowanie wynikami finansowymi. Agencje ratingowe dokonują oceny na podstawie informacji udzielanych dobrowolnie przez firmy, które zapłaciły za usługę publikacji ratingu - informacje te często były fałszowane (lub przekazywane były tylko wybiórczo pozytywne informacje o spółce lub kraju³). Działania agencji nie były jednak przyczyną kryzysu. Główne dwie globalne przyczyny kryzysu finansowego subprime to (po pierwsze) utrzymywanie zbyt niskich stóp procentowych i (po drugiej) presja polityczna na udzie-

2. Zrozumieć Kryzys Finansowy, J.B.Taylor, 2010.

3. Wielki Szort - Mechanizm Maszyny Zagłady, M.Lewis, 2011

lanie kredytów osobom bez odpowiedniej wiarygodności finansowej. Ten mix zachęcał obywateli oraz przedsiębiorstwa do nadmiernego zadłużania się, a w efekcie do nadmuchania kredytowej bańki, której pęknięcie doprowadziło do kryzysu bankowego. Nie należy jednak wymagać, aby agencje ratingowe (lub jakiekolwiek inne instytucje) były zdolne do przewidywania nadchodzących kryzysów - gdyż te, tak jak większość zjawisk społecznych są nie do przewidzenia.

Czy obecnie agencje dążą do zniszczenia strefy euro?

Przypisywanie agencjom ratingowym celu zniszczenie strefy euro również jest błędne.

W momencie gdy dany kraj prowadzi nieodpowiedzialną politykę fiskalną, doprowadzając do chronicznego deficytu budżetowego oraz wzrostu długu publicznego (kraje PIIGS), braku porozumienia przy ustalaniu budżetu (USA), naturalną kolejną rzeczą jest weryfikacja oceny. W tym przypadku rola agencji przypomina rolę lekarza, którego obowiązkiem jest informowanie pacjenta o tym, że trawi go śmiertelna

choroba, a jedynym sposobem na uzdrowienie go są bolesne zabiegi. W tym wypadku pacjentem jest kraj, chorobą jest zła sytuacja gospodarczo-finansowa, zabiegami -niepopularne reformy, a lekarzem - agencje ratingowe. Nie jest również prawdą, że w ostatnim czasie agencje obniżają oceny niezależnie od przeprowadzanych reform. Często przytaczany przykład Węgier jest tutaj błędny - wprawdzie kraj ten uruchomił szereg zmian, walcząc z kryzysem, jednak model węgierski okazał się błędny i stosowany na dłuższą metę może okazać się zabójczy dla gospodarki. Z kolei ostatnia zmiana oceny kredytowej (na pozytywną) Islandii - kraju określonego mianem pierwszego bankruta kryzysu bankowego z 2008 roku - wynika z poprawiających się wyników gospodarczych, uzyskanych dzięki ambitnie przeprowadzonym reformom⁴. Warto zaznaczyć, że ostatnie obniżki wynikają również ze zmiany polityki oceniania, jaką przyjęły agencje. Wyciągnęły lekcję z kryzysu z 2007 roku i zaczęły uważniej i surowiej wystawiać oceny. Na koniec należy również podkreślić fakt, że fiasko projektu strefy euro działałoby na niekorzyść praktycznie wszystkich.

Potrzebne zmiany

Obecny system nie jest idealny. Tak jak ambitne reformy są potrzebne zadłużonej Europie, tak odważne zmiany są potrzebne samym agencjom ratingowym. Należy zacząć od zmiany obecnych regulacji, które zlikwidują obecny kartel „wielkiej trójcy” i doprowadzą do zwiększenia konkurencji na rynku oceny wiarygodności kredytowej. Walka o klientów zmusiłaby agencje do oferowania lepszego produktu - czyli lepszej oceny badanego podmiotu. Zweryfikowany powinien zostać również model finansowania samych agencji - docelowo zminimalizowana zależność między emitentem obligacji a agencją. Wreszcie, oceny nie powinny być przyznawane tylko na podstawie matematycznego modelu, ale również na podstawie oceny eksperckiej. Nie należy jednak podkładać zbyt wielkich nadziei w skutkach tych zmian - oceny wiarygodności kredytowej to temat bardzo drażliwy. Praktycznie zawsze znajdzie się ktoś „pokrzywdzony” przez agencje, kto zarzuci im bezpodstawny „atak”. Można tylko dążyć do tego, aby oceny te były możliwie jak najuczciwiej wystawiane - i nie należy od agencji oczekiwać zdolności do przepowiadania przyszłości. ■

AUTOR JEST WSPÓŁPRACOWNIKIEM
FORUM OBYWATELSKIEGO ROZWOJU

4. Radość na północy: SeP podnosi rating Islandii, *Forsal*, 2011.



Przyznawanie ratingu – krok po kroku

Skąd potrzeba na agencje ratingowe?

Rynki kapitałowe są obecnie przeogromne. Inwestor chcący ulokować swój kapitał w papiery dłużne państw/przedsiębiorstw powinien skrupulatnie przeanalizować kondycję finansową danego podmiotu, zanim zdecyduje się zainwestować swoje pieniądze. Problem w tym, że przy obecnej liczbie podmiotów, w które mógłby zainwestować, a które powinien wcześniej szczegółowo przebadac, nie starczyłoby mu to życia. Właśnie ta potrzeba rynków finansowych (czyli wszystkich inwestorów) do uzyskiwania porównywalnej oceny ryzyka kredytowego dała początek agencjom ratingowym.

Czym jest agencja ratingowa i jak działa?

Agencja ratingowa to firma zajmująca się oceną wiarygodności kredytowej podmiotów pożyczających pieniądze (firmy oraz państwa). Dokonuje jej na podstawie danych uzyskiwanych od klienta - czyli podmiotu, który sam zgłosił się wcześniej do tej instytucji z prośbą o przyznanie ratingu. Klientem jest więc przykładowo firma, która chce wyemitować obligacje i liczy na to, że wysoka ocena zachęci inwestorów do ulokowania pieniędzy właśnie w tę spółkę. W wyniku oceny obligacjom przyznawany jest rating - czyli miara ryzyka związana z inwestycją w oceniane papiery dłużne. Metody wyliczenia danego ratingu nie są znane inwestorom - agencje wykorzystują skomplikowane modele finansowe do oceny ryzyka kredytowego. Oceny zazwyczaj są przyznawane w skali alfabetycznej (np. AAA oznaczającej stabilną sytuację badanego podmiotu - czyli niskie prawdopodobieństwo bankructwa/ niewywiązania się z finansowych zobowiązań). Im niższy rating, tym (w założeniu) mniej stabilna kondycja finansowa badanego podmiotu - czyli wyższe prawdopodobieństwo straty pieniędzy przez inwestora.

Wszystkie trzy główne agencje mają inne skale inwestycyjne.

Przykładowo Standar&Poors ma następującą:

Oceny inwestycyjne - pozytywne (podmioty, których - według oceny agencji - ryzyko jest na poziomie akceptowalnym):

AAA

AA

A

BBB

Oceny inwestycyjne - negatywne (podmioty, których - według oceny agencji - ryzyko jest na poziomie nieakceptowalnym):

BB

B

CCC

CC

C

... ale dlaczego wszyscy przejmują się tym, że akurat ta firma coś wyliczy?

Inwestorzy są bardzo wyczuleni na wystawiane przez agencje ratingi. Ich obniżenie (lub podniesienie) powoduje często skokowy odpływ inwestycji od danego podmiotu lub ich przyływ. Wiele rządów w Europie prawnie zakazuje funduszom inwestycyjnym typu OFE inwestować w podmioty, których ratingi są na poziomie śmieciowym (poniżej BBB). Obniżenie ratingu do poziomu śmieciowego powoduje nagły odpływ kapitału od podmiotu - może to w konsekwencji doprowadzić do utraty finansowej płynności, gdyż podmiot nie może wówczas rolować swojego zadłużenia poprzez dalszą emisję obligacji.

Czy insider trading powinien być zakazany? - polemika

JAKUB SZPRINGER

Od końca ubiegłego wieku wszystkie państwa, w jakich funkcjonuje rozwinięty rynek kapitałowy wprowadziły zakaz insider tradingu. Historia regulacji ścigania takich praktyk jest równocześnie historią poglądów sprzeciwiających się zasadności takich zakazów. W ten nurt wpisuje się również publikacja Czesława Martysza, która ukazała się na łamach Trendu nr 7 (32) Listopad 2011. Niniejszy artykuł jest próbą polemiki z poglądami wyrażonymi przez Autora, które przemawiają za legalizacją insider tradingu, starają się przekonać o braku szkodliwości tego zjawiska oraz wskazują na pozytywny wpływ transakcji insiderów na pracę pracowników emitenta czy nieuzasadnioną kosztowność ścigania tego zjawiska.



Nadużycie zaufania

Jedną z podstawowych (błędnych) tez prezentowanych przez Czesława Martysza jest, że podstawowe uzasadnienie zakazu insider tradingu wywodzi się z chęci bezwzględnego zapewnienia wszystkim osobom równego dostępu do informacji cenotwórczych. U podstaw stworzenia zakazu wykorzystywania informacji poufnych leżała przede wszystkim szczególna funkcja osób, które posiadają dostęp do tych informacji. I tak zakaz insider tradingu w świetle dyrektywy Unii Europejskiej nr 2003/6/WE¹ z dnia 28 stycznia 2003 r. powinien znajdować zastosowanie do osób, które takie informacje posiadają: z tytułu członkostwa w organach zarządzających lub nadzorczych emitenta, z tytułu posiadanego udziału w kapitale emitenta, z tytułu posiadanego dostępu do informacji poprzez zatrudnienie, wykonywanie swojego zawodu lub obowiązków lub z tytułu działalności przestępczej. Powyższy katalog składa się więc z dwóch grup osób, to jest osób posiadających bliskie relacje z emitentem (stąd pojęcie insidera) oraz osób, które informacje poufne posiadały na skutek działań przestępczych. W odniesieniu do osób, którym wrażliwe informacje zostały powierzone z uwagi na łączącą ich z emitentem relację, jej wykorzystanie dla osobistej korzyści stanowiłoby nadużycie stosunku powiernictwa. W tym samym znaczeniu, w jakim używanie dla wyłącznie prywatnej korzyści powierzonego mienia uznawane jest za nadużycie. Bowiem do czasu upublicznienia danej informacji to emitent jest wyłącznym dysponentem, „właścicielem” tej informacji. Tym większe uzasadnienie znajduje zakaz wobec osób, które uzyskały dostęp do informacji poufnych na skutek niezgodnych z prawem zachowań. Gdyby taki zakaz nie istniał, dochodziłoby do paradoksu, w jakim zachowanie (np. kradzież, naruszenie tajemnicy korespondencji, hacking, włamanie) będące środkiem do uzyskania i wykorzystania informacji niejawniej byłoby uznawane za nielegalne, ale już samo osiągnięcie tego celu w postaci zarobku byłoby w pełni legalne.

Asymetria informacji

Legalizacja insider tradingu oznaczałaby równocześnie przyzwolenie na wystąpienie asymetrii informacji wykraczającej daleko poza krąg insiderów. Osoby z kręgu insiderów miałyby możliwość zgodnego z prawem przekazywania informacji osobom trzecim, które to osoby mogłyby tę informację wykorzystać z korzyścią dla siebie oraz przekazać osobom kolejnym. Doprowadziłoby to do sytuacji, w której powstawałby niejawni, „trzeci obieg” informacji cenotwórczych. Dla przypomnienia warto wskazać, że występowanie asymetrii informacji oznacza, że część uczestników rynku znajduje się w posiadaniu istotnych informacji mających wpływ na ceny kształtujące się na rynku, a część z nich uzyskuje je z pewnym

1. Dz. U. UE L 96/2003 z późn. zmianami.

opóźnieniem. Asymetria informacji prowadzi z kolei do powstania zjawiska negatywnej selekcji. Działając w warunkach asymetrii informacji, lepiej poinformowani uczestnicy rynku oferujący instrumenty o niższej wartości niż wskazywałyby na to kurs akcji (nieskorygowany jeszcze negatywną informacją poufną), wypierają transakcje na innych instrumentach finansowych, uniemożliwiając tym samym innym osobom dokonanie transakcji, która byłaby korzystna dla tej drugiej strony. Z kolei inwestorzy, mając świadomość istnienia takiej asymetrii, będą z większą rezerwą podchodzić do podejmowania decyzji inwestycyjnych, co utrudni między innymi sprzedaż instrumentów, których kurs odzwierciedla ich aktualną wartość.

Hazard moralny

W ocenie Czesława Martysza legalizacja insider tradingu stanowiłaby bodziec motywujący dla zarządzających oraz pracowników emitenta. Takie stwierdzenie mogłoby być prawdziwe w idealnym świecie, gdzie złe wiadomości nie istnieją, a wzrost kursu akcji może być jedynie efektem wysiłku zarządzających spółką. Legalizacja insider tradingu w oczywisty sposób pozwalałaby insiderom - w przypadku gdy informacja poufna zwiastuje spadek cen akcji - na wyjście z inwestycji po korzystniejszym kursie niż pozostałym inwestorom. Przypominałoby to sytuację, w jakiej kapitan opuszcza tonący statek jako pierwszy. Ponadto nie należy zapominać, że informacje poufne nierzadko dotyczą okoliczności pozostających poza zasięgiem osób związanych z emitentem - np. spółka wydobywczą odkrywa przypadkowo nowe złoża. Tytuł do zdyskontowania wzrostu kursu akcji w takich sytuacjach przez insiderów jest żaden.

W tym miejscu trzeba przypomnieć, że zakaz insider tradingu nie stanowi zakazu obrotu przez insiderów akcjami emitenta w ogóle, a tym bardziej nie jest to zakaz osiągnięcia zysków na obrocie tymi akcjami. Zakaz insider tradingu to zakaz wykorzystania informacji jedynie w okresie między wejściem przez insidera w posiadanie informacji poufnej a momentem upublicznienia tej informacji. Oznacza to, że insider, który był właścicielem akcji jeszcze przed wejściem w posiadanie informacji poufnej, będzie mógł te akcje sprzedać po tym, jak informacja poufna zostanie upubliczniona. Insider trading polega w praktyce na transakcji nabycia akcji dopiero po wejściu insidera w posiadanie informacji poufnych, tak aby zrealizować spekulacyjny zysk już po przekazaniu informacji poufnych do publicznej wiadomości. W świetle powyższego należy zaryzykować stwierdzenie, że zakaz insider tradingu stanowi tak naprawdę wyraz nagrodzenia tych pracowników emitenta, którzy swój kapitał „zawierzyli” spółce, nabywając zawczasu pakiet akcji ponad tych pracowników, dla których przypływ nagłej „wiary” w spółkę wywołany jest wyłącznie

uzyskaniem niejawnej wiedzy. Autor artykułu, z którym polemizuję, sugeruje, że przyzwolenie na insider trading może być dokonane z myślą zwiększenia zaangażowania pracowników w spółkę, jednak ten cel wydają się w sposób dostateczny spełniać programy pracownicze i menadżerskie skierowane do pracowników i kadry zarządzającej emitenta, dzięki którym osoby te mogą nabyć akcje spółki po preferencyjnych cenach przy jednoczesnym zobowiązaniu się do ich niezbywania przez określony czas. Takie programy pozwalają dodatkowo zmotywować pracowników do działalności mającej na celu wzrost wartości firmy w długim okresie, nie rodząc jednocześnie pokusy do nadużyć.

Autor słusznie dostrzega, że legalizacja insider tradingu wiąże się z potencjalnym ryzykiem powstania hazardu moralnego, tj. sytuacji, w jakiej pracownicy emitenta mogliby czerpać zyski przez działanie na niekorzyść interesu spółki. Stanowisko wskazujące na to, iż obawy o wystąpienie tego rodzaju konfliktów interesu są nieuzasadnione, opiera się na przyjęciu, że uzyskanie przez pracownika spółki spekulacyjnego zysku na spadku akcji spółki na skutek działań sabotujących w długim terminie także dla tego pracownika okazałoby się nieopłacalne. W pełni należy zgodzić się z samą tezą o nieroztropności takiego postępowania. Niestety przyjęcie, iż w praktyce dalekowzroczność zwycięży nad pokusą osiągnięcia doraźnego zysku lub - mówiąc bardziej dosadnie - że rozsądek zwycięży nad chciwością, każdej osobie posiadającej choćby powierzchowną znajomość natury ludzkiej powinno wydać się wątpliwe.

Przejrzystość rynku

Nie trzeba szukać daleko, aby znaleźć ilustracje ukazujące, jaką opinią cieszy się rynek kapitałowy. Symboliczne jest to, że ruchy Oburzonych na całym świecie jako jeden z zasadniczych punktów manifestacji obrały budynki giełd. Zaskakująco podobne zjawisko obrazuje także reakcja na exposé premiera, który zapowiedział wprowadzenie podatku od kopalin oraz w efekcie spadek kursu KGHM. Oburzenie wywołało już samo podejrzenie, że ktoś mógł zarobić, znając wcześniej te wrażliwe informacje. Dwa powyższe przykłady pokazują, iż rynek kapitałowy w powszechnym odczuciu często odbierany jest jako nieczytelny, wręcz z góry podejrzany i stanowiący pole do nadużyć dla mitycznej „elity rynku finansowego” oraz osób, które posiadają dostęp do wrażliwych informacji. Oczywiście tak zarysowany obraz obrotu giełdowego jest rażąco niesprawiedliwy. Jednak takie poglądy powinny jednocześnie uzmysławiać, że zaufanie do rynku, jego renoma, nie są czymś z góry danym i powinny być pielęgnowane. Rynek giełdowy natomiast nie będzie mógł cieszyć się zaufaniem, o ile nie zostanie zapewniona przezroczystość obrotu. Zapewnieniu tej przejrzystości służą

między innymi narzędzia takie jak dobrowolnie przyjmowane przez emitentów zasady corporate governance, w tym w szczególności reguły dotyczące standardów nadzoru korporacyjnego i relacji z inwestorami. Temu służą przepisy regulujące obowiązki informacyjne. Temu wreszcie służy także zakaz insider tradingu pozwalający inwestorom na zdobycie przekonania, że każdy uczestnik rynku posiada równe szanse.

Koszty przeciwdziałania > koszt legalizacji?

W twierdzeniach Czesława Martysza można dostrzec pogląd, iż za legalizacją insider tradingu przemawiają znaczne koszty przeciwdziałania temu zjawisku, zwłaszcza w kontekście tego, iż zjawisko to nie może zostać wyeliminowane. Konsekwentne stosowanie takich argumentów mogłoby doprowadzić do niebezpiecznych i nieodpowiedzialnych wniosków. Bowiem niestety żadne negatywne zachowanie ludzkie ścigane przez państwo nie zostanie w całości zlikwidowane. A jednocześnie każdy przejaw zwalczania tych zjawisk łączy się z kosztami po stronie państwa. Jednak nie można uznać, że kosztowność wymiaru sprawiedliwości jest wystarczającym powodem, aby nie piętnować zachowań ocenianych negatywnie. Alternatywą są bowiem np. społeczne koszty tych negatywnych zjawisk, które nie zawsze mogą zostać wyrażone w pieniądzu.

