WYWIAD: Obecna strefa euro musi się "skończyć" - Mateusz Machaj, Główny Ekonomista Instytutu Misesa

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 6 (31) PAŹDZIERNIK 2011

TEMAT NUMERU

Myśleć jak Warren Buffett

Które spółki z GPW mogłyby zainteresować amerykańskiego inwestora?

Komentarze

Europa do remontu

Inwestycje

Jak nie akcjami, to walutami

Kontrakty walutowe na GPW

Inwestor po godzinach

Meksyk - kraina tequilą płynąca

Co miesiąc do wygrania iPod

Konkurs krzyżówka str.46

Od redakcji

Jak zyskać na rynkowych zawirowaniach?

Wakacje bynajmniej nie były okresem wyciszenia na światowych rynkach. Obniżenie przez agencję Standard & Poor's ratingu USA do poziomu AA+, które stało się impulsem do gwałtownej sierpniowej przeceny na rynkach akcji, było zaledwie jednym z problemów, które zaprzątały głowy inwestorów w ostatnich miesiącach. Tematem numer jeden pozostaje problem zadłużeniowy Grecji i scenariusze związane z potencjalnym bankructwem tego kraju i jego wyjściem ze strefy euro.

Niepewność związana z przyszłością strefy euro jest obecnie najważniejszym czynnikiem wpływającym na nastroje inwestorów. Mimo że Grecja nie należy do głównych gospodarek eurolandu, konsekwencji opuszczenia przez nią strefy euro nie sposób przewidzieć. Z jednej strony, może wywołać to efekt domina, gdyż problemy zadłużeniowe dotyczą także innych państw Europy, w tym dużo bardziej znaczących w europejskiej gospodarce Włoch. Z drugiej strony, opuszczenie strefy euro przez balansującą na granicy niewypłacalności Grecję byłoby pewnego rodzaju ulgą dla krajów, które obecnie dokładają się do ratowania tego państwa. Który scenariusz byłby bardziej prawdopodobny? I czy w ogóle rozpad strefy euro wchodzi w grę? W październikowym wywiadzie i ringu ekonomicznym postanowiliśmy spytać ekspertów o to, dokąd zmierza strefa euro i jakie mogłyby być konsekwencje jej rozpadu.

Na obecnych zawirowaniach na rynkach finansowych nie każdy musi stracić. Dla niektórych inwestorów gwałtowne spadki cen akcji stały się początkiem poszukiwania inwestycyjnych okazji. Atrakcyjna wartość wskaźników C/Z czy C/WK sprzyja zakupom akcji spółek, które jeszcze kilka miesięcy temu były wyceniane kilkadziesiąt procent drożej. Takich okazji szukają zwłaszcza inwestorzy wartościowi – jednak dla nich niskie wartości wspomnianych mnożników są dopiero wstępem do analizowania danej spółki jako potencjalnej inwestycji. Takim legendom jak Warren Buffett czy Peter Lynch zależy nie tylko na tym, żeby kupić akcje tanio, ale przede wszystkim na tym, aby spółka była dodatkowo zdolna do kreowania wartości dla akcjonariuszy przez kolejne lata. Czy takie spółki da się obecnie znaleźć na GPW? W materiale „Myśleć jak Warren Buffett" wymieniamy te przedsiębiorstwa, których zakupem mogliby zainteresować się najsłynniejsi inwestorzy wartościowi.

DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
przy Szkole Głównej Handlowej
ul. Piękna 68 II p.; 00-672 Warszawa
Tel. kom. 691 954 727
biuro@gazetatrend.pl

ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania
Pl. Trzech Krzyży 16, II piętro; 00-499 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
email: biuro@gazetatrend.pl

REDAKTOR NACZELNY
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl

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

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

AUTORZY ARTYKUŁÓW
Mikołaj Atanasow
Michał Bieńkowski
Iwona Bochniak
Bartosz Boniecki
Marta Czekaj
Piotr Dziadosz
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Mateusz Hojdysz
Marek Ignaszak
Szczepan Kita
Małgorzata Kosiecka
Bazyli Kubacki
Piotr Kuczyński
Piotr Murjas
Aleksandra Panek
Anna Patek
Maciej Pyka
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski
Marta Włodarz
Michał Zieliński
Paweł Ziółkowski
Adam Zaremba
Agnieszka Żmigrodzka

KOREKTA
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

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

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

Redakcja miesięcznika Trend zastrzega sobie prawo do przeredagowania i skracania niezamówionych tekstów. Niezamówiony tekst może nie zostać opublikowany na łamach Trendu. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczonych reklam i ogłoszeń.

NAKŁAD
2000 egzemplarzy
Wersja elektroniczna dostępna również na www.gazetaTREND.pl

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

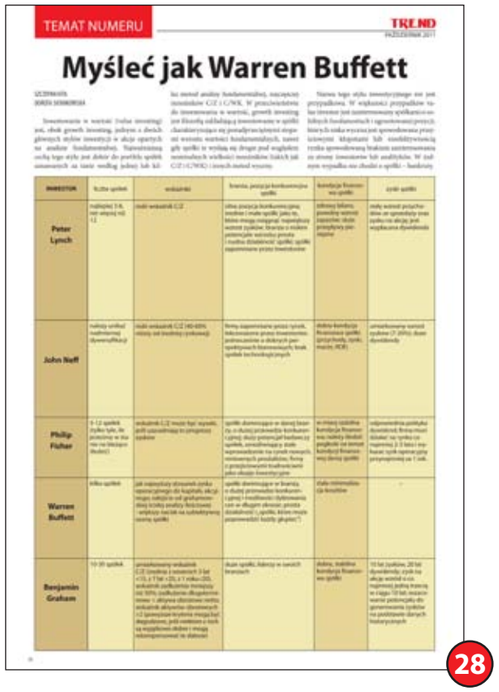
PRENUMERATA
Oferujemy prenumeratę dla firm. Zgłoszenia przyjmujemy pod adresem prenumarata@gazetatrend.pl

Zdjęcie na okładce: źródło PAP

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

PARTNERZY STRATEGICZNI
BOŚ DOM MAKLERSKI
Studenckie Koło Naukowe KLUB INWESTORA

Myśleć jak Warren Buffett


TEMAT NUMERU

TREND
PAŹDZIERNIK 2011

Myśleć jak Warren Buffett

28

KARIERA

Finansjera przez duże F

Finansjera przez duże F

Młodzi ludzie coraz częściej wyjeżdżają za granicę, aby tam próbować swoich sił w międzynarodowych korporacjach finansowych. Banki inwestycyjne i fundusze hedgingowe przeprowadzają przecież transakcje na skalę nieporównywalną do polskich warunków, stwarzają więc okazję do zdobycia doświadczenia, którym pochwalić się może niewiele osób pracujących w kraju.

21

GOSPODARKA

Bankructwo USA a problemy strefy euro

Bankructwo USA, a problemy strefy euro

„Ryzyko jest kombinacją hazardu i mierzone jest prawdopodobieństwem, niepewność jest mierzona poziomem wiary. Ryzyko jest stanem świata, niepewność jest stanem umysłu".

I. Pfeffer

37

PROJEKTY PATRONACKIE
5 **Kolejna edycja konkursu „Grasz o staż" za nami!**
5 **Liczby miesiąca** - Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA
6 **Plus i Minus -** Paweł Ziółkowski
6 **Cytaty** - Mikołaj Atanasow
6 **Debiut Facebooka na giełdzie odłożony -** Paweł Ziółkowski
7 **NBP interweniuje, a ekonomiści chwalą -** Paweł Ziółkowski

RING EKONOMICZNY
8 **Ring ekonomiczny**

WYWIAD
10 **Obecna strefa euro musi się "skończyć"**
Dorota Sierakowska

KOMENTARZE
13 **Lato „niedźwiedzi", a czyja jesień?**
Piotr Kuczyński
14 **Nowy kraj, stare zmartwienia**
Maciej Pyka
16 **Debata o debacie**
Marek Ignaszak
18 **Europa do remontu**
Marta Czekaj

3 NAJ...
20 **Największe dzienne spadki amerykańskich indeksów**
Małgorzata Kosiecka

KARIERA
21 **Finansjera przez duże F**
Mateusz Hojdysz

TEMAT NUMERU
27 **Inwestowanie w wartość**
Piotr Murjas
28 **Myśleć jak Warren Buffett**
Szczepan Kita, Dorota Sierakowska
30 **Dobry zarząd na wagę złota**
Piotr Murjas

INWESTYCJE
32 **„Simplicity is beautiful"**
Iwona Bochniak
34 **Jak nie akcjami, to walutami - Kontrakty walutowe na GPW**
Marcin Różowski

GOSPODARKA
37 **Bankructwo USA, a problemy strefy euro**
Piotr Dziadosz
39 **Czarne Łabędzie na rynkach finansowych**
Małgorzata Kosiecka

TREND SELECT
40 **Spółka Marzeń z Torunia**
Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

WŁASNA FIRMA
41 **Biznes jest dla ludzi**
Damian Strzelczyk

INWESTOR PO GODZINACH
42 **Meksyk - kraina tequilą płynąca**
Marta Włodarz

RECENZJE
45 **Kompendium wiedzy na temat spekulacji**
Dorota Sierakowska
45 **Dla praktyków** - Dorota Sierakowska
45 **Money makes money** - Jakub Domagalski

Kolejna edycja konkursu „Grasz o staż" za nami!

16. edycja „Grasz o staż" dobiegła końca. Dziękujemy wszystkim uczestnikom, którzy w tegorocznej odsłonie konkursu podjęli wyzwanie i zagrali w grze o swoją karierę.

ZESPÓŁ „GRASZ O STAŻ"

Zainteresowanie konkursem, jak co roku, było ogromne. Do udziału w nim zgłosiło się ponad 2 tysiące osób, które przesłały ponad 2 660 rozwiązanych zadań konkursowych. A było o co walczyć. Staże zostały ufundowane przez prawie 90 firm i instytucji z całej Polski, działających w różnych dziedzinach gospodarki. Organizatorzy zadbali o to, by zadanie z preferowanej branży znaleźli zainteresowani finansami, informatyką, marketingiem czy zarządzaniem projektami. Uczestnicy, przystępując do konkursu, od samego początku mieli dostęp do programu wszystkich staży. Dzięki temu, znając zakres merytoryczny, mogli świadomie wybrać praktykę. Ogromnym atutem wygranej w „Grasz o staż" jest również wynagrodzenie, które przysługuje wszystkim laureatom odbywającym praktyki w ramach konkursu.

Tradycyjnie, w czerwcu, konkurs został zakończony uroczystą Galą Finałową, podczas której 230 laureatów konkursu odebrało dyplomy potwierdzające ich wygraną. Oprócz staży na najlepszych uczestników czekały nagrody dodatkowe o łącznej wartości 150 000 zł. W tym roku zdobyło je 18 osób, w których ręce trafiły między innymi: Tygodniowy intensywny program z Mediacji, Negocjacji i Prezentacji na Uniwersytecie St Andrews w Wielkiej Brytanii, szkolenia specjalistyczne i z kompetencji miękkich, studia podyplomowe, kursy językowe, programy multimedialne, czy zestawy książek.

Dla wielu laureatów konkurs był okazją do sprawdzenia swojej wiedzy i zdobycia pierwszego doświadczenia na rynku pracy. „Udział w konkursie dał mi możliwość zdobycia nowych umiejętności oraz doświadczeń zawodowych, a ponadto zaowocował ofertą pracy – lepiej być nie mogło!" – przyznaje Anna Łukawska, laureatka tegorocznej edycji.

Aby wygrać praktyki i dołączyć do grona laureatów konkursu „Grasz o staż", wystarczyło zarejestrować się na stronie www.grasz.pl, a następnie przesłać rozwiązanie jednego, dwóch lub trzech zadań konkursowych. Zadania konkursowe – case studies – zostały przygotowane przez specjalistów z firm fundujących staże. W ostatnim etapie konkursu uczestnicy musieli już tylko zaprezentować się na rozmowie rekrutacyjnej u wybranego przez siebie fundatora.

Następna, 17. edycja „Grasz o staż" rozpocznie się 6 lutego 2012r., a na zgłoszenia i rozwiązane zadania będziemy czekać do 2 kwietnia 2012r. Już teraz zapraszamy wszystkich studentów i absolwentów do sprawdzenia się w jesiennym projekcie „Grasz… tym razem nie o staż". Więcej informacji: www.grasz.pl. ■

grasz o staż

LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

2,5 tyle (w mln) polskich kierowców korzysta z instalacji gazowej w samochodzie. Co godzinę 20 kolejnych samochodów ma zakładanych taką instalację.

4 taki jest odsetek psychopatów wśród szefów firm.

8 mld sztuk rocznie sprzedawanych papierosów w Polsce pochodzi z przemytu.

10 odsetek alkoholu dostępnego na polskim rynku, który pochodzi z nielegalnego źródła.

60 procent mogą wynosić różnice w wysokości pierwszej płacy wśród młodych ludzi.

283 wynosi wskaźnik standardu siły nabywczej (PPS) mieszkańców Luksemburga. Jest on prawie trzykrotnie wyższy od średniej unijnej (108).

NA PLUS

Amerykanie uwierzyli w stabilność strefy euro

Poniedziałkowa sesja (26.09) zakończyła się na dużym plusie. Zarówno S&P, jak i Dow Jones zyskały ponad 2%, a wszystko to zawdzięczamy pogłoskom, iż Europejski Fundusz Stabilności Finansowej ma zostać powiększony o kolejny bilion euro. Pieniądze mają służyć stabilizacji sytuacji w Europie. Jedna z zasad mówi „kupuj plotki, sprzedawaj fakty" i choć jeszcze nikt do końca nie wie, czy jest to pewna informacja, jedna rzecz pozostaje bezsprzecznie faktem – Amerykanie kupują akcje.

Na spadkach też się da zarobić

Pomimo ogólnie kiepskich nastrojów panujących obecnie na rynkach są tacy, którzy radzą sobie całkiem nieźle. Mowa oczywiście o funduszach short, których celem jest gra na spadki - wykorzystując korekty, pomnażają one swój kapitał. W Polsce istnieją dwa takie fundusze – Alior Short oraz Quercus Short, które w ciągu ostatnich dwóch miesięcy osiągnęły stopę zwrotu odpowiednio 20,55% oraz 24,13%.

Polska 22. potęgą świata

Nasz kraj zajął 22 miejsce na świecie pod względem potęgi świata w badaniu, które zostało przeprowadzone przez Europejskie Centrum Analiz Geopolitycznych. Podczas komponowania zestawienia użyto specjalnej metodologii opracowanej przez prof. Mirosława Sułka z Uniwersytetu Warszawskiego. Analizie zostały poddane państwa członkowskie ONZ w latach 2000-2010, zaś do samych obliczeń wykorzystano ogólnodostępne informacje zawarte między innymi w bazach CIA lub Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Na pierwszym miejscu wciąż znajdują się Stany Zjednoczone, które systematycznie tracą w stosunku do innych państw pragnących stać się potęgami na arenie politycznej. W tym do Polski.

Debiut Facebooka na giełdzie odłożony

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

Wielu mówiło, że dojdzie do tego już w 2011 roku. Później pojawiły się informacje o pierwszym kwartale 2012 roku. Obecnie serwis internetowy Financial Times, powołując się na swoje źródła, podał, iż pierwsza oferta publiczna (IPO) Facebooka została przesunięta na wrzesień 2012 roku. Główny zainteresowany nie skomentował tych doniesień.

Powodem wynikających opóźnień ma być sam prezes Mark Zuckerberg, który nie chce jeszcze wchodzić na giełdę, tłumacząc to chęcią skupienia się na samym produkcie, który musi od niedawna konkurować z Google+. Obecne wyceny wskazują, iż portal Facebook jest wart około 66,5 mld dolarów.

Dla osób niezadowolonych z takiego rozwoju sytuacji mamy pocieszenie. Już w kwietniu 2012, zgodnie z przepisami obowiązującymi w Stanach Zjednoczonych, Facebook będzie zobligowany do upublicznienia danych dotyczących sytuacji finansowej firmy, z powodu przekroczenia przez serwis liczby 500 udziałowców. Nieuniknionym jest więc, iż spółka prędzej czy później zawita na giełdowym parkiecie. Pytanie tylko, czy uda im się zdążyć przed końcem świata… ■

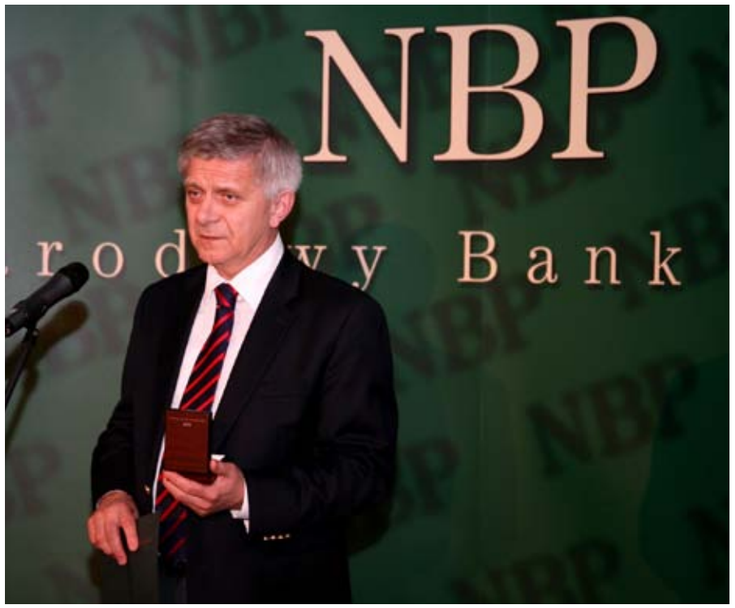
CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW

„Rozwiązania, które byłyby dobre, gdyby zostały zastosowane odpowiednio wcześnie, okazują się zupełnie nieadekwatne w momencie, gdy są politycznie możliwe. To jest klucz do zrozumienia kryzysu strefy euro."
- George Soros, finansista

„Nie inwestuję na rynku akcji, bo myślę, że to gra frajerów. Zarabiam pieniądze i wkładam je w to, co nie traci wartości. Chociaż czasami dokonuję transakcji, dla zabawy, aby mieć o czym mówić z kimś podczas podróży pociągiem lub w samolocie. To jedyny powód."
- Nassim Taleb, autor „Czarnego Łabędzia"

„Kryzys z 2007 r. wciąż się nie skończył - tyle tylko, że z kryzysu systemu bankowego przeszedł w drugą fazę: w kryzys zadłużenia państw."
- Piotr Kuczyński, główny analityk Xelion



NBP interweniuje, a ekonomiści chwalą

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

W piątek (23.09) w godzinach popołudniowych NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych. W następstwie złoty zaczął się umacniać wobec euro oraz dolara. Po godzinie 16 za obie waluty trzeba było zapłacić odpowiednio 4,42zł i 3,28zł.

Ekonomiści pozytywnie przyjęli piątkową interwencję NBP na rynku walutowym. Dzięki takiemu zachowaniu złoty umocnił się i zbliżył do kursu równowagi, ucinając możliwość dalszej spekulacji. Mimo interwencji wielu uważa, iż niepokój na rynkach finansowych pozostanie, choć część inwestorów zaczyna powoli przyzwyczajać się do niepewności panującej na rynkach.

Wiceprezes Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Bohdan Wyżnikiewicz, podkreśla, że w obecnej chwili ważne jest uregulowanie sprawy Grecji i dopóki nie zostanie ona załatwiona, polska gospodarka wciąż może być narażona na spekulacje walutowe. ■

„Obecna przecena jest zupełnie inna od tej sprzed 3 lat, gdy akcje z korektami spadały przez 16 miesięcy, gdyż inne są okoliczności. Wówczas bessa po przegrzaniu kursów po prostu wszystkim się należała i była fundamentalnie zdrowa."
- Roman Karkosik, przedsiębiorca, inwestor giełdowy

„Ten kryzys sprawił, że wiele prawd zapisanych w starych podręcznikach ekonomii trafia na śmietnik. A życie pisze nowe."
- Maciej Samcik, dziennikarz ekonomiczny, wyborcza.biz

„Ostatnie kilka tygodni to przeplatanka różnych interwencji - jak zakaz krótkiej sprzedaży na giełdach czy powstrzymanie przez Bank Szwajcarii umacniania się franka - i okresów panicznej wręcz wyprzedaży akcji."
- Wojciech Białek, CDM Pekao

„Najwyraźniej rząd uznał, że pomoc najuboższym jest teraz najważniejsza. Każdy ekonomista jednak powie, że płaca minimalna nie powinna rosnąć szybciej niż średnia pensja."
- Witold Orłowski, PwC

„Grecja musi dobrowolnie ogłosić niewypłacalność, wyjść ze strefy euro i powrócić do drachmy."
- Nouriel Roubini, ekonomista

NA MINUS

Brak decyzji w sprawie długu Grecji

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom w poniedziałek (03.10) nie poznamy decyzji w sprawie przyznania Grecji kolejnej pożyczki, mającej wynieść 8 mld euro. Rzecznik Komisji Europejskiej wyjaśnił, iż najpierw międzynarodowi eksperci muszą ocenić wywiązywanie się Grecji ze swoich zobowiązań. Chodzi między innymi o przeprowadzenie niezbędnych reform oraz wprowadzenie oszczędności. Wyjście Grecji ze strefy euro wiązałoby się z katastrofalnymi skutkami dla całej Unii Europejskiej.

Ogromna przecena na rynku metali szlachetnych

Obecnie jesteśmy świadkami niecodziennej korekty mającej miejsce na rynkach surowców wraz z osławionym już złotem na czele. Kruszec ten, który od kilku miesięcy uchodził za bezpieczną przystań wśród inwestorów. w zawrotnym tempie traci na wartości. Wartość surowca, który nie tak dawno kosztował ponad 1900$ za uncję obecnie oscyluje w granicach 1600$. Podobnie zachowują się pozostałe metale szlachetne, takie jak platyna lub srebro. Cena tego ostatniego zmalała już o prawie 50%. Powodów tak silnej przeceny należy doszukiwać się w komunikacie FEDu, który zadecydował o przeprowadzeniu operacji twist, mającej na celu sprzedaż krótkoterminowych obligacji (do 3 lat) przy jednoczesnym wykupieniu długoterminowych papierów dłużnych (do 30 lat). Działanie to ma na celu zmniejszyć długoterminowy koszt kredytowania długu USA.

(B-)ardzo kiepski rating Białorusi

Agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej naszego wschodniego sąsiada, tłumacząc to niepewnością dotyczącą jego zdolności finansowych. Czyżby kolejny kraj do odstrzału?

Ring ekonomiczny

PYTANIE:
Jakie jest prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro? Jakie konsekwencje mógłby on mieć dla Europy i Polski?

Marek Rogalski
Analityk DM BOŚ

Nie tak dawno Jacques Deloirs, pierwszy szef Komisji Europejskiej w latach 1985-94 i ojciec euro-waluty, wyraził dość duże wątpliwości, czy euro i Unia Europejska przetrwają w obecnej formie. Dodał, iż europejskim politykom brakuje odwagi w podejmowaniu wspólnych decyzji i przede wszystkim wspólnej i mocnej koncepcji dalszych działań. Tego nie dostrzegają już tylko pojedyncze osoby, a coraz więcej inwestorów – motorem ostatnich spadków na rynkach finansowych jest właśnie utrata zaufania do polityków – i to po obu stronach Atlantyku. Świat stoi na progu kilkuletniej stagnacji, a wręcz recesji, która może rozsadzić strefę euro – peryferyjne kraje nie wytrzymają drakońskiego programu cięć i dług będzie dalej narastał.

Czy euro podzieli losy podobnych unii walutowych, które nie przetrwały upływu czasu? Nie jest to wykluczone, gdyż jedynym wyjściem, które może ocalić euro, jest po prostu polityczna i fiskalna integracja całego obszaru – na to nie zgodzą się jednak politycy w biednych krajach, ani też bogate Niemcy, które będą obawiać się, że na ich barki spadną długi Greków, Portugalczyków, czy też Włochów. Obawiam się, że w najbliższych miesiącach rozkład Eurolandu będzie postępował – niemniej, dopóki Europejski Bank Centralny będzie aktywny na hiszpańskim i włoskim rynku długu, a bankructwo Grecji nie przerodzi się w kompletny chaos – to poważnego krachu nie będzie. Co z tego wszystkiego wynika dla Polski? Do strefy euro najpewniej już nie wejdziemy, ale powinniśmy podjąć takie działania, aby za kilkanaście lat stać się „drugą Norwegią".

Ryszard Petru
Przewodniczący Towarzystwa Ekonomistów Polskich

Prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro jest niskie, ale nie można tego scenariusza uznać za całkowicie nierealny. Ostatnio niebezpieczeństwo takiej sytuacji wzrosło ze względu na kłopoty zadłużeniowe niektórych krajów strefy euro, przede wszystkim Grecji. Obawiam się, że jeśli Grecja musiałaby zrezygnować ze wspólnej waluty, to mielibyśmy do czynienia z efektem domina. Wyjście Grecji ze strefy euro mogłoby przyczynić się do wymuszenia takiego kroku na Portugalii, Irlandii, a potem przyszłaby kolej na Hiszpanię i Włochy. Moim zdaniem wyjście Grecji ze strefy euro oznaczałoby lawinę kolejnych wyjść ze strefy euro, co byłoby katastrofalne w skutkach – zarówno dla krajów, które by ze strefy wyszły, jak i dla krajów, które by w niej pozostały.

Rozpad strefy euro zmieniłby w fundamentalny sposób relacje handlowe pomiędzy państwami Europy. Dzisiaj nikt nie zastanawia się dokładnie, jaki jest koszt dóbr wyprodukowanych w Hiszpanii czy Grecji, ponieważ wszystko jest uwzględniane w euro. Natomiast jeśli strefa euro by się rozpadła, to nastąpiłoby znaczące zaburzenie relacji handlowych.

Wariantu rozpadu strefy euro nie można całkowicie wykluczyć, ponieważ można ostatnio zaobserwować rosnącą niechęć krajów północnej Europy do przekazywania kolejnych pieniędzy na ratowanie zadłużonych państw południa, w krajach południa na przeprowadzanie reform. Sytuacja może więc wymknąć się spod kontroli. Mam nadzieję, że to tego nie dojdzie – jeśli jednak miałoby to miejsce, to skutki byłyby prawdopodobnie dla Europy katastrofalne.

Maciej Bitner
Główny Ekonomista Wealth Solutions

Prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro jest, wbrew temu, co sugeruje wielu komentatorów, bardzo niskie. Bowiem nawet w czasach kryzysu korzyści z posiadania wspólnej waluty nie przestają mieć znaczenia. Zaś problemy, które dotknęły niektóre kraje strefy euro, dotyczą przede wszystkim ich niskiej konkurencyjności i nadmiernego zadłużenia. Są więc tak samo trudne do rozwiązania bez względu na to, czy państwo jest w strefie euro, czy nie. Opuszczenie wspólnego obszaru walutowego namnożyłoby nowych problemów i odcięłoby kraje od pomocy, na jaką mogą liczyć ze strony innych uczestników unii walutowej i Europejskiego Banku Centralnego.

Jedyną siłą zdolną w krytycznej chwili rozsadzić strefę euro są paradoksalnie kraje niedotknięte kryzysem zadłużenia. Jeżeli Europejski Bank Centralny całkowicie utraci reputację gwaranta stabilnej wartości wspólnej waluty, to w Niemczech, Finlandii, czy Holandii mogą pojawić się głosy sprzeciwu wobec płacenia wyższą inflacją za błędy innych państw. Rezygnację pochodzącego z Niemiec głównego ekonomisty EBC Jürgena Starka, w odpowiedzi na masowe zakupy długu Włoch i Hiszpanii przez bank, należy interpretować jako ostrzeżenie przed takim właśnie rozwojem wydarzeń.

Konsekwencje ewentualnego rozpadu strefy euro byłyby bardzo złe, zarówno dla Europy, jak i dla Polski. Powrót do płynnych kursów, rewaluacja i dewaluacja walut byłyby dla gospodarek europejskich ciężkim szokiem. Doszłoby też do redystrybucji bogactwa na wielką skalę. Zyskaliby ci, którym w porę udałoby się umieścić pieniądze w bankach tego kraju, którego waluta okazałaby się mocniejsza. Inni, którzy nie mieli odpowiedniej wiedzy lub czasu, by zainteresować się tym, co dzieje się na rynkach, mogliby stracić znaczną część oszczędności całego życia. Polska zaś, nie mogąc przyjąć nieistniejącego euro, na długie lata straciłaby szansę włączenia się do strefy gospodarczej pozbawionej bezproduktywnego ryzyka walutowego. Utracone zostałyby też możliwe do uzyskania korzyści wynikłe z tańszego kapitału i obniżenia kosztów transakcyjnych związanych z porównywaniem cen oraz wymianą walut.

Adam Zaremba
Główny Ekonomista Idea TFI

W chwili obecnej trudno mówić o całkowitym rozpadzie strefy euro. Jedynym umiarkowanie prawdopodobnym scenariuszem jest opuszczenie strefy euro przez jedno ze słabszych państw, na przykład Grecję. Koszty opuszczenia mogłyby być jednak ciężkie do udźwignięcia, przede wszystkim dla samej Hellady. Po pierwsze, jeżeli grecki dług pozostałby denominowany w euro, a nowa waluta (roboczo nazwijmy ją drachmą) uległaby dewaluacji, w rzeczywistości zadłużenie by wzrosło. Grecki rząd nie miałby innego wyjścia, jak ogłosić bankructwo. Po drugie, pod wielkim znakiem zapytania stanęłaby stabilność greckich banków. Pojawiłyby się pytania, które depozyty przewalutować na drachmy i po jakim kursie? Czy tylko w greckich bankach, czy też w filiach zagranicznych banków mających siedzibę w Grecji? A może również w filiach greckich banków zagranicą, chociażby w Polsce? I właściwie czemu tylko depozyty w euro, a nie także w funtach brytyjskich? Wobec tak wielkiej liczby niewiadomych każdy logicznie myślący obywatel powinien czym prędzej przelać swoje oszczędności do banku zagranicznego. Rząd może wprawdzie ograniczyć transfer kapitału, ale wówczas należałoby spakować pieniądze w walizkę i wywieźć za granicę osobiście. Jeżeli natomiast zamknięte zostałyby granice, rozsądniej byłoby swoje oszczędności nawet zakopać w ogródku niż trzymać w banku. Innymi słowy, zanim jeszcze w Grecji doszłoby do wprowadzenia drachmy, kryzys bakowy byłby pewny „jak w banku". Co gorzej, precedens wyjścia najstarszej demokracji świata ze strefy euro mógłby także wzbudzić wątpliwości u Irlandczyków czy Portugalczyków, i szybko mielibyśmy do czynienia z paneuropejskim kryzysem bankowym, którego skutki byłyby katastrofalne.

To jednak nie koniec problemów. Po trzecie, wyjście Grecji ze strefy euro mogłoby oznaczać opuszczenie Unii Europejskiej. Wówczas przestałyby obowiązywać umowy handlowe, więc załamałby się też handel zagraniczny. Po czwarte wreszcie, pozostaje jeszcze najczarniejszy scenariusz. Co by było, gdyby któreś regiony Grecji (etniczne, geograficzne) nie miały jednak ochoty rozstawać się z wspólna walutą? Precedensy pomysłów secesjonistycznych obserwujemy już w Hiszpanii czy Belgii. A stąd tylko krok do zamieszek i konfliktów społecznych w Europie. Podsumowując, droga Europy po rozpadzie strefy euro może nie okazać się usłana różami, lecz bardzo wyboista…

Dariusz Lasek
Dyrektor inwestycyjny ds. papierów dłużnych w Union Investment TFI

Istnienia strefy euro (EZ) nie można rozpatrywać wyłącznie na poziomie ekonomicznym, pomimo że jest to ważny fragment europejskiego życia gospodarczego. Strefa euro to twór czysto polityczny i od polityków będzie zależało to, czy przetrwa. Jeszcze trzy lata temu prawdopodobieństwo rozpadu EZ było bliskie zeru i żaden z inwestorów nawet nie pomyślał, żeby spekulować przeciwko Europejskiemu Bankowi Centralnemu (ECB). Obecnie żyjemy już w innym „systemie gospodarczym". Inwestorzy grają już nie tylko przeciwko krajom takim jak Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania, czy Włochy, ale także przeciwko ECB. Przy analizowaniu obecnego prawdopodobieństwa rozpadu EZ najważniejsze jest to, w jaki sposób zostanie rozwiązana „sprawa Grecji". Na rynkach finansowych przeważa oczekiwanie, że Grecja zbankrutuje. Gdyby tak się stało, a Grecja powróciłaby do drachmy, tamtejsza gospodarka odzyskałaby konkurencyjność, m.in. po deprecjacji waluty krajowej. Niestety, Grecja jest członkiem EZ i nie może liczyć na taki impuls, co bardzo utrudnia zażegnanie kryzysu. Uruchamia to także dyskusję o wyjściu Grecji z EZ, a w dalszej kolejności o sensowności istnienia EZ. Wydaje się, że prawdopodobieństwo rozpadu strefy wciąż jest bardzo niskie, choć z drugiej strony pojawiają się inwestorzy, którzy to obstawiają. Jeszcze nie tak dawno było to niewyobrażalne.

Rozpad strefy euro miałby olbrzymi wpływ nie tylko na Europę i Polskę, ale także na światowy system walutowy. Po takim szoku Europa najprawdopