

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

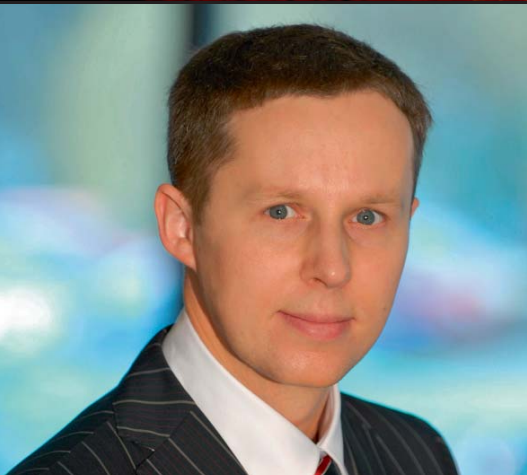
ISSN: 1899-4202

**CZY WARTO
UFAĆ
PROGNOZOM
GIEŁDOWYM?**

**RYNEK
PIERWOTNY
NORMALNIEJ**

CO Z TĄ ROPĄ?

globalny problem paliwowy zagraża światu



Nieruchomości alternatywą dla akcji?

**– wywiad z Sebastianem Buczekiem,
prezesem QUERCUS TFI, byłym prezesem
ING INVESTMENT MANAGEMENT**



Pierwszy *blog maklerski*

Poblogujmy o inwestowaniu...



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

blogi.BOSSA.PL



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

Oddziały:

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

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

To już ostatni numer „Trendu” w tym roku akademickim. Wielu Czytelników pewnie będzie go czytać już w drodze na wakacje. Co zatem oferujemy na drogę? Dla podróżujących samochodem najciekawsza będzie z pewnością analiza rynku ropy naftowej. Niestety, nie mamy zbyt wiele pozytywnych wiadomości. Tankowanie paliwa już niedługo będzie chyba luksusem dostępnym tylko dla wybranych i dlatego lepiej będzie jednak przesiąść się do pociągu.

Żaden inwestor nie oderwie się pewnie całkowicie od swojego hobby nawet w wolnym czasie. Wakacyjne wyjazdy mogą być doskonałą okazją, żeby poznać specyfikę zagranicznych rynków nieruchomości. Pozwoli to lepiej ocenić ofertę funduszy inwestycyjnych zainteresowanych tym segmentem. Sebastian Buczek opowiedział nam w wywiadzie o tej ciekawej alternatywie dla inwestowania w akcje.

Nie wyobrażam sobie wakacji bez dobrej książki. Naszą propozycję zamieszczamy w dziale Inwestor po godzinach. Nieco więcej książek na wakacje otrzymają zwycięzcy naszego pierwszego konkursu na najlepszy artykuł prasowy. Serdecznie gratuluję Arturowi Szczepkowskiemu, Beacie Sójce, Norbertowi Duczkowskiemu i Marcie Włodarz. Zapraszam też do udziału w naszych kolejnych konkursach, które zorganizujemy po wakacjach – będzie można w nich wygrać lekturę na długi zimowy wieczór.

Nadeszła pora pożegnać się przed wakacjami. Nie wiadomo jednak, czy rynek pozwoli nam spokojnie odpoczywać podczas nadmorskich spacerów, czy górskich wypraw. Cały czas mam w pamięci 18 sierpnia 2007, kiedy to wiele spółek fundowało wówczas przeceny grubo przekraczające 10%. W tym roku stajemy więc przed trudnym dylematem. Nawet przed najkrótszym wyjazdem trzeba będzie dokładnie zastanowić się nad zamykaniem wszystkich pozycji. Pozwoli to spokojnie pływać w morzu lub jeziorze bez obaw, że indeksy zanurkują głębiej od nas.

Życzę Wam, drodzy Czytelnicy, udanych wypraw i mam nadzieję, że po wakacjach z przyjemnością powrócicie do lektury naszego miesięcznika.

Piotr Niewiadomski
Redaktor Naczelny
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

CYTATY MIESIĄCA

„Człowiek, który mocno skupia się na liczbach, nie widzi w nich najważniejszych rzeczy. Może, co prawda, powiedzieć, że 20 tys. sprzedanych samochodów to więcej niż przed rokiem, ale nie zauważy, że to 20 tys. ludzi szczęśliwych ze swojego nabytku.”

– Emil Szweda, analityk rynków finansowych Open Finance

„Najgorszy etap kryzysu finansowego mamy już za sobą. Przez długi czas w USA utrzyma się niski wzrost gospodarczy. Prawdopodobieństwo realizacji katastroficznego scenariusza jest jednak bardzo małe.”

– Alan Greenspan, amerykański ekonomista, wieloletni szef Systemu Rezerwy Federalnej USA

„Wielkość zagranicznych inwestycji w Rosji jest dziesięć razy większa, niż rosyjskich za granicą.”

– Władimir Putin, były prezydent Rosji, obecnie premier Rosji

„Alan Greenspan? Normalny człowiek, niestychanie wylansowany przez media światowe. Nie on pierwszy, nie ostatni.”

– Ludwik Sobolewski, prezes GPW w Warszawie

„Cały czas jest domniemanie, że jeśli uznamy, iż chcemy przyjąć euro, to strefa euro temu przykłaśnie i potem wszystko będzie proste. To bardzo ryzykowna teza.”

– Andrzej Wojtyna, ekonomista, członek Rady Polityki Pieniężnej

Wydawca:

MEDIAS GROUP

Akademicki Inkubator Przedsiębiorczości
Szkoła Główna Handlowa
Al. Niepodległości 162, pok. 304
02-554 Warszawa

Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
Al. Jerozolimskie 53, lok. 1a
00-697 Warszawa

Redaktor Naczelny

Piotr Niewiadomski
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

Zastępcy Redaktora Naczelnego

Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Wywiad Inwestora

Marta Włodarz
marta.wlodarz@gazetatrend.pl

Wydarzenia

Mateusz Choromański
mateusz.choromanski@gazetatrend.pl

Rynki

Piotr Górnicki
piotr.gornicki@gazetatrend.pl
Michał Kurpiel
michal.kurpiel@xelion.pl
Bartosz Popko
bartosz.popko@gazetatrend.pl

Inwestycje

Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Edukacja

Bartosz Boniecki
bartosz.boniecki@gazetatrend.pl
Czesław Martysz
czeslaw.martysz@gazetatrend.pl

Wielcy Inwestorzy

Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

Inwestor po godzinach

Karolina Baran
karolina.baran@gazetatrend.pl
Piotr Niewiadomski
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

Korekta

Mikołaj Atanasow
mikolaj.atanasow@gazetatrend.pl
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Marta Strzelecka
marta.strzelecka@gazetatrend.pl

Reklama

Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl
Maria Kuśka
maria.kuska@gazetatrend.pl

Skład i grafika

Studio Komputerowe Gemma
Pl. Konstytucji 2
00-552 Warszawa

Redakcja czasopisma Trend zastrzegła sobie prawo do zmiany i skracania niezamówionych tekstów. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych reklam i ogłoszeń.

Nakład

1000 egzemplarzy

ISSN: 1899-4202

Notowania i wykresy dostarczają WD Software oraz XT B Brokers

Partnerzy strategiczni



WYWIAD INWESTORA

- 5 Wywiad z Sebastianem Buczkiem
– prezesem Quercus TFI SA
– rozmawiała Marta Włodarz

RYNKI

- 7 Co z tą ropą?
Globalny problem paliwowy
zagroza światu
– Jakub Domagalski
- 10 Co słychać na Wall Street?
Rynek ropy wymusił korektę
na giełdach akcji
– Piotr Kuczyński
- 11 Jak inwestować
w trudnych czasach cz. 3 –
wskaźniki oceny ryzyka
– Michał Kurpiel
- 12 Jak inwestować w trudnych
czasach – cz. 2 (uzupełnienie)

NEWCONNECT

- 13 Index Copernicus International
– globalny serwis dla naukowców
– Bartosz Popko

ANALIZY

- 14 ZELMER S.A.
– Marcin Zieliński

EDUKACJA

- 16 Bessa: sezon na leszcza.
Jak nie dać się „złowić”?
– Bartosz Boniecki

KONKURS

- 17 Rozstrzygnięcie konkursu
„Po wiedzę z Trendem”
– Anna Grodecka
- 17 Rynek pierwotny normalnie
– Artur Szczepkowski
- 19 Podatek Belki
Trudny wybór: troska o budżet,
czy wspieranie inwestycji?
– Beata Sójka
- 20 Czy warto ufać prognozom
giełdowym, czyli...
Co ty Buffett wiesz
o inwestowaniu?
– Norbert Duczkowski
- 23 Kiedy zadebiutuje GPW?
– Marta Włodarz

INWESTOR PO GODZINACH

- 25 Po raz dwunasty Zakopane
– relacja z konferencji Wall Street
– Jakub Domagalski
- 26 Recenzja – John Battelle, „Szukaj”
– Dorota Sierakowska

EURO 2008

- 27 Euro 2008 na GPW – fotoreportaż
– Piotr Niewiadomski



FORUM MIESIĘCZNIKA TREND

Fundusze inwestycyjne
Kontrakty terminowe
Rynki towarowe
Akcje i inwestycje
Forex

www.gazetatrend.pl/forum

FORUM
TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA



Nieruchomości alternatywą dla akcji?

Wywiad z Sebastianem Buczekiem – prezesem Quercus TFI SA, byłym prezesem zarządu ING Investment Management (Polska) S.A. na temat funduszy inwestujących na rynku nieruchomości.

Marta Włodarz: Czy to rozsądne obecnie inwestować w fundusze inwestycyjne przy takiej niestabilnej sytuacji na rynkach finansowych?

Sebastian Buczek: Po pierwsze, zawsze powinniśmy pamiętać o tym, że mądry inwestor powinien podążać za zasadą dywersyfikacji portfela. Przez ostatnie dwa lata mogliśmy zaobserwować wielu inwestorów, któ-

rzy o tej zasadzie po prostu zapomnieli. Inwestowali przede wszystkim w fundusze i to te najbardziej agresywne. Dobra strategia inwestycyjna wymaga długoterminowego horyzontu oraz zdrowego stopnia awersji do ryzyka. Ponadto, powinno się również określić wymagany poziom stopy zwrotu. Wierzymy nadal w to, że inwestycje w akcje przyniosą zyski w długim okresie. Jednakże procentowy udział akcji w Twoim portfelu inwesty-

cyjnym powinien zależeć od poziomu akceptowanego ryzyka.

M. W.: Analitycy rynkowi mówią, że ceny akcji na warszawskiej giełdzie nie są wynikiem silnych fundamentów, lecz spekulacji. Czy to prawda?

S. B.: W ostatnich kilku latach mogliśmy zaobserwować znaczący napływ kapitału na giełdę, zarówno ze strony funduszy emerytalnych, jak i inwestycyjnych. To spowodowało, zdaniem wielu analityków, że ceny niektórych akcji zostały nadmiernie napompowane. Niskie stopy procentowe również mogły przyczynić się do tego zjawiska, bowiem pozyskiwanie kapitału na inwestycje na rynku kapitałowym było tanie. Dlatego inwestorzy zwrócili swoją uwagę w stronę giełdy. To naturalne zjawisko. Jednak warto dodać, że zainteresowanie inwestorów giełdą miało również silne podłoże fundamentalne, ponieważ polska gospodarka miała się dobrze, a wyniki przedsiębiorstw poprawiały się.

M. W.: Obecnie możemy zauważyć, że część osób wycofuje się z funduszy inwestycyjnych. Czy ten trend jest racjonalnie uzasadniony?

S. B.: W styczniu indeks WIG przeżył rekordowy 14-procentowy spadek swej wartości w porównaniu do końca 2007 roku. Jeśli jednak popatrzymy na historię GPW, to zauważymy, że podobne sytuacje miały miejsce niezmiernie rzadko. Inwestorzy, szczególnie ci, którzy zainteresowali się giełdą w 2006 lub 2007 r., nie mają doświadczeń w takich warunkach. Dla większości inwestorów najlepszą radą jest wówczas niewykonywanie nerwowych ruchów. Natomiast ci, którzy mają wystarczającą ilość środków oraz mocne nerwy, mogą wykorzystać przecenę i dokupić przecenione akcje.

„Mądry inwestor powinien podążać za zasadą dywersyfikacji portfela.”

M. W.: Co sądzi pan o funduszach, które inwestują na rynku nieruchomości?

S. B.: Tego typu fundusze stanowią bardzo małą część całego rynku i są postrzegane jako produkty niszowe. Aktywa wszystkich funduszy inwestujących w nieruchomości wynoszą ok. 1 mld PLN, co stanowi 1% wartości aktywów wszystkich funduszy in-

westycyjnych w Polsce. Fundusze nieruchomości są jednak atrakcyjne i sędzę, że będą się rozwijać, biorąc pod uwagę potencjał rynku nieruchomości, zwłaszcza tych komercyjnych. Do tej pory dwa największe fundusze tego typu to fundusze Arki oraz BPH. Ich strategię obejmują głównie nieruchomości komercyjne. Skarbiec oferuje również produkty powiązane z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych, które potencjalnie mogą przynosić większy poziom zysku, ale również większe ryzyko.

M. W.: Jakie strategie inwestycyjne stosują takie fundusze?

S. B.: Fundusze Arki i BPH preferują inwestowanie w biurowce. Rynek mieszkaniowy jest niewielką częścią ich portfeli inwestycyjnych. Generują przychody głównie z nieruchomości komercyjnych poprzez czynsze z powierzchni biurowych, handlowych czy magazynowych. Ponadto osiągają zyski poprzez wzrost wartości posiadanych aktywów. Fundusze Skarbca angażują się głównie w projekty deweloperskie. Zakupują powierzchnie budowlane i współpracują z deweloperami. Mamy jeszcze takie fundusze, jakim jest np. fundusz KBC, który daje ekspozycję na europejski publiczny rynek nieruchomości oraz fundusze (np. ING), które inwestują w akcje spółek aktywnych na rynku budowlanym oraz nieruchomości.

M. W.: Obecnie ceny nieruchomości nie rosną już tak szybko, jak jeszcze rok, dwa lata temu. Jak na tym tle prezentują się wyniki tych funduszy?

S. B.: Zarówno fundusz Arki, jak i BPH zyskały na wartości w ostatnich latach, głównie ze względu na kompresję (spadek) stóp procentowych. Stopy zwrotu na polskim rynku nieruchomości dostosowywały się do stóp panujących na europejskim rynku. Proces kompresji pozwoli ustępuje i teraz nie wystarczy kupić biurowiec, by odnieść sukces na rynku nieruchomości. W przypadku funduszy Skarbca, które zajmują się projektami deweloperskimi, sytuacja również nie jest łatwa, ponieważ wzrosty cen z 2006 i pierwszej połowy 2007 przeżywa-

ją teraz korektę. Mam nadzieję, że w przyszłości popyt na mieszkania będzie w naszym kraju bardziej fundamentalny, niż spekulacyjny, więc ceny będą rosły w rozsądnym tempie. To, co może pomóc funduszom rynku nieruchomości, to fakt, że rosną stawki czynszów. Jest to skutkiem znacznego wzrostu gospodarczego, jaki ostatnio przeżywamy.

M. W.: W jaki sposób inwestorzy mogą zmierzyć swoje potencjalne ryzyko i koszty uczestniczenia w tego typu funduszach?

S. B.: Przede wszystkim należy zwracać uwagę na to, że czynsze są liczone w euro. W ostatnich czterech latach złoty ulegał tak mocnej aprecjacji w stosunku do euro, że stopy zwrotu w złotych nie są aż tak wysokie. Jednakże, gdy kurs naszej waluty osłabnie, zyski powinny być większe. Następną kwestią jest fakt, że fundusze nieruchomości budują swoje portfele powoli, dlatego potrzeba dużo czasu zanim pieniądze są rzeczywiście zainwestowane. Oczywiście, menedżerowie dbają o ich wartość, lokując je w obligacjach czy bonach skarbowych, by zapewnić płynność. Jednak wówczas nie osiągają wysokich zwrotów. Trzecie ryzyko jest związane z zamrożeniem kapitału na długi czas, zwykle na kilka lat. Jeśli natomiast rozpatrzmy koszty związane z inwestowaniem w fundusze nieruchomości, są one znaczące i obejmują: opłatę za zarządzanie wynoszącą zwykle ok. 2,75% rocznie oraz tzw. success fee.

Ponadto koszty operacyjne i transakcyjne. Podsumowując – trzeba przygotować się na koszty rzędu 4% rocznie.

M. W.: Co jeszcze może wpłynąć na stopę zwrotu z takiego funduszu?

S. B.: Większość funduszy inwestycyjnych rozpoczęło swoją działalność wtedy, gdy stopy

procentowe były najniższe w historii. Teraz, kiedy stopy procentowe stopniowo rosną, w takich funduszach mogą wystąpić problemy związane z rosnącymi kosztami długu.

M. W.: Jak pan ocenia dotychczasowe wyniki osiągnięte przez te fundusze?

S. B.: Uważam, że są dobre. Szczególnie fundusz Arki osiągnął satysfakcjonującą stopę zwrotu. Jeśli weźmiemy pod uwagę wszystkie ryzyka, które zmaterializowały się w ostatnich trzech latach, Arka osiągnęła sukces. Uważam, że dla długoterminowych funduszy inwestycyjnych, które lokują swe środki w nieruchomości biurowe, oczekiwana stopa zwrotu powinna oscylować w okolicach 8-10%. Dla tych, które zajmują się nieruchomościami rynku mieszkaniowego, stopa zwrotu może nawet osiągnąć 15-20% w przyszłości, jednak przy założeniu wyższego poziomu ryzyka. Powinniśmy

jednak zawsze pamiętać, że stopy procentowe w strefie euro mogą wrosnąć ze względu na kryzys kredytowy. To może z kolei może doprowadzić do wzrostu stóp na rynku polskim, a tym samym do spadku cen na rynku nieruchomości. Do tego powinniśmy brać pod uwagę jeszcze wiele innych ryzyk i zagrożeń, jak ryzyko zmiennego cyklu koniunkturalnego, opóźnienia w projektach inwestycyjnych, zawodnych kontrahentów i podwykonawców.

M. W.: Czy poziom płynności na rynku certyfikatów funduszy nieruchomości jest zadowalający?

S. B.: Te certyfikaty są notowane na GPW. Płynność rynku tych certyfikatów jest stosunkowo niska.

M. W.: Co w takim razie radziłby pan inwestorom, którzy myślą o rozpoczęciu swej aktywności na rynku funduszy nieruchomości?

S. B.: Są to inwestycje długoterminowe z ograniczonymi możliwościami ich spieniężenia. Proces budowania portfela inwestycyjnego trwa zwykle długo, co może negatywnie wpłynąć na oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji. Ponadto, inwestorzy powinni być ostrożni, bowiem występuje tu wiele ryzyk i kosztów, których należy być świadomym. Największym i najtrudniejszym wyzwaniem, jakie stoi obecnie przed zarządzającymi takimi funduszami, jest wygospodarować zadowalający zysk przy rosnącym poziomie stóp procentowych.

M. W.: Dziękuję bardzo za rozmowę.

„Dla długoterminowych funduszy inwestycyjnych, które lokują swe środki w nieruchomości biurowe, oczekiwana stopa zwrotu powinna oscylować w okolicach 8-10%.”



Co z tą ropą?

Globalny problem paliwowy zagraża światu

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Koniunktura na świecie jest w dużym stopniu uzależniona od sytuacji na rynku ropy naftowej. Również ceny większości produktów codziennego użytku zależą od notowań tego surowca. Każdy z nas przekonuje się o tym niemal codziennie, płacąc coraz więcej za te same produkty. Czy z powodu galopujących cen ropy grozi nam globalny kryzys?

Jeszcze przed rokiem większość analityków sceptycznie podchodziła do rekordowych cen ropy, mówiąc, że poziom 100 USD/bbl będzie utrzymany i nie zmieni się znacznie. Tylko analitycy jednego z amerykańskich banków inwestycyjnych – Goldman Sachs (GS), zapowiadali przed rokiem, że ceny ropy w 2008 r. osiągną poziom 130 USD/bbl. Nikt nie chciał wówczas w tę prognozę wierzyć. Nieszczęśliwie dla zwykłego obywatela oraz wielu światowych gospodarek, 23 maja 2008 r. na giełdach padły kolejne rekordy na rynku ropy naftowej. Cena amerykańskiej ropy WTI na giełdzie NYMEX przebiła poziom 135 USD/bbl, a w ślad za nią poszły ceny ropy

wydobywanej z Morza Północnego – Brent. Od kilku miesięcy ceny ropy przewyższają znacznie poziom 100 USD/bbl. Dziś analitycy z GS celują swoimi prognozami w poziom przekraczający 140 USD/bbl, dochodzące nawet do 200 USD/bbl. O ile 140 USD/bbl jest jeszcze prawdopodobne, to poziom 200 USD/bbl wygląda na nieosiągalny w 2008 r. Jeśli sytuacja na międzynarodowych rynkach ropy nie ulegnie zmianie, to czynnik sukcesu amerykańskiej gospodarki z XX w. stanie się światowym przekleństwem, hamującym rozwój gospodarczy w wielu regionach świata.

Wzrost cen surowca rekompensuje krajom OPEC niższe wpływy spowodowane spada-

jącym kursem dolara. Na początku 2008 r. pojawiły się informacje, że kilka krajów eksportujących ropę naftową przymierza się do rozliczania dostaw ropy w euro, co mogłoby w pewnym stopniu ustabilizować galopujące ceny surowca.

Na ratunek biopaliwa

Unia Europejska jest w trakcie wdrażania programu produkcji i stosowania biopaliw licząc na dywersyfikację dostaw surowca z jednej strony oraz redukcję emisji dwutlenku węgla, ochronę środowiska i aktywizację terenów wiejskich z drugiej. O ile w Europie Zachodniej, podobnie zresztą jak w USA, proces ten jest zaawansowany, to w Polsce sytuacja wcale nie wygląda różowo, gdyż wciąż brak spójnej koncepcji produkcji biopaliw.

Czy te działania są słuszne?

W ostatnich miesiącach doszedł kolejny problem, jakim są galopujące ceny produktów rolnych, których szerokie spektrum

☛ rozciąga się od rzepaku, cukru, zbóż i soi (główne produkty, z których produkuje się biopaliwa) po ryż i inne produkty wykorzystywane również do celów konsumpcyjnych. Duży udział biopaliw w benzynach silnikowych może przynieść więcej problemów niż korzyści – może tutaj zadziałać taki sam mechanizm, jak w przypadku wzrostu cen żywności w krajach, gdzie podstawowym źródłem pożywienia są właśnie płody rolne. W sytuacji, gdzie kładzie się nacisk na produkcję kukurydzy (jest ona często podstawowym źródłem pożywienia w biednych krajach), wzmożony popyt w związku ze stosowaniem biopaliw powoduje ograniczenie produkcji innych płodów rolnych – wzrost cen produktów rolnych jest nieunikniony. Powiązanie cen produktów rolnych z cenami ropy naftowej nie wygląda zatem na dobre rozwiązanie. Biorąc pod uwagę wzrost udziału biopaliw w klasycznym paliwie, prognozy mówiące o dużym wzroście zapotrzebowania na ropę na świecie oraz wzrastające ceny płodów rolnych – cena 5 zł za litr paliwa może stać się trwałą rzeczywistością.

Coraz większy popyt na paliwo

Do wzrostu cen ropy naftowej przyczynia się, obok taniejącego od wielu lat dolara, również spadek zasobów tego surowca w rezerwach największych gospodarek świata. Problemem są również, pojawiające się od czasu do czasu, przerwy w dostawie surowca spowodowane aktami dywersyjnymi na obiekty wydobywcze i ropociągi. Klasycznym przykładem są ataki w delcie



Nigru na instalacje naftowe (np. ostatni atak na instalacje Royal Dutch Shell). Sezon wakacyjny również wpływa na zwiększenie zapotrzebowania na ropę naftową, podobnie jak zimą – czynniki sezonowe. Istotnym czynnikiem pogłębiającym nierównowagę popytu i podaży na rynkach światowych jest również dynamiczny rozwój Chin i Indii. Kraje te wykazują ogromne zapotrzebowanie na ropę naftową. A skoro gospodarka chińska rozwija się w tempie ok. 10% rocznie, a indyjska ok. 8%, musi to powodować wzrost cen surowca.

Warto jednak pomyśleć, co stanie się za kilkadziesiąt lat, kiedy okaże się, że złoża, jakimi dysponują najwięksi potentaci, są na wyczerpaniu. Miejmy nadzieję, że wykorzystanie alternatywnych źródeł energii będzie na tyle duże, że w przyszłości staną się one głównym źródłem zasilania, przejmując „obowiązki” ropy naftowej. Niestety według szacunków amerykańskiej Energy Information Administration odnawialne źródła ener-

gii mogą stanowić w najbliższych latach do 8% światowego zużycia energii, co nie wróży dobrze na przyszłość.

Nie wszyscy chcą zwiększenia wydobywania

Nie wszyscy producenci ropy naftowej są za zwiększeniem jej wydobywania. Co gorsze, wielu z nich deklaruje brak wolnych mocy produkcyjnych niezbędnych do zwiększenia wydobywania surowca. Z drugiej strony, przy tak niskim kursie dolara wzrost cen ropy jest na rękę dla krajów OPEC. „W sytuacji, gdy stopy procentowe idą w dół i spada wartość dolara, ceny ropy wzrosną” – powiedział Chakib Khelil, przewodniczący OPEC. Niemniej jednak, jest szansa, że część krajów OPEC pójdzie za przykładem Arabii Saudyjskiej, która chce zwiększyć wydobycie o 300 tys. baryłek dziennie. Pozwoliłoby to przynajmniej chwilowo ustabilizować sytuację na rynku ropy naftowej.

Czy skorzystają na tym polskie przedsiębiorstwa?

Jak wiadomo, polskie firmy nie posiadają dużych terenów roponośnych. Ani PKN Orlen, ani Lotos nie dysponują znaczącymi źródłami. Zamiast poszukiwać złóż w odległych krajach świata, zdobywają one koncesje na poszukiwania i wydobycie ropy naftowej np. na Morzu Bałtyckim. W przypadku konkurentów takich jak węgierski MOL czy austriacki OMV, sytuacja ma się nieco inaczej, ponieważ firmy te posiadają własne złoża i wciąż poszukują nowych zasobów. Często są to bardziej ryzykowne tereny, na które PKN Orlen nie może sobie pozwolić – chociażby ze względu na duże niebezpieczeń-

KOMENTARZ EKSPERTA

Marcin R. Kiepas, analityk rynków finansowych, XTB Brokers S.A.

Rynek ropy jest w ostatnich tygodniach w fazie dynamicznego trendu wzrostowego. Jeżeli wykluczyć silne wyprzedanie, jakim już od pewnego czasu charakteryzuje się ten rynek, to brak jest istotnych czynników, które nie tylko zapowiadałyby zmianę trendu na spadkowy, ale nawet większą, liczoną w tygodniach, korektę. Dość łatwo natomiast zidentyfikować czynniki mogące stanowić paliwo do dalszych wzrostów. Wystarczy wymienić oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w USA w drugiej połowie roku, czy też zbliżający się sezon wakacyjnych wyjazdów i huraganów. To wszystko powoduje, że ceny ropy mogą jeszcze długo rosnąć. W tym miejscu warto jednak zrobić istotne zastrzeżenie. Należy bowiem mieć na uwadze, że hossy na prawie wszystkich rynkach kończą się tak samo. Mianowicie wówczas, kiedy nikt się tego nie spodziewa. Nie można wykluczyć, że z ropą będzie podobnie. Problem w tym, że nie da się oszacować kiedy to będzie i na jakim poziomie. Można się jedynie domyślać, że do zahamowania trendu wzrostowego na rynku ropy będzie konieczna jakaś forma skoordynowanej interwencji rządów państw tworzących człon G7.



stwo operacyjne. W zasadzie jedyną realną szansę na pozyskanie nowych złóż ma Petrolinvest (spółka notowana na GPW), którego współwłaścicielem jest Ryszard Krauze. Spółka posiada liczne koncesje na poszukiwania i wydobycie surowców w takich krajach jak Kazachstan czy Republika Komi. Szansa na sukces jest dość duża, podobnie jak zyski, które sięgać mogą 30%-40% na jednej baryłce przy bardzo niskich kosztach wydobywania. Sam Kazachstan jest łakomym kąskiem dla wielkich koncernów wydobywczych takich jak Chevron, Total, Inpex, Conoco Phillips, Agip, British Gas, Shell,

Exxon czy China National Petroleum Corp. Na samej giełdzie w Londynie jest notowanych aż 11 firm, które wydobywają ropę w Kazachstanie oraz w Komi. Obok dużych potentatów są również mniejsi rywale o wielkości podobnej do Petrolinvest SA, tacy jak: Dragon Oil czy Max Petroleum. ♦

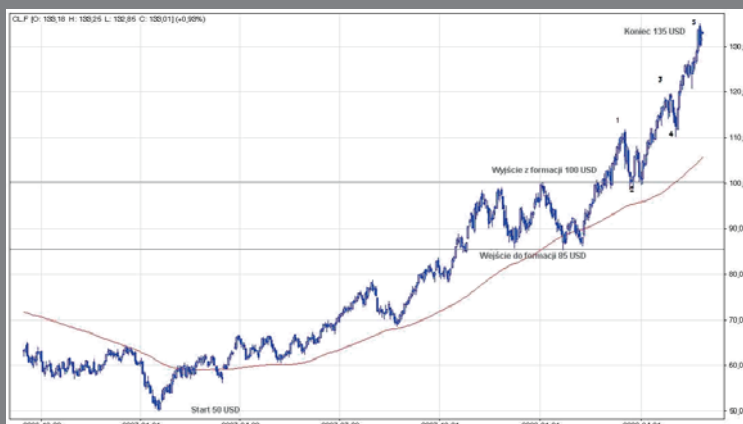
Cena ropy Brent za baryłkę

maj 1997 –	17,64 USD
maj 2007 –	66,92 USD
maj 2008 –	135 USD

KOMENTARZ EKSPERTA

Piotr Miednik, analityk rynku akcji, WDM S.A.

Obecna sytuacja na kursie ropy jest niezbyt klarowna. Po wypełnieniu się struktury pięcio-falowej między 86 a 135 i następującej po niej korekcie a-b-c do 122 zobaczyliśmy mocny wzrost do nowych rekordów ponad 139. W najbliższym czasie może czekać nas kolejna pięcio-falowa wzrostowa struktura, której 3 mogłaby fala rozpocząć się na dniach. Możliwe wówczas jest dotarcie w okolice 150 USD za baryłkę. Z drugiej strony kurs może wejść w konsolidację ograniczoną zakresem 122-135 i tam pozostać przez jakiś czas. Należy jednak pamiętać, iż jesteśmy w okresie amerykańskiego sezonu huraganów. Wszelkie niepokojące informacje mogą zostać wykorzystane przez spekulantów jako pretekst do podniesienia cen ropy.



Wykres ropy naftowej od 10.2006 do 04.2008. Źródło: WDM S.A.



Co słyszeć na Wall Street?

Rynek ropy wymusił korektę na giełdach akcji



PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

Do czwartego tygodnia maja indeksy kontynuowały wzrosty w ramach dwumiesięcznego kanału trendu wzrostowego. Lekceważono wszystkie złe dane makro i cieszą się każdym drobiazgiem. Najdziwniej wyglądało nieprzejmowanie się wzrostem ceny ropy. Jednak dopóty dzban wodę nosi, dopóki ucho się nie urwie. W końcu kiedyś musiała się pojawić chęć do realizacji zysków, którą to chęć zwiększała cena ropy, atakująca 135 USD za baryłkę. Nic dziwnego, że tydzień rozpoczynający się 19 maja był dla posiadaczy akcji bardzo niekorzystny. Najgorszy od początku trwającej dwa miesiące korekty spadków.

Wtedy to nie tylko drożała ropa, ale pojawiły się dodatkowe czynniki pomagające niedźwiedzim. Warren Buffett i Jean-Claude Trichet, prezes ECB, stwierdzili, że końca kryzysu jeszcze nie widać (i mają rację – kończy się tylko jego pierwszy etap). Znowu postraszyła też graczy wpływowa analityczka firmy Oppenheimer. Meredith Whitney powiedziała, że kryzys na rynku kredytowym przeciągnie się i będzie kontynuowany również w 2009 roku. Stwierdziła też, że rynek czekają trzy lata strat. Piszę o tej opinii niespecjalnie wierząc, że miała ona decydujące znaczenie. Analityków jest wielu, opinii

również, a pani Meredith Whitney na razie pokazuje ładną twarz, ale trudno powiedzieć, czy będzie miała rację. Ale pretekst do realizacji zysków był znakomity.

Przysłużył się też niedźwiedzim FOMC. W protokole z ostatniego posiedzenia dostrzec można było, że Fed nie ma już ochoty na dalsze obniżki i świadomie usunął w ostatnim komunikacie po posiedzeniu sformułowania o zagrożeniu dla gospodarki. Teraz Komitet uważa, że ryzyka inflacji i spowolnienie zrównały się. Nie znaczy to, że FOMC widzi przed gospodarką świetlaną przyszłość. Podwyższył styczniową prognozę inflacji na ten rok z przedziału 2,1 – 2,4 procent do 3,1 – 3,4 procent (obecnie 3,9-procentowa prognoza wzrostu PKB obniżona została z przedziału 1,3 – 2 procent do 0,3 – 1,2 procent)

Mówiono też, że to dane z rynku nieruchomości wystraszyły graczy, ale ja bym za bardzo w to nie wierzył. W kwietniu sprzedano na rynku wtórnym o jeden procent mniej domów niż w marcu, ale były to dane lepsze od oczekiwań. Komentatorzy (po to, żeby uzasadnić zachowanie rynków) zwrócili nagle uwagę na tą część raportu, którą najczęściej pomija się milczeniem. Chodzi o ilość niesprzedanych domów,

o której bardzo często piszę. Rzeczywiście wzrosła ona do poziomu 23-letniego maksimum. Przy obecnym tempie sprzedaży potrzeba będzie 11,2 miesięcy, żeby sprzedać te domy – to najwięcej w historii tego raportu (rozpoczęła się ona w 1999 roku). Nie to jednak doprowadziło do korekty na rynku akcji.

Graczy wystraszyła przede wszystkim cena ropy. Oczywiście było przecież, że jest gdzieś granica, od której droga ropa może straszyć. Niestety, nie da się przewidzieć, gdzie i kiedy cena ropy się zatrzyma. Tym rynkiem rządzi już tylko i wyłącznie spekulacja i nie należy dać sobie wmówić, że wzrosty mają podłoże fundamentalne. Z techniki wynika, że euforia może pognać cenę rzeczywiście do 140 USD, jak to prognozował Goldman Sachs. Sporo jednak zależy od zachowania kursu EUR/USD, mimo że ostatnio korelacja między tymi rynkami znacznie osłabła. Jasne jest jednak, że jeśli kurs EUR/USD będzie rósł, to ceny surowców też za nim podażą (niekoniecznie korelacja musi obowiązywać przy zmianie kierunku EUR/USD).

Jeśli już mówimy o ropie, to trzeba wspomnieć o jej wpływie na zyski spółek. Analizy przedstawione przez Bloomberg pokazują, że gdyby odjąć zyski gigantów sektora paliwowego, to zysk spółek tworzących indeks S&P 500 spadł o 26 procent. To największy spadek od 1998 roku, kiedy to Bloomberg zaczął tworzyć swoje statystyki. W tej sytuacji ekscytowanie się niewielkim spadkiem zysku amerykańskich spółek jest nieporozumieniem. To tylko i wyłącznie cuda statystyki.

Nastroje na rynkach w drugiej połowie maja się zmieniły i to jest niezaprzeczalny fakt. Pozostaje pytanie, czy zmieniły się na dłużej, czy jest to tylko i wyłącznie korekta korekty, czyli spadek korygujący dwumiesięczny wzrost, po którym przyjdzie jeszcze jeden wzrostowy okres. Jeśli kierować się tym, co można wyczytać w książkach, to należałoby optować za tym bardziej optymistycznym rozwiązaniem, jako że korekty (w tym przypadku korekta trwającego od października 2007 spadku) przyjmują najczęściej postać zygzyka ABC. Dużo zależy od ceny ropy, na którą (można powiedzieć, że wreszcie) gracze zwracają coraz większą uwagę. Tyle tylko, że na każdym rynku przychodzi czas większej korekty. Jeśli (na przykład w okolicach 140 USD) nadejdzie on również dla rynku ropy, to tym bardziej zwiększy prawdopodobieństwo powrotu do wzrostów, czyli do kończącego wzrostową korektę ostatniego odcinka C. ♦

Jak inwestować w trudnych czasach

cz. 3 – wskaźniki oceny ryzyka



MICHAŁ KURPIEL
XELION. DORADCY FINANSOWI



W ostatnim numerze określiliśmy plan działania, czyli własną drogę inwestowania.

Jako podstawę do rozpoczęcia pomnażania pieniędzy przyjęliśmy konieczność określenia własnych oczekiwań i potrzeb, czyli celów finansowych. Kolejnym etapem było przeprowadzenie analizy posiadanych oszczędności oraz bieżących dochodów i wydatków.

Później należało jeszcze tylko rozważyć ryzyko i dochodowość poszczególnych form inwestycji, a ostatni krok to optymalnie dostosować formę inwestowania do celu, który zamierzamy osiągnąć, horyzontu czasowego i akceptowanego ryzyka.

Po tak przeprowadzonej analizie oraz zastosowaniu również metod, o których pisałem w numerze kwietniowym możemy już określić dokładny plan działania. Do zbudowania pozostaje jeszcze portfel inwestycyjny.

Najprostszą, lecz niestety zwykle nieskuteczną formą oceny produktu inwestycyjnego są jego historyczne wyniki. Najczęściej właśnie historyczne wyniki wpędzają inwestorów w pułapkę kupowania „na górce” i sprzedawania „w dołku”, bo jak np. nie mieć w swoim portfelu funduszu inwestycyjnego, który w ostatnim roku zyskał 100%?!

Instytucje finansowe, których główną działalnością jest zarządzanie majątkiem mają do dyspozycji często skomplikowane systemy informatyczne pomagające w tworzeniu rozwiązań produktowych dla klientów, inwestor samodzielny ma tutaj do przejścia proces trochę bardziej skomplikowany.

Portfelowa teoria Markowitza

Pewną rewolucją w ekonomii było powstanie teorii portfelowej, której autorem jest Harry Markowitz. Teoria powstała w latach pięćdziesiątych dwudziestego wieku.

Autor słusznie uważał, że przy właściwym doborze składników portfela oraz poprzez sterowanie wielkością udziałów można uzyskać

portfele, które przy założonym zysku dają różne poziomy ryzyka. Celem stało się zbudowanie takiego portfela, który przy maksymalizacji zysku będzie podlegał minimalnemu ryzyku.

Stworzenie takiej konstrukcji jest możliwe dzięki dywersyfikacji, polega ona na doborze zróżnicowanych składników do portfela. Dywersyfikacja rozpoczyna się już na doborze akcji kilku spółek do portfela zamiast inwestycji w jedną. Dzięki funduszom inwestycyjnym dywersyfikacja może mieć znacznie

szerszy charakter. Krajowy inwestor ma do wyboru obecnie oprócz standardowych akcji krajowych spółek, obligacji, czy też bonów skarbowych dostęp do funduszy inwestujących na zagranicznych rynkach. Ciekawym rozszerzeniem portfela okazują się również surowce. Dywersyfikacja na globalnym rynku jest jeszcze ważniejsza, gdy uświadomimy sobie, że Polska giełda to zaledwie 0,05% światowej kapitalizacji. Z doбором waleń do portfela nierozdzielnie połączone jest również pojęcie korelacji.

Korelacja to miara wzajemnego na siebie wpływu aktywów. Markowitz zauważył, że można znaleźć dwa walory o identycznej oczekiwanej stopie zwrotu, ale ujemnie skore-

lowane, co umożliwia zredukowanie ryzyka bez konieczności obniżenia stopy zwrotu.

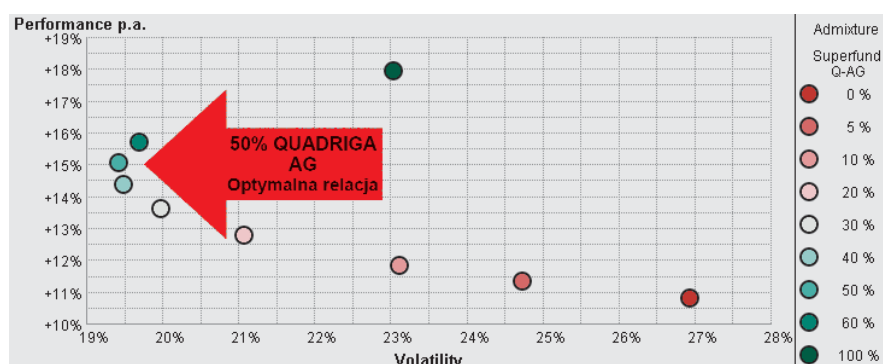
Teorię Markowitza ilustruje rysunek przedstawiający relacje zysku i ryzyka w połączeniu akcji z indeksu WIG oraz funduszu hedgingowego.

Mając już zdywersyfikowany portfel walorami nisko skorelowanymi możemy przejść do doboru produktów. Oceniając np. fundusze inwestycyjne możemy skorzystać ze wskaźników oceny ryzyka udostępnionych w Internecie.

Wskaźniki oceny ryzyka

Ryzyko to prawdopodobieństwo (w sensie potencjału, możliwości) uzyskania sukcesu lub porażki (zysku lub straty) w wyniku podejmowania działań o charakterze inwestycyjnym. Każde inwestowanie łączy się więc z ryzykiem. Fundamentalne pytanie to: jak dobrze ocenić fundusz? Właśnie po to, aby kierować się innymi przesłankami niż tylko historyczne stopy zwrotu powstały wskaźniki oceny ryzyka. Najpopularniejsze z nich to odchylenie standardowe, wskaźnik beta, wskaźnik Sharpe'a oraz Information Ratio.

Odchylenie standardowe to obok średniej arytmetycznej najczęściej stosowane pojęcie statystyczne. Wskaźnik ten mówi, jak szeroko wartości jakiejś wielkości (wiek, inflacja, kurs akcji, stopa zwrotu itp.) są rozrzucone wokół jej wartości średniej. Inaczej mówiąc, jest to miara statystyczna odzwierciedlająca stopień rozproszenia miesięcznych stóp zwrotu wokół średniej z zadanyim okresie. Im mniejsza



Źródło: Superfund. Portfel zbudowany w oparciu o WIG oraz Quadriga AG

wartość odchylenia tym obserwacje bardziej skupione wokół wartości średniej. Wysoka wartość odchylenia standardowego wyników danego funduszu oznacza silne wahania wyceny jednostek tego funduszu w stosunku do jego średniej wyceny. Najwyższymi odchyleniami standardowymi charakteryzują się fundusze akcyjne, najniższymi zaś – fundusze rynku pieniężnego.

Wskaźnik beta informuje z kolei, o ile jednostek w przybliżeniu wzrośnie/spadnie stopa zwrotu portfela, gdy stopa zwrotu rynku wzorcowego wzrośnie/spadnie o jednostkę. W praktyce im większy jest ten wskaźnik, tym ryzyko inwestowania w dany fundusz jest wyższe. Bardzo duża zaletą tego wskaźnika jest fakt, iż pozwala on szybko określić jak agresywną politykę inwestycyjną prowadzi fundusz. W przypadku bessy na rynku akcji fundusze o wysokim współczynniku beta przyniosą prawdopodobnie duże straty, a podczas hossy będą zarabiały najwięcej.

Wskaźnik Sharpe'a odzwierciedla zwrot z premii za poniesione ryzyko uzyskany na jednostkę całkowitego ryzyka. Przedstawia on stosunek osiągniętych wyników inwestycyjnych do całkowitego poziomu ryzyka. Pozwala on na równoczesną ocenę sposobu inwestowania i efektywności pracy zarządzających funduszem. W rzeczywistości najlepszy fundusz wg tego wskaźnika to taki, który osiąga duże zyski przy małych wahaniami cen. Dzięki tej konstrukcji parametr umożliwia jednoczesną maksymalizację zysku oraz minimalizację ryzyka, co można osiągnąć przez wybór funduszu o największej dodatniej wartości wskaźnika.

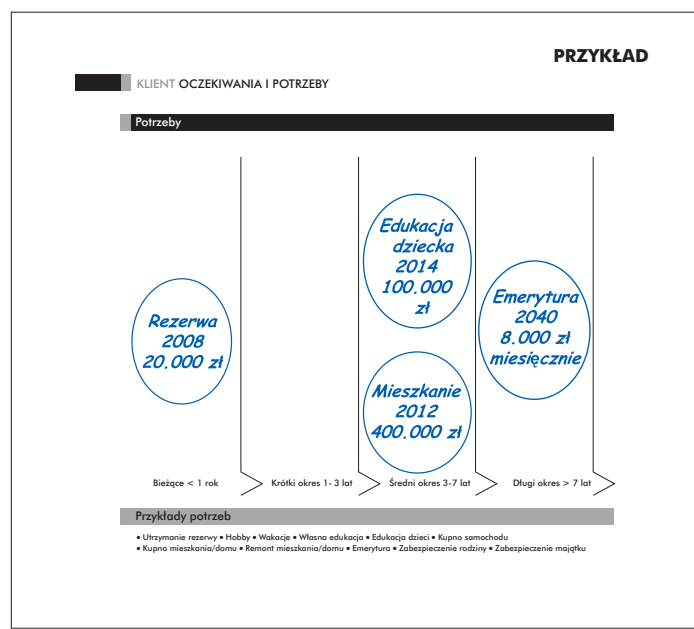
Ciekawym wskaźnikiem jest Information Ratio. Mierzy on uzyskaną stopę zwrotu uwzględniającą ryzyko ponad benchmark w danych okresach czasu. Przyjmuje wartości dodatnie i ujemne. Najkorzystniejsze są wysokie wartości wskaźnika, a najgorsze – wartości ujemne.

Szczegółowa analiza poszczególnych wskaźników pozwoli inwestorowi ocenić fundusz i osobę, która nim zarządza. Wskaźniki pokazują fundusze (portfele) najbardziej efektywne, tzn. takie, które przy danym poziomie ryzyka generują większe stopy zwrotu, lub poziom ponoszonego ryzyka jest uzasadniony wysokością zyskowności. W trudnych czasach warto oceniać ryzyko i bliżej przyglądać się funduszom. Nie ma sensu przecież ponosić wyższego ryzyka dla tego samego zysku, gdyż inwestor ponosiłby w praktyce nieproporcjonalnie wysokie ryzyko w stosunku do zysku.

Mając określony wcześniej plan działania oraz odpowiednio dobrane produkty do portfela pozostaje nam kontrola sytuacji, zarówno na światowych parkietach jak również na rynku produktów finansowych. ♦

Jak inwestować w trudnych czasach – CZ. 2 (uzupełnienie)

Z przyczyn technicznych w majowym numerze „Trendu” nie znalazły się pliki graficzne ilustrujące opisywane przykłady. Poniżej zamieszczamy uzupełnienie artykułu z poprzedniego numeru.



PRZYKŁAD

KLIENT SYTUACJA FINANSOWA

Posiadane produkty					
Rodzaj produktu	Instytucja	Wartość	Cel	Zapadalność (tętużenie)	
depozyt	PKO B.P.	20.000	Rezerwa	20.12.08	
depozyt	PKO B.P.	40.000	Mieszkanie	13.09.08	
Fundusz inwestycyjny (zrównoważony)	SEB	50.000	Emerytura		
Ubezpieczenie na życie	CU	100.000			
Kredyt hipoteczny	mBank	250.000			

Rodzaje produktów

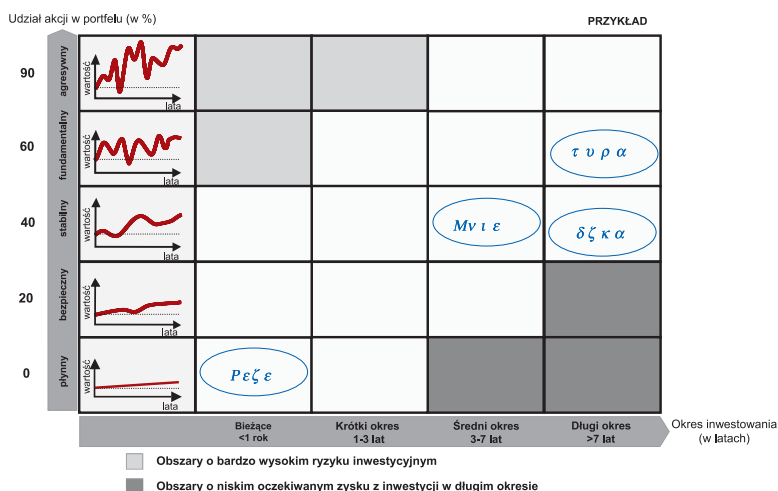
- Depozyty • Obligacje/fundusze obligacji • Akcje/fundusze akcji • Ubezpieczenia • Kredyty • Nieruchomości
- Zarządzanie portfelem inwestycyjnym • Fundusze stabilne • Fundusze zrównoważone • Inne

PRZYKŁAD

KLIENT SZACUNKOWE DOCHODY I WYDATKI

Dochody (miesięcznie)	Wydatki (miesięcznie)
Dochód z dywidendy*	Mieszkanie/dom
Dochód z dywidendy*	Wydatki na życie
Dochód z wynajmu nieruchomości	Rachunki (media, telefon itp.)
Inne dochody	Samochód (paliwo, przeglądy itp.)
	Ubezpieczenia (planowane)
	Koszt życia
	Inne wydatki
OCCENA	OCCENA
11.650	5.650
Miesięczny dochód do dyspozycji (dochody - wydatki)	
6.000	

* nieopodatkowane



Index Copernicus International – globalny serwis dla naukowców

BARTOSZ POPKO

BARTOSZ.POPKO@GAZETATREND.PL

Index Copernicus International (ICI) zadebiutował na rynku NewConnect 8 kwietnia 2008 roku. Akcje tej badawczo-wydawniczej spółki wzrosły podczas debiutu o 115,76% do 3,56 zł. Kurs odniesienia wynosił 1,65 zł. Był to 17-ty debiut na NewConnect w tym roku i jednocześnie 41-sza spółka notowana na tym rynku.

Spółka rozpoczęła swoją działalność w 1995 roku wydając czasopisma naukowe z zakresu medycyny klinicznej, a po czterech latach rozpoczęła współpracę z Komitetem Badań Naukowych w zakresie prowadzenia obiektywnego rankingu polskich czasopism naukowych. Dopiero w 2003 roku rozpoczęła pracę nad stworzeniem systemu o nazwie IC Scientists służącego ocenie osiągnięć naukowców z zakresu SMT (Science, Medicine & Technology). Produkt ten został po trzech latach opatentowany i udostępniony na skalę międzynarodową.

Spółka w głównej mierze angażuje się w rozwój internetowego serwisu Index Copernicus, który jest flagowym produktem firmy. Platforma globalnej współpracy naukowej w formie informacyjno-społecznościowego portalu pozwala użytkownikom na jak największą możliwość interakcji i integracji, gdzie zarejestrowanych jest blisko 300 tys. profili naukowców. Dzięki modułowi IC Scientists, będącego częścią serwisu IC, uczeni z całego świata reprezentujący branżę SMT mają możliwość publikacji swoich prac naukowych i poddawanie ich ocenie grona pozostałych użytkowników.

W 2007 roku spółka wprowadziła platformę VRG zintegrowaną z IC Scientists do prowadzenia badań klinicznych leków w Polsce i w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, we współpracy z międzynarodowymi koncernami farmaceutycznymi. Ponadto Index Copernicus ma podpisane umowy między innymi ze State University of New York i firmą Beijing Guideline, która ma wyłączność na ocenę wartości naukowej uczonych w Chinach. Obecność

w wirtualnej grupie badawczej kosztuje 100 euro rocznie za osobę, a dodatkowo płatne są wszelkie analizy potencjału naukowego danej instytucji.

Dodatkowa działalność spółki skupia się na branży wydawniczej i pod nazwą IC Publishing publikuje kilkanaście tytułów specjalistycznych czasopism medycznych o międzynarodowym zasięgu. Obecnie wydawane tytuły to m.in. Medical Science Monitor, The American Journal of Case Reports oraz Polish Journal of Radiology, które cieszą się wysokim prestiżem w tej branży. Efektem tego jest stałe zainteresowanie międzynarodowych firm farmaceutycznych, które wykupują reklamy w czasopismach wydawanych przez emitenta. Co więcej, stworzono wszechstronny system do elektronicznego zarządzania procesem edytorskim przy tworzeniu czasopism o nazwie IC Publishers Panel. Został on zaprojektowany i stworzony na potrzeby redaktorów i wydawców zarówno małych jak i dużych czasopism i periodyków branżowych. Dopasowany jest także do potrzeb i możliwości niewielkich wydawnictw uniwersyteckich dysponujących skromnymi i ograniczonymi środkami finansowymi. IC Publishers Panel jest narzędziem umożliwiającym zapewnienie, przy stosunkowo niewielkich nakładach finansowych, wysokich standardów i jakości wydawanych czasopism, a co się z tym wiąże, dającym możliwość zbudowania większego prestiżu i mocniejszej pozycji na rynku specjalistycznych wydawnictw naukowych.

Przedstawiciele spółki zapewniają, że potencjał rynku na którym działa ICI jest ogromny. Szacują, że w USA przeznaczono w roku 2006 kwotę 323 mld USD na prowadzenie prac badawczych, natomiast w roku 2003 kraje azjatyckie wydały na ten cel sumę 230 mld USD. W samych Chinach przyrost nakładów wyniósł aż 17 mld USD. W Unii Europejskiej w chwili obecnej przewidziane jest wydatkowanie 5% budżetu na infrastrukturę naukową, której

częścią są usługi oferowane przez Index Copernicus.

Marek Graczyński, Prezes Zarządu Index Copernicus International, tłumaczy, że debiut na rynku NewConnect pozwoli spółce na dynamiczny rozwój jej działalności między innymi w sektorze badań naukowych. Rozbudowując jednocześnie system informatyczny i uzupełniając go o szereg nowych funkcjonalności zarząd spółki liczy, że w ciągu dwóch lat liczba użytkowników systemu Index Copernicus wzrośnie do prawie dwóch milionów naukowców.

ICI niedawno poinformowało o planach fuzji z Mediapolis Sp. z o.o., specjalizującej się w doradztwie dla mediów i w komunikacji marketingowej. Połączenie firm ma trzy podstawowe cele: wzmocnienie pozycji rynkowej obu firm i zwiększenie ich potencjału rozwojowego, dywersyfikacja struktury przychodów oraz zwiększenie konkurencyjności i efektywności ich działania. Połączenie zaplanowane jest na dwa etapy. Pierwszym jest unia personalna, gdzie prezes Mediapolis, Krzysztof Urbanowicz, obejmie stanowisko prezesa Index Copernicus. Tym samym zastąpi on obecnego prezesa spółki, Marka Graczyńskiego, który obejmie funkcję wice-prezesa. Drugim etapem będzie utworzenie holdingu Index Holding, który najprawdopodobniej powstanie w lipcu 2008 roku.

Zarząd ICI zapewnia, że główne działania spółki skupione są na rozwoju jej podstawowej działalności, tzn. integrować środowisko naukowe oraz doskonalić narzędzia analityczne dla administracji. „Rozważamy wprowadzenie nowych usług w szczególności związanych z rozwojem społeczności naukowców Index Copernicus. Ponadto będziemy intensywniej wchodzić na rynek badań naukowych nie tylko rozwijając nasze narzędzia współpracy i administracji badaniami naukowymi, ale także oferując nasze usługi zarządzania takimi projektami. Planujemy także uruchomienie nowych projektów społecznościowych kierowanych do szerszego grona odbiorców.” – tłumaczy Marek Graczyński.

Index Copernicus International debiutując na rynku NewConnect stał się wiodącym reprezentantem sektora High-Tech, który znajduje się obecnie w długoterminowym trendzie wzrostowym ze względu na coraz większy popyt na tego typu usługi. Spółka prognozuje zwiększenie przychodów do 3,15 miliona złotych w 2008 roku z 1,38 miliona w 2007 roku. Zysk netto według wstępnych szacunków ma wynieść w tym roku 0,4 miliona złotych. ♦

ZELMER S.A.

MARCIN ZIELIŃSKI

MARCIN.ZIELINSKI@GAZETATREND.PL

Artykuł ten zacznę wyjątkowo od małej zagadki. Założmy, że porównujemy dwie polskie firmy o dosyć zbliżonym profilu działalności. Pierwsza z nich osiąga ponad 1,3 miliarda przychodów netto ze sprzedaży, druga natomiast notuje sprzedaż na więcej niż trzykrotnie mniejszym poziomie. Czy stosunek ich kapitalizacji będzie podobny? Ci z Czytelników, którzy odpowiedzieli na to pytanie przecząco mają rację. Wszak w biznesie chodzi o zyski i umiejętność ich „wyciskania” ze sprzedaży, a nie tylko o skalę działalności. Jednak nawet oni będą prawdopodobnie mocno zaskoczeni jeśli dodam, że relacja ta jest nie tylko odwrotna, ale wynosi około 5,5:1 na korzyść „mniejszej” ze spółek. Tym „Dawidem” jest spółka Zelmer, natomiast w roli Goliata obsadziłem firmę Amica.

Poniżej przyjrzymy się modelowi biznesowemu, dotychczasowym dokonaniom finansowym oraz strategii na najbliższe lata właśnie spółki Zelmer. Spróbujemy też odpowiedzieć na pytanie o to na ile ta imponująca wycena jest uzasadniona oraz przede wszystkim czy można spodziewać się utrzymania tego pozytywnego sentymentu wobec spółki z Rzeszowa w przyszłości.

Zacznijmy jednak od krótkiego przyjrzenia się sytuacji technicznej waleru. Zaprezentowany wykres świecowy przedstawia notowania dzienne od 20 czerwca 2007 do 30 maja 2008. Po zanotowaniu szczytu intraday na poziomie 69,80 z początku lipca ubiegłego roku kurs porusza się w niezbyt dynamicznym trendzie spadkowym, który przyniósł spadek do 52 zł, zaliczając w międzyczasie poziom nawet 47,80 zł (22 stycznia). Wiele czynników przemawia za hipotezą, że na koniec tendencji spadkowej przy-

dzie jeszcze poczekać. Po pierwsze kurs ciągle opada i znajduje się dosyć daleko zarówno od linii trendu długoterminowego, jak i średnioterminowego. Taką obserwację potwierdzają również zniżkujące obie średnie kroczące. Z pomocą nie przychodzi także MACD, który dopiero co wygenerował sygnał sprzedaży. W kilku poprzednich przypadkach przynosiło to kolejne pogłębienie spadków. Wskazanie oscylatora RSI również jest dalekie od pozytywnego (wyłamanie w dół z konsolidacji). Wsparcia, które mogą wspomóc obóz byków to kwietniowe (48,35 zł) i styczniowe minima (47,80 zł). W przypadku nagłego odwrócenia trendu kluczowe będą w pierwszej kolejności: niedawno przebite zniesienie 23,6% trendu spadkowego a jednocześnie poziomy na których znajdują się obie średnie (około 53 zł), poziomy oporów ostatnich kilkunastosekcyjnych konsolidacji (53,75 i 55,50 zł). Takich trudnych dla kupujących punktów można wskazać więcej jednak w obecnej sytuacji zdaje się mieć to niewielki sens. Co gorsza, w ostatnich dniach jeszcze bardziej spadła i tak skromna aktywność inwestorów na tym walorze.

Zelmer to największy w Polsce producent tak zwanego małego AGD (odkurzacze, czajniki elektryczne, roboty kuchenne, itp.) Obecnie jego udział w tym segmencie to 24%, w wielu grupach produktów zajmuje pozycję lidera. Produkty rzeszowskiej firmy pozycjonowane są przede wszystkim w segmencie średnim i górnym. Przez podmioty zależne Zelmer prowadzi działalność również na rynkach kilku państw regionu (m.in. Rosja, Czechy, Słowacja, Węgry). Jednym z głównych czynników decydujących o sukcesie bohatera tej analizy w ostatnich latach było bardzo sprzyjające otoczenie. Perspektywy sektora AGD silnie wiążą się z ogólną sytuacją gospodarczą w kraju. Znaczący spadek bezrobocia, dynamiczny wzrost wynagrodzeń, a co za tym idzie rosnąca siła nabywcza konsumentów powodowały i najprawdopodobniej będą sprawiać dalej, że sektor AGD znajduje się na ścieżce wysokiego wzrostu. Także dalszy rozwój budownictwa mieszkaniowego oraz duży potencjał w porównaniu z krajami starej UE oznaczają obiecujące perspektywy. W 2007 rynek AGD zwiększył się w Polsce o 16% r/r, natomiast w najbliż-

szych 3 latach prognozowany jest wzrost o średnio 9%. Niestety pojawiają się też pewne zagrożenia dla tak dynamicznego wzrostu rynku. Ciągłe rośnie konkurencja, zwłaszcza zagranicznych podmiotów oraz zwiększają ceny surowców. Nasila się także presja ze strony supermarketów dystrybuujących produkty, co może oznaczać wzrost presji cenowej na Spółkę i spadek marż. Z drugiej strony Zelmer, co potwierdza analiza wyników finansowych, potrafił w ostatnich latach korzystać z dobrej koniunktury i niejako amortyzować niekorzystne czynniki zewnętrzne.

Pewne obawy przynajmniej częściowo rozwiewa lektura strategii przedstawionej przez Zarząd na lata 2008-2010. Po pierwsze zakłada ona zarówno rozszerzenie oferty produktowej, jak i dalszą ekspansję na rynkach zagranicznych. Już obecnie zwiększa się i liczba kategorii, w których Spółka oferuje swoje produkty, jak i liczba modeli. Podobnie jak w ostatnich latach Spółka zapowiada szybszy wzrost przychodów niż rozwój całego rynku, co pozwoli zwiększyć udziały w polskim rynku małego AGD z 24% obecnie do 30% w roku 2010. Ponadto zakładany jest wzrost sprzedaży na rynkach Europy Środkowo Wschodniej, poprzez budowę własnych organizacji dystrybucyjnych oraz większe nakłady na promocję. Znacząco mają rosnąć nie tylko inwestycje w markę, ale i nakłady na badania i rozwój. Zakłada się również wzrost poprzez akwizycje (sprzyja temu relatywnie niskie zadłużenie długoterminowe i duża zdolność do generowania gotówki). Plany te są niewątpliwie bardzo ambitne, jednak dotychczasowe sukcesy zarówno na polu zwiększania udziału rynkowego oraz oferty produktowej i obecności na przyszłościowych rynkach ościennych, pozwalają mieć nadzieję, że i tym razem Zelmer nie zawiedzie swoich akcjonariuszy. Warto wspomnieć jeszcze o kilku mocnych stronach Spółki. Taką jest z pewnością silna i dobrze rozpoznawalna marka. Podobnie należy ocenić fakt dywersyfikacji zarówno dostawców, jak i odbiorców, co obniża ryzyko operacyjne. Największą szansą oprócz wspomnianego już korzystania z dobrej koniunktury w Polsce, jest obecność na rynkach „Nowej Europy”, których perspektywy wydają się być co najmniej równie obiecujące. Zagrożeniem jest zdecydowanie wzrost cen surowców, choć jego skalę zmniejsza dywersyfikacja dostawców i rosnąca wraz z skalą działalności siła przetargowa. Kolejny czynnik ryzyka to dalsze umacnianie się złotówki. W tym przypadku pociesza zarówno stosowanie transakcji zabezpieczających jak i fakt, że zawierane są umowy zarówno kupna jak i sprzedaży



Rys. 1 Wykres świecowy Zelmer S.A.

w obcych walutach (jednak z przewagą sprzedaży).

Przejdźmy do analizy dotychczasowych wyników finansowych i omówmy na tym tle założenia płynące ze strategii Zarządu. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży rosły z poziomu 299 mln zł w 2005 roku, przez 340 w 2006 (+13,7% r/r) do 420 mln zł w roku ubiegłym, co daje imponujący wzrost o kolejne 23,5%. Prognozy Zarządu zakładają dalszy dynamiczny wzrost o kolejne 20,5%, 18,4% i 18% rocznie co oznacza uzyskanie 707 milionów przychodów w 2010 roku. EBITDA, która zwiększyła się z 38,9 mln zł w 2005 roku do 56,6 mln zł w 2007 r. (19,8 i 21,5% rocznie) ma w bieżącym roku przyrastać jeszcze szybciej (75,5 mln zł, czyli +33,4%) aż do 115,6 mln zł w ostatnim roku strategii. Marża EBITDA, która w ostatnich 3 latach utrzymywała się na poziomie 13-13,7% ma stopniowo poprawiać się do poziomu 16,4%. Zysk netto zanotował wzrost z 23,5 (2005) przez 31,1 (+32,3% r/r) do 34,7 mln zł w 2007 r. (+11,6%). Do 2010 roku ma on rosnąć aż do 76,4 mln zł, co oznacza dynamikę na poziomie średnio 30%. Warto też podkreślić, że rok 2008 będzie ostatnim, wyniki którego istotnie zaniżone będą przez program opcji menadżerskich (jego koszt to 10,1 mln zł w 2007 r. i 3,4 mln zł w roku obecnym). Silne fundamenty potwierdza również pozioma analiza przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej.

Rosły one od poziomu 3 mln zł w 2005 r., przez 8,1 aż do 38,7 mln zł w roku 2007. Niewątpliwie cele nakreślone w strategii można określić jako ambitne, jednak analiza dotychczasowych wyników pozwala optymistycznie patrzeć w przyszłość.

Dla ceny akcji 52,1 zł wartość popularnego wskaźnika C/Z to niecałe 21. Średnia dla sektora, w którym sklasyfikowany przez GPW jest też i Zelmer (sektor elektromaszynowy, choć większość spółek prezentuje totalnie odmienny model biznesowy) to niecałe 19. Podobnie lekko wyżej znajduje się wartość C/WK (2,77 vs 2,05). Mogłoby to sugerować przewartościowanie, jednak wydaje się, że jest ono w pełni uzasadnione przez potencjał wzrostu stojący przed Spółką. Potwierdzają tę tezę wartości wskaźnika C/Z w kolejnych latach. Dla prognozowanego przez Zarząd zysku netto osiągnie on poziom 16 w 2008 roku i kolejno 13,5 oraz 10,4 w 2010 r., czyli poziom zdecydowanie atrakcyjne.

Okresy zawirowań na rynkach akcji, takie jak ostatnie miesiące na GPW, często przysparzają wielu wielbicieli spółkom wypłacającym dywidendę. Inwestorzy lubiący spółki dzielące się z inwestorami zyskiem powinni zwrócić uwagę również na Zelmer. Spółka w swojej krótkiej historii obecności na GPW w każdym kolejnym roku wypłacała dywidendę. W 2006 roku stanowiła ona 94% zysku netto z poprzedniego roku (1,92 zł/akcję). W tym roku władze Spółki rekomendu-

ją 2,16 zł/akcję, tj. 92% ubiegłorocznego zysku netto. Daje to Dividend Yield na poziomie 4,15%, co na tle innych spółek z GPW jest wartością przyzwoitą i w czasach dużej niepewności na rynkach akcji oznacza pewny, relatywnie atrakcyjny dochód. Zarząd uzależnia wypłatę dywidendy w przyszłości od potrzeb inwestycyjnych.

Reasumując, Zelmer udowodnił, że potrafi korzystać ze sprzyjającej koniunktury i jeśli w dalekiej przyszłości będzie utrzymywał tak imponujące tempo wzrostu połączone z bardzo przyzwoitym poziomem marż to pewnie jeszcze nie raz osłodzi życie swoim akcjonariuszom. Plany Zarządu przedstawiają się bardzo ambitnie, ale wydaje się, że biorąc pod uwagę zachodzącą już dywersyfikację i ekspansję produktową oraz geograficzną są jak najbardziej realne. Zatem tak hojna wycena przez rynek na tle swojego większego rywala wydaje się być w dużej mierze uzasadniona. W obecnej chwili odstręczać od zakupów może sytuacja techniczna akcji Zelmer.

Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Stąd autor nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania. ♦

Bessa: sezon na leszcza. Jak nie dać się „złowić”?

BARTOSZ BONIECKI

BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Leszcz (Abramis brama) to ryba słodkowodna z rodziny karpowatych. Żyje i zimuje w dużych stadach, żeruje zespołowo, wyjadając z dna drobne zwierzęta wodne. Lubi wysokie temperatury. Nie podlega żadnej ochronie. W lipcu w Nowym Warpnie (powiat policki) odbywa się tradycyjne Święto Leszcza, gdzie dokonuje się wyboru królowej leszczy.

Szanowny Czytelniku, jak zapewne zdążyłeś zauważyć, z powyższej definicji można wysnuć ważną konkluzję, a mianowicie: leszcz nie ma ani okresu, ani wymiarów ochronnych. W praktyce oznacza to tyle, że łowić można wszystkie leszcze, nawet te najmniejsze, przez cały rok. Ryba ta stanowi dość łatwą zdobycz, a jej mięso jest cenione przez wędkarzy.

Dla inwestorów „leszcze” to dawcy kapitału, którzy kupują i trzymają akcje podczas odwracania się trendu ze wzrostowego na spadkowy. Umożliwiają tym samym bezstratne zamknięcie pozycji wielu wytrawnym graczom („wędkarzom”). Powstaje zatem zasadne pytanie: jak nie dać się „złowić”? Co zrobić, by nie stracić kapitału w czasach zawieruchy na rynkach finansowych?

Ochrona kapitału

Przed wszystkim należy używać wybranych, sprawdzonych wcześniej wskaźników i zwracać uwagę na formacje cenowe. Wówczas symptomy bessy można zauważyć odpowiednio wcześniej. Niekiedy jednak przyczyny nagłych spadków cen mają charakter zewnętrzny (katastrofy, wojny, załamanie na innym, powiązanym rynku). Aby w wyniku tych zewnętrznych symptomów zanadto nie uciepować, trzeba z góry opracować strategię inwestowania, która zminimalizuje straty i zmaksymalizuje zyski. Aby stworzyć własną strategię inwestowania, konieczne jest znalezienie odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jaką część portfela jesteś w stanie zaryzykować w każdej transakcji?

Osoba lubiąca ryzyko zaakceptuje nawet 5-10-procentowy ubytek kapitału. Innymi słowy, inwestując 10000 zł, każdorazowo byłaby w stanie „postawić” 500-1000 zł. Natomiast ktoś, kto ceni sobie bezpieczeństwo, może ustalić granicę 0,5% dla strat, czyli na każdej transakcji ryzykować maksymalnie

50 zł z 10000. W przypadku nabycia 50 akcji po 20 zł (razem 1000 zł), maksymalna strata to 1 złoty na akcji (czyli rekomendowana sprzedaż na poziomie 19 zł). Natomiast mniejsza pozycja (5 akcji po 20 zł) dopuszczałaby utratę nawet 50% wartości danego papieru. Stąd wniosek, że, przy ustalonej kwotowo najwyższej dopuszczalnej stracie można albo ponosić duże ryzyko na niewielkich pozycjach, albo dopuszczać niewielkie wahania dużej pozycji portfela.

2. Określ docelowy poziom zysku

Pamiętaj, że pieniądze zarabiasz w momencie otwarcia pozycji. Już wtedy musi być znany docelowy poziom zysku, który Cię usatysfakcjonuje. Jeżeli nie określisz tej wielkości przed kupnem akcji, najprawdopodobniej zyskasz znacznie mniej, niż zakładałeś. Nie znając odpowiedniego dla Ciebie poziomu zysku, możesz przeczekać całą hossę, nie sprzedawszy żadnego waloru, i obudzić się w chwili, gdy fala korekty zmyje cały papierowy zysk.

3. Wybierz właściwe zlecenie

Do minimalizowania strat niezbędna jest znajomość rodzajów zleceń (sprzedaży bądź kupna akcji). Najważniejszym, w kontekście ochrony kapitału, jest zlecenie stop z limitem. Polega ono na tym, że w momencie, kiedy cena danego papieru osiąga określony poziom, na rynku zostaje złożone zwykle zlecenie z limitem, czyli: sprzedawaj (kupuj), ale nie taniej (nie drożej), niż po x zł. Przykładowo: Kupiłeś akcje firmy „Kaczor i Donald” po 80, obecnie są one notowane po 100. Przewidujesz dalsze wzrosty, ale nie chciałbyś stracić już wypracowanego zysku, a właśnie wyjeżdżasz na dwutygodniowy pobyt na Majorce, gdzie nie zamierzasz zajmować się sprawami finansowymi. Składasz więc zlecenie sprzedaży po 94 z limitem aktywacji 97. Czyli: jeżeli cena spadnie do 97, to sprzedawaj, ale nie taniej, niż po 94. Tym

sposobem wykluczasz w ogóle stratę na tej transakcji, a zysk wyniesie minimum 14 zł na akcję. Jeżeli cena waloru utrzyma się powyżej 97, zlecenie w ogóle się nie pojawi.

4. Ratunku! Moje akcje ciągle rosną!

Sprawa wcale nie jest prosta. Co zrobić w sytuacji, gdy nabyto akcje po 80, limit aktywacji był ustalony na poziomie 100, a dziś są one warte 150? Czekać, aż dalej wzrosną? A może już teraz sprzedać? Co jednak, gdy zostaną sprzedane, mimo iż trend wzrostowy trwa w najlepsze? Inwestor, który kupił akcje MCI 7 marca 2003 roku po 30 groszy, byłby z pewnością szczęśliwy, sprzedając je 4 miesiące później, 8 lipca, ze 100% przebicciem. Jednak na pewno bardziej uradowałoby go sprzedanie tychże walorów 125 razy drożej po 4 latach (29 czerwca 2007 roku). Co zrobić by uzyskać rentowność rzędu 12 400, zamiast marnych 100%? Do tego używa się tak zwanych stopów kroczących. Stop kroczący to ruchomy limit aktywacji zlecenia. Tak na przykład limit aktywacji zlecenia sprzedaży akcji spółki „Kaczor i Donald” mógłby wzrosnąć ze 100 na 140, gdyby wycena spółki była coraz wyższa. Napisałem: „mógłby wzrosnąć”, ponieważ żadne biuro maklerskie nie ma w ofercie ruchomych stopów, dlatego można jedynie ręcznie zmieniać limity aktywacji.

5. Niech zysk będzie z Tobą!

W pierwszym artykule o analizie technicznej podkreśliłem wagę emocji w inwestowaniu na rynku kapitałowym. Analiza papierów wartościowych musi być prowadzona w sposób logiczny i możliwie najbardziej obiektywny, dlatego nie podejmuj decyzji inwestycyjnych, jeśli jesteś poddany działaniu silnych emocji, czy po prostu niewyspany. Jeden z cenionych praktyków rynku, Joe DiNapoli, radzi: „Podziel swój umysł na dwie połowy: tradera i menedżera”. Aby podjąć decyzję, trader musi mieć pozwolenie menedżera, który wypatruje objawów „zmęczenia materiału” (błędy, stres, senność). Jeżeli takowe zaistnieją, menedżer nakazuje przerwę.

Wakacje

W chwili, gdy ukaże się ten numer Trendu, zapewne wielu Czytelników będzie już (przynajmniej myślami) na wakacjach. Mam nadzieję, że cztery artykuły o podstawach analizy technicznej przybliżyły tę tematykę i od października, wraz z nowym rokiem akademickim, zaczniesz się „7 lat tłustych” na wielu rachunkach inwestycyjnych, a piosenka: „If I were a richman” przestanie mieć znaczenie wyłącznie symboliczne. Nie należy jednak zapominać, iż trend is not the only friend, czego wszystkim z całego serca życzę. ♦

Rozstrzygnięcie konkursu „Po wiedzę z Trendem – edycja pierwsza”

ANNA GRODECKA

ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

W czerwcu 2008 roku odbyła się pierwsza edycja konkursu „Po wiedzę z Trendem – edycja pierwsza”, nad którym patronat honorowy objęła Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego. Zadaniem uczestników było napisanie artykułu prasowego o tematyce giełdowej. Aby pomóc niezdecydowanym, postanowiliśmy zaproponować 3 tematy konkursowe, jednak większość uczestników konkursu wybrała możliwość wymyślenia własnego tematu artykułu.

Wielu autorów nadesłanych prac studiuje na warszawskich uczelniach, jednak otrzymaliśmy również prace m.in. z Wrocławia i Białegostoku. Zdecydowanie większą popularnością cieszyła się kategoria „Mój pierwszy artykuł”, co wskazuje na to, że w wielu naszych Czytelnikach tkwi potencjał dziennikarski. Zwycięskie artykuły prezentujemy w niniejszym numerze „Trendu”. Nagrodzone osoby otrzymały dyplomy, książki o tematyce inwestycyjnej i nagrody niespodzianki. Fundatorami nagród były: FERK, Wydawnictwo Naukowe PWN, Oficyna Wydawnicza SGH oraz Księgarnia Uniwersytecka LIBER. Życzymy miłej lektury i dziękujemy wszystkim uczestnikom za zainteresowanie konkursem.

Poniżej przedstawiam listę zwycięzców:

Zwycięzcy w kategorii Mój pierwszy artykuł

MIEJSCE I – Artur Szczepkowski, SGGW, tytuł pracy: *Rynek pierwotny normalnie*.

MIEJSCE II – Beata Sójka – SGH, tytuł pracy: *Podatek od zysków kapitałowych w Polsce – czy powinien zostać zniesiony?*

MIEJSCE III – Norbert Duczkowski – UW, tytuł pracy: *Czy warto ufać prognozą giełdowym?*

Zwycięzcy w kategorii Profesjonalista

MIEJSCE I – Marta Włodarz, SGH, tytuł pracy: *Kiedy zadebiutuje GPW?*



Rynek pierwotny normalnie

ARTUR SZCZEPKOWSKI

W ostatnich miesiącach inwestorzy stali się zdecydowanie bardziej wybredni. Zainteresowanie nowymi spółkami spadło do tak niskiego poziomu, że oferty publiczne są przesuwane na kolejne miesiące lub zawieszane. Można dojść do wniosku, że rynek pierwotny jest w kryzysie – w szczególności gdy dzisiejszą sytuację porównamy do tej z roku 2007. Nic bardziej mylnego, bowiem to właśnie teraz sytuacja na rynku pierwotnym staje się normalna.

W 2007 roku na głównym rynku w Warszawie zadebiutowało 81 nowych firm. Pozyskały one ponad 18,3 mld zł, z czego 15,4 mld zł to wartość nowowyemitowanych akcji. Większość z tych spółek nie miała problemu z uplasowaniem oferty nawet po maksymalnych cenach, a stopy redukcji przydzielanych akcji nierzadko przekraczały 90%. Ogromny popyt wykorzystały zresztą instytucje finansowe, umożliwiając inwestorom zaciąganie kredytów na zakup akcji.

Wspomnieć tu należy o ofercie LC Corp z największym w historii lewarem (kredyt do 9900 proc. środków własnych).

Trudno uwierzyć w to, że wszystkie firmy przedstawiły równie dobre i realne do wykonania plany inwestycyjne. Zdecydowanie bardziej prawdopodobna jest teza, że inwestorzy, nie zwracając uwagi na fundamenty, kupowali akcje, licząc, że debiut będzie równie udany co poprzednie. Oczywiście sytuacja taka nie mogła trwać bez końca. Pierwsze oznaki przesycenia rynku można było zaobserwować już na kilka miesięcy przed początkiem kryzysu subprime w USA. Tak było przy wspomnianym już wcześniej LC Corp, ale także J. W. Construction. Te oraz wiele innych spółek prawdopodobnie jeszcze długo nie będą warte tyle, ile były w chwili debiutu.

Spółki potrzebują kapitału do szybkiego rozwoju i w związku z tym przeprowadzają oferty publiczne. Inwestorzy akceptują ryzyko związane z określonymi przedsięwzięciami. W zamian oczekują wysokiej stopy zwrotu, którą zapewnić powinny zrealizowane obietnice. Obietnice zaś są mniej lub bardziej realne do wykonania. W tym miejscu dużą rolę odgrywają analitycy, którzy wykorzystując posiadaną wiedzę i umiejętności muszą ocenić na podstawie danych zawartych w prospekcie (oraz innych, związanych



choćby z perspektywami branży), na ile dana spółka jest atrakcyjna. Od jakości tych analiz zależą ewentualne zyski bądź straty kupujących akcje.

Ogromny popyt na rynku pierwotnym w 2007 roku mógł być spowodowany albo nadzwyczajnym urodzajem perspektywicznych debiutantów, albo niedokładnym przeprowadzaniem analiz. Z perspektywy czasu okazuje się, że drugi wariant jest bardziej prawdopodobny. Okazuje się bowiem, że znaczna część firm, która kilka/kilkanaście miesięcy temu snuła piękne plany ekspansji, musi teraz odwoływać prezentowane prognozy lub zmieniać plany inwestycyjne.

TelForceOne, debiutant z końca marca 2007 roku, jest idealnym przykładem tego, jak ważna jest rzetelna analiza firmy i trzeźwe określenie możliwości spełnienia prognoz. Spółka miała niezły debiut, akcje sprzedawły się po najwyższej cenie (a redukcja w transzy inwestorów indywidualnych wyniosła ponad 97 proc.). Ostatecznie firma była warta niespełna 200 mln zł przy przychodach przekraczających ledwo 50 mln zł. Dzisiaj jej akcje można kupić za około 20 proc. ceny emisyjnej, okazało się bowiem, że plany były zbyt ambitne. W analizach pomijano proste do przewidzenia rzeczy, np. to, że nie wszystkie nowe punkty sprzedaży muszą być rentowne. Właściciele mają prawo zakładać najlepsze scenariusze dla firmy, ale analitycy powinni już brać pod uwagę wszystkie możliwości.

Korekta na rynkach finansowych z początku bieżącego roku uświadomiła wielu inwestorom, jak duże ryzyko ponoszą, inwestując w firmy, które jeszcze nie mogą pochwalić się przyzwoitymi wynikami finansowymi. Wielu zeszłorocznych debiutantów znalazło się w czołówce przecenianych przedsiębiorstw. Stąd też powoli zmienia się podej-

ście do rynku pierwotnego. Inwestujący zaczynają coraz dokładniej przyglądać się fundamentom debiutujących firm, a także wymagają odpowiedniego dyskonta w cenie. Mają bowiem do wyboru ponad 360 innych spółek na głównym parkiecie oraz kolejne 50 na New Connect. Dużą część z nich można kupić po przyzwoitej cenie, a ponadto są one już jakiś czas obecne na rynku kapitałowym, co jest niezwykle ważnym czynnikiem przy budowie portfela.

Firmy szykujące się do debiutu giełdowego coraz częściej zmieniają swoje plany inwestycyjne oraz ograniczają oczekiwania co do ceny emisyjnej akcji. Pod koniec kwietnia okazało się, że oferta Famedu Żywiec nie doszła do skutku z powodu małego zainteresowania. Jest to o tyle ciekawe, że spółka dwa razy zmieniała widełki cenowe (z 18-24 zł na 18-22 zł oraz ostatecznie na 12-22 zł), by zachęcić do inwestycji. Najprawdopodobniej rok temu nie miałaby ona problemu uplasowaniem oferty po maksymalnej cenie.

Vertex, producent m.in. rolet zewnętrznych i materiałowych, musiał zawiesić ofertę publiczną po przeprowadzeniu budowy księgi popytu. Okazało się, że mimo ciekawej działalności firma jest wyceniana zbyt drogo. W ostatnich dniach do zawieszenia oferty publicznej był także zmuszony Hefal. Oferta ta została jednak wznowiona po obniżeniu dolnej granicy widełek cenowych. Właściciele producenta sztucznych lodowisk zgodzili się sprzedać akcje w przedziale cenowym 28-45 zł (wcześniej 33-45 zł). W podobnej sytuacji jest Krosglass (2 razy informował o przełożeniu terminu oferty publicznej) oraz wiele innych firm.

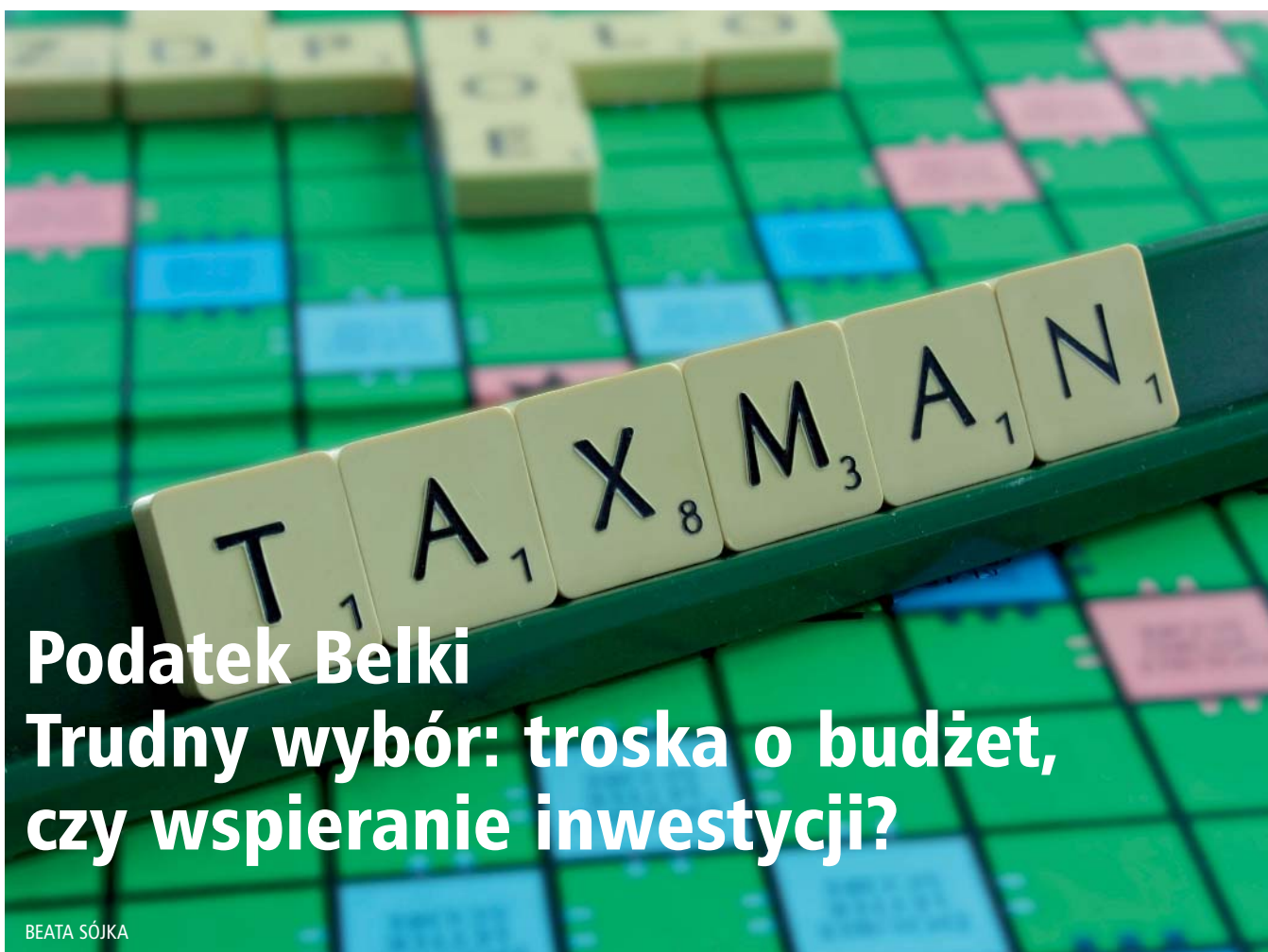
Zarządzający funduszami brali udział w większości ofert publicznych z ubiegłego roku, ponieważ nie mieli na co wydawać miliardów złotych wpłacanych przez klientów.

Teraz, gdy klienci wycofują środki, sytuacja się odwróciła. Jest to jedna z teorii, która ma wytłumaczyć pogorszenie nastrojów na rynku pierwotnym. Nie do końca jest to prawdą. Okazuje się bowiem, że nadmiar środków w 2007 roku można było lokować na zagranicznych rynkach, co robili niektórzy zarządzający funduszami. Popularne były inwestycje na giełdach takich potęg gospodarczych jak USA czy Niemcy, ale także w Rosji, Turcji czy nawet na Litwie. Informacje te bez problemu znajdziemy w rocznych sprawozdaniach funduszy inwestycyjnych.

Aktualny brak wolnych środków też nie jest przeszkodą. Świadczą o tym udane oferty z ostatnich kilku miesięcy. Na szczególną uwagę zasługuje Cyfrowy Polsat, który pozyskał prawie 1 miliard złotych. Mniejsze spółki też nie powinny narzekać. Drewex, producent mebli dziecięcych, sprzedał wszystkie oferowane akcje (choć po najniższej cenie z przedziału). Umiarkowanym sukcesem zakończyła się oferta publiczna K2 Internet, gdzie wszystkie nowe walory znalazły nabywców, natomiast stare sprzedawły się jedynie w części.

Rzetelna analiza fundamentalna, obejmująca zarówno analizę makroekonomiczną, branżową, jak i sytuacyjno-finansową samej spółki, jest podstawą do podjęcia decyzji o zaangażowaniu środków w debiutującą spółkę. Analiza taka powinna uwzględniać także mniej optymistyczne warianty. Wydaje się, że w ostatnich miesiącach inwestorzy zaczęli zwracać na te aspekty większą uwagę, stąd też odczucie marazmu na rynku pierwotnym. Trzeba jednak pamiętać, że dobre chęci nie są jedynym wyznacznikiem tego, czy przedsiębiorstwo będzie spółką publiczną. Silne fundamentalnie firmy zawsze znajdą nabywców, natomiast te gorsze mają do wyboru New Connect, a także inne, pozagiełdowe źródła finansowania. Stąd też uważam, że rynek pierwotny w Polsce powoli normalnieje. ♦





Podatek Belki

Trudny wybór: troska o budżet, czy wspieranie inwestycji?

BEATA SÓJKA

W minionym roku dochody państwa wyniosły 235 mld zł. Tymczasem według szacunków analityków w tym roku podatek od zysków kapitałowych powiększy budżet „zaledwie” o 4,1 mld zł. Czy w związku z tym warto kontynuować spór o zasadność istnienia podatku Belki, czy może lepiej raz na zawsze usunąć go z listy obciążeń nakładanych przez państwo na Polaków?

Wprowadzony w 2001 r. podatek od zysków kapitałowych, popularnie nazywany podatkiem Belki, od lat budzi wiele kontrowersji. Gro Polaków-inwestorów nie darzy go sympatią. Muszą oni rokrocznie oddawać państwu 19-proc. wypracowanego zysku. Także politycy deklarują niechęć do niego, a obietnica likwidacji tego obciążenia staje się ważnym elementem ich przedwyborczej gry. Jedni traktują go jako bezsensowne obciążenie, czy nawet przejaw pazerności państwa, podczas gdy inni widzą w nim źródło wpływów do budżetu. Skoro zarówno część polityków, jak i społeczeństwa popiera zniesienie podatku od zysków, co stoi na przeszkodzie by to uczynić?

Największa zaleta podatku Belki, czyli generowanie wpływów do budżetu państwa, dzisiaj straciła na znaczeniu. Był on szcze-

gólnie ważny w latach 2002-2003, kiedy każde dodatkowe wpływy do budżetu były bezcenne. Wtedy deficyt budżetowy wynosił ok. 4 – 4,5 proc. PKB. Poprawa stanu gospodarki sprawiła, że ok. 4 mld zł generowanych przez podatek, nie jest już aż tak istotne. Jednak w obliczu obietnic złożonych podczas kampanii wyborczej przez obecnego premiera Donalda Tuska każda złotówka wpływająca do budżetu jest na wagę złota. Nie można również nie uwzględnić presji pracowników budżetówki domagających się wzrostu wynagrodzeń. To wszystko sprawia, że każda decyzja o rezygnacji z przychodów do budżetu musi być starannie przemyślana.

Zlikwidowanie podatku od zysków grozi powiększeniem dziury budżetowej, którą trzeba będzie zrekompensować innymi wpływami lub pogodzić się z wyższym deficytem. Należy przy tym jednak pamiętać o kryteriach konwergencji przy wprowadzeniu waluty euro – zbyt duży deficyt może na wiele lat opóźnić jej pojawienie się w Polsce. Z drugiej strony, za zniesieniem tego podatku przemawia fakt, iż obecnie wśród najbogatszych Polaków pojawiła się tendencja do ucieczki od jego zapłaty. A takie ryzyko dla Skarbu Państwa istnieje, gdy wynagrodzenie

jest wypłacane w akcjach. Taką sytuację mogą wykorzystać prezesi lub członkowie zarządów spółek notowanych na giełdzie, czyli osoby zarabiające niemałe pieniądze.

Warto jednak zaznaczyć, iż grupą, która najczęściej wymiguje się od płacenia podatków, są właśnie ci najbogatsi. Osoby dysponujące kapitałem w wysokości ok. 40-50 mln zł mogą bez problemu założyć prywatny zamknięty fundusz inwestycyjny, do którego przenoszą swój majątek. Dzięki transferowi dochodów przez zagraniczne spółki zarejestrowane w rajach podatkowych mogą skutecznie uchronić się przed fiskusem.

Należy wspomnieć, że 2-3 proc. wszystkich inwestorów, czyli właśnie ci najbogatsi płać 95 proc. całości podatku. To oni, dysponując sztabem prawników i analityków, mają największe szanse na ominięcie lub przynajmniej odroczenie w czasie podatku Belki. W związku z powyższym pojawia się więc wniosek, iż bogaci i tak unikną podatku, a drobni inwestorzy najbardziej odczują jego skutki.

Pocieszeniem dla inwestorów obracających mniejszym kapitałem, pragnących za wszelką ceną zniwelować skutki „nieszczęsnego” po-

datku od zysków kapitałowych, są tzw. fundusze parasolowe. Przenosząc zainwestowane środki z jednego FI do innego w ramach oferowanych funduszy parasolowych, mogą oni uniknąć płacenia tego podatku. Także ubezpieczyciele znaleźli sprytny sposób na omińnięcie fiskusa. Ich rozwiązaniem jest fundusz inwestycyjny opakowany w polisę. Pojawia się więc pytanie, czy jeśli inwestorzy nauczyli się skutecznie omijać podatek Belki, to czy jego istnienie nadal ma sens?

Zniesienie podatku od zysków, pomijając zwiększenie dziury w budżecie, oznacza też kłopoty polskich ubezpieczycieli. Mogą oni bowiem stracić miliardy złotych oraz setki tysięcy klientów, gdyż tzw. poliso-lokaty z dnia na dzień stracą na popularności. Szacuje się, że dynamika sprzedaży tego typu produktów zmniejszyłaby się o 80 proc.

Wydaje się jednak, że państwo powinno trzymać się zasady zachęcania do inwestowania. Obecnie podatek działa na inwestorów wręcz odwrotnie – nie dość, że nie mają oni gwarancji osiągnięcia zysków, to jeszcze

muszą mieć na uwadze zapłacenie od nich podatku. Ponadto warto wziąć też pod uwagę często pomijany problem kosztów jego obsługi. Podatek od zysków jest bowiem nie lada wyzwaniem dla organów państwowych. Koszty jego obsługi są nieproporcjonalnie wysokie wobec uzyskiwanych wpływów budżetowych, a procedury skomplikowane.

Obecne działania polityków potwierdzają tezę kontrowersyjności i złożoności problemu tego podatku. Choć premier Tusk w przedwyborczych obietnicach zapowiadał jego zniesienie, to minister finansów Jacek Rostowski ma odmienne zdanie. Brak jednoznacznego kierunku zmian, powoduje, że pojawiają się rozwiązania pośrednie. Jednym z nich jest propozycja, by posiadacze akcji i jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych byli objęci podatkiem Belki, a właściciele kont i lokat terminowych już nie. Pomysł ten także nie jest pozbawiony wad. Pojawia się wątpliwość, czy takie rozwiązanie byłoby korzystne dla inwestorów. Czy nie byłby to podział na równych i równiejszych?

Ponadto w myśl powiedzenia, że „Polak potrafi”, polskie banki zapewne dość szybko obeszłyby nowe przepisy. Mogłyby chociażby powstać opakowane w lokaty inwestycyjne typu polisy lokacyjne. Nic nie stoi bowiem na przeszkodzie, aby tworzyć nowe rodzaje lokat pozwalające zarabiać na rynku akcji.

Rząd powinien podjąć decyzję, czy zrealizować przedwyborcze obietnice i dążyć do likwidacji podatku Belki, czy przystać na propozycję ministra Rostowskiego. Być może dobrym rozwiązaniem jest pomysł posła Janusza Palikota, by osoby zarabiające na swoich oszczędnościach kwoty np. do 100 tys. zł rocznie były z takiego podatku zwolnione. Tak skonstruowany podatek progresywny może być kompromisem, który usatysfakcjonuje obie strony rzekomego „konfliktu” – znieść czy zostawić podatek. Jedno jest pewne, każde rozwiązanie ma swoje wady i zalety, a decyzja, którą trzeba podjąć, jest wyborem priorytetów. Wyborem pomiędzy pobudzeniem skłonności do inwestowania a troską o budżet państwowy. ♦

Czy warto ufać prognozom giełdowym, czyli... Co ty Buffett wiesz o inwestowaniu?

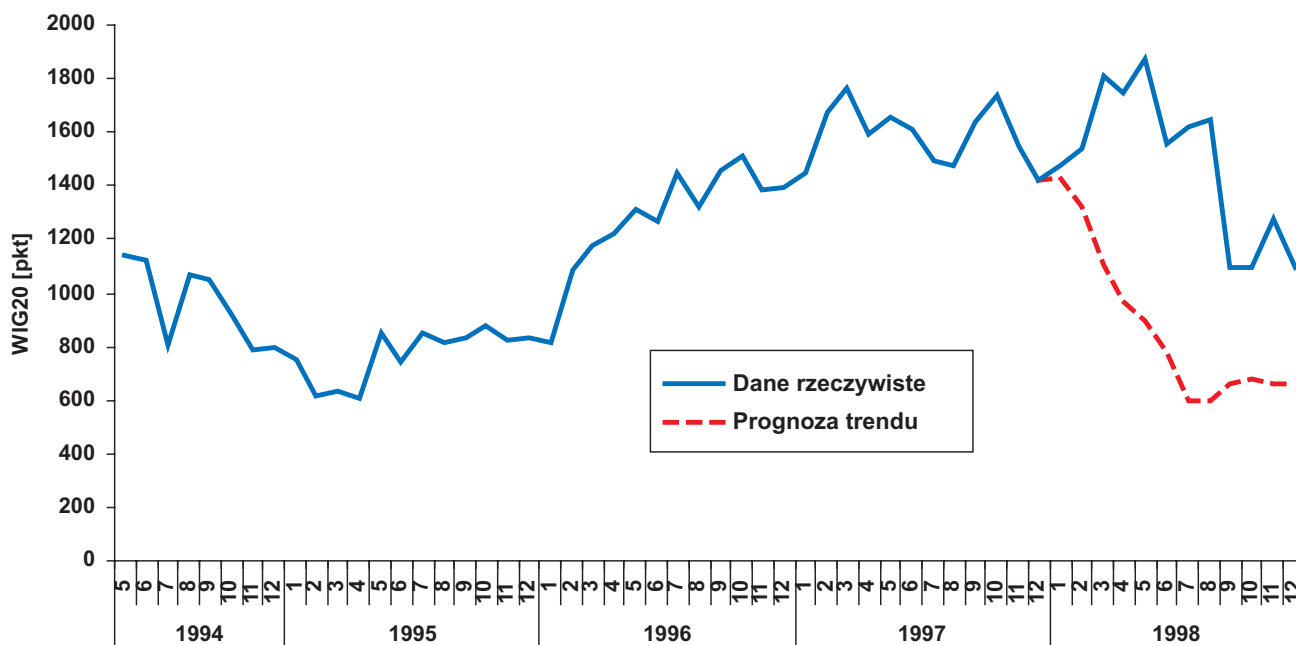
NORBERT DUCZKOWSKI

Do napisania niniejszego artykułu zainspirowała mnie książka Jamesa Pardoe pt. „Jak to robi Warren Buffett? 24 genialne strategie największego na świecie inwestora giełdowego”. Jedną z tytułowych zasad brzmi „ignoruj prognozy giełdowe”. Wg Buffetta więcej mówią one o autorze prognoz, niż o przyszłości (J. Pardoe „Jak to robi Warren Buffett? 24 genialne strategie największego na świecie inwestora giełdowego”, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2007 r.). Czy takie podejście jest słuszne? Na to pytanie postaram się odpowiedzieć w tym artykule.

Prognozy (prorocтва) giełdowe

Na wstępie należałoby jednak zdefiniować pojęcie prognozy. Prognozowanie (wg Słownika języka polskiego PWN) to na-





Wykres 1. Prognoza oraz dane rzeczywiste.

ukowy sposób przewidywania przyszłości, określający w jaki sposób będą kształtowały się pewne wielkości. W procesie prognozowania analizie poddawane jest kształtowanie się zjawiska w przeszłości, aby przy użyciu metod matematycznych i statystycznych móc wyciągnąć wnioski co do przyszłości. Dla kontrastu przytoczę jeszcze jedną definicję, zaczerpniętą ze słownika języka polskiego PWN-, tj. prorocтва. Prorocтво to przepowiadanie przyszłości, wrózenie, przywydywanie przyszłych wypad-

ków z przeszłych przesłanek („Słownik języka polskiego”, Wydawnictwo PWN). Zatem jedyną cechą, która pozwala odróżnić nam prorocтво od prognozy to naukowy, matematyczno-statystyczny charakter. Analitycy giełdowi wyrażają swoje sądy na podstawie swojej wiedzy i doświadczenia, czego sami nie kryją. Oczywiście nie ulega wątpliwości, że jest to ważny atut przy przewidywaniu przyszłych zachowań rynków, jednak wynika z tego, iż to, co czytamy w codziennej prasie jest raczej prorocтwem niż prognozą. Co zatem sprawia, że ufamy temu, co słyszymy z ust analityków w mediach?

Przeglądając jak co rano prasę ekonomiczną, napotkałem wypowiedź analityka finansowego, pracującego dla bardzo znanej instytucji finansowej. Brzmiała ona następująco: „Oceniam na 45% prawdopodobieństwo, że na najbliższym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej podniesie stopy procentowe.” Ze względu na znane nazwisko, a także na prestiż instytucji, w której pracuje ów analityk jesteśmy w stanie mu uwierzyć. Pojęcie prawdopodobieństwa użyte w cytowanej wypowiedzi podnosi jej rangę i zwiększa wiarygodność. Czy jednak ów analityk zna tak zaawansowane metody rachunku prawdopodobieństwa i współczesnej satystyki, zwanej bayesowską, by móc oszacować to prawdopodobieństwo? Jeśli nawet tak, to czy faktycznie to uczynił? Innym istotnym elementem jest wartość tego prawdopodobieństwa. Niewiele bardziej pomyliliłbyśmy się rzucając symetryczną monetą. Jaka

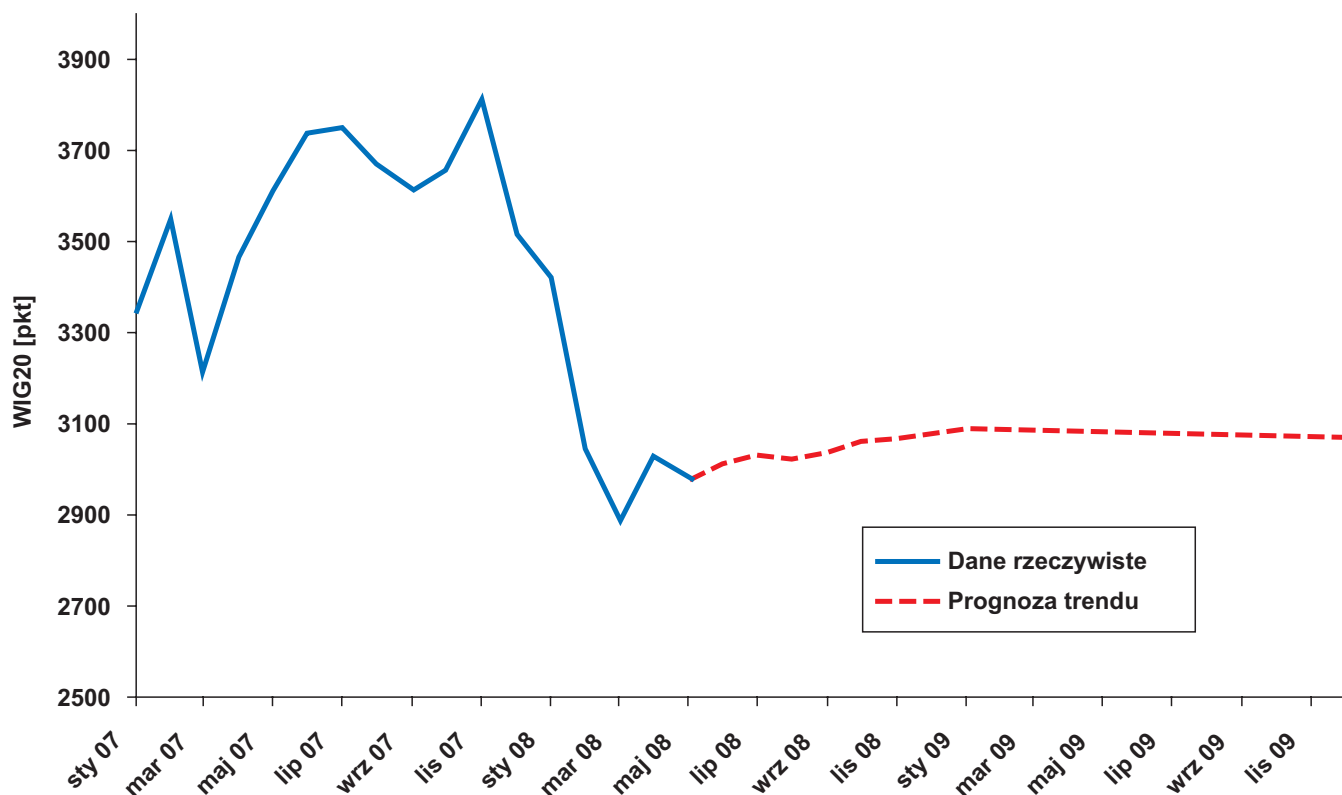
jest zatem wartość poznawcza takiego stwierdzenia? Znikoma.

Wspominane wcześniej zaufanie, jakie wzbudzają ludzie pojawiający się w mediach, określani przez dziennikarzy mianem specjalistów, wpływa na naszą bezkrytyczną ufność do tego, co usłyszymy od analityków, mimo iż niekiedy ich wypowiedzi przeczą same sobie. Jak to możliwe, by jednego dnia w odstępnie niecałych dwóch godzin pewien znany ekonomista w programach informacyjnych, emitowanych na żywo, przewidywał wartość indeksu WIG20 na odmiennych poziomach? Należy tu nadmienić, iż w tym czasie nie miało miejsca żadne istotne zdarzenie, które by mogło wpłynąć na zmianę opinii owego ekonomisty. Odpowiedzi na to pytanie dostarcza psychologia inwestowania. Ów analityk uległ po prostu efektowi zakotwiczenia, gdyż w obu programach redaktorzy inaczej formułowali pytania, w których znajdowała się odmienna wartość indeksu WIG20. Efekt zakotwiczenia oznacza, że prorokowana przez analityka wartość indeksu WIG20 zależała od wartości przytoczonej w pytaniu przez redaktora jako punktu odniesienia.

Odnosząc się do prorocтw analityków, warto zwrócić uwagę, iż niekiedy posiadają one cechy samospełniającej się przepowiedni, czyli zjawiska wpływającego na zachowanie innych, co powoduje spełnienie się prorokowanych scenariuszy, dotyczących przyszłości.

Z samospełniającą się przepowiednią mamy do czynienia wówczas, gdy pocho-





Wykres 2. Prognoza oraz dane rzeczywiste.

dzi ona ze źródła, które darzymy zaufaniem, o czym była mowa wcześniej.

W prognozach publikowanych w mediach łatwo można zaobserwować jeszcze jeden istotny mankament. Tym mankamentem jest brak przyznawania się analityków do pomyłek. Przyznanie się do błędu mogłoby spowodować w opinii inwestorów utratę zaufania do instytucji lub osoby, która by to zrobiła.

Z przedstawionych przykładów wynika, że irracjonalne na pozór stwierdzenie Warrena Buffeta nabiera głębokiego uzasadnienia. Zatem drogi Czytelniku, ignoruj prognozy giełdowe, stwórz własny system transakcyjny, niezależny od opinii rynkowych.

Budowa prognozy

Jeżeli nie wolno ufać prorocstwom analityków, należy wypracować swój system transakcyjny. Ta część artykułu poświęcona będzie budowie prognozy, a nie prorocstwa, dotyczącej wartości indeksu WIG20, na koniec stycznia 2009 r. Oczywiście im dłuższy horyzont prognozy, tym z większym prawdopodobieństwem możemy wyrzucić taką prognozę do kosza. Jednak

świadom tego, że prognozując popełniamy błędy, a także nauczony doświadczeniem, iż sposób prognozy, który zostanie poniżej przedstawiony, może dobrze odwzorować trendy rynkowe, przedstawię jeden ze sposobów szacowania przyszłych wartości pewnych wielkości ekonomicznych, bez zagłębiania się w podstawy naukowe tej metody.

W dalszych rozważaniach do prognozy użyty zostanie model ARIMA. Aby przekonać sceptyków, iż ARIMA może z dużą dokładnością przewidywać kierunki zmiany cen instrumentów giełdowych, w pierwszym etapie przedstawię prognozę WIG20 na rok 1998, na tle wartości rzeczywistych (wykres 1).

Widać wyraźnie, iż obliczona prognoza bardzo dobrze przewiduje kierunek ruchu indeksu WIG20, mimo że jest nieco bardziej pesymistyczna, niż dane rzeczywiste.

Na podstawie przykładu oszacowania przyszłych wartości indeksu WIG20, Ty, Drogi Czytelniku, musisz podjąć decyzję, czy taka dokładność jest dla ciebie satysfakcjonująca. Jeśli nie, możesz pominąć następnych kilka zdań i przejść od razu do podsumowania.

Na kolejnym wykresie (Wykres 2) przedstawiono prognozę indeksu WIG20 na koniec stycznia 2009 r. Oszacowano ją także na podstawie modelu ARIMA, ale ze zmienionymi parametrami. Widać wyraźnie, że wartość ta jest niemal stała. Zatem domniemywać możemy, że średnio wartości indeksu WIG20 będą oscylowały wokół różowej linii.

Przedstawiony wyżej sposób niewątpliwie możemy zaliczyć do kategorii prognoz, a nie prorocstw, ale to każdy z czytelników musi sobie sam odpowiedzieć na pytanie: Czy i dlaczego miałbym ufać autorowi tej prognozy? W końcu stworzył ją na konkurs magazynu Trend, w kategorii: „Mój pierwszy artykuł”.

Podsumowanie

Dobrym podsumowaniem niniejszego artykułu może być zdanie, przeczytane przeze mnie w „Małym słowniku rad dla przekornych”:

Z naszych wielomiesięcznych analiz wynika, że istotnie nie ma pewności, czy lepiej mieć wróżkę, czy dział analiz. ♦

Kiedy zadebiutuje GPW?

MARTA WIODARZ

MARTA.WIODARZ@GAZETATREND.PL

Zdaniem wielu, fakt, że polska giełda znajduje się w rękach państwowych, powoduje, że budzi to obawy przed jej politycznym kierunkiem działania, upolitycznieniem zarządzających, brakiem niezależności. Chociaż dotychczas nie zauważono znacznych nieprawidłowości w tym zakresie, kto wie, może w przyszłości tak się stanie. Wtedy państwowość GPW może zniechęcać część podmiotów do wchodzenia na rynek, zwłaszcza zagranicznych.

Ponadto, wielu uważa, w tym sam prezes GPW – Ludwik Sobolewski, że utrzymanie tak czołowego organizmu gospodarki wolnorynkowej w rękach Skarbu Państwa znacznie ogranicza możliwości jego rozwoju. Również Michał Chyczewski, wiceminister Skarbu Państwa uważa, że ograniczenie ewentualnego wpływu państwa będzie korzystne dla rozwoju rynku kapitałowego. „Mamy postępującą konsolidację giełd w Europie, więc prywatyzacja jest tutaj kluczowa. Trzeba to wykorzystać, bo ta szansa nam umknie i będziemy musieli przyłączyć się do jednego z wielkich aliansów” – mówi.

Państwowa giełda nie ma wystarczającego potencjału by przekształcać się w centrum finansowe regionu, czego nawet dowodzą ostatnie wiadomości o nieudanym podejściu do przejęcia parkietu w Lublanie.

Prawdopodobnie GPW zaoferowała zbyt niską cenę za udziały we słoweńskiej giełdzie, która jest przecież dziesięciokrotnie mniejsza niż polska. Negocjacje o zakupie słoweńskiego rynku prowadzić będą jedynie Hellenic Exchanges Holding z Aten i Wiener Borse.

Ten fakt również dowodzi, że obecnie istnieją zahamowania ograniczające ekspansję GPW.

Ponadto, większość giełd w regionie i w Europie, to giełdy prywatne. Rozwijają się całkiem dobrze.

A my mamy odstawać pod tym względem na tle europejskiej reszty? Dlaczego nie mielibyśmy być tacy, jak inni?



Z takich oto powodów Skarb Państwa od pewnego czasu dąży do tego by sprywatyzować GPW. Ostatnio ujawnił skrzętnie opracowywaną przez kilka miesięcy strategię (nad którą pracowały m.in. czołowe firmy konsultingowe), która zakłada, że giełda będzie po raz pierwszy notowana „na giełdzie” (debiut akcji GPW na GPW) 14 października bieżącego roku.

W ramach indywidualnych ofert 29% akcji zostanie skierowanych do instytucji najbardziej aktywnych na GPW pod względem obrotów, które znacznie przyczyniają się do jej rozwoju i poprawy płynności (będą to przede wszystkim domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, które w ostatnich dwóch latach miały min 3% udział w obrotach akcjami, obligacjami i instrumentami pochodnymi). Pozostałe 19% będzie objęte ofertą publiczną.

Kolejna oferta zgodnie ze strategią jest planowana najwcześniej za rok. Niestety, nie wiadomo, ile procent akcji będzie chciał zachować wówczas dla siebie Skarb Państwa. Trudno przewidzieć jak miałyby się wtedy kształtować akcjonariat.

Pan Tadeusz Aziewicz, szef sejmowej Komisji Skarbu Państwa uważa, że „przedstawienie szczegółów tylko dla pierwszego etapu mocno rozczarowuje”.

U wielu analityków budzą się obawy, że niejasna strategia na przyszłość (a może jej brak) mogą stanowić zagrożenie dla polskiego rynku, gdy nagle okaże się, że jakiś inwestor strategiczny będzie skupował udziały w GPW i przyszykuje się do wrogiego przejęcia.

Nie mniej, patrząc na kwestię krótkofalowo – przy horyzoncie czasowym do roku – pozornie nie mamy się czego obawiać.

Pan Konrad Smok – specjalista ds. Interwencji i Analiz ze Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z Wrocławia – postrzega prywatyzację GPW pozytywnie. „Skarb Państwa planuje sprzedaż mniej-

szościowego pakietu akcji GPW, tak więc nie grozi nam sytuacja, w której to główny akcjonariusz będzie chciał obrać kierunek rozwoju niezgodny z założeniami krajowych podmiotów. Niebezpieczeństwo przejęcia giełdy przez innego inwestora z regionu jest częstym argumentem w dyskusji, jednak odpowiednio określony plan prywatyzacji zapobiegnie takiemu scenariuszowi” – mówi.

Zupełnie innego zdania jest Profesor SGH, Andrzej Fierla, który jest bardzo ostrożny jeśli chodzi o ocenę potencjalnych wrogich przejęć w przyszłości. „Bardzo enigmatycznie są zabezpieczenia przeciwko wrogiemu lub półwrogiemu przejęciu giełdy warszawskiej. Na dobrą sprawę ich nie znamy, a z tego, co można usłyszeć, to nawet gdy Państwo będzie stosować dodatkowe zabezpieczenia i zejdzie z własności na przykład poniżej 20%, to może się okazać, że te dodatkowe zabezpieczenia są sprzeczne z normami unijnymi i raptem się okaże, że giełdy nie można bronić”.

Wrogie przejęcie przez inną silniejszą giełdę z regionu, być może wiedeńską, może spowodować spore kłopoty, bo podstawowym kapitałem GPW są osoby fizyczne inwestujące w kraju tudzież przywiązanie otwartych funduszy emerytalnych i towarzystw inwestycyjnych do naszej giełdy.

Wielkim zapleczem i kapitałem GPW są właśnie fizyczni inwestorzy, o czym giełda często wydaje się zapominać. New Connect rozumiany jako rynek dla małych i średnich spółek również może tu ucierpieć.

„Wystarczy przyjrzeć się małym spółkom w Portugalii i tamtejszej giełdzie, która z opóźnieniem i trochę sztucznie przystąpiła do aliansu Euronext (teraz jeszcze z nowojorską giełdą) – skutki są takie, że Portugalczycy może i piłkę mają, ale giełdy już niestety nie” – sugeruje Andrzej Fierla.

Fakt nieujawnienia strategii na dalsze lata daje podstawy do postawienia hipotezy,

że takiej strategii praktycznie nie ma. „By nie była to strategia pozorowana, na razie nie się o niej mówi. Zawsze istnieje groźba, że jeżeli unia stwierdzi, że coś jest niezgodne z przepisami unijnymi, to kluczowy element strategii znika. Z taką sytuacją każda porządna strategia musi się liczyć. Przykładowo władze unijne wydadzą dyrektywę, że w takiej spółce Skarb Państwa nie może wykorzystywać swoich krajowych głosów” – mówi.

Jak dotąd istnieje wiele scenariuszy prywatyzacji GPW. Rozsądnym stwierdzeniem wydaje się być założenie, że państwo powinno mieć co najmniej 30-40% akcji we własnych rękach, na wypadek gdyby Unia Europejska nie pozwoliła stosować żadnych innych zabezpieczeń. Ponadto, w statucie można by było na przykład zapisać, że zmiana własnościowa wymaga 80% wszystkich głosów. Oczywiście, taki zapis może być później ominięty na zasadzie dodatkowych emisji. Czy jednak dodatkowe emisje będą potrzebne?

Już teraz giełda ma gigantyczne rezerwy i możliwości obniżania opłat, wydawanie środków na promocje pozostałych segmentów rynku instrumentów pochodnych. Giełda ocieka pieniędzmi, a z drugiej strony dla państwa dywidenda z samej giełdy to nie są znaczące pieniądze. Najważniejsze jednak, żeby państwo zachowało moc blokującą, jeżeli chodzi o prawo do decydowania o kształcie GPW.

Ponadto inną dyskusyjną sprawą jest kwestia, kto tak naprawdę będzie obejmował udziały w GPW. Przedsiębiorstwa maklerskie twierdzą, że powinny coś dostać, bo przyczyniają się do rozwoju GPW. Niektórzy wysuwają pomysł, by może jeszcze spółkom giełdowym, np. tym z WIG 20, również zaoferować część udziałów. „Przedsiębiorstwo maklerskie to jest tylko pośrednik, tak jak zresztą i giełda. Jeżeli już, to można byłoby nawet wymyślić, że inwestorom indywidualnym też należy coś oddać” – proponuje Andrzej Fierla. „Nie widzę żadnych powodów do rozdawania pieniędzy przedsiębiorstwom maklerskim, bo przynajmniej równoprawni, jeżeli chodzi o działanie giełdy, są inwestorzy, a to oznaczałoby pełną ofertę publiczną. Warto zastanawiać się nad tym przy kolejnych transakcjach, bo pamiętajmy, że przedsiębiorstwa maklerskie są w obcych rękach, – zwraca uwagę.

Warto również przeanalizować prywatyzację GPW pod kątem naszego rynku kontraktów terminowych, szczególnie kontraktu terminowego na WIG 20, który jest swojego rodzaju enklawą. Jeżeli nasza giełda w ra-

mach ewentualnego aliansu zacznie być obsługiwana przez przedsiębiorstwa maklerskie bardziej międzynarodowe niż jest to obecnie, to grozi nam przerzucenie inwestorów na bardziej płynne rynki instrumentów pochodnych, nawet przy mniejszych krajowych prowizjach. Jest to gigantyczne zagrożenie dla GPW, bo wtórnie wymusiłoby to o wiele większe odejście od inwestycji krajowych w akcje polskich spółek. W styczniu było widać, jak krajowe fundusze inwestycyjne wykorzystują płynność rynku kontraktów terminowych do zabezpieczenia się przed spadkami cen akcji. Warto zadbać o to, by zachować tę unikalność polskiego rynku.

Ponadto należy również zwrócić uwagę na prywatyzację KDPW (Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych) mający monopol rozliczeniowy jeśli chodzi o transakcje na polskim rynku kapitałowym. Obecnie KDPW dostosowuje się do pewnych potrzeb NBP uwzględniających godziny rozliczeń, ustanawianie zabezpieczeń transakcji.

Ważne jest to, że w momencie, kiedy NBP nie będzie miał wpływu na KDPW, może być kłopot, bo izby rozrachunkowe są o wiele bardziej łakomym kąskiem.

„Kto księguje, ten rządzi” – mówi porzekadło.

Wielu ekonomistów argumentuje również, że prywatyzacja GPW negatywnie odbije się na kondycji małych i średnich spółek, bo kapitał zamiast do nich, będzie odpływał do większych, silniejszych i mniej ryzykownych podmiotów, lepiej radzących sobie z konkurencją czy podmiotów zagranicznych. Trudno przewidzieć jak rzeczywistość będzie kształtować się ta kwestia. Pan Konrad Smok nie upatruje w międzynarodowym charakterze GPW niebezpieczeństwa takiego odpływu kapitału. „Tak, istnieją opinie mówiące o odpływie kapitału do spółek zagranicznych, notowanych w systemie dual listing lub do spółek zagranicznych chcących zadebiutować bezpośrednio na polskiej giełdzie” – mówi. Ale ponadto zauważa, że międzynarodowy status GPW powinien przełożyć się na zwiększenie prestiżu oraz atrakcyjności naszego rynku, a w konsekwencji napływ kapitału na nasz rynek i poprawę płynności, co powinno poprawić warunki funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw na polskim parkiecie.

Prywatyzacja zdecydowanie poprawi obraz GPW w oczach zagranicy, szczególnie w kontekście ewentualnych aliansów strategicznych. Czy jednak poprawa międzynarodowego wizerunku będzie miała dla polskich inwestorów jakiegokolwiek znaczenie?

Tu skutek może być wręcz przeciwny. Patrząc na odbieranie instytucji bankowych przez Polaków zauważyć można, że więcej osób bardziej pozytywnie postrzega PKO BP niż PKO SA (nie tylko ze względu na ostatnie perturbacje związane z fuzją z BPH). PKO BP jest odbierane jako państwowe, mimo iż jest tak naprawdę spółką publiczną ze względu na strukturę właścicielską. W ludziach panuje przekonanie, że organizm państwowy, nawet gdyby wszystko się załamało, będzie w stanie sfinansować swoje bankructwo pomocą ze strony państwa.

Wszystkie te argumenty powodują, że potencjalna wartość dodana z prywatyzacji giełdy jest wątpliwa. Gdyby rzeczywistość istniała realne szanse na ekspansję zagraniczną, to fakt, że GPW jest giełdą państwową, bardzo przeszkadzałby, bo obejmowanie poważnego udziału w innej giełdzie jest wtedy utrudnione.

Jednak na horyzoncie nie widać jak na razie możliwości by giełda stała się środkowoeuropejskim centrum finansowym ani możliwości stworzenia aliansu.

Z prywatyzacji nie będzie przełomowych korzyści, a ewentualne przejęcie może oznaczać marginalizację interesów giełdy warszawskiej. Niedobrze byłoby, gdyby warszawska giełda stała się przedmiotem handlu przerzucanym między kontrahentami.

W przypadku własnościowych aliansów giełdowych, dominujący właściciel może potrzebować pieniędzy i najzwyczajniej będzie giełdę polską sprzedawał pierwszemu lepszemu kupcowi.

Warto przyjrzeć to co dzieje się z małymi czy średnimi giełdami po trafieniu do aliansów. Budzi to wiele wątpliwości co do sprzyjających warunków ich dalszego rozwoju. Szczególnie, że alianse typu Euronext, czy następnie giełda nowojorska z Euronextem, czy Nasdaq i alians skandynawski OMX nie przeszły jeszcze próby jaką będzie zła koniunktura w gospodarce, gdy fuzje i przejęcia staną się mniej popularne.

Również inwestorzy indywidualni nie odczuwają bezpośrednich korzyści z takich aliansów. Norweg nadal nie ma bezpośredniego i łatwego dostępu do rynku Nasdaq.

Podsumowując, nie widać jak na razie z prywatyzacji giełdy żadnej daleko idącej wartości dodanej. Nie ma większych zagrożeń z powodu tego, że właścicielem jest państwo, które jest właścicielem paśwnym w pozytywnym tego słowa znaczeniu.

Być może jednak za jakiś czas okaże się, co dobrego może przynieść ta decyzja. ♦



7 czerwca 2008 r., Zakopane. Team Superfund TFI na firmowym stoisku. Od lewej: Prezes Superfund TFI Maciej Bryslawski, Adam Małysz, Anna Wójtowicz, Justyna Szafraniec, Marcin Chadaj, Jędrzej Rynduch.
Źródło: Superfund

Po raz dwunasty Zakopane – relacja z konferencji Wall Street

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

W dniach 7-9 czerwca odbyła się 12. edycja konferencji Wall Street, zaś forum NewConnect miało miejsce w dniu 6 czerwca. Po raz kolejny konferencja została zorganizowana przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. W ramach ogólnopolskiego spotkania inwestorów przeprowadzono 24 wykłady, 3 panele dyskusyjne oraz liczne spotkania z zarządami i przedstawicielami spółek giełdowych. Cała impreza odbyła się w hotelu Mercure Kasprowy w Zakopanem, który gościł całą rzeszę uczestników konferencji i prelegentów. Duża lista uczestników oraz ciekawe wykłady zachęciły wielu inwestorów i specjalistów z branży do tej górskiej wyprawy. Wśród zaproszonych gości można wyróżnić przedstawiciela GPW – dr Iwonę Srokę,

dr Krzysztofa Borowskiego – KBC Securities, Grzegorza Zalewskiego – DM BOŚ, czy Piotra Kuczyńskiego – Xelion. Doradcy Finansowi. Wśród zaproszonych gości znaleźli się również przedstawiciele funduszy inwestycyjnych (Superfund, SEB) oraz domów maklerskich (DI BRE oraz XTB Brokers). Tematyka wykładów i paneli dyskusyjnych była szeroka, eksperci poruszali m.in. zagadnienia związane z rynkami surowcowymi, giełdami finansowymi oraz analizą techniczną. W niedzielny wieczór zaproszeni goście – sympatycy piłki nożnej – mogli we wspólnym gronie oglądać grę polskiej reprezentacji przy specjalnie przygotowanym dużym ekranie telewizyjnym. Emocji nie zabrakło. Dodatkowo po meczu rozpoczął się turniej piłkarski o pu-

char prezesa SII. Podczas konferencji była okazja do spotkania ludzi ze świata sportu. Na stoisku Superfund można było wziąć udział w specjalnym konkursie, w którym nagrody wręczał Adam Małysz. Najwięksi miłośnicy mistrza skoków mogli również otrzymać autografy.

Dr Krzysztof Borowski
– jeden
z zaproszonych
prelegentów
o konferencji
Wall Street



Konferencja Wall Street w Zakopanem jest doskonałym miejscem dla inwestorów indywidualnych do spotkań z osobami profesjonalnie związanymi z rynkiem kapitałowym. Co ciekawe, w jednym miejscu przez trzy dni mogą oni spotkać wiele postaci znanych z komentarzy prasowych i telewizyjnych. Uczestnicy mają możliwość wysłuchania zarówno wykładów teoretycznych, jak i partycypowania w panelach dyskusyjnych poświęconych omówieniu bieżącej sytuacji w poszczególnych segmentach rynku finansowego. Istnieje także szansa uczestniczenia

w prezentacjach firm – uczestników rynku, które chcą w ten sposób przedstawić swoją ofertę inwestorom. Wartość dodaną stanowią niewątpliwie rozmowy kulturalne prowadzone zarówno z inwestorami indywidualnymi, jak i przedstawicielami instytucji finansowych. Z kolei dla osób profesjonalnie związanych z rynkiem finansowym konferencja Wall Street daje szansę wymiany poglądów oraz wysłuchania pytań stawianych przez inwestorów indywidualnych i odpowiedzi na nie.

Jeśli chodzi o tematykę, jaka jest poruszana w trakcie konferencji, to z pewnością każdy znajdzie tutaj coś dla siebie: zarówno zwolennicy analizy technicznej, jak i fundamentalnej, a także innych metod i sposobów inwestowania na rynkach finansowych.

Przyjaźnie zawiązane w trakcie konferencji okazują się w wielu przypadkach bezcenne!

Dla mnie konferencje organizowane w Zakopanem, oprócz możliwości wysłuchania prezentacji umożliwiających często spojrzenie na rynek z innej perspektywy, są zawsze okazją do spotkania przyjaciół

i znajomych (zarówno inwestorów indywidualnych, jak i kolegów zatrudnionych w biurach maklerskich) oraz spokojnych dyskusji bez codziennego „warszawskiego pośpiechu”. W tym roku po wielu, wielu latach spotkałem nawet swojego dawnego dyrektora z jednej z instytucji finansowych (nadal związanego z rynkiem kapitałowym).

Warto podkreślić fakt, że konferencje organizowane przez SII są zawsze doskonale zorganizowane. Tym razem było dokładnie tak samo. ♦

RECENZJA – John Battelle, „Szukaj”

DOROTA.SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GMAIL.COM

John Battelle
Szukaj
Wydawnictwo PWN, 2007 r.
cena 49,90 zł.

Książka Johna Battelle pt. „Szukaj” świetnie wpisuje się w specyfikę naszych czasów. Wbrew temu, co sugeruje okładka, nie jest to jedynie kompendium wiedzy o firmie Google. Książka ta opisuje przede wszystkim mechanizm wyszukiwania – zjawisko, które od kilkunastu lat rozwija się w niesamowitym tempie.

Na pierwszy rzut oka książka o samym wyszukiwaniu może wydawać się śmiertelnie nudna. W dzisiejszym świecie wyszukiwanie jest integralną częścią naszego życia – czynnością, którą wykonujemy na co dzień i przez to traktujemy ją jako coś zwyczajnego i pozbawionego finezji. Nic bardziej błędnego. Wyszukiwanie nie kończy się bowiem tylko na tym, co widzimy. Niewiele osób zdaje sobie sprawę z tego, że za prostym interfejsem Google kryje się sztab ludzi, którzy nieustannie dążą do udoskonalenia procesu wyszukiwania.

John Battelle wyjaśnia, w jaki sposób twórcy skomplikowanych algorytmów stosowanych w wyszukiwarkach starają się sprostać oczekiwaniom użytkowników internetu na całym świecie, dążąc do stworzenia czegoś w rodzaju... sztucznej inteligencji. Współcześnie twórcy wyszukiwarek stawiają sobie niezwykle ambitne cele – chcą wczuć się w ludzkie potrzeby, zrozumieć je.

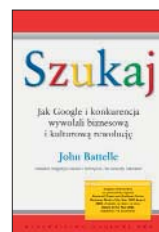
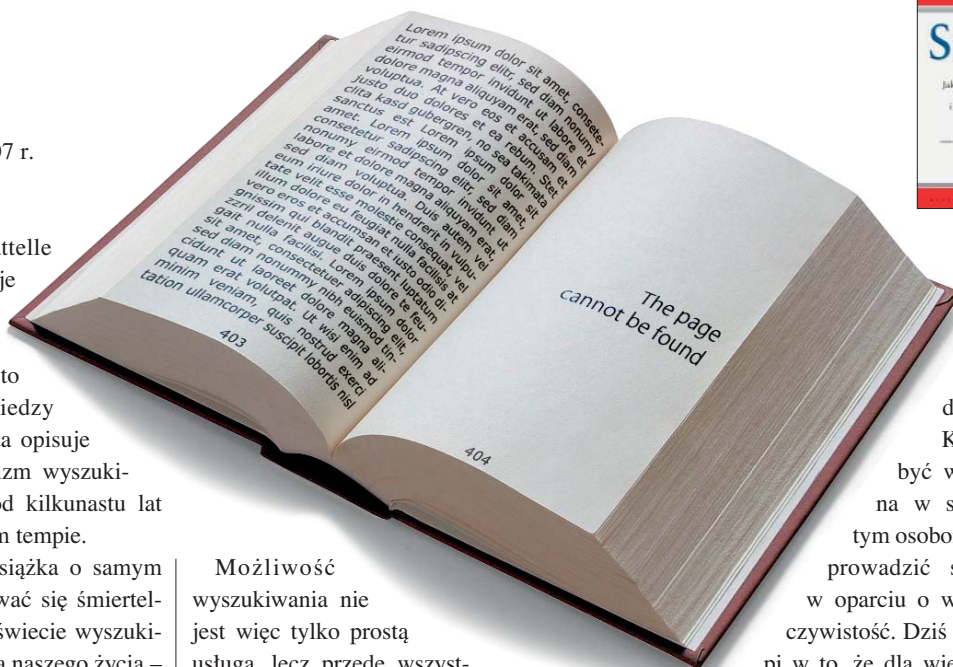
Możliwość wyszukiwania nie jest więc tylko prostą usługą, lecz przede wszystkim ogromnym źródłem informacji o upodobaniach i potrzebach konsumentów na całym świecie. Częstotliwość wpisywania przez nich określonych słów w wyszukiwarkach tworzy bazę danych, w której można znaleźć odpowiedź na niemal każde pytanie. To zaś sprawia, że wyszukiwarki stają się potężnym narzędziem współczesnego marketingu i zwierciadłem popkultury.

Dzięki lekturze książki „Szukaj” dowiemy się, jak przebiega proces wyszukiwania dziś, a jak wyglądał on przed powstaniem Google. Niewątpliwie bazą, na której opiera się autor, jest historia tej najsłynniejszej na świecie wyszukiwarki. Spektakularny rozwój firmy należącej do Larry’ego Page’a i Sergieja Brina jest jednak tylko pretekstem do przedstawienia modelu biznesowego, który doprowadził

do sukcesu.

Książka może być więc przydatna w szczególności tym osobom, które chcą prowadzić swój biznes w oparciu o wirtualną rzeczywistość. Dziś nikt nie wątpi w to, że dla większości firm kluczem do sukcesu jest zaistnienie w internecie. A John Battelle patrzy na rzeczywistość nie tylko z perspektywy gigantów (do których niewątpliwie zalicza się Google), lecz także z perspektywy niewielkich firm, których działalność w dużej mierze zależy od ich rozpoznawalności wśród użytkowników internetu.

Autor książki przyznaje, że pojawienie się na rynku wyszukiwarki Google wyznaczyło początek prawdziwej rewolucji – nie tylko technologicznej, lecz także kulturowej. John Battelle nie ma jednak wątpliwości, że stworzone dotychczas możliwości odzwierciedlają zaledwie niewielką część aspiracji twórców Google – aspiracji, które wydają się zarówno fascynujące, jak i kontrowersyjne. ♦



Euro 2008 na GPW – fotoreportaż

PIOTR NIEWIADOMSKI

PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

W czerwcu jak zwykle wiele działo się na GPW. Najważniejsze wydarzenia miały jednak niewiele wspólnego z notowaniami spółek. Nawet najwięksi speculanci traktowali wydarzenia na parkiecie, jako dodatek do tego, co najważniejsze – Mistrzostw Europy w piłce nożnej.



Godziny 9.30 i 16.30 już nie wyznaczały rytmu dnia inwestorów. Pojawiły się nowe – 18.00 i 20.45. Wszyscy z zapartym tchem obserwowaliśmy zmagania najlepszych drużyn europejskich na mistrzostwach kontynentu. Giełdowi speculanci przenieśli swój kapitał do bukmacherów. Zwolennicy analizy fundamentalnej badali szczegółowo wszystkie statystyki z eliminacji ME, aby wytypować nowego mistrza. Nie ważne były już wypowiedzi Alana Greenspana, ani Bena Bernanke. Ich miejsce zajęli Leo Been-

hakker, Joachim Loew oraz Slaven Bilić. To ich wypowiedzi komentowali uczestnicy rynku. Obowiązującym strojem nie był garnitur, lecz koszulka reprezentacji Polski. Szelki maklera zostały zastąpione szalikiem i flagą. Tak właśnie wyglądał czerwiec 2008 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jaki był w takim razie najważniejszy debiut czerwca? Debiut piłkarskiej reprezentacji Polski na Euro 2008 i na GPW!