Granice ścigania

Mając powyższe na uwadze, nie podzielam argumentacji przedstawionej przez Autora, mającej przemawiać za niecelowością - co do zasady - zakazu insider tradingu. Jednak w części podzielam sugestię Autora co do częściowej liberalizacji karalności insider tradingu - przynajmniej w stosunku do obecnego stanu prawnego. Obecnie polskie przepisy karne uznają za przestępstwo wykorzystywanie oraz ujawnianie informacji poufnych nie tylko przez osoby z kręgu osób zakreślonych dyrektywą UE nr 2003/6/WE, ale także przez każdą osobę, która weszła w posiadanie informacji poufnej w inny sposób niż ze względu na powiązania z emitentem lub na skutek działalności niezgodnej z prawem². W praktyce zatem przestępstwem na gruncie polskiego prawa jest wykorzystanie informacji poufnej przez osobę, która przez przypadek weszła w posiadanie takiej informacji. Biorąc pod uwagę przytoczone powyżej argumenty, wydaje się, że karalność zachowań takich osób nie posiada swojego odzwierciedlenia w żadnej normie etycznej. Zwrócić warto także uwagę, iż w tym zakresie polski prawodawca poszedł - zupełnie zbytecznie - o krok dalej niż ustawodawca unijny w dyrektywie nr 2003/6/WE. ■

2. por. art. 180 oraz art. 181 w związku z art. 156 ust. 1 pkt 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. nr 183 poz. 1538 z późn. zmianami).

Rok 2012 na polskim rynku nieruchomości

Każdy marzy o swoich własnych czterech ścianach. Niestety dla większości ludzi wizja zakupu nowego mieszkania to tylko marzenie, dlatego szukamy mieszkania na rynku wtórnym. Ceny mieszkań na tym rynku są przedmiotem zainteresowania wielu Polaków.

PIOTR MURJAS

Największe znaczenie dla kondycji branży nieruchomości będzie miała sytuacja makroekonomiczna Polski oraz to, jak Unia Europejska poradzi sobie z kolejną fazą kryzysu. Pamiętamy jeszcze nie tak dawny boom na tym rynku - dynamiczne wzrosty cen, których tempo przyprawiało o zawrót głowy. Jednak rynek nieruchomości dostosowuje się do podstawowych praw w ekonomii - popytu i podaży i musi dostosować cenę do warunków panujących na naszym rodzimym rynku.

Rynek mieszkaniowy - istotne zmiany

Rok 2011 upłynął pod znakiem ograniczonego popytu i spadku cen mieszkań, a nadchodzący rok 2012 nie wróży zmian na lepsze. Koniec roku to przede wszystkim zmiany, które mogą okazać się bardzo istotne dla przyszłych klientów, deweloperów i biur nieruchomości. Do najważniejszych z nich możemy zaliczyć¹:

- wygaszanie programu „Rodzina na swoim”;
- wejście w życie znowelizowanej rekomendacji S - nakazującej liczenie zdolności kredytowej dla maksymalnie 25-letniego okresu spłaty kredytu; przeprowadza również zmianę w wysokości wskaźnika DTI, czyli wysokości sumy rat zaciągniętych pożyczek w stosunku do osiągniętych dochodów. Wskaźnik ten wyniesie dla kredytów walutowych 42%, a nie jak dotychczas 50%. Szacuje się, że nowa rekomendacja wpłynie na zmniejszenie zdolności kredytowej kredytobiorców o kilka, maksymalnie kilkanaście procent;
- wejście w życie z dniem 29 kwietnia 2012 roku tzw. ustawy deweloperskiej - celem tej ustawy jest zapewnienie jak najpełniejszej ochrony klientom firm deweloperskich i ograniczenie ryzyka związanego z zakupem nieruchomości na rynku pierwotnym. Niektóre przepisy nowej ustawy można uznać za rewolucyjne, ponieważ istotnie zmieniają one obowiązujący dotychczas sposób nabywania nieruchomości od deweloperów. Nowością tej ustawy jest definicja umowy deweloperskiej oraz szereg nowych zobowiązań nałożonych na deweloperów, tj. konieczność założenia

rachunku powierniczego dla każdej realizowanej inwestycji, na którym będą kumulowały się wpłaty klientów - ma to na celu zabezpieczenie interesów nabywców mieszkań w przypadku upadłości dewelopera; innym obowiązkiem jest dostarczenie każdemu klientowi prospektu informacyjnego, który ma zawierać istotne informacje na temat realizowanej inwestycji, nabywanego mieszkania, bądź domu oraz informacje na temat sytuacji finansowej dewelopera.

Wprowadzenie powyższych przepisów jest bardzo potrzebne dla zapewnienia lepszej

ochrony nabywcom nowych mieszkań i domów. Obie zmiany prawne zostały krytycznie przyjęte przez branżę deweloperską, gdyż spowodują wzrost kosztów tej działalności. Większość firm przetrzeje je najprawdopodobniej na klientach, wliczając je do cen mieszkań.

Rynek nieruchomości - wczoraj, dziś i jutro

Wizja wchodzącej w życie od nowego roku rekomendacji S nakręciła popyt na nowe mieszkania w ostatnich tygodniach tego roku. Banki i deweloperzy kuszą niższymi cenami, rezygnując z prowizji oraz wydłużając okres kredytowania - nawet do 45 lat.

Coraz częściej klient może również utargować znaczny upust pomiędzy ceną ofertową a transakcyjną. Z danych agencji nieruchomości Metrohouse wynika, że najmniejsze różnice między tymi cenami zanotowano² w Warszawie (4,5%) i Łodzi (5,4%), a większe w Gdańsku

2. <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/aktualnosci-real-estate/kupujac-mieszkanie-mozna-utargowac-ponad-10-proc-.22863,1> (1.01.2011r.).



(6,4%), w Poznaniu (6,7%), we Wrocławiu (7,5&) w Krakowie (8,4%) i w Gdyni (aż 12,5%). Były to duże kwoty, jeśli weźmiemy pod uwagę wysokie ceny mieszkań.

Liczba mieszkań oddanych do użytku i pozwoleń na ich budowę (2000-2011)

Rok	Mieszkania oddane do użytkowania	Pozwolenia na budowę mieszkań
2000	87789	145141
2001	105967	138418
2002	97595	78486
2003	162686	92623
2004	108117	105952
2005	114066	115962
2006	115353	160545
2007	133698	236731
2008	165189	220372
2009	160002	168440
2010	135835	165116
2011 (I-III kwartał)	86968	141306

Źródło: <http://rynekpierwotny.com/articles/article/310/> (1.01.12r.).

Istotny wpływ na takie działania instytucji finansowych ma odwlekanie w czasie decyzji o zakupie mieszkań, wynikające z przekonania kupujących o dalszym spadku cen. Nie należy także zapominać o negatywnym wpływie na rynek nieruchomości krążącego nad Polską widma kryzysu, który już wstrząsnął wieloma

europejskimi gospodarkami. Według wielu specjalistów to właśnie nieruchomości powszechnie uznawane są za najbezpieczniejszą formę lokowania kapitału na trudne czasy, jednak niewielu postępuje w myśl tej starej zasady i inwestorzy lokują swój kapitał w inne produkty finansowe (lokaty, inwestycje w papiery wartościowe). W naszym kraju nie traktuje się nieruchomości jako lokaty. Tego typu inwestycja wciąż pozostaje mało popularna.

Według prognoz Federacji Porozumienie Polskiego Rynku Nieruchomości, nasz rynek będzie w zapaści jeszcze przez 3 lata. Według przeprowadzonych wśród pośredników przez federację badań wynika, że 60 proc. z nich spodziewa się w ciągu najbliższych dwóch lat dalszych spadków cen mieszkań o ok. 20 proc., a 40 proc. też przewiduje spadki cen, ale tylko o ok. 10 proc³. Również prognozy Home Broker potwierdzają spadki cen na rynku nieruchomości.

Wiele wskazuje na to, że w dalszym ciągu to sprzedający - zarówno osoby prywatne, jak i deweloperzy - będą musieli dostosowywać swoje oczekiwania i ceny swoich ofert do możliwości finansowych kupujących. Należy również zaznaczyć, że po stronie popytowej rynku kluczowe znaczenie będzie mieć też tzw. percepcja kryzysu. Chodzi z jednej strony o to, jak duże będą obawy potencjalnych nabywców o pogorszenie sytuacji na rynku pracy, a z drugiej o to, czy duża liczba ofert sprzedaży nie skłoni ich do odłożenia w czasie transakcji. Według doradców Home Broker w 2012 roku czas potrzebny do zawarcia umowy przedwstępnej będzie wynosił ok. 100

3. <http://www.strefabiznesu.pomorska.pl/arttykul/posrednicy-polski-rynek-nieruchomosci-w-stanie-przedzawalowym-69665.html> (01.01 12r.).

dni. W całym 2011 roku umowę przedwstępną zawierano przeciętnie po 82 dniach od podpisania umowy pośrednictwa. Cały proces sprzedaży trwał średnio 114 dni, choć pod koniec roku przekroczył 150 dni⁴.

Co przyniesie nam 2012? Tego nie można jednoznacznie przewidzieć, jednak wejście w życie znowelizowanej rekomendacji S i ustawy deweloperskiej zmusi firmy deweloperskie do obniżenia cen i sprzedaży tych mniej atrakcyjnych lokali. Bardzo duże znaczenie na zakupy na rynku mieszkaniowym będzie miała oferta kredytowa banków. Potencjalnego Polaka nie stać na mieszkanie, większość ludzi z młodego pokolenia spłaca kredyty hipoteczne, które i tak zostały im z trudem przyznane. Według portalu RynekPierwotny.com, przy założeniu, że popyt utrzyma się na obecnym poziomie, spowoduje to znaczną redukcję nawisu podaży nowych lokali mieszkalnych w średnim terminie, szczególnie w segmencie najbardziej poszukiwanych mieszkań 2-pokojowych. Byłby to pierwszy znak dla kolejnego etapu ożywienia koniunktury. Mogłoby to oznaczać, że 2012 rok byłby w Polsce najkorzystniejszym okresem zakupów i inwestycji na rynku nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości mieszkaniowych w segmencie popularnym.

Co przyniesie nowy dzień, tego nie wie nikt, miejmy nadzieję, że ustabilizuje się rynek finansowy, a co za tym idzie - nastroje inwestorów, a banki i ich oferta produktowa będą atrakcyjne dla i tak już zdezorientowanego klienta. ■

4. http://homebroker.pl/analizy_news/342 (1.01.12r.).

Średnie ceny ofertowe sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym w 2011 r. (cena za m²)

Miasto	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień
Białystok	4740	4790	4 789	4 725	4660	4709	4678	4609	4646	4622	4616	4614
Bydgoszcz	4161	4098	4 099	4 061	4072	4025	4003	3994	3926	3924	3932	3951
Gdańsk	6249	6281	6 289	6 396	6256	6320	6288	6245	6196	6192	6170	6151
Gdynia	6362	6305	6 422	6 379	6219	6302	6257	6128	6086	6109	6054	6045
Gorzów Wlkp.	2970	2962	3 115	3 094	2993	2990	2983	2981	2959	2948	2939	2933
Katowice	4139	4196	4 089	4 102	4022	4029	4052	3983	4005	4067	4062	4060
Kielce	4798	4838	4 985	4 961	4851	4825	4807	4775	4656	4662	4656	4579
Kraków	7633	7595	7 587	7 548	7519	7392	7401	7325	7370	7330	7290	7282
Lublin	5267	5217	5 226	5 214	5248	5144	5238	5134	5181	5197	5164	5164
Łódź	4363	4374	4 344	4 338	4288	4291	4236	4168	4160	4165	4091	4043
Olsztyn	4660	4739	4 721	4 797	4746	4720	4689	4633	4634	4635	4627	4613
Opole	4450	4461	4 443	4 387	4369	4363	4371	4342	4288	4286	4263	4264
Poznań	5997	5839	5 895	5 898	5860	5850	5757	5779	5765	5776	5760	5712
Rzeszów	4903	4837	4 847	4 942	4949	4804	4835	4830	4861	4854	4846	4831
Sopot	10139	9618	9 849	9 996	9805	9819	9698	9529	9554	9522	8615	9240
Szczecin	4726	4652	4 706	4 669	4629	4648	4612	4570	4574	4535	4586	4487
Warszawa	9033	9163	9 123	9 182	9082	9070	8921	8811	8826	8794	8786	8808
Wrocław	6654	6693	6 769	6 777	6672	6599	6605	6598	6537	6486	6414	6373

Źródło: www.oferty.net



Umieść swój biznes w CoWork i ogranicz koszty działalności!

W Cowork otrzymasz:

- wirtualny adres
- biuro indywidualne
- biurka w przestrzeni open space
- sale konferencyjne do 35 osób
- dofinansowanie unijne
- księgowość
- miejsce do pracy twórczej
- możliwość poznania ciekawych ludzi
- super komfortowe warunki pracy

Czekamy na Ciebie !

Plac Trzech Krzyży 16
cowork@cowork.com.pl
cowork.com.pl
+48 22 226 77 78 +48 22 296 93 03

Grunt to Zysk

Turbulencje na rynkach skłaniają roztropnych inwestorów do odwołania się do fundamentów – solidnych cegieł gospodarki, których żadna finansowa ekwilibrystyka nie podważy. Nie ma bardziej gruntownej inwestycji niż grunt sam w sobie oraz budynki na nim stojące. Chyba, że nastąpi... finansowe trzęsienie Ziemi?!

PIOTR DZIADOSZ

To dość konserwatywne przekonanie ma silne podłoże u naszych sąsiadów zza Oceanu. John Smith nie ma pojęcia, czy giełdy nie legną pewnego dnia w gruzach, ale jest święcie przekonany, że jego kawalerka na dolnym Manhattanie będzie stale rosła na wartości i przynosiła mu regularne dochody z czynszu. Taka jest mądrość ludu. Czy polscy inwestorzy są równie mądrzy?

Jak zapuścić korzenie?

Inwestować w nieruchomości można w wieloraki sposób. Bezpośredni zakup mieszkania wiąże się z wysoką kwotą inwestycji, kosztami utrzymania, zaangażowaniem w szukanie najemców oraz relatywnie niską płynnością (średni czas korekacji ofert kupna i sprzedaży nieruchomości w Polsce wynosi około 3 miesięcy). Alternatywą dla osób o niższych zasobach kapitałowych jest zakup udziałów spółek z sektora nieruchomości lub dołączenie do funduszu nieruchomości.

Dychotomia wzrostu

Rynek funduszy nieruchomości jest w Polsce stosunkowo młody. Dopiero wstąpienie Polski do struktur UE w 2004 roku

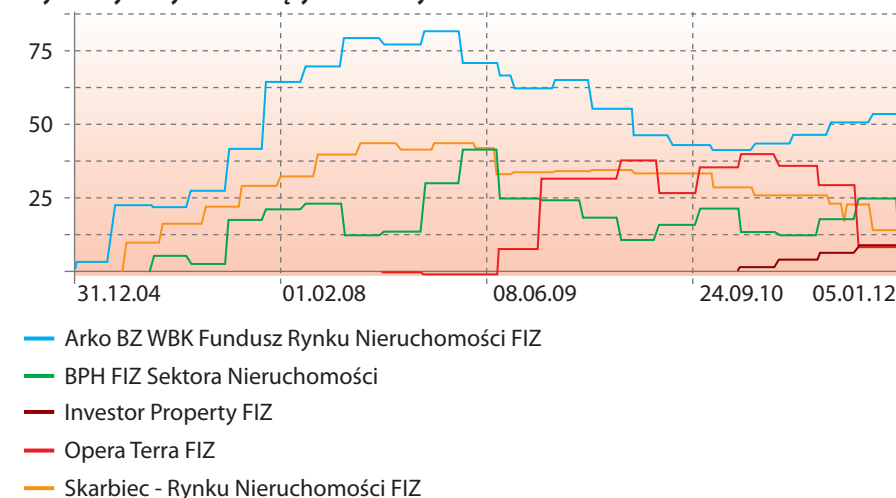
otworzyło rodzimym inwestorom takie możliwości. Drzwi inwestycyjne nie zostały jednak otwarte na oścież. Działalność tego typu funduszy reguluje ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku. Otwarte fundusze inwestycyjne są wedle jej wykładni zobowiązane do codziennej wyceny majątku oraz publikacji wartości jednostek uczestnictwa. Wiarygodna wycena nieruchomości

Stopy zwrotu funduszy nieruchomości (proc.)

Nazwa funduszu	3 miesiące	rok	3 lata	5 lat
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ	7,9	23,3	29,8	-
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości z FIZ	1,4	12,8	23,0	-
KBC Index Światowych Nieruchomości FIZ	-1,6	0,3	10,4	-6,5
KBC Index Nieruchomości II FIZ	-2,0	1,1	10,2	-
BPH Sektora Nieruchomości FIZ	5,7	3,1	10,1	25,5
BPH Nieruchomości Europy Wschodniej	-6,7	-43,9	-1,6	-
Investor Sektora Nieruchomości i Budownictwa	3,1	-28,2	-6,9	-
ING Środkowoeuropejski Budownictwa i Nieruchomości	-7,9	-43,9	-7,7	-
BPH Nieruchomości i Europy Wschodzącej (EUR)	-6,7	-50,0	-9,7	-
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2,1	9,1	-13,3	33,1
Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ	-7,3	-11,5	-19,3	14,1

Źródło: Analizy Online, dane z 23 grudnia 2011 roku

Wyniki wybranych zamkniętych funduszy nieruchomości



Źródło: REAS

Fundusze inwestycyjne w Polsce

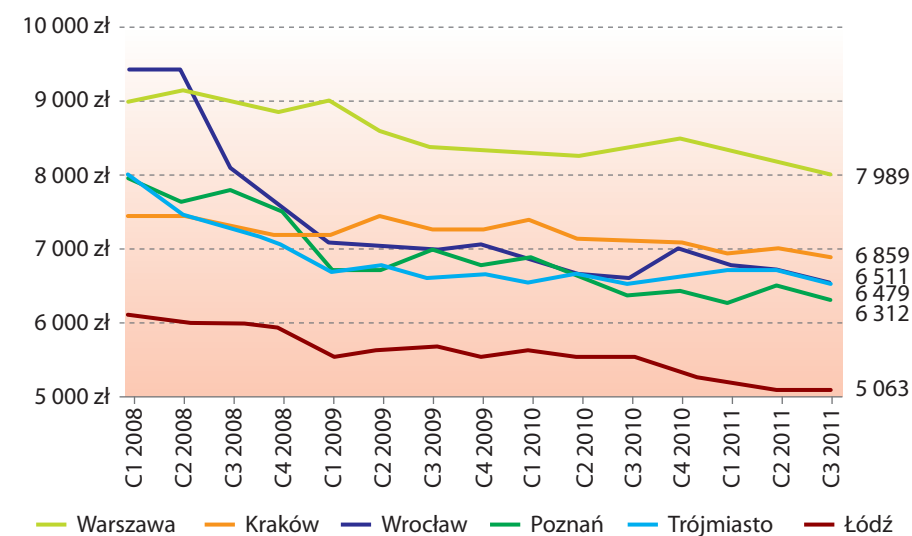
Aktywa netto segmentów i ich udział w rynku (mln PLN)	wartość (mln PLN)		dynamika	udział	
	paź 11	lis 11		paź 11	lis 11
akcyjne	24 255	22 936	-5,4%	20,8%	20,1%
mieszane	23 420	22 336	-4,6%	20,1%	19,5%
dłużne	19 502	19 716	1,1%	16,7%	17,1%
aktywów niepublicznych	19 401	19 478	0,4%	16,7%	17,0%
pieniężne i gotówkowe	19 060	18 773	-1,5%	16,4%	16,4%
nieruchomości	2 949	3 139	6,4%	2,5%	2,7%
ochrony kapitału	3 097	3 018	-2,5%	2,7%	2,6%
absolutnej stopy zwrotu	2 935	2 919	-0,5%	2,5%	2,6%
sekurytyzacyjne	1 356	1 487	9,7%	1,2%	1,3%
surowcowe	520	539	3,7%	0,4%	0,5%
razem	116 495	114 342	-1,8%	100%	100%

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów TFI oraz danych IZFiA

Średnie ceny mieszkań w ofercie rynkowej

(PLN/m kw. z VAT.

w standardzie deweloperskim bez garażu)



(oczywiście nienotowanych na giełdzie) jest kwestią problematyczną i niemalże niemożliwą w jednodniowym horyzoncie czasowym. Dlatego też w segmencie tym wyraźnie zarysował się podział między otwartymi a zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi. Zamknięte inwestują za pomocą spółek celowych bezpośrednio na rynku nieruchomości poprzez: nabywanie gruntów, budynków, powierzchni w budynkach lub praw wieczystego użytkowania. Otwarte muszą ograniczyć się do inwestycji pośrednich: zakupu udziałów firm działających na rynku nieruchomości tj. budowlanych, deweloperskich, inżynierskich i konsultingowych, lub papierów dłużnych – listów zastawnych. Diametralnie różny jest także profil inwestycyjny tych dwóch typów funduszy.

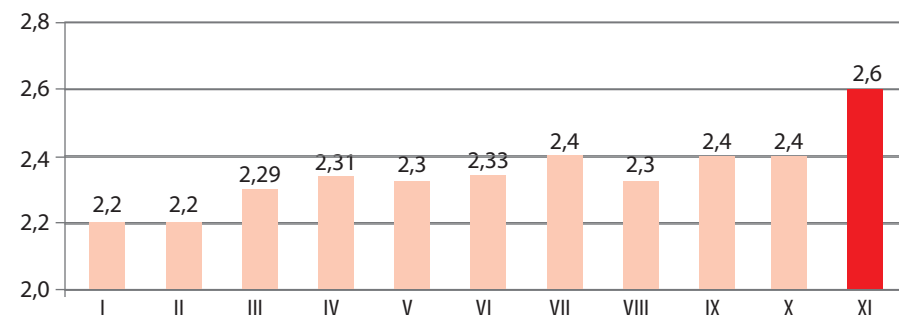
Wieczna zmarzlina

Fundusze zamknięte mają przeważnie czas trwania 8-10 lat; na taki czas musimy w praktyce zamrozić nasze środki. Czyni to z nich inwestycję długoterminową. Wcześniejsze zbycie certyfikatów inwestycyjnych jest oczywiście możliwe na GPW. Jednakże większość z nich jest obecnie wyceniana z dużym dyskontem, nawet 20-30% poniżej ich wartości aktywów netto (WAN), którą to inwestorzy spodziewają się otrzymać w terminie rozwiązania funduszu. Czy zatem zakup tych certyfikatów po tak zaniżonych cenach na giełdzie pachnie genialną inwestycją? Entuzjazm powinien być stonowany. Eksperci ostrzegają, że cena sprzedaży dużych budynków biurowych zależy w znacznej mierze od koniunktury w danym okresie oraz elastyczności terminów likwidacji funduszu. Odpowiedź na pytanie, kto jest bliżej prawdy, rzeczoznawcy czy inwestorzy, poznamy już tego roku, gdy zostanie rozwiązany pierwszy polski fundusz nieruchomości, istniejący od połowy 2004 roku, Arka BZ WBK Fundusz Nieruchomości FIZ.

Otwarte i niebezpieczne

Inwestycja w nieruchomości jest traktowana jako alternatywa do tradycyjnej alokacji środków na giełdzie. Powszechnie uważa się, iż rynek kapitałowy wyprzedza cykl koniunkturalny, natomiast rynek nieruchomości reaguje z opóźnieniem. Ideą tej inwestycji jest zatem zabezpieczenie się przed ponurymi nastrojami na parkiecie poprzez alokację środków w, dosłownie, fundamenty. Niestety otwarte fundusze inwestycyjne nam tego nie zapewniają. Wartość ich jednostek uczestnictwa fluktuuje pod dyktando giełdowej koniunktury oraz kondycji spółek deweloperskich i budowlanych. Wartość indeksu WIG-Deweloperzy spadła na przestrzeni ostatniego roku o 51%, co odbiło się wyraźnie na wynikach wielu funduszy. Złożyło się na to wiele czynników, m.in. zaostrenie zagranicznej konkurencji z Chin, presja cenowa oraz zmniejszenie zamówień

Aktywa funduszy nieruchomości w 2011 r. (mld zł)



Źródło: IZFiA

ze strony sektora państwowego. Odpiływ podmiotów z sektora otwartych funduszy nieruchomości objawiał się chociażby poprzez zmianę nazwy funduszu Allianz Budownictwo na Allianz Selektywny.

Niemieckie cegły

Inwestor pragnący zdywersyfikować ryzyko swojego portfela akcji średnioterminową inwestycją na rynku nieruchomości nie ma zatem w Polsce żadnej alternatywy. Pozostaje mu tylko zazdrościć inwestorowi zza naszej zachodniej granicy, gdyż rynek otwartych funduszy nieruchomości jest w Niemczech w zaawansowanym stadium rozwoju. Podstawą jego dobrej kondycji jest korzystne prawo inwestycyjne. Fundusze są zobowiązane publikować wartość swoich jednostek raz na 10 dni. Wyceny dokonuje komitet rzeczoznawców, podmiot niezależny finansowo i prawnie od spółki zarządzającej funduszem. Średnio 25-35% wartości portfela funduszu stanowią obligacje i listy zastawne, szybko zbywalne papiery dłużne do wypłaty gotówki klientom umarzającym jednostki uczestnictwa. Tylko 5% aktywów może być przeznaczona na zakup akcji notowanych na giełdzie, co wyklucza ryzyko dodatniej korelacji z nastrojami na parkiecie. W puli aktywów desygnowanych na zakup nieruchomości 70% to inwestycje w kraju macierzystym, a pozostałe 30% - w innych krajach europejskich. W celu dywersyfikacji ryzyka fundusz ma obowiązek obracać co najmniej 10 nieruchomościami, z których każda nie może przekraczać 15% majątku. Czysze z wynajmu stanowią podstawowe źródło dochodów tego typu

funduszy, dlatego powszechną praktyką jest wypłata regularnej dywidendy. Taka strategia sprawia, że fundusze nieruchomości plasują się na rynku w segmencie bezpiecznych form wspólnego inwestowania, pomiędzy funduszami obligacji a funduszami rynku pieniężnego.

Ryzyko zawalenia

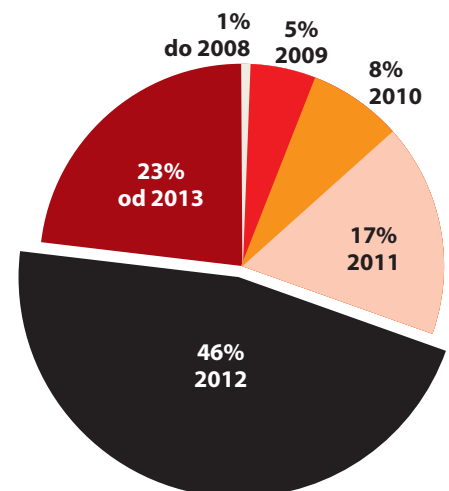
Fundusze nieruchomości różnią się w Polsce także pod kątem ekspozycji na ryzyko. Inwestycje w budynki biurowe lub handlowe wiążą się z zasadniczo mniejszym ryzykiem niż działalność deweloperska. Profil inwestycyjny polegający na nabywaniu biurowców lub galerii handlowych i czerpaniu zysków z wynajmu ich powierzchni użytkowej jest najbardziej defensywny i przypomina odrobinę działalność rentierską. Rynek deweloperski cechują największe marże (rzędu 30%), ale jest on także narażony na znaczne wahania popytu. Hitem sezonu będącym receptą na minimalizację tego ryzyka są komercyjne inwestycje deweloperskie z ograniczonym ryzykiem najmu, czyli cechujące się już podpisanymi umowami na najem części powierzchni.

Wysokie plony w roku 2012

„Polska ma najniższy w Europie - obok Malty - wskaźnik liczby mieszkań na 1000 mieszkańców” - zachęcają Investors TFI. Czy jest to jednak gwarancja długookresowego bujnego rozwoju branży budowniczej w Polsce? I czy potencjalny wzrost podaży nieruchomości nie wywoła spadku cen już wybudowanych budynków? 29 kwietnia br.

wejdzie w życie tzw. „ustawa deweloperska” mająca chronić prawa nabywców lokali mieszkaniowych poprzez narzucenie na deweloperów dodatkowych obowiązków informacyjnych. Czy spowoduje ona eks-terminację małych spółek deweloperskich, wzrost cen mieszkań, czy spadek marż deweloperów - ciężko na razie przewidzieć. Rok 2012 przyniesie natomiast największą na przestrzeni ostatnich lat liczbę zakończonych projektów deweloperskich. Pozostaje mieć nadzieję, że rynek łagodnie zaabsorbuje ten dopływ nieruchomości, a Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej 2012 ściągną do nas rzeszę kibiców-biznesmenów, którzy na fali piłkarskich emocji nabiorą chęci otwarcia biura i osiedlenia się w naszym kraju.

Struktura oferty według deklarowanej przez dewelopera daty oddania projektu (agregacja dla rynków: Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznania oraz Łodzi)



Źródło: REAS

Bibliografia:

- „Rynek mieszkaniowy w Polsce - III kwartał 2011”, REAS.
- „Aktywa funduszy inwestycyjnych (listopad 2011)”, Analizy Online/Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.
- „FUNDUSZE nieruchomości - w Niemczech można, w Polsce NIE”, Nieruchomości - Rynek - Prawo.

Polacy podbijają Niemcy i Austrię

W wyniku otwarcia granic dla polskich pracowników przez naszych zachodnich sąsiadów przed absolwentami ekonomii i kierunków pokrewnych otworzyły się możliwości dostępne wcześniej dla nielicznych jednostek. Z tego powodu coraz więcej osób władających biegle językiem niemieckim decyduje się na wyjazd do Niemiec i Austrii w celu podjęcia pracy. Tamtejsze firmy stwarzają Polakom doskonałe warunki - ważne są nie tylko możliwości zawodowego rozwoju czy aspekt finansowy (choć zarobki we Frankfurcie mogą być nawet czterokrotnie wyższe niż w Warszawie), ale też stosunkowo niewielka odległość od rodzinnego kraju oraz wysoka kultura korporacyjna.

MATEUSZ HOJDYSZ

Polacy mile widziani

W niemieckich firmach i instytucjach mających dużą ekspozycję na rynek polski, kandydat stąd jest traktowany jako wartościowy nabytek. - Dla firm o międzynarodowym profilu osoba z zagranicy jest źródłem przewagi konkurencyjnej. Podejrzewam, że podobnie jest w przypadku wielkich koncernów - mówi Anna Grodecka, która obecnie robi doktorat w Bonn. Wcześniej, jeszcze w trakcie studiów, pracowała w niemieckiej agencji ratingowej, gdzie jej pochodzenie było niewątpliwym atutem. W jednym biurze przebywali ze sobą studenci z Chin, Ameryki Południowej, Rosji i Niemiec. Trochę inaczej sprawa ma się w przypadku znanych u nas firm konsultingowych. - Ernst&Young czy KPMG są w Niemczech bardziej ukierunkowane na auditing i tam obcokrajowcom ze względu na bardzo wysokie wymagania i konieczność znajomości prawa niemieckiego jest trudniej się dostać

- tłumaczy Anna. Jeśli chodzi o małe przedsiębiorstwa, to pracodawcy są już mniej przekonani do Polaków i podchodzą do nich z rezerwą i pewną obawą przed nieznanym. - Potencjalny pracodawca pytał o tak oczywiste rzeczy, jak kiedy nauczyłam się tak dobrze języka, bo dla niego, który spędził całe życie w tym samym mieście, było zadziwiające, że przybysz ze Wschodu ma lepsze kwalifikacje - opowiada.

Edukacja rewelacja?

W Niemczech podczas rekrutacji absolwentów z Polski sama szkoła, którą skończył kandydat, ma stosunkowo niewielkie znaczenie, gdyż z reguły Niemcy nie rozpoznają nazw naszych uniwersytetów. Z tego

względu przekonać ich mogą głównie referencje z renomowanych korporacji lub certyfikaty świadczące o wysokiej specjalizacji w danej dziedzinie. Co innego dyplom uczelni niemieckiej. Anna Grodecka opisuje tamtejszy poziom i warunki studiowania jako nieporównywalne do polskich. - Zaczynając studia doktoranckie za granicą, czułam się, jakbym nigdy wcześniej nie studiowała. Podejrzewam, że niejedynemu słuchacz studiów licencjackich z mojego uniwersytetu ma większą wiedzę niż polscy doktoranci z tej samej dziedziny. Coraz więcej młodych ludzi wyjeżdża do Niemiec na studia ze względu na mnogość atrakcyjnych programów, bliskość do Polski, dobrą jakość wykształcenia i zapewniane przez uczelnię zaplecze finansowe - zachwala. Takiemu stanowi rzeczy trudno się w sumie dziwić - Niemcy stosują przejrzyste kryteria przyjęć i obiektywnie oceniają aplikujących na studia. Jednocześnie stawiają na umiędzynarodowienie nauki i inwestują w rozwój badań i stanowisk uczelnianych. - Podczas gdy w Polsce ciągle jeszcze liczą się znajomości, a doktoranci nierzadko klepią przysłowiową biedę, w Niemczech szanse na karierę akademicką w młodym wieku są duże, co u nas jest raczej wyjątkiem. Konkurencja jest jednak duża, trzeba ciągle publikować, udzielać się na konferencjach itp. - po prostu nauka na światowym poziomie - dodaje Anna. Faktycznie, niemiecka kadra jest dosyć młoda i na początku można pomylić profesora ze studentem.

Wejdź na www.zlotybankier.pl i wskaż najlepszych

Powiedz, co myślisz o polskich bankach.

Wygraj atrakcyjne nagrody, w tym zaproszenie na uroczystą Galę, podczas której wystąpi zespół Perfect.



NAJLEPSZE PRODUKTY FINANSOWE ROKU



Europejskie centrum finansowe

We Frankfurcie nad Menem ma swoje siedziby wiele międzynarodowych korporacji finansowych, które z racji swojej globalnej obecności nie oceniają potencjalnego kandydata z perspektywy jego pochodzenia. – *Jeżeli firma potrzebuje kogoś w Warszawie, po prostu rekrutuje do swojego biura na miejscu* – mówi Aleksandra Krajewska, uczestniczka 2-letniego programu menedżerskiego w dziale Business Solutions w Deutsche Banku. W ramach rotacji pracowała już przy zarządzie, następnie w części bankowości inwestycyjnej w Londynie, a teraz w części detalicznej we Frankfurcie. – *W centrali jesteśmy niejako bliżej strategii firmy i widzimy to, jak jest ona zarządzana w skali międzynarodowej. Kiedy odbywałam praktyki w siedzibie polskiego banku, można było odczuć brak jego suwerenności względem kierownictwa grupy macierzystej. Tu jest inaczej* – opowiada Aleksandra. W Deutsche Banku znalazła się po programie CEMS MIM i czteromiesięcznej praktyce. W korporacji takiej jak ta podczas rekrutacji zadaje się mniej technicznych pytań, za to więcej analitycznych i sprawdzających osobowość oraz umiejętności miękkie – współpracę w grupie i networking. Kluczowe znaczenie mają również oceny – zarówno ze studiów, jak i z matury. Podstawą są biegle opanowane języki angielski oraz niemiecki.

R jak Rozwój i jak Równouprawnienie

– *Deutsche Bank bardzo dba o tzw. Diversity – stara się wyrównywać szanse kobiet i mężczyzn, chociaż wciąż jeszcze na wyższych stanowiskach widać dużo więcej panów* – mówi Aleksandra Krajewska. W przeciwieństwie do warszawskich biur, gdzie kadra jest dosyć młoda, w Niemczech jest

dużo więcej osób w wieku 45+ posiadających mnóstwo doświadczenia. Ludzie, którzy awansują, są starsi, ale nie jest też tajemnicą, że Niemcy później niż Polacy czy Brytyjczycy kończą studia. Jeżeli chodzi o ścieżkę rozwoju, to jest ona bardzo klarowna i jasno wytyczona. Co ciekawe, temat ten nie jest tabu – ale przedmiotem regularnych i obowiązkowych rozmów z szefem. Po zakończeniu jednego programu i awansie, czekają kolejne, później następne itd. Jeżeli ktoś jest dobry, to wszyscy starają się go wspierać w osiąganiu własnych celów. – *Tutaj można samemu poczuć nastawienie na pracownika, na to, żeby mu się w firmie podobało i był usatysfakcjonowany ze swoich zadań. Stresu jest mniej, czas pracy jest przestrzegany, a przepracowane nadgodziny zamieniane są na dodatkowe dni wolne. Przyjemne są również rozmaite korzyści pozapłacowe, jak np. wysokiej jakości stołówka w budynku, centrum sportowe banku, czy możliwość uczestniczenia w programach wolontariackich* – dzieli się swoimi spostrzeżeniami Aleksandra.

Alternatywa dla wyścigu szczurów

Z kolei osobom wyjeżdżającym do pracy w Austrii proponowane są głównie stanowiska związane z rynkiem polskim lub regionem Europy Środkowo-Wschodniej. – *Tutaj atutem okazuje się znajomość języka polskiego, który w związku z prowadzoną działalnością przydaje się w codziennych zadaniach* – mówi Dominik Niszczyński, analityk w wiedeńskim Raiffeisen Centrobanku. – *Co ciekawe, w kontakcie z innymi pracownikami częściej używa się angielskiego niż niemieckiego, ponieważ znaczna część osób pracujących w austriackich placówkach banków to obcokrajowcy. Grupa Raiffeisen jest aktywna w wielu krajach naszego regionu, co skutkuje po prostu większym współczynnikiem zatrudnionych osób pochodzących z tych państw* – dodaje. Możliwości rozwoju na stanowiskach niezwiązanych bezpośrednio z Polską są jednak stosunkowo ograniczone. Austriacki rynek pracy zdecydowanie wolniej się rozwija, szczególnie w porównaniu z krajami anglosaskimi, czy Europą Środkowo-Wschodnią. – *Z zewnątrz wygląda, jakby niewiele się tam zmieniło, Warszawa zdecydowanie oferuje większe możliwości dla lokalnych absolwentów* – stwierdza Dominik Niszczyński.

Marzący o spektakularnej karierze w świecie jupiterów mogą więc poczuć się trochę odstraszeni, jednak osoby ceniące sobie jakość życia i stabilność zatrudnienia znajdą tutaj to, czego szukają. – *Kultura pracy jest wysoka, tutejsi pracodawcy raczej dbają o zatrudnionych, tempo życia jest spokojne, miasto przyjazne (Wiedeń ciągle zajmuje jedno z czołowych miejsc w światowych rankingach miast pod względem jakości życia), a system prawny gwarantuje liczne dodatki socjalne, niestety pociąga to za sobą wyższe niż w Polsce podatki – argumenty za tym, że to miejsce lepsze dla starszych/ustatkowanych osób* – dodaje.

Szacunek dla kwalifikacji

Podczas rekrutacji kluczowe znaczenie dla austriackich pracodawców ma zdobyte dotychczas doświadczenie. Szczególnie cenne okazać się mogą praktyki w międzynarodowych korporacjach, rozpoznawanych przez rekruterów, np. firmach konsultingowych czy bankach. Przykładowo, pisząc o praktykach w BRE Banku, warto zaznaczyć, że należy on do niemieckiej grupy Commerzbanku itp. Dużą wagę Austriacy przykładają też do wykształcenia kandydata. Dyplom wyższej uczelni znaczący w Austrii więcej niż w Polsce, ponieważ absolwentów opuszczających mury uczelni jest co roku znacznie mniej niż u nas, jednak to, czy kończyło się polską, czy austriacką szkołą, nie powinno mieć większego znaczenia, o ile spełnia się kryteria odnoszące się do wiedzy i umiejętności. W kontekście branży finansowej przydatny może okazać się udział w programie CFA lub innym międzynarodowym kursie, szczególnie w przypadku osób z mniejszym doświadczeniem.

Czy warto?

Szacunek do pracownika, kultura pracy i wysokie zarobki już od samego początku kariery – to atuty przemawiające za wyjazdem do Niemiec lub Austrii w celach zawodowych. Pozostałe kwestie, takie jak spokojniejsze środowisko i brak wszechobecnej pogoni za karierą dla jednych mogą być zaletą, a u innych wywołują znudzenie. Biorąc pod uwagę emigrację, należy również uwzględnić spowolnienie w gospodarce europejskiej, które musi mieć wpływ na zatrudnienie także w Niemczech i Austrii – podczas poprzedniego kryzysu działający zatrudniający dużo obcokrajowców ucierpiał mocno, jeśli chodzi o liczebność, więc dziś w obliczu kolejnego załamania rozpoczęcie pracy za granicą wiąże się z większym ryzykiem jej utraty. We Frankfurcie objawia się to przede wszystkim poprzez zanik rekrutacji przez banki pracowników wyższego szczebla do pracy na trading floor. Jednak poza typowymi działami front office sytuacja wydaje się być w miarę stabilna. ■

Trzy największe oferty publiczne na świecie w 2011 r.

Mimo iż dla coraz liczniejszej grupy sceptyków kapitalizm wydaje się chylić ku upadkowi, światowa gospodarka przeżywa prawdziwy renesans, czego dowodem są efektywne IPO (initial public offering) śrubujące kolejne historyczne rekordy.

MICHAŁ ZĘBALA

1

Glencore International (10,3 mld USD, maj)

Szwajcarska firma z siedzibą w Baar jest jedną z największych firm dostarczających surowce mineralne na świecie, zajmującą się również wytwarzaniem energii oraz przetwarzaniem żywności. Jej twórcą jest Marc Rich, słynny trader commodities, który w 1974 roku postanowił grać na własny rachunek. Lata osiemdziesiąte przyniosły szybki rozwój Glencore International, dzisiaj posiadającej udziały w wielu spółkach wydobywczych rozsiadanych po całym globie. Firma odpowiada za 60% światowego handlu cynku, 50% światowego handlu miedzią oraz 3% światowego handlu ropy naftowej. Firma obecnie zatrudnia ponad 55 000 pracowników w 30 krajach, w 2010 roku osiągnęła przychody rzędu 150 mld USD oraz zysk operacyjny wynoszący 6,2 mld USD. Przedsiębiorstwo, którego sukcesy robią wrażenie, nie cieszy się jednak dobrą opinią. Jest oskarżane m.in. o korumpowanie urzędników, nielegalny handel z Iranem, niepłacenie podatków oraz pośrednio o wstrzymywanie rozwoju gospodarczego w krajach Trzeciego Świata. Jego akcje są jednocześnie notowane na giełdzie londyńskiej i tokijskiej.



2

Hutchison Port Holding Trust (5,5 mld USD, marzec)

HPHT nie tylko ustanowiło aktualny rekord giełdy w Singapurze pod względem wartości IPO, ale również jest pierwszą na świecie spółką w publicznym obrocie zajmującą się dostarczaniem usług dla portów kontenerowych. 95% aktywów spółki zależnej od Hutchison Whampoa, największego operatora portowego na świecie, stanowią najbardziej zatłoczone porty świata w Hong Kongu oraz w Shenzhen, jednakże działalność spółki obejmuje również przemysł farmaceutyczny oraz telefonię komórkową. Ze względu na stale rosnącą liczbę obsługiwanych kontenerów, która w 2010 roku wyniosła prawie 40 milionów jednostek, HPHT zamierza zainwestować środki pozyskane na giełdzie w nowoczesną infrastrukturę portową. Niestety pierwszego dnia notowań nie można zaliczyć do udanych, ponieważ wycena akcji spadła o niemalże 7% z powodu trzęsienia ziemi w Japonii.



3

Bankia (4,4 mld USD, lipiec)

Konglomerat powstały z inicjatywy rządu Hiszpanii w 2010 roku został stworzony pod nadzorem byłego ministra finansów oraz szefa MFW Rodrigo Rato, który połączył siedem hiszpańskich banków. Dzisiaj jest to trzeci największy bank pod względem aktywów w regionie, których całkowita wartość w 2010 roku przekroczyła 400 mld USD; zysk operacyjny wyniósł prawie 550 mld USD. Firma posiada oddziały w najważniejszych centrach finansowych Europy, m.in. w Warszawie, zatrudniając łącznie ponad 30 000 pracowników. Co ciekawe, głównym powodem owej oferty publicznej nie jest pozyskanie środków na dalszy rozwój, lecz zapobiegawcze dokapitalizowanie Bankii, która nie zdała stress testów oraz której zwiększono poziom wymagalności depozytów do 8%. Taki zabieg miał oddalić widmo niewypłacalności Hiszpanii i zmniejszyć presję na państwo. Jednakże wszystko ma swoją cenę, gdyż akcje Bankii, ze względu na ogromne obawy inwestorów wobec hiszpańskiego sektora bankowego i wiążący się z nimi słaby popyt na zakup udziałów, zostały wycenione na 40% wartości księgowej. Mimo iż wycenę obniżył dodatkowo niekorzystny portfel składający się z licznych toksycznych aktywów, m.in. kredytów hipotecznych na już przecenione nieruchomości, to ostatecznie wartość owego IPO stanowi drugi wynik giełdy hiszpańskiej w całej jej historii.



Ukraińska ekspansja na GPW

Warszawski parkiet powoli przestaje być wyłącznie rynkiem, gdzie pozyskują kapitał lokalne firmy. Coraz częściej debiutów dokonują również podmioty spoza granic naszego kraju. W ciągu ostatnich dwóch lat pojawiła się znacząca liczba nowych przedsiębiorstw z Europy Środkowo-Wschodniej, w tym głównie z Ukrainy.

TOMASZ PORADA

Historia debiutów ukraińskich spółek na GPW rozpoczęła się w 17 sierpnia 2006 roku. Pierwsze kroki wykonała Astarta, spółka z sektora rolniczego zajmująca się produkcją cukru, uprawą zbóż oraz hodowlą bydła. Debiut był umiarkowany i spółka zamknęła pierwszy dzień notowań po cenie emisyjnej, czyli 19,00 PLN za akcje. Kolejne miesiące przyniosły jednak rozczarowanie inwestorom. W przeciągu pół roku cena spadła do około 13,00 PLN za akcje i to w momencie, w którym szeroki rynek notował wzrosty. Wtedy jednak sytuacja się odwróciła i w przeciągu następnego półtora roku ceny akcji wzrosły do poziomu 47,00 PLN za akcje i dopiero załamanie się rynków finansowych w 2008 porządnie dało się inwestorom we znaki, a ceny akcji spadły nawet w okolice 8,00 PLN. Inwestorzy przestraszyli się niestabilnej sytuacji gospodarczej na Ukrainie,

którą Międzynarodowy Fundusz Walutowy musiał ratować przed bankructwem. Spółka okres ten obróciła na swoją korzyść i w 2008 roku stała się liderem ukraińskiego rynku w produkcji cukru, a jej udział wzrósł z 8,4% w 2007 do 15% rok później. Rynek szybko na nowo dostrzegł perspektywy spółki i już w przeciągu najbliższych 2 lat jej akcje poszybowały o ponad 1000 % w górę osiągając na początku 2011 roku cenę powyżej 90,00 PLN za akcję. Inwestorzy docenili potencjał spółki, stale poprawiające się wyniki finansowe oraz zwiększającą się skalę biznesu. Spółka ta nawet z nadwyżką wypełniła wszelkie prognozy finansowe, które obiecała inwestorom w momencie debiutu.

W ślad za Astartą poszedł Kernel, ukraiński lider w produkcji oleju słonecznikowego. Spółka zadebiutowała 23 listopada 2007 i zakończyła pierwszy dzień notowań po cenie równej cenie emisyjnej, czyli 24,00 PLN. Zarząd wybrał na moment debiutu okres,

w którym światowe giełdy zaczęły wykazywać początkowe oznaki przegrzania. Przez pierwsze miesiące notowań spółka okazała się idealną inwestycją na trudne czasy, jednak kolejne miesiące i poważne problemy Ukrainy sprawiły, że i Kernel został przeceniony z 38,00 PLN (luty 2008) do 12,00 PLN (grudzień 2008). Jednak i w tym wypadku inwestorzy, którzy uwierzyli w siłę ukraińskiej spółki, zostali za to sownie wynagrodzeni, a cena akcji wzrosła do ponad 80,00 PLN na początku 2011 roku. Wzrost notowań spółki podparty był stabilnym wzrostem przychodów i zysków.

Historie Astarty i Kernela mają wiele wspólnego. Obie spółki dały znacząco zarobić swoim akcjonariuszom. Mimo przejściowych spadków notowań, udowodniły swoją siłę i stabilność biznesu. Spółki te uznać można za prekursorów "ukraińskiej inwazji na warszawski parkiet". Nic więc dziwnego, że również inne podmioty zza wschodniej granicy, zachęczone sukcesem poprzedników, chętniej zaczęły spoglądać na polski rynek.

„Druga ukraińska fala”

Po przerwie w latach 2008 i 2009, kiedy rynek podnosił się z kolan po mocnej przecenieniu, ukraińskie spółki znowu ruszyły na GPW. W 2010 do tego zacnego grona dołączyły Agroton, Milkiland oraz pierwsza spółka z innego niż rolni-spożywczy sektora, czyli górnicza Sadovaya.

Największy napływ zaobserwować można było jednak dopiero w 2011 roku, kiedy aż 6 nowych spółek rozpoczęło swoje notowania (patrz tabela). Podobnie jak w przypadku poprzednich lat przeważały spółki z branży spożywczej oraz rolniczej. Tak więc lata 2010-2011 nazwać można "drugą ukraińską falą". Ceny akcji, za wyjątkiem tych Ovostaru i Coal Energy, są obecnie poniżej ceny z dnia debiutu. Jednak koniunktura giełdowa panująca na światowych rynkach oraz oczekiwane spowolnienie gospodarcze sprawiają, że niewiele jest spółek, które byłyby w stanie oprzeć się globalnemu trendowi. Możliwe

więc, że podobnie jak w przypadku Astarty oraz Kernelu, prawdziwą siłę omawianych przedsiębiorstw zobaczymy dopiero w momencie, w którym na rynki znowu powróci optymizm. Jeżeli spółki te dobrze przepracują trudny okres, a środki pozyskane z emisji wykorzystają na wzrost mocy produkcyjnych, możliwe, że podzielą losy swoich poprzedników. Do każdej inwestycji należy jednak podejść indywidualnie i mimo pewnych nasuwających się podobieństw trzeba pamiętać, że każdy z ostatnich debiutantów jest zupełnie oddzielnym przedsiębiorstwem, kierowanym przez inną kadrę zarządzającą oraz reprezentującym inną branżę czy też segment rynku.

Spółki, które zadebiutowały w 2010 i 2011 roku, w większości przypadków wykorzystywały poprawiającą się koniunkturę na rynku i oczekiwać można, że wraz z powrotem hossy na rynkach finansowych znowu zobaczymy długą listę spółek zza wschodniej granicy, które zainteresowane będą debiutem na GPW, a kolejna fala może być znacząco większa niż dwie poprzednie. Wiele firm przełożyło już zaplanowane debiuty ze względu na obawę o niską wycenę. Tak działo się w przypadku ViOil, producenta oleju rzepakowego, który chciał pozyskać z rynku aż 390 milionów PLN. Spółka wycofała się na dwa tygodnie przed planowanym debiutem. Plany jednak pozostały niezmiennione i teraz pozostało oczekiwanie odpowiedniego momentu.

Dlaczego GPW?

Zastanawiać może, dlaczego ukraińskie spółki tak polubiły warszawski parkiet? Powodów wymienić można kilka. Sukces Astarty oraz Kernela jest zapewne jednym z nich. Nie można jednak nie doceniać roli, jaką odgrywa w Europie Środkowo-Wschodniej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. W dniu 4 października 2006 roku nowo wybrany prezes GPW Ludwik Sobolewski ogłosił plan rozwoju dla warszawskiego parkietu do roku 2008. Jego deklaracja była jasna i czytelna:

„Naszym głównym celem na najbliższe lata jest stworzenie regionalnego, środkowoeuropejskiego centrum obrotu instrumentami finansowymi z Giełdą jako kluczowym elementem tego centrum”

Słowa te nie były rzucone na wiatr. W dniu 25 czerwca 2008 roku powstało pierwsze zagraniczne przedstawicielstwo GPW, którego siedziba nieprzypadkowo zlokalizowana została w Kijowie. GPW w ten sposób chciała podkreślić rolę Ukrainy jako strategicznego rynku. Głównym zadaniem przedstawicielstwa było informowanie i zachęcanie ukraińskich podmiotów gospodarczych do wejścia na GPW.

Powołany został również program partnerski WSE IPO Partner, kierowany do podmiotów zagranicznych, zgodnie z którym lokalni partnerzy, uzyskując status oficjalnego partnera GPW, zajmują się jej promocją na

rynkach zagranicznych i w ten sposób przyciągają podmioty do emisji swoich akcji na warszawskim parkiecie. Program szybko zyskał popularność właśnie na Ukrainie.

Kolejnym czynnikiem mającym podkreślać strategiczne znaczenie biznesu ukraińskiego dla naszej giełdy było utworzenie indeksu WIG-Ukraine, skupiającego wszystkie notowane na głównym parkiecie ukraińskie spółki. Indeks ten obliczany jest od 3 stycznia 2011 roku, jednak jego publikacja nastąpiła dopiero 4 maja 2011 roku.

Nie bez znaczenia jest również dobrze rozwinięty rynek kapitałowy w Polsce oraz szeroka baza inwestorów reprezentowana zarówno przez inwestorów instytucjonalnych, czyli fundusze inwestycyjne i emerytalne, jak i przez szeroką rzeszę inwestorów indywidualnych. Z tej perspektywy znacząco wyprzedzamy Ukrainę, gdzie rynek kapitałowy charakteryzuje się niską płynnością.

W Ukrainie istnieją dwie główne giełdy. W 1996 roku powołana do życia została PFTS (*Pierwaja Fondowaja Targowaja Sistema*), a w 2008 roku powstała nowa giełda *Ukrainskaja Birża*. I to właśnie druga z wymienionych powyżej giełd zyskuje coraz większą popularność na ukraińskim rynku kapitałowym. Wprowadzenie elementów, które na rozwiniętych rynkach są standardem, a więc możliwość handlu elektronicznego, w tym również na instrumentach pochodnych i obligacjach, sprawiło, że rozwój rynku kapitałowego w Ukrainie nabrał nowego tempa.

Jednak różnica w rozwoju polskiego i ukraińskiego rynku giełdowego wciąż jest znacząca i warszawski parkiet jeszcze przez długi okres będzie interesującą alternatywą dla ukraińskich spółek. Bycie notowanym na GPW, czyli giełdzie kraju należącego do Unii Europejskiej, oznacza dla spółki dodatkowy prestiż i promocję za granicą. Ma to ogromne znaczenie dla tych ukraińskich firm, które prowadzą lub planują prowadzić działalność eksportową. Oprócz większej rozpoznawalności swojej marki za granicą, zyskują także większe zaufanie potencjalnych partnerów biznesowych. Dzięki GPW spółka staje się bardziej transparentna, a co za tym idzie, pozyskanie nowych partnerów może być łatwiejsze.

Co nas czeka w najbliższych latach?

Chociaż o ukraińskich spółkach w ostatnich miesiącach mówi się często, to jednak nie zapominajmy, że w dalszym ciągu stanowią one niewielką część łącznej kapitalizacji GPW. Notowanych jest zaledwie 11 spółek z tego regionu. Kiedy spoglądamy na wydarzenia ostatnich kilku lat, wydaje się, że sytuacja ta może w najbliższym okresie istotnie się zmienić. Aby tak się stało, musi zostać spełnionych kilka warunków.

1. Na rynki finansowe musi powrócić dobra koniunktura. Chociaż ten oczywisty element niezbędny jest przy każdym IPO, to

jednak w przypadku ukraińskich spółek może mieć szczególne znaczenie. Ostatni kryzys gospodarczy pokazał, że ukraińska gospodarka jest bardzo wrażliwa na globalną koniunkturę i w przypadku spowolnienia gospodarczego konsekwencje dla Ukrainy mogą być dużo bardziej dotkliwe niż dla Polski. Inwestorzy w momentach niepokoju w pierwszej kolejności likwidują najbardziej zagrożone aktywa, aby przenieść środki w bezpieczne miejsce.

2. Warszawski parkiet musi utrzymać pozycję lidera regionu. Jeżeli w którymś ze środkowoeuropejskich krajów lokalna giełda zaczęłaby zyskiwać na znaczeniu, a inwestorzy instytucjonalni zaczęliby chętniej tam poszukiwać ciekawych inwestycji, wtedy i ukraińskie spółki zapewne zaczęłyby szukać dodatkowego kapitału.

3. Ukraińska giełda nie powinna rozwijać się zbyt szybko. Ten element, chociaż sam w sobie kontrowersyjny, jest jednak bardzo istotny. Gdyby na Ukrainie funkcjonowała giełda o podobnych rozmiarach do warszawskiej, część spółek stwierdziłaby, że łatwiej będzie przekonać inwestorów w kraju do słuszności swojego biznesu. Odpadłby więc główny czynnik, jakim jest dostęp do kapitału.

4. Warszawska giełda powinna kontynuować podjęte kroki promocyjne mające na celu popularyzację GPW za granicą. Na razie wydaje się, że dotychczasowe przedsięwzięcia zaczynają przynosić efekty. Trudno jednak już mówić o ogromnym sukcesie. Tego typu akcje zawsze działają z opóźnieniem, a najtrudniejszy jest pierwszy okres. Ten, wydaje się, był przepracowany prawidłowo i jeżeli zaangażowanie po stronie GPW nie spadnie, efekty zapewne przyjdą.

5. Poprawna współpraca gospodarcza. Ukraina jest jednym z naszych głównych partnerów głównie ze względu na położenie geograficzne. Ten element raczej się nie zmieni. Ważna jest jednak rola rządów obu państw oraz podjęte przez nie działania. Jeżeli prowadzona polityka zagraniczno-gospodarcza będzie otwarta, wiele firm będzie prowadziło operacje transgraniczne, a co za tym idzie, będzie zainteresowanych obecnością na warszawskim parkiecie nie tylko w celu pozyskania kapitału, lecz również w celach promocyjnych.

Wyżej wymienione czynniki, chociaż nie są jedyne, wydają się być kluczowe dla dalszej ekspansji ukraińskich spółek na GPW. Jeżeli wszystkie te działania, na które mamy wpływ, będą przeprowadzone poprawnie, a do tego sprzyjać będzie koniunktura, już za parę lat liczba spółek zza wschodniej granicy na polskim parkiecie może znacząco wzrosnąć. ■

Tabela. Przegląd ukraińskich spółek na GPW

Nazwa	Data debiutu	Cena emisyjna	Cena na debiucie	Cena bieżąca 20.01.2012
Agroton	08.11.2010	27,00	26,89	18,50
Astarta	17.08.2006	19,00	19,00	48,50
Coal Energy	04.08.2011	20,00	19,20	21,50
KSGARGO	05.05.2011	22,00	22,12	21,50
Milkiland	06.12.2010	33,78	36,1	15,75
Sadovaya	30.12.2010	8,60	10,44	9,00
WESTAISIC	15.06.2011	11,75	12	3,00
Kernel	23.11.2007	24	24	67,00
Ovostar	29.06.2011	62	62	86,50
Industrial Milk Company	04.05.2011	10,80	11,05	8,34
Agroliga (NC)	11.02.2011	81,00	116	55,00

Źródło: www.gpw.pl



Złapał Kozak Tatarzyna - indeksów przyjaźń z walutami

Kolejna sesja zakończona, świeże komentarze spływają na portale informacyjne. Najczęściej dosyć podobne, koncentrujące się jednorazowych wydarzeniach lub danych makro. Gdy już brakuje tematu, zwraca się uwagę na kursy walut. Raz pisze się o tym, jak polska waluta pociągnęła w dół warszawskie indeksy, innym razem o tym, jak dekonunktura na parkiecie powoduje odwrót od złotego. Jak jest naprawdę?

MARCIN RÓŻOWSKI

Odpowiedź jest jedna – to nie ma znaczenia. Przynajmniej tak długo, jak można na tym zarobić. Praca analityka jest niewdzięczna, ponieważ często każe doszukiwać się związków przyczynowo-skutkowych tam, gdzie ich faktycznie nie ma. Polska waluta jest tu wyjątkowo wykorzystywana, ponieważ każda jej deprecjacja jest często wykorzystywana do tłumaczenia spadków na GPW. O ile jest to ważny

czynnik, to w grę wchodzi ich cały szereg. W związku z tym – by czytelników Trendu nie zdręzczać kolejnym quasi-komentarzem z rynku finansowego – skupmy się na wykorzystaniu tej zależności tak, by móc poprawić swoje coroczne stopy zwrotu.

Ogon macha psem czy pies ogonem

To, że relacja pomiędzy zachowaniem warszawskich indeksów a kursem złotego istnieje, nie podlega żadnej wątpliwości.

Rok	współczynnik korelacji
2007	-0,548451236
2008	-0,750744155
2009	-0,946364859
2010	-0,39828283
2011	-0,828637395

Tabela prezentuje roczne współczynniki korelacji obliczone na podstawie danych dziennych dla minionych 5 lat. Jako instrumenty finansowe wybrano kurs kontraktu terminowego na WIG20 oraz parę USD/PLN, która charakteryzuje się relatywnie wysoką zmiennością. Dodatkowo ekspozycję na nią można tworzyć nie tylko przy wykorzystaniu platform foreksowych, ale też kontraktów walutowych notowanych na GPW. To właśnie ten instrument (ticker: FUSD, najbliższa seria rozliczeniowa)

		FUSD otwarcie	FUSD maksimum	FUSD minimum	FUSD zamknięcie	wynik	Po- zy- cja	Po- zy- cja	FW20 otwarcie	FW20 maksimum	FW20 minimum	F20 zamknięcie	wynik
2007	I kw	291,4	305,7	290	291,99	-59	S	L	3351	3592	3127	3492	1410
	II kw	291	291	276,87	279,99	1101	S	L	3470	3803	3434	3761	2910
	III kw	278,8	287,89	266,46	269,45	935	S	L	3740	3913	3265	3634	-1060
	IV kw	267	269,5	242,27	245,59	-2141	L	S	3640	3970	3340	3480	1600
2008	I kw	246	256,24	223,7	224,36	-2164	L	S	3457	3532	2682	2999	4580
	II kw	226,94	227	214,4	214,84	-1210	L	S	2966	3080	2555	2573	3930
	III kw	214,9	247,4	204,07	240,2	2530	L	S	2575	2783	2254	2412	1630
	IV kw	240,45	317,1	238,52	299,59	5914	L	S	2407	2487	1471	1780	6270
2009	I kw	298,99	391,59	289,11	350,29	5130	L	S	1826	1934	1237	1519	3070
	II kw	350,51	352,77	310,17	319,66	-3085	L	S	1515	2048	1468	1845	-3300
	III kw	319,99	319,99	278,01	291,64	2835	S	L	1847	2327	1726	2225	3780
	IV kw	290,82	295,8	270,3	287,26	356	S	L	2231	2468	2164	2422	1910
2010	I kw	290	302,6	279,3	288,04	196	S	L	2435	2525	2166	2495	600
	II kw	287,39	349,21	284,55	337,51	-5012	S	L	2513	2600	2224	2278	-2350
	III kw	340,81	341	293,71	294,69	-4612	L	S	2253	2625	2243	2617	-3640
	IV kw	293,29	313,2	274,72	297,9	-461	S	L	2610	2814	2591	2765	1550
2011	I kw	298,9	304,5	283	285,27	1363	S	L	2773	2845	2629	2827	540
	II kw	285,27	287,7	265,35	275,95	932	S	L	2827	2938	2715	2778	-490
	III kw	274,7	337,38	273,2	328,9	5420	L	S	2781	2817	2014	2192	5890
	IV kw	333,01	351,88	303,8	345,27	1226	L	S	2135	2448	2061	2161	-260

w 2010 roku zależność była relatywnie słabsza, rekordowo silna była zaś w pierwszym roku hossy – 2009.

Naturalnie można próbować badać, który z instrumentów silniej wpływa na drugi. Prawdopodobnie dwóch na trzech analityków odpowie, że nadrzędne znaczenie ma kurs walutowy. Z perspektywy inwestora poznanie tej prawdy winno być jednak tylko ciekawostką. Prawdziwym celem jest zastosowanie tej korelacji we własnych transakcjach.

Podstawowe założenie dotyczy lewarowania dotyczącego konkretnego rynku. Na walutach dźwignia finansowa może osiągać niewyobrażalne rozmiary, rzędu 400:1. Natomiast derywaty oparte o polskie indeksy rzadko osiągają poziom 20:1. Widać więc, gdzie leży prawdziwy potencjał zysku (lub finansowej katastrofy). Dlaczego w związku z tym nie wykorzystywać wzrostów na polskiej giełdzie, by jednocześnie zarobić na umocnieniu się złotego? Przy takiej różnicy w lewarze osiągnięte wyniki mogłyby zyskać na spektakularności.

Spekuluj z nami

Przeprowadźmy w związku z tym prosty test (tabela powyżej) Nastawmy się na identyfikację trendu w poszczególnym kwartale na indeksie WIG20. Zamiast jednak otwierać pozycję w odpowiednim kontrakcie terminowym, wykorzystujemy odpowiednią skorelowaną pozycję na parze walutowej. Do testów wybrano parę USD/PLN, która charakteryzuje się relatywnie wysoką zmiennością. Dodatkowo ekspozycję na nią można tworzyć nie tylko przy wykorzystaniu platform foreksowych, ale też kontraktów walutowych notowanych na GPW. To właśnie ten instrument (ticker: FUSD, najbliższa seria rozliczeniowa)

zostanie zastosowany, ponieważ kontrakty CFD niosą ze sobą dodatkowe koszty w postaci punktów swapowych, a ich notowania różnią się w zależności od dostawcy danych. Test jest tylko poglądowy, dlatego powinien być maksymalnie uproszczony.

Pozycja w kontrakcie na dolara będzie otwierana po cenie otwarcia na początku danego kwartału, zamykana w cenach zamknięcia na ostatniej sesji danego okresu. Dla celów porównawczych zamieszczony zostanie także wynik, który odnotowano by na kontrakcie FW20. Metoda zajmowania pozycji została ekstremalnie uproszczona. Kontrakt będzie nabywany lub sprzedawany w zależności od tego, czy poprzedni kwartał był odpowiednio wzrostowy lub spadkowy. Można to uznać za bardzo opóźnioną metodę podążania za trendem.

Dla celów informacyjnych podano także ekstrema cenowe FUSD w danym kwartale, aby czytelnik wiedział, jak silnych wahań może się spodziewać i czy jego kapitał by to wytrzymał. Należy też pamiętać, że pozycji długiej w kontrakcie terminowym na indeks odpowiada pozycja krótka w FUSD.

Szklana kula prawdę ci powie

Teza postawiona na początku tekstu okazała się błędna. Grając na ruchy indeksów, można było zarobić znacznie więcej, niż koncentrując się na walutach. Tylko w 2011 roku wynik sumaryczny na kontrakcie walutowym okazał się lepszy niż na indeksowym. Relatywnie wyższa dźwignia na FUSD nie zdołała odpowiednio przechręcić szali na korzyść USD/PLN. Wynika to z kilku czynników. Po pierwsze, ruchy występujące na indeksach są relatywnie silniejsze niż ruchy na parach walutowych. Przykładowo, gdy WIG20 spadł o 49,5%, polski złoty osłabił się o 18%. Tylko w 2011 skala spadku była

porównywalna i w tym właśnie roku na FUSD można było zarobić więcej. Po drugie, trzeba wziąć pod uwagę różnicę w depozytach zabezpieczających. Okresowo są one silnie rozbieżne, co oznacza że gramy faktycznie pozycjami o zupełnie różnych wielkościach nominalnych. Byłoby zaskakujące, gdyby otrzymane stopy zwrotu były podobne.

Warto podkreślić, jak dobre wyniki można czasem osiągnąć, wykorzystując system o tak prostej konstrukcji. Metoda wejścia na rynek oparta tylko na wyniku poprzedniego kwartału, żadnych zleceń zabezpieczających. Na kontrakcie indeksowym wyłącznie rok 2010 zakończył się na minusie. Inną kwestią są obsunięcia kapitału, które należałyby w międzyczasie znieść – w IV kwartale 2007 wyniosło ono miejscami ponad 3000 zł, mimo że zakończył się on zyskiem. Ten przykład pokazuje tylko, że nawet z ekstremalnie prostych zależności można otrzymywać dobre rezultaty.

Podsumowanie

Mimo że eksperyment się nie powiódł, można z niego wysunąć kilka ciekawych wniosków. Najważniejszy z nich to fakt, że nawet w okresach silnej korelacji stopy zwrotu na poszczególnych instrumentach mogą się istotnie różnić. Także interesujące jest, jak wiele można uzyskać z trendu, spekulując nawet w perspektywie kwartalnej. Jak widać, przewagi na rynku niekoniecznie należy szukać, schodząc na interwały oscylujące wokół sekund.

Na koniec zadanie dla dociekliwych – a jaki byłby wynik, gdyby odwrócono zależność? Co by się działo, gdyby pozycję w FW20 otwierać na podstawie wskazań waluty, a nie odwrotnie? ■

Poczta Polska – muzeum absurdu



„Skoro politycy uważają, że państwowy monopol na dostarczanie poczty jest korzystny dla klienta, to dlaczego monopolisci za wszelką cenę próbują uniemożliwić wejście konkurencji na rynek? Przecież klienci nie będą wybierali tego, co jest dla nich niekorzystne.”

MARTA CZEKAJ

Kpiące słowa Milтона Friedmana idealnie pasują do polskiej rzeczywistości pocztowej. Dla niej czas zatrzymał się w latach 80. - sfrustrowani klienci, długie kolejki, „nieczynne” okienka i sterty listów. Dodając obecne 2 mld przesyłek rocznie, 90 tys. pracowników, 8 tys. placówek oraz znikomą konkurencję, nasz rodzimy pocztowy dinozaur w dalszym ciągu tworzy całkiem przyzwoity monopol.

Według zapowiedzi i Poczty, i jej rywali, w styczniu 2013 r. czeka nas rewolucja. Jest o co się bić – wartość polskiego rynku pocztowego to (bagatela!) 7 miliardów złotych.

Co z tą Poczta?

W dobie internetu i bankowości elektronicznej niestety każdy z nas, przynajmniej od czasu do czasu, zmuszony jest zmierzyć się z niedostarczoną przesyłką, zostawionym awizo, karteczką „przerwa obiadowa”, czy nader nieuprzejmą panią w okienku. Za niedościgniony wzór można uznać Royal Mail - angielską pocztę królewską, nowoczesny skandynawski Posten, jak i niemieckie Deutsche Post. Ta pierwsza, oficjalnie powstała w XVII wieku, ma ok. 14 tys. lokalizacji, mimo, że od 2006 roku brytyjski rynek pocztowy jest w pełni otwarty. Jako silna pocztowa marka obecna jest również obecna na rynku przesyłek kurierskich aż w 34 krajach poza Wielką Brytanią. Z kolei w Norwegii czy Szwecji usługi pocztowe dostępne są w centrach handlowych lub nawet w supermarketach. Natomiast Deutsche Post jako jedna z największych na świecie organizacji pocztowych, przynosząca kilkudziesięciomilionowe dochody, wykazuje pełną automatyzację i bieżący monitoring sprawności systemu. Mimo że narzekanie to podobno narodowe hobby Polaków, to o swoje przesyłki obawiają się również Włosi. Poste Italiane wciąż gubi zagraniczne przesyłki, chociaż po restrukturyzacji w 1998 roku zaczęła przynosić zyski i z roku na rok poprawia swoją funkcjonalność. Poza

tym inwestuje w usługi finansowe, które są najbardziej zyskownym obszarem jej działania.

Drogi monopol

W Polsce państwo uporczywie dba o monopol Poczty Polskiej, która funkcjonuje jako przedsiębiorstwo użyteczności publicznej (tzw. PUP). Skutkuje to nie tylko złą jakością usług, ale i ich ceną. W Unii Europejskiej, patrząc proporcjonalnie do zarobków, płacimy najwięcej. No ale kto inny jak nie klienci zapłaci za przerosty zatrudnienia, tak bardzo typowe dla państwowych monopolistów, oraz utrzymywanie nieefektywnej biurokracji.

Innym problemem są nagminnie ginące przesyłki, które w większości przypadków powinny być traktowane jako skradzione – w końcu „w powietrzu się nie rozpylają”. Co więcej, podobno towar z okradanych na poczcie paczek świetnie sprzedaje się na aukcjach w internecie.

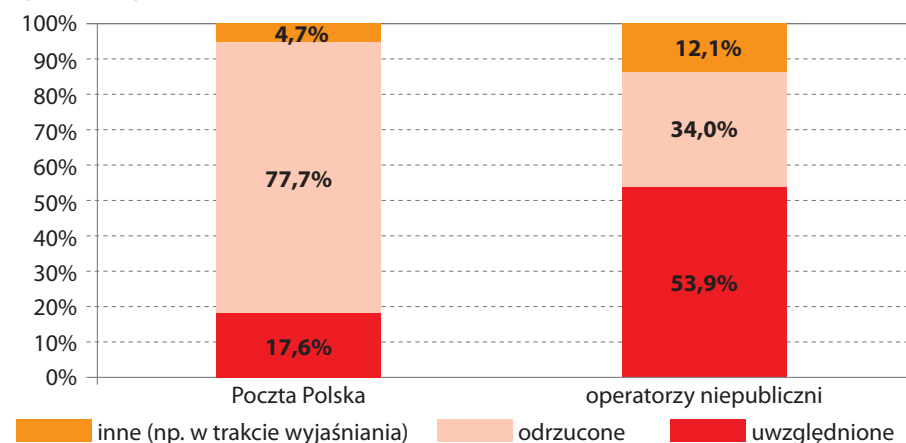
Nie zadowala również terminowość dostarczania przesyłek, a raczej ich nieterminowość.

Mało która z usług Poczty Polskiej spełnia wytyczne narzucone przez Urzędu Komunikacji Elektronicznej (organ regulujący działalność pocztową i telekomunikacyjną) (patrz: Wykres.1).

Warto również wspomnieć o automatyzacji systemów i elektronicznym monitoringu przesyłek. Poczta nie przejmuje się za bardzo statusem wysłanego listu czy paczki. Z doręczeniem jest podobnie. Listonosze, za którymi stoją silne związki zawodowe, inaczej niż sugeruje nazwa ich zawodu, listów nie noszą, zostawiając jedynie awizo. Tym samym, my - klienci, na razie możemy zapomnieć o powszechnej w prywatnych kurierskich firmach usłudze, jaką jest dzwonicie do klientów i uzgadnianie z nimi godziny dostarczenia przesyłki.

Reklamacje raczej problemów nie rozwiązują, bowiem Poczta ma do nich dość obojętny stosunek. W 2010 roku klienci zareklamowali ponad 322 tys. usług pocztowych, z czego ponad 230 tys. było usługami Poczty Polskiej. Co więcej, u operatorów niepublicznych odsetek reklamacji uznanych jest bardzo wysoki – blisko 54% reklamacji zostało u nich uwzględnionych, podczas gdy w przypadku

Wykres 2: Reklamacje usług Poczty Polskiej i operatorów niepublicznych – struktura wg sposobu rozpatrzenia



Źródło: Opracowanie - dane Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE)

narodowego operatora współczynnik ten wyniósł niespełna 18%.

Wiele kontrowersji wywołują również zlecenia dla państwowej Poczty. Chociażby umowa z ZUSEm na dostarczanie rent i emerytur, czy usługa Poczty – „Przesyłka Aglomeracja” - zwolniona z podatku VAT, przez co operator posądzany jest o jawny dumping.

Mimo fatalnej opinii klientów powszechnie dostępny operator zdaje się funkcjonować doskonale. Co przekłada się na dane finansowe i prawie 4,3 mld zł przychodu.

Konkurencja (nie)pożądana

Gra toczy się o niemalą stawkę, a mianowicie o 7 mld zł. Właśnie na tyle szacowana jest wielkość polskiego rynku pocztowego. Duży popyt i wysoka rentowność usług jeszcze bardziej zwiększają atrakcyjność. Nie dziwi więc zainteresowanie niepublicznych operatorów pocztowych. Według danych za rok 2010, zarejestrowanych jest aż 244 operatorów niepublicznych, z czego jedynie 152 świadczy usługi (w 2009 roku było ich zaledwie 125).

W 2010 roku operatorzy niepubliczni uzyskali przychody w wysokości ponad 1,3 mld zł (z tego niemal 79% w obrocie krajowym). Przy czym w obrocie krajowym największy udział pod względem wolumenu mają druki bezadresowe (94,2%), które jednak nie odgrywają tak znaczącej roli w przychodach operatorów (11,9%). W 2010 roku Poczta Polska zdecydowanie dominowała w obszarze przesyłek z korespondencją (91,1% rynku) oraz przesyłek reklamowych (92,2%). W segmencie paczek rokrocznie zmniejsza swoją przewagę na rzecz operatorów niepublicznych, którzy w 2010 roku zajęli aż 47,2% obszaru tego rynku. ¹

Zmiany rynkowe nadchodzą na mocy unijnej dyrektywy z 2008 roku, zgodnie z którą dalszy rozwój konkurencji jest procesem. Dane nt. rynku pocztowego w Polsce występujące w tekście pochodzą z „Raportu prezesa UKE o stanie rynku usług pocztowych w Polsce w roku 2010 (rok wydania: 2011)”.

obsługując tereny miejskie, jak i wiejskie. Poczta dociera do odbiorców w całym kraju, a na tym z reguły zależy dużym nadawcom, np. bankom, czy instytucjom publicznym. Poza tym planowany jest nowy system plac i szkoleń, czy budowa 24-godzinnych pocztowych punktów samoobsługowych. Konkurencja również się rozwija i dostosowuje do potrzeb. Polska Grupa Pocztaowa już specjalizuje się w ofercie dla klientów biznesowych. Z kolei wspomniany wcześniej InPost, niemiecki DHL, czy czający na polski rynek zagraniczni giganci inwestują w e-usługi.

1 stycznia 2013 r. - wielkie nadzieje wielu klientów

Polski rynek usług pocztowych stopniowo ewoluuje, otwierając się na konkurencję i zmniejszając liczbę usług zastrzeżonych dla narodowego operatora. Szczególnie po wejściu do Unii Europejskiej, gdzie usługi pocztowe stanowią jedno z ważniejszych ogniw rynku wewnętrznego. Mimo to w Polsce, dzięki powszechnie dostępnej infrastrukturze i przychylności prawa pocztowego, głównym graczem nadal pozostaje Poczta Polska. Dlatego też liberalizacja rynku pocztowego i przygotowanie narodowego molocha na działanie konkurencji figuruje na liście zadań specjalnych nowego Ministerstwa Administracji i Cyfryzacji (MAiC). Zamiar prywatyzowania Poczty Polskiej jest gorącym tematem już od ponad 20 lat, a konkretnie od momentu rozdzielania jednostki „Polska Poczta, Telegraf i Telefon”. Wyłączona wówczas Telekomunikacja Polska raz lepiej, raz gorzej radzi sobie z konkurencją, często także „lądując na dywaniku” w Urzędzie Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Podobnie naszego narodowego operatora czeka walka z „niewidzialną ręką rynku”. Pytanie, czy rzeczywiście pierwszego stycznia przyszłego roku obudzimy się w nowym, lepszym, zrewolucjonizowanym pocztowo świecie? Poczekaemy, zobaczymy... ■

Wykres 1: Terminowość listów i paczek dostarczanych przez pocztę Polską

Listy	Termin doręczenia (D+n)*	Cel w zakresie terminowości doręczeń**	Wyniki badania					
			2007	2008	2009	2010	I kw. 2011	II kw. 2011
priorytetowe	D+1	82%	77,2%	66,3%	52,7%	53,4%	60,5%	64,5%
	D+2	90%	95,6%	88,5%	83,9%	82,6%	87,6%	90,1%
	D+3	94%	98,5%	94,0%	94,0%	93,2%	95,4%	96,0%
ekonomiczne	D+4	85%	80,6%	67,2%	69,9%	67,7%	72,3%	75,7%
	D+5	97%	96,7%	94,6%	93,3%	90,6%	94,8%	95,3%

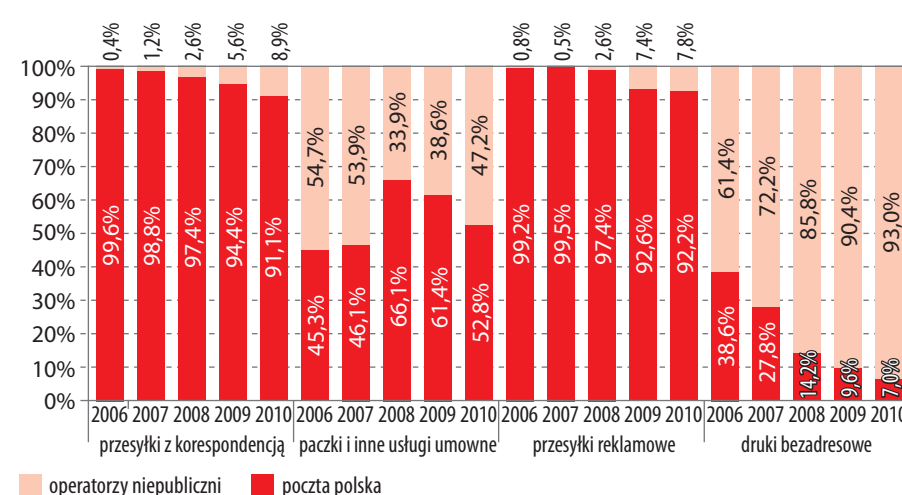
Paczki pocztowe	Termin doręczenia (D+n)*	Cel w zakresie terminowości doręczeń**	Wyniki badania		
			VII-XI 2007	V-IX 2008	IV 2009 - IV 2010
priorytetowe	D+1	80%	57,80%	57,75%	56,20%
ekonomiczne	D+3	90%	84,30%	93,25%	97,61%

Źródło: Opracowanie - dane Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE)

* (D+n) – jako „n” oznaczona jest liczba dni, które upłynęły od dnia nadania do dnia doręczenia przesyłki (przy czym do terminów nie wlicza się dni ustawowo wolnych od pracy oraz sobót).

** ■■ oznaczone są wyniki operatora spełniające cel w zakresie terminowych doręczeń.

Wykres 3: Usługi pocztowe Poczty Polskiej w obrocie krajowym i zagranicznym – struktura wg wolumenu i przychodów



Źródło: Opracowanie - dane Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE)

U progu neuroekonomicznej rewolucji

Teoria ekonomii stoi u progu rewolucji. Rewolucji nadchodzącej z jakże nieoczekiwanej strony – neurobiologii i psychologii kognitywnej. Ekonomiści zaczynają dobierać nam się już nie tylko do portfeli, ale i do mózgów.

MAREK IGNASZAK

Czy powinienem zaciągnąć kredyt? Czy posiadaną gotówkę mam zainwestować, czy skonsumentować? Kupić dziś jabłko czy pomarańczę? Przed takimi dylematami stają każdego dnia ludzie działający w ramach współczesnej gospodarki. Dokonane wybory kształtują funkcjonowanie całego systemu gospodarczego, którego zachowanie jest przecież wypadkową decyzji wszystkich podmiotów ekonomicznych. Widzimy więc, że najważniejszym elementem modeli mających na celu opisanie funkcjonowania i przyszłych zmian gospodarek powinien być mechanizm podejmowania decyzji przez ludzi działających w ramach systemów gospodarczych. Ponadto ten sam model ekonomiczny może generować diametralnie różne przewidywania, gdy tylko zmienimy sposób, w jaki modelowane są ludzkie wybory. Najistotniejszym zadaniem ekonomistów jest więc jak najbliższe opisanie rzeczywistości, a następnie zaimplementowanie w tworzonych modelach sposobów, w jaki ludzie podejmują decyzje.

(Nie)Racjonalny konsument

Fundamentem współczesnej mikroekonomii jest pojęcie preferencji. Preferencje podmiotu są formalizacją jego gustu, to jest umiejętności wartościowania alternatywnych wyborów i zdolności do decydowania się na ten z nich, który przynosi większą użyteczność (korzyść, satysfakcję, przyjemność, itp.) Jeśli preferencje danego konsumenta są spójne (jest w stanie porównać każdą parę elementów zbioru możliwych wyborów) oraz przechodnie (gdy preferuje A nad B oraz B nad C, to na pewno preferuje także A nad C), mówimy, że są one racjonalne. Koncepcja racjonalnych preferencji jest podstawą wszystkich modeli neoklasycznej ekonomii, gdyż istotnie ułatwia ekonomistom życie. Gdy opisuje się na przykład zachowanie firmy, konieczne jest określenie, jaki plan produkcyjny wybierze ona spośród ogromnej liczby dostępnych kombinacji nakładów i technik produkcji dających w efekcie określone produkty. W świecie racjonalnych podmiotów odpowiedź jest prosta – wybrana będzie ta kombinacja, która zapewnia największą użyteczność, czyli na przykład największy zysk.

Racjonalność decyzji jest więc pewną sztuczką, uproszczeniem

mającym ułatwić tworzenie modeli i umożliwić przewidywanie, jaka decyzja zostanie przez dany podmiot podjęta. Okazuje się także, że mimo iż jest jedynie przybliżonym mechanizmem wyboru, założenie to całkiem nieźle sprawdza się w praktyce, gdyż modele, w których podmioty charakteryzują się racjonalnymi preferencjami dość dobrze opisują niezwykle złożoną gospodarczą rzeczywistość.

Przygotowanie sceny dla neuroekonomii

Wraz z narodzinami ekonomii behawioralnej, czyli nurtu ekonomii zajmującego się wyjaśnianiem psychologicznych podstaw zachowań gospodarczych, neoklasyczna teoria podejmowania decyzji została poddana w wątpliwość. Pojawiły się wyniki eksperymentów psychologicznych pokazujące, że ludzkie wybory bardzo często nie są racjonalne. Na przykład firmy często nie wybierają planu produkcji zapewniającego najwyższy zysk, ponieważ nie mają pełnej informacji na temat wszystkich dostępnych technik produkcji (naruszenie zasady spójności). Zauważono także, że otoczenie i kontekst, w jakim podejmowana jest decyzja, wpływają na ludzkie wybory, co narusza zasadę przechodności. Wpływ otoczenia na podejmowane decyzje badał między innymi eksperyment, w którym przy publicznie dostępnej kuchence znajdował się cennik oraz puszka na pieniądze – odpłatność za przygotowaną herbatę czy kanapkę zależała jedynie od dobrej woli i uczciwości użytkowników. Okazało się, że puszkaapełniała się szybciej, gdy nad cennikiem zawieszono plakat przedstawiający wlepione w użytkownika oczy. Uczciwych ubywało, gdy zamiast czujnego spojrzenia plakatowych oczu nad cennikiem pojawiał się obraz kwiatów.

Neoklasycy mimo to czuli się dość bezpiecznie, umacniając swoje pozycje, szlifując i udoskonalając teorie oparte o racjonalność podmiotów, ponieważ mimo zasadności krytyki pełnej racjonalności, „behawioryści” nie byli w stanie zaproponować uniwersalnego mechanizmu lepiej opisującego proces podejmowania decyzji, a ponadto nadającego się do zalgorytmizowania i zaimplementowania do matematycznej struktury modeli ekonomicznych.

Początek rewolucji

Odsiecz przyszła z najmniej oczekiwanej strony – prosto z laboratoriów uniwersytetów medycznych. Sojusz psychologów kognitywnych wnoszących eksperymentalne podejście do problemu ludzkich zachowań, pragnąc zrozumieć naturę dokonywanych wyborów, neurobiologów zapewniających narzędzia do obserwacji pracy neuronów i zachowania mózgu oraz ekonomistów dostarczających przedmiotu analiz oraz konceptualnej struktury problemu – chęci syntetycznego, matematycznego i uniwersalnego opisu sposobu, w jaki ludzie podejmują decyzje – umożliwił gwałtowny rozwój nowej dziedziny nauki – neuroekonomii.

Celem pionierów tego nurtu jest rozpoznanie, jakie struktury mózgu odpowiedzialne są za podejmowanie decyzji w warunkach niepewności, jakie procesy mają miejsce w neuronach podczas oceny opłacalności wyboru i która część mózgu odpowiedzialna jest za podejmowanie decyzji.

Co pokazują eksperymenty?

W toku badań odkryto, że często proces podejmowania decyzji przebiega w dwóch ośrodkach mózgowych. Pewne części mózgu, między innymi neurony lustrzane, odpowiadają za odczuwanie emocji i decyzje podejmowanie pochopnie, pod wpływem intuicji. Kora przedczołowa odpowiada natomiast za proces kalkulacji; tam podejmowane są decyzje często sprzeczne z naszym pierwszym, czysto intuicyjnym odruchem. Skutki tej wewnętrznej walki odczuwamy często na zakupach, gdy skuszeni kolorowym opakowaniem czy atrakcyjną reklamą kupujemy produkt, który potem, po przemyśleniu decyzji w domu, okazuje się nam niepotrzebny. Ten dysonans między myśleniem szybkim (intuicyjnym, emocjonalnym) a wolnym (chłodną kalkulacją) opisywany jest w książce noblisty w dziedzinie ekonomii, psychologa Davida Kahnemana „Thinking, Fast and Slow”, która analizuje, często nieracjonalne, zachowania ludzi w obliczu konieczności dokonania wyboru.

Innym obiektem zainteresowania neuroekonomistów jest zachowanie umysłu wobec sytuacji niepewności i ryzyka oraz opis mechanizmów szacowania przez umysł prawdopodobieństw przyszłych zdarzeń. Naukowcy starają się na przykład znaleźć przyczyny fenomenu nieambivalentnego stosunku do ryzyka, czy też pojawiających się często w eksperymentach sprzeczności i niespójności w formułowaniu przewidywań co do przyszłych korzyści płynących z ryzykownych wyborów oraz przy podejmowaniu decyzji o wzięciu udziału w przedsięwzięciach o niepewnym przebiegu.

Opublikowane w 2005 roku badanie¹ autorstwa zespołu kierowanego przez Michaela Kosfelda z uniwersytetu w Zurichu polegało na podaniu grupie ochotników oksytocyny, to jest pewnego hormonu peptydowego pełniącego rolę neuroprzekaźnika. Innym uczestnikom eksperymentu, stanowiącym grupę kontrolną, podano placebo. Wszystkim zaproponowano następnie grę koordynacyjną (trust game), w której zyski graczy zależą od stopnia, w jakim sobie ufają. Gracz pierwszy może wybrać zagranie egoistyczne, które gwarantuje niewielką, ale pewną wygraną, bądź zaufać partnerowi, oczekując dużych zysków, gdy zaufanie zostanie odwzajemnione, ale licząc się z brakiem wygranej w przypadku egoistycznego zagrania gracza drugiego. Okazało się, że uczestnicy z wyższym poziomem oksytocyny zdecydowanie częściej ufali partnerom niż

grupa kontrolna, mimo tego, że ich wyobrażenia o spolegliwości partnerów nie uległy zmianie. Eksperyment kontrolny wykazał ponadto, że ich skłonność do podejmowania ryzyka także się nie zmieniła. Udowodniono więc, że cały złożony proces podejmowania decyzji i skłonność do zaufania partnerowi zależy od ilości pewnej substancji chemicznej w organizmie.

Kamieniem filozoficznym neuroekonomii jest stworzenie, w oparciu o obserwacje działania mózgu, algorytmu pozwalającego z możliwie największym prawdopodobieństwem określić, jaką decyzję podejmie dany człowiek w danej sytuacji. Udoskonalenie sposobu modelowania ludzkich zachowań umożliwi dokładniejsze zbadanie zasad funkcjonowania gospodarek, pozwoli trafniej przewidywać przyszłe zmiany w systemach gospodarczych i wreszcie wyjaśni przyczyny, a tym samym pozwoli uniknąć w przyszłości, kryzysów gospodarczych lub defektów i anomalii na rynkach dóbr czy instrumentów finansowych. Pozwoli to lepiej zrozumieć, co kieruje „niewidzialną ręką rynku”. ■

Bibliografia:

- Colin Camerer, Ernst Fehr, Paul Glimcher, Russell Alan Poldrack, „Neuroeconomics: Decision making and the brain”, Elsevier 2009.
- Colin Camerer, George Loewenstein, Drazen Prelec, (2005), „Neuroeconomics: how neuroscience can inform economics”, Journal of Economic Literature Vol. XLIII, s. 9–64.
- Paul Glimcher, Aldo Rustichini „Neuroeconomics: The Consilience of Brain and Decision”, Science Magazine Vol. 306, 15.10.2004.
- Witold Gadomski, „Szaleństwo rządu światem. Ekonomią też”, Gazeta Wyborcza 24-26.12.2011.



Rozwój w kulturze nieufności

W czasie podróży z przyjaciółmi po Norwegii zdarzyło nam się nieraz łapać stopa. Jedną z tych przejażdżek zapamiętaliśmy szczególnie. Podrzucający nas Norweg zatrzymał się na chwilę na stacji benzynowej. Jakie było moje zdziwienie, kiedy, pozostawiając nas w swoim najnowszym modelu BMW z kluczykami w stacyjce, wyszedł po kawę. Co więcej, uważał to za coś tak naturalnego, jak gdyby scenariusz, że włączamy silnik i odjeżdżamy jego wartym fortunę samochodem był zupełnie nieprawdopodobny. Z kolei kiedy opowiadaliśmy tę historię w Polsce, spotykaliśmy się z niedowierzaniem i ubolewaniem nad naiwnością kierowcy.

MARTA KOZAKIEWICZ

Nasza obserwacja wydaje się być spójna z badaniami socjologicznymi pokazującymi, że poziom zaufania społecznego w Polsce jest zaskakująco niski. Jedynie 10% społeczeństwa ma zaufanie do innych ludzi, co w porównaniu do 60-70% w krajach skandynawskich jest wynikiem dość mizernym. Czytelnik może zadawać sobie pytanie: czy w czasach szalejącego kryzysu, rosnących długów i zagrożenia bankructwami warto zaprzętać sobie głowę czymś tak nieuchwytnym jak zaufanie? Czy ma ono jakiekolwiek znaczenie dla ekonomii i rozwoju?

Kapitał społeczny i zaufanie

Zaufanie społeczne powiązane jest z innym ważnym zagadnieniem socjologicznym, jakim jest kapitał społeczny. Odnosi się on do takich cech grup i społeczeństw, jak normy postępowania oraz powiązania między ludźmi (sieci społeczne), które ułatwiają skoordynowane działania i zwiększają sprawność społeczeństw. Powiązania te mogą powstać pomiędzy osobami podobnymi pod względem sytuacji ekonomicznej i społecznej - rodziną i najbliższymi przyjaciółmi (mówimy wtedy o kapitale wiążącym) lub między osobami o różnych charakterystykach (kapitał pomostowy). Rozróżnienie to jest o tyle ważne, że oba rodzaje kapitału społecznego mają różne implikacje - w społeczeństwach, w których przeważa kapitał wiążący, poziom zaufania społecznego jest dużo niższy, a społeczeństwa te są bardziej zamknięte, negatywnie nastawione wobec obcych i mniej chętne do tworzenia i rozprzestrzeniania innowacji. Z kolei społeczeństwa, w których przeważa kapitał pomostowy, charakteryzują się wyższym poziomem zaufania społecznego, a także większą innowacyjnością. Co więcej, zaufanie społeczne przyczynia się do znacznej redukcji kosztów transakcyjnych, a także ułatwia zawieranie umów. Wiąże się z zaufaniem do instytucji państwowych i prywatnych, takich jak banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i inwestycyjne. Zaufanie społeczne pomaga tworzyć lepsze środowisko do podejmowania działań związanych z ryzykiem - w tym inwestycji.

Spocznictwa o wysokim kapitale

społecznym, w których dominuje kapitał pomostowy, są bardziej efektywne i lepiej funkcjonują. Zarówno rządzący, jak i obywatele takich społeczeństw czują się odpowiedzialni za system, którego są częścią. Nie ma przesady w twierdzeniu, że zaufanie społeczne jest niezbędne do efektywnego funkcjonowania nowoczesnych gospodarek. Zobrazować to można przez przykład pobierania podatków w różnych krajach. W państwach, gdzie poziom zaufania społecznego, a co za tym idzie zaufania do instytucji państwowych, jest wysoki, łatwiej i efektywniej pobiera się podatki. Z kolei w społeczeństwach jak Grecja (pozostająca w zestawieniu poziomu zaufania społecznego na ostatnim miejscu w Europie) zadanie to jest utrudnione. Jak opisuje sytuację Grecji Michael Lewis: „Nikt nie ufa państwu na tyle, by płacić podatki. I ten brak zaufania ma bardzo rozsądne uzasadnienie. Jeśli okradasz budżet jedną ręką, trudno jest drugą dodawać coś do wspólnego państwa, bo wiesz naj lepiej, jak ono jest skorumpowane”.

Bogatsi bardziej ufni czy ufni bardziej bogaci?

Co prawda zależności między PKB a kapitałem społecznym wciąż są przedmiotem badań, można jednak spostrzec pewne prawidłowości. Poziom kapitału społecznego jest dużo wyższy w krajach wysoko rozwiniętych, zaś niższy w tych rozwijających się. Wraz z rozwojem gospodarki i społeczeństwa zmienia się charakter więzi, które tworzymy z innymi ludźmi. W krajach postsocjalistycznych (w tym w Polsce) w okresie komunizmu więzi społeczne z osobami spoza najbliższego kręgu rodziny i znajomych z racji panującego reżimu były ograniczone, co sprzyjało stworzeniu kultury nieufności. Mimo iż od upadku komunizmu minęło 20 lat, kapitał wiążący wciąż dominuje w Polsce. Inaczej jest w krajach nordyckich (Norwegii, Danii, Finlandii) oraz krajach o modelu liberalnym (jak Australia, Kanada czy Nowa Zelandia), gdzie dominuje kapitał pomostowy. Kraje nordyckie mogą się również pochwalić najwyższym poziomem zaufania społecznego. Trochę niższy poziom jest w krajach o modelu liberalnym lub konserwatywnym (warto wymienić tu Szwajcarię, Holandię czy Niemcy). Na samym końcu znajdują się kraje śródziemnomorskie

(Hiszpania, Portugalia, Włochy i Grecja) i postsocjalistyczne. Co ciekawe, schemat ten jest bardzo stabilny w czasie - można przypuszczać, że niektóre kraje wpadły w „pułapkę nieufności” - nieufni polegają jedynie na rodzinie, co buduje w nich przekonanie, że jedynie rodzinie mogą zaufać i prowadzi do jeszcze większej nieufności wobec obcych. Kapitał wiążący i nieufność zdają się nawzajem podtrzymywać.

Niedostatek kapitału społecznego może mieć duży wpływ na rozwój społeczeństw m.in. poprzez spowolnienie procesów modernizacyjnych i rozwojowych. Ma także wpływ na dochody i poziom szczęścia społeczeństwa. Subiektywne zadowolenie z życia można traktować jako miarę jakości życia obywateli. Czy niskie zasoby kapitału społecznego w Polsce można powiązać z często manifestowanym przez ludzi niezadowolaniem z życia? Badania przeprowadzone przez polskich naukowców¹ rzucają więcej światła na omawiane kwestie. Wyniki empiryczne potwierdzają intuicyjne przekonanie, że kapitał wiążący zmniejsza dochód i poziom szczęścia społeczeństwa. Można przypuszczać, że zamknięcie w kręgu najbliższych zmniejsza szanse na sukces finansowy jednostki. Silne więzy rodzinne mogą ograniczać zakres, w którym jednostka poszukuje pracy, poprzez zdawanie się na oferty rodziny i znajomych. Również zaufanie i zarobki są pozytywnie skorelowane. Potwierdza to przypuszczenia powiązania ze sobą kapitału pomostowego i zaufania społecznego. Wyniki prowadzą do jednoznacznych wniosków - społeczeństwa o wyższym poziomie kapitału pomostowego i zaufania społecznego znajdują się w lepszym położeniu niż społeczeństwa, w których to kapitał wiążący jest głównym składnikiem kapitału społecznego.

Od nieufności do zaufania

Kapitał społeczny i jego struktura zależy w dużej mierze od przeszłych doświadczeń społeczności. Co gorsza, nie daje się łatwo kształtować za pomocą polityki publicznej czy społecznej. Czy oznacza to, że nie ma wyjścia z pułapki nieufności? Na to pytanie nie znamy odpowiedzi. Możemy jedynie sami próbować choć trochę otworzyć się na innych i mieć nadzieję, że nastaną w Polsce czasy, gdy można będzie bez obaw pozostawić nieznanego wraz z kluczykami w swoim samochodzie. ■

1. Growiec K., Growiec J., „Trusting only whom you know, knowing only whom you trust: the joint impact of social capital and trust on individuals' economic performance and happiness in CEE countries”, *NBP Working Papers* No.94.

PKO – Bank Przyszłości?

Historia PKO BP sięga dwudziestolecia międzywojennego – 8 lutego 1919 została powołana do życia Poczta Kasa Oszczędności (PKO). Dopiero w 1949 roku jej nazwa została zmieniona na Powszechną Kasę Oszczędności. Od 1992 Bank nosi swoją obecną nazwę – Powszechna Kasa Oszczędności – Bank Polski, w skrócie PKO BP. W 2000 roku rozpoczął się proces prywatyzacji banku, który zakończył się w 2004 udanym debiutem na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Obecnie PKO BP jest największym bankiem w Polsce (udział rynkowy w aktywach banków wynosi 14%), który swoją działalnością obejmuje wszystkie segmenty bankowości: bankowość detaliczną (największy wolumen depozytów i kredytów – szczególnie kredytów hipotecznych - w Polsce), bankowość korporacyjną (drugi po Pekao SA portfel depozytów i kredytów korporacyjnych), segment inwestycyjny – poprzez DM PKO BP, który jest dealerem obligacji Skarbu Państwa. Grupa PKO BP obejmuje 36 podmiotów, w tym: Kredobank SA (bank ukraiński), Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PKO, Powszechnie Towarzystwo Emerytalne PKO BP Bankowy, spółki leasingowe i factoringowe, spółki deweloperskie i inne.

Prezesem PKO BP jest Zbigniew Jagiełło, który jest absolwentem Politechniki Wrocławskiej, ukończył również studia MBA.

W 40,99% PKO BP należy do Skarbu Państwa, w 10,25% do Banku Gospodarstwa Krajowego, natomiast reszta (48,76%) to free float. Bank regularnie wypłaca dywidendę (w 2010 roku - 1,98zł na akcję), głównie ze względu na nieograniczone zapotrzebowanie na kapitał swojego głównego udziałowca, jednak jest to miłym bonusem także dla pozostałych akcjonariuszy.

Dobry rok w bankowości

Rok 2011 był udany dla polskiego sektora bankowego – wyniki finansowe oraz wskaźniki działalności uległy poprawie w stosunku do 2010 roku. Zysk netto sektora bankowego w 3 kwartale 2011 wyniósł 10,5 mld PLN i był o 34% wyższy niż przed rokiem. Głównym powodem tak dużego wzrostu zysku netto banków jest zmniejszenie odpisów aktualizacyjnych na należności. Jednak dla PKO BP pierwsze trzy kwartały 2011 roku to szczególnie udany czas – zysk netto wyniósł 2,8 mld PLN (i nie było to efektem

mniejszych odpisów, a lepszego wyniku na działalności biznesowej), udało się zmniejszyć wskaźnik cost/income o 1,5 p.p. (wyniósł on 39,5% przy średniej dla wszystkich banków na poziomie ok. 45%), wzrosła rentowność zarówno kapitału, jak i aktywów.

Na tle konkurencji

Porównując trzy największe banki w Polsce: PKO BP, Pekao SA oraz BRE, łatwo zauważyć, że PKO BP cechuje duża efektywność działania. Zwrot z kapitału wzrósł we wszystkich bankach w 2011 roku w porównaniu do 2010, jednak w PKO BP jest zdecydowanie najwyższy i wynosi 17,1%. PKO BP posiada także najkorzystniejszy stosunek kredytów do depozytów spośród swoich konkurentów – wynosi on 97%, co oznacza, że całość ekspozycji kredytowej pokryta jest depozytami pozyskanymi przez Bank. W BRE Banku wskaźnik kredytów do depozytów wynosi 131,6%, co oznacza, że część kredytów finansowana jest z pożyczek (na rynku międzybankowym lub od właściciela), co może być droższym sposobem pozyskania kapitału niż depozyty. Z kolei wskaźnik kredyty/depozyty w Pekao SA kształtuje się na poziomie 83%, co oznacza, że bank ten nie wykorzystuje całego potencjału, który posiada. Współczynnik

wypłacalności PKO BP jest znacznie niższy niż u konkurentów (wynosi 12% - średnia dla sektora bankowego w Polsce), jednak jest nadal powyżej wymaganego poziomu 8%. Z kolei marża odsetkowa, uzyskiwana przez PKO BP (4,5%) jest znacznie lepsza od marż, którymi może poszczycić się konkurencja. Podsumowując, na tle konkurencji wskaźniki efektywności działania uzyskiwane przez PKO BP pozwalają określić go mianem lidera sektora bankowego.

Strategia Lidera

Taką też strategię – „Lidera polskiej bankowości” przyjął Zarząd Banku w lutym 2010. Zgodnie z nią aktywa PKO BP

do końca 2012 roku powinny wzrosnąć do 200 mld PLN (obecnie wynoszą one 187), przy jednoczesnym utrzymaniu wskaźnika C/I poniżej poziomu 45% oraz adekwatności kapitałowej powyżej 12% (oba założenia są spełniane).

Bank Przyszłości

W naszej ocenie zakup akcji PKO BP może być bardzo trafną decyzją inwestycyjną z co najmniej kilku powodów. Po pierwsze, jak zostało wspomniane wcześniej, bank regularnie wypłaca dywidendę i to nie powinno się zmienić w najbliższym czasie. Po drugie, aktualny wskaźnik C/Z dla PKO BP wynosi 10,2, co wydaje się być niezbyt

wysokim poziomem – bank uzyskuje bardzo dobre wyniki, a zarazem obecne ceny akcji banków kształtują się znacznie poniżej poziomów, które wskazywałyby fundamenty. Spadek cen akcji banków spowodowany jest w największej mierze kryzysem w sektorze bankowym w Europie Zachodniej, spowodowanym znaczącym zaangażowaniem tych banków w obligacje państw wdzięcznie określanych jako PIIGS. PKO BP nie posiada w swoim portfelu obligacji żadnego z tych państw (jedynie, w niewielkim stopniu, obligacje ukraińskie). PKO Bank Polski może okazać się Bankiem Przyszłości, zarówno dla swoich klientów, jak i akcjonariuszy. ■

Porównanie wybranych wskaźników dla trzech największych banków w Polsce (PKO BP, Pekao SA i BRE)

3 kwartały 2011	RoE	Kredyty i pożyczki udzielone klientom/Zob. wobec klientów	Koszty/Dochody (C/I)	Współczynnik wypłacalności	Marża odsetkowa
PKO BP	17,1%	97,0%	39,5%	12,3%	4,5%
BRE	16,4%	131,6%	47,9%	15,8%	2,5%
Pekao	13,7%	83,3%	47,9%	17,1%	3,7%
2010	RoE	Kredyty i pożyczki udzielone klientom/Zob. wobec klientów	Koszty/Dochody (C/I)	Współczynnik wypłacalności	Marża odsetkowa**
PKO BP	14,9%	98,3%	41,7%	12,5%	4,4%
BRE	11,8%	125,9%	51,8%	15,9%	2,2%
Pekao	13,1%	78,0%	50,6%	17,6%	3,6%
				Minimum 8%	



Przedsiębiorczy klimat

Moment, w którym zdecydujesz się na otworenie własnej firmy, z pewnością będzie chwilą dość przełomową w twoim życiu. Masz pomysł na swój biznes, posiadasz nieduży kapitał potrzebny, aby rozpocząć działalność, masz ogromne chęci i zapał do pracy – ale co dalej?

DAMIAN STRZELCZYK

Zyjesz w kraju, w którym przedsiębiorczość jest na niezwykle wysokim poziomie. Bardzo często przejawia się ona poprzez umiejętność współpracy z urzędami tak, aby w jak najmniej kosztowny i problematyczny sposób tę firmę otworzyć i prowadzić. Chociaż w ostatnich latach rząd przeprowadza reformy mające na celu zwiększenie swobody gospodarczej, to jednak polski przedsiębiorca wciąż czuje się bardzo ograniczony z powodu otoczenia prawnego dla swojej firmy.

Kiedy jesteś zdecydowany na otworenie swojej pierwszej firmy, to pewnie z marszu wyszukasz w internecie hasło „jak otworzyć własny biznes”, a następnie udasz się do urzędu w celu złożenia wniosku. Czeka już na Ciebie między innymi Urząd Skarbowy, ZUS,

GUS, bank... Obowiązkowe comiesięczne składki na ubezpieczenie społeczne, wypełnianie deklaracji dla Urzędu Skarbowego – wszystko to czeka na Ciebie jako początkującego przedsiębiorcę.

Czy to wszystko musi być tak trudne? Całe szczęście, że w naszym kraju istnieją miejsca, gdzie można w sposób zwyczajnie bardziej ludzki prowadzić własną firmę. Kiedy masz pomysł na biznes, zamiast rejestrować działalność w urzędzie, możesz udać się do Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości. - Inkubator jest miejscem, gdzie swój biznes można założyć dużo łatwiej, szybciej i taniej niż w tradycyjny sposób. Wszystkie formalności sprowadzają się do wypełnienia formularza na stronie internetowej oraz podpisania umowy, do której wystarczy dowód

osobisty. Osoba, która chce uruchomić własną firmę, nie musi udawać się do jakiegokolwiek urzędu. Zapewniamy prowadzenie księgowości, udzielamy porad prawnych, oferujemy dostęp do powierzchni biurowej - dajemy naszym firmom bardzo korzystne warunki do rozwoju i wzrostu. Osoba, która zdecyduje się na otworenie własnego biznesu w ramach AIP, otrzymuje również możliwość poznania wielu młodych, przedsiębiorczych osób, które prowadzą u nas własne firmy. Jesteśmy największym AIP w Polsce, obecnie w naszym Inkubatorze działa 140 aktywnych przedsiębiorców – mówi Tomasz Jabłoński, dyrektor Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości przy Szkole Głównej Handlowej.

Inkubator wydaje się najbardziej korzystnym rozwiązaniem dla osób, które chcą przetestować swój pomysł na biznes. Z pomocy AIP można korzystać maksymalnie przez okres dwóch lat. Co jednak w sytuacji, gdy nasza firma rośnie, produkt

okazuje się hitem rynkowym, a my znajdujemy inwestora i chcemy prętnie się rozwijać – czy w takiej sytuacji jesteśmy zdani tylko i wyłącznie na siebie?

Niedawno w Warszawie otworzył się pierwszy AIP Business Link – jest to najnowocześniejsze centrum wspierania przedsiębiorczości – pierwsze tego typu w Polsce.

- *AIP Business Link jest urzeczywistnieniem naszej sześciolletniej pracy. Naszym marzeniem było stworzenie najnowocześniejszego na świecie centrum dla start-upów* – mówi Dariusz Żuk, prezes Polskiej Przedsiębiorczej Organizacji, która od lat wspiera rozwój przedsiębiorczości w Polsce poprzez sieć Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości oraz program AIP Seed Capital. – *To nie tylko nowoczesna infrastruktura biurowa, ale przede wszystkim dostęp do technologii umożliwiających pełną wirtualizację prowadzenia firmy oraz dostęp do unikalnych*

systemów edukacyjnych i społecznościowych dla przedsiębiorców. A to wszystko po to, abyśmy mogli postawić kolejny krok na drodze do Polskiej Przedsiębiorczej i spełnić nasze następne marzenie – stworzyć trzy polskie firmy na skalę Skypa do 2020 roku. – wyjaśnia Dariusz Żuk.

Z kolei Jacek Aleksandrowicz, wiceprezes Polskiej Przedsiębiorczej podkreśla, że pomysł na stworzenie AIP Business Link powstał na bazie wieloletnich doświadczeń organizacji obejmujących współpracę z ponad 5 tys. start-upów oraz z obserwacji ich potrzeb. Jest więc odpowiedzią na te potrzeby. Dlatego łączy w sobie kilka kluczowych elementów – niezbędnych i ułatwiających prowadzenie własnego biznesu.

Te elementy to nie tylko dostęp do bardzo nowoczesnej przestrzeni biurowej, ale także obsługa finansowa i prawna, dostęp do edukacji i wsparcia eksperckiego, a także możliwość uczestniczenia w społeczności innowacyjnych start-upów.

Polska Przedsiębiorcza 19 grudnia 2011 r. otworzyła pierwszą na świecie ambasadę dla start-upów. Jej zadaniem będzie pomoc start-upom z Polski w rozwijaniu działalności w Chinach. Otwarcie pierwszej ambasady odbyło się w obecności prezydenta Bronisława Komorowskiego.

Dzięki współpracy nawiązanej z Chinami polskie start-upy będą miały możliwość prowadzenia swojej firmy z tego kraju. Otrzymają dostęp do pakietu usług umożliwiających

elektroniczne zarządzanie firmą, a także dostęp do biur w dwóch lokalizacjach na terenie Chin, w Szanghaju i Chengdu.

Polish Startup Embassy to szansa na podbicie chińskiego rynku przez polskie firmy. Jako pierwsze do Chin wyjadą trzy najlepsze firmy z branży high-tech, w które zainwestował wcześniej AIP Seed Capital. Jedną z nich jest firma Kerris Mobile – zajmująca się m. in. brokeringiem usług lokalizacyjnych. Kerris rozpoczynał swoją działalność od prowadzenia w ramach Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości przy SGH firmy Kerris Identify, która zajmuje się kompleksową kreacją wizerunku w internecie.

Ze względu na nowe rozwiązania światowe, które proponują start-upy z Polski, mogą one wzbudzić duże zainteresowanie w Chinach, co daje szansę na szybkie wprowadzenie swoich produktów i usług na chiński rynek. Podobne nadzieje żywią przedstawiciele firm. – *Liczymy na możliwość rozwijania naszych aplikacji, jak również tworzonych przez nas technologii mobilnych. Chcemy się skupić szczególnie na rynku smartfonów* – mówi Andrzej Gruzdź z firmy Kerris Mobile.

Jeśli masz pomysł na biznes i chciałbyś spróbować swoich sił w prowadzeniu własnej firmy, to nie ma na to innego sposobu niż po prostu działanie. Jeszcze żaden biznes nie odniósł sukcesu w fazie, gdy znajdował się jako marzenie życia w głowie potencjalnego przedsiębiorcy. Biznes to działanie i czyny, próby odniesienia sukcesu i wiele porażek – jednak najważniejsze w tym wszystkim jest postawienie pierwszego kroku. Bo co stoi na przeszkodzie, abyś za rok miał ambasadę swojej firmy w Szanghaju? ■



**Kompleksowe wsparcie
dla młodych
przedsiębiorców**

www.aipsggh.pl

Prowadzenie firmy
już od 250 zł miesięcznie

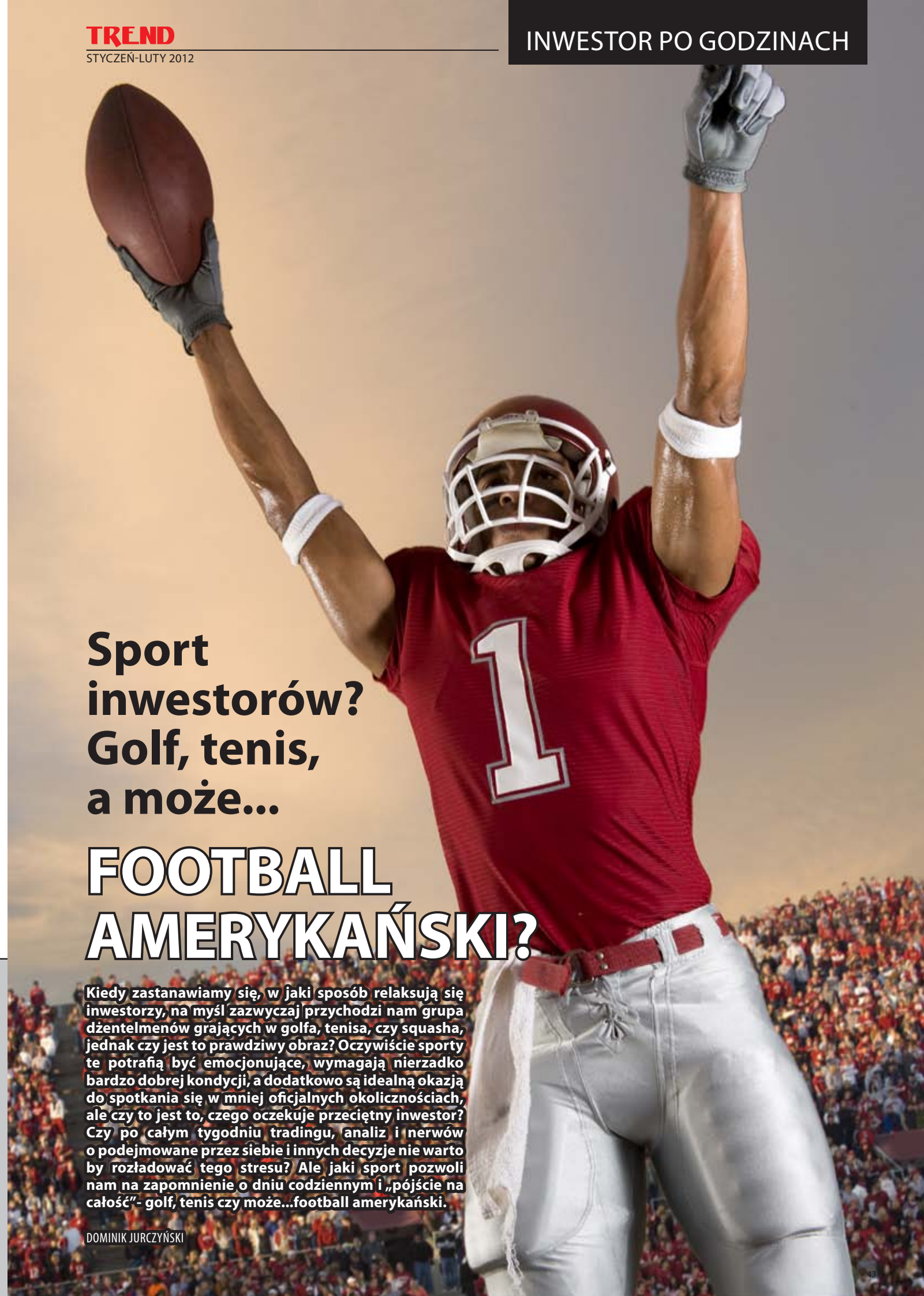


Sport inwestorów? Golf, tenis, a może...

FOOTBALL AMERYKAŃSKI?

Kiedy zastanawiamy się, w jaki sposób relaksują się inwestorzy, na myśl zazwyczaj przychodzi nam grupa dżentelmenów grających w golfa, tenisa, czy squasha, jednak czy jest to prawdziwy obraz? Oczywiście sporty te potrafią być emocjonujące, wymagają nierzadko bardzo dobrej kondycji, a dodatkowo są idealną okazją do spotkania się w mniej oficjalnych okolicznościach, ale czy to jest to, czego oczekuje przeciętny inwestor? Czy po całym tygodniu tradingu, analiz i nerwów o podejmowane przez siebie i innych decyzje nie warto by rozładować tego stresu? Ale jaki sport pozwoli nam na zapomnienie o dniu codziennym i „pójście na całość” – golf, tenis czy może...football amerykański.

DOMINIK JURCZYŃSKI





Zdecydowałeś się? Zobacz, co robić „krok po kroku”, aby zostać gwiazdą polskiej ligi:

1. Wygoogluj stronę najbliższego klubu footballu amerykańskiego, w przypadku Warszawy będzie to Warsaw Werewolves: <http://www.warsawwerewolves.pl/>. Warto także zajrzeć na facebooka, gdzie drużyny udostępniają najnowsze informacje <http://www.facebook.com/WarsawWerewolves>.
2. Zapoznaj się ze stroną i drużyną, sprawdź godziny i miejsce treningów - nasz przykład: środa: 19-22, UKSW ul.Dewajtis 3/, sobota: 13-16, SP202 ul. Janka Bytnara Rudego.
3. Mimo, że oficjalna rekrutacja odbywa się 1-2 razy w roku, nie przejmuj się! Drużyny chcą promować football w Polsce i są otwarte na nowych członków - wystarczy przyjść na trening i poprosić o możliwość trenowania - z całą pewnością nikt Ci nie odmówi!
4. Ok, wybrałeś już drużynę i wiesz kiedy odbywa się trening - co dalej? Przygotuj strój sportowy (t-shirt, bluza, spodnie dresowe i wygodne buty), zaopatrzyć się w wodę i pożywną przekąskę - na pewno się przyda. Treningi, szczególnie na początku, potrafią być wyczerpujące.
5. Jesteś już właściwie gotowy. Możesz jeszcze raz przejrzeć ten artykuł lub w internecie zapoznać się z podstawowymi zasadami gry, a także zastanowić się, na jakiej pozycji chciałbyś grać. Weź przy tym pod uwagę swoją szybkość oraz wagę - ostateczną decyzję podejmuje head coach, ale z pewnością zrobisz na nim dobre wrażenie, jeśli zaproponujesz, na jakich pozycjach widzisz sam siebie.
6. Jeżeli masz możliwość, spróbuj poćwiczyć przed spotkaniem rekrutacyjnym. Na pewno zostaniesz poproszony o: sprint, łapanie i rzucanie piłki, poza tym będziesz miał okazję wykonać wiele innych mniej lub bardziej skomplikowanych zadań sprawdzających Twoją szybkość, koncentrację oraz zwinność.



Football amerykański w pigułce

- Na boisku przebywa jednocześnie 11 zawodników każdej z dwóch drużyn.
- Zespół może liczyć bardzo wielu zawodników (w niektórych college'ach drużyny liczą nawet kilkaset osób), ale konieczne są co najmniej dwie grupy po 11 osób - osobna jedenastka zajmuje się formacją obronną, a osobna - formacją ataku.
- Drużyny grają na prostokątnym boisku o długości 120 jardów (109,728 metra) oraz 53 i 1/3 jarda (48,768 metra) szerokości.
- Gra dzieli się na cztery 15-minutowe kwarty, jednak czas jest często zatrzymywany po akcjach lub w celu wymiany zawodników i omówienia strategii, więc czas całego meczu to zazwyczaj 1.5-2h.
- Drużyna atakująca ma 4 podejścia, aby przenieść piłkę o co najmniej 10 jardów (9m) do przodu, w stronę pola punktowego (end zone) przeciwnika - jeżeli nie uda im się ta sztuka, to drużyna dotychczas atakująca musi bronić swojego pola punktowego, a jej przeciwnicy rozpoczynają akcje ataku.
- Punkty zdobywa się za wbiegnięcie w pole punktowe z piłką, atakujący mogą podawać piłkę do kolegów, którzy będą kontynuować bieg, do czasu, aż nie zostaną obaleni na boisko przez obronę. Istnieje również możliwość zdobycia punktów za kopnięcie piłki do bramki przeciwnika.

Football amerykański zaczęto uprawiać już w XIX wieku w Wielkiej Brytanii, ale jak sama nazwa wskazuje, swoją największą popularność zdobył on w Stanach Zjednoczonych, gdzie jest najpopularniejsza grą zespołową, co potwierdzić może fakt, iż finał ligi, czyli słynny „Super Bowl”, ogląda ponad połowa gospodarstw domowych w USA. Taka popularność wynika też z tego, iż jest to sport niezwykle widowiskowy za sprawą dopuszczenia „pełnego kontaktu” - rzadko gdzie możemy zobaczyć lub poczuć, jak 150-kilogramowy zawodnik rozpędzony uderza w drugiego, aby odebrać mu piłkę! Zasady gry są proste i zrozumiałe - każda z drużyn, składająca się z 11 zawodników, dąży do zdobycia jak największej liczby punktów poprzez przeniesienie piłki do pola punktowego na końcu boiska po stronie przeciwnika. Mimo że sport ten słynie z tego, że zawodnicy dopuszczają się licznych uderzeń i obaleń przeciwników, w sporcie tym nie ma miejsca na przypadek lub nieuzasadnioną agresję. Wszystkie akcje są dokładnie wcześniej przećwiczone, ustalone i spisane w play-booku, który wszyscy zawodnicy znają na pamięć. Rola każdego zawodnika jest mu dokładnie znana, a o wyborze strategii decyduje rozgrywający, który przed otrzymaniem piłki wykrzykuje numer wybranej przez siebie na tę akcję strategii.

Zainteresowani? Mimo iż w Polsce nadal nie jest to sport popularny, nie jest on także nieznany - już od 2004 r. działa Polski Związek Futbolu Amerykańskiego zajmujący się promocją tej dyscypliny, a także organizacją rozgrywek polskich drużyn podzielonych już na dwie ligi i skupiających razem kilkadziesiąt drużyn. Jak wspominałem wcześniej, jest to sport taktyczny, dlatego każdy znajdzie dla siebie w nim miejsce, niezależnie od swojej postury - masywni i dobrze zbudowani zawodnicy będą idealnie nadawać się do obrony, ale chudsi i zwinni są nie mniej potrzebni na pozycji running backa.

Co istotne, aby rozpocząć przygodę z tym sportem, nie trzeba inwestować fortuny i zamawiać kontenera sprzętu z USA, wystarczy zwykły strój sportowy, a specjalistyczny sprzęt i ochroniacze coraz częściej zapewniają drużyny. W Warszawie i okolicach sport ten dość dynamicznie rozwija się z powodu amerykańskich ekspatów, którzy stęsknili się za swoją ukochaną dyscypliną, dzięki czemu mamy już kilka prężnie działających klubów: Warsaw Werewolves, Warsaw Eagles oraz Warsaw Spartans. ■

Plan walki ze światową biedą

Jeffrey Sachs, „Koniec z nędzą”,
Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006

ANNA GRODECKA

„Koniec z nędzą” to przełomowa, inspirowana książka autorstwa znanego profesora ekonomii rozwoju, Jeffreya Sachsa. Przedmowę do „Końca z nędzą” napisał Bono, angażując się w propagowaną przez naukowca akcję walki ze światową nędzą. Nie jest to typowa pozycja ekonomiczna, zrozumiała jedynie dla znawców - przystępny język powoduje, że każdy zainteresowany tematyką biedy na świecie i jej związków z rozwojem gospodarczym państw przeczyta ją z zainteresowaniem.

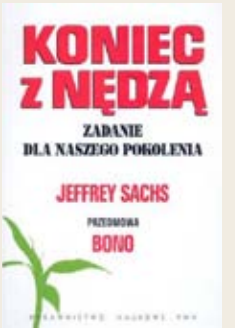
Książka podzielona jest na dwie główne części. W pierwszej z nich autor prezentuje

kilka faktów na temat rozmieszczenia biedy na świecie i różnych dróg rozwoju poszczególnych kontynentów i państw. Następnie Sachs przechodzi do studiów przypadku kilku krajów, w których pracował jako doradca ekonomiczny i którym pomógł w walce m.in. z hiperinflacją. Wśród tych krajów znajduje się Polska - Sachs doradzał polskim politykom w latach 90. XX w., dlatego naszemu krajowi został poświęcony odrębny rozdział.

Druga część książki prezentuje długofalowy plan walki z nędzą na świecie i pokazuje, jak niskimi nakładami cel ten może zostać osiągnięty w niedalekiej przyszłości - o ile najbogatsi tego świata, w tym Stany Zjednoczone,

zgodzą się zwiększyć swoją pomoc krajom biednym. Szczególną uwagę Sachs poświęca problemom Afryki, a w szczególności walce z AIDS i malarią, które uniemożliwiają afrykańskim społeczeństwom wyjście z pułapki biedy.

„Koniec z nędzą” to przejmująca książka, której lektura spowoduje, że czytelnik zechce sięgnąć do własnej kieszeni w celu walki ze światową biedą. Jest to bez wątpienia lektura obowiązkowa dla wszystkich zainteresowanych światową polityką i ekonomią, a także dla osób, które chcą poszerzyć swoje horyzonty w przyjemny, ale i pożyteczny sposób. ■



Biblia finansów publicznych

Joseph E. Stiglitz, „Ekonomia sektora publicznego”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010

MAREK IGNASZAK

Podręcznik autorstwa Josepha E. Stiglitz, amerykańskiego ekonomisty związanego z nowojorskim Columbia University, uhonorowanego w 2001 roku ekonomicznym Noblem, jest jednym z podstawowych podręczników wszystkich współczesnych kursów finansów publicznych. Podczas lektury tego blisko tysięcznicowego dzieła czytelnik przeprowadzany jest od fundamentów makro- i mikroekonomii, przez podstawowe zagadnienia ekonomii dobrobytu wraz z teoriami oraz programami wydatków publicznych, aż po zagadnienia związane z teorią opodatkowania wzbogacone o przegląd polityk podatkowych stosowanych przez rządy.

Z założenia pozycja ta jest podręcznikiem akademickim, nie jest więc wciągająca lekturą na długie zimowe wieczory. Autor stara się jednak uprzyjemnić czytelnikowi przygodę z sektorem publicznym, urozmaicając liczne definicje i teorie ciekawymi przykładami czy też studiami przypadku wziętymi z życia. Do najważniejszych zalet tej pozycji zaliczyłbym fakt, że obejmuje ona bardzo szeroki zakres materiału, przystępnie przedstawiając wszystkie najważniejsze zagadnienia związane z ekonomią sektora publicznego, a w razie konieczności - odsyłając dociekliwego czytelnika do szczegółowych opracowań tematycznych.

Podręcznik skonstruowany jest w taki sposób, że każde użyte pojęcie czy twierdzenie jest uprzednio wprowadzone i wyjaśnione,

a jednocześnie autor dochodzi do dość zaawansowanych wniosków, przedstawiając także te bardziej złożone teorie. W efekcie z książki korzystać mogą zarówno osoby zaczynające dopiero swoją przygodę z ekonomią, jak i bardziej doświadczeni czytelnicy. Za największą wadę omawianej pozycji, bezpośrednio związaną z wymienionymi zaletami, uważam jej spore gabaryty i wagę, sprawiające, iż jest nieporęczna i niewygodna w czytaniu. Pozycja ta powinna znajdować się na liście lektur obowiązkowych osób zainteresowanych tematyką ekonomii sektora publicznego. ■



Historie bez happy endu

P.B. Carroll, C. Mui, „Lekcje warte miliardy dolarów”,
Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2010

DOROTA SIERAKOWSKA

Na półkach sklepowych aż roi się od książek opisujących historie sukcesów. Tymczasem książka „Lekcje warte miliardy dolarów” skupia się nie na biznesowych wygranych, lecz na tych, którzy na podjętych przez siebie niefortunnych decyzjach dużo stracili.

Według autorów książki, porażki firm bardzo rzadko są efektem zwykłego pecha - najczęściej spółkę pogrąża zła strategia, będąca

rezultatem emocjonalnych, nieracjonalnych decyzji zarządu. Carroll i Mui podjęli próbę usystematyzowania tych strategicznych pomyłek, uznając, że menedżerowie w kółko powtarzają te same błędy. Autorzy postanowili też spróbować odpowiedzieć na pytanie, czy (i ewentualnie jak) można takich pomyłek uniknąć przy prowadzeniu biznesu.

Książka Carrolla i Mui stanowi ciekawą przeciwagę dla optymistycznych lektur ukazujących drogę różnych spółek do

sukcesu. Przypomina ona bowiem, że podjęcie przez menedżera błędnej decyzji lub uparte trwanie przy niej może być dla firmy początkiem drogi do bankructwa. Książka ta będzie ciekawą lekturą nie tylko dla obecnych i przyszłych menedżerów, lecz także dla analityków, inwestorów i wszystkich tych, których interesują biznesowe historie, niekoniecznie te ze szczęśliwym zakończeniem. ■

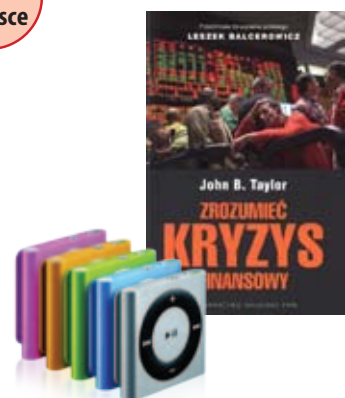


ROZWIĄŻ I WYGRAJ

Partner główny
i sponsor nagrody głównej:



1
miejsce



- Nagroda główna: iPod Shuffle 2GB
- książka „Zrozumieć kryzys finansowy”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

2
miejsce



- 3 książki: „Wielki szort. Mechanizm maszyny zagłady”, „Inwestycje”, „Szukaj”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

3
miejsce

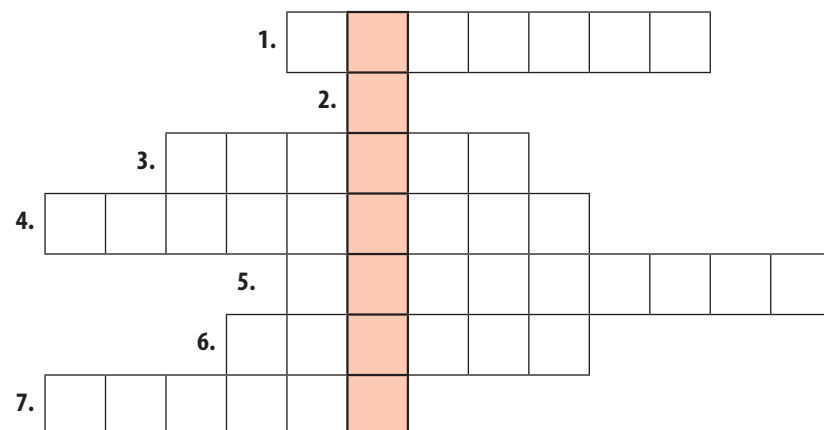


- 2 książki: „Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać”, „Motywowanie pracowników”
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł
- nagroda niespodzianka

Zapraszamy do rozwiązywania krzyżówki,
bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz iPod-y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **29 lutego 2012r.** na adres konkurs@gazetatrend.pl

- Aleksiej ... - rosyjski bloger, przeciwnik rządu.
- Rekomendacja ... - dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie.
- Norweska poczta.
- Jeden z krajów PIGS, któremu w styczniu 2012 r. agencja S&P obniżyła rating.
- Ukraiński bank należący do grupy kapitałowej PKO BP.
- Ocena ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług.
- Kraj pozostający w zestawieniu poziomu zaufania społecznego na ostatnim miejscu w Europie.



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej
www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 05.03.2012r.

Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs

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**

Sponsorami nagród w konkursie są:



Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce.
Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo".
Więcej informacji na: www.inwestycje.pl/reklama lub reklama@inwestycje.pl

PRZYJAZNA ATMOSFERA SZKOLENIA

JASNA ŚCIEŻKA KARIERY

ATRAKCYJNE

WYNAGRODZENIE

SZEROKI PAKIET

ŚWIADCZEŃ • PRESTIŻ

MULTIDYSCYPLINARNE ZESPOŁY

MIĘDZYNARODOWE

ŚRÓDOWISKO PRACY

RENOMA • PRACA

Z AUTORYTETAMI

PROJEKTY DLA POLSKICH
I ŚWIATOWYCH LIDERÓW

PRZYJAZNA ATMOSFERA • JASNA

ŚCIEŻKA AWANSU

BUDOWANIE KARIERY

ROZWÓJ

ATRAKCYJNE WYNAGRODZENIE

SZEROKI PAKIET ŚWIADCZEŃ

MULTIDYSCYPLINARNE

ZESPOŁY

MIĘDZYNARODOWE ŚRÓDOWISKO PRACY

RENOMA

PRESTIŻ

PRACA Z AUTORYTETAMI

PROJEKTY DLA POLSKICH I ŚWIATOWYCH LIDERÓW

PRZYJAZNA ATMOSFERA

JASNA ŚCIEŻKA KARIERY • ROZWÓJ

SZKOLENIA

ATRAKCYJNE WYNAGRODZENIE

SZEROKI PAKIET ŚWIADCZEŃ

MULTIDYSCYPLINARNE

ZESPOŁY

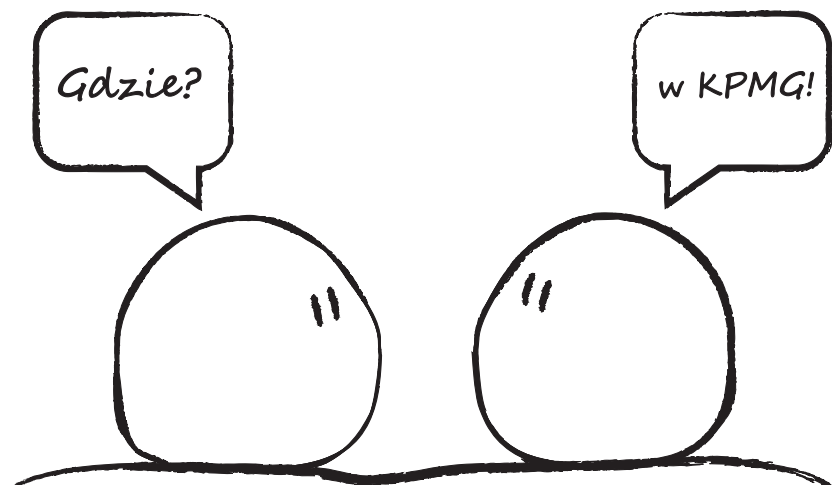
MIĘDZYNARODOWE ŚRÓDOWISKO PRACY

RENOMA

PRACA Z AUTORYTETAMI

KPMG

cutting through complexity



kariera.kpmg.pl

WEJDŹ NA STRONĘ KARIERA.KPMG.PL
I SPRAWDŹ NASZĄ OBECNOŚĆ NA TARGACH PRACY
ORAZ MOŻLIWOŚĆ UDZIAŁU

W BEZPŁATNYCH SZKOLENIACH, OFEROWANYCH W 2012 ROKU.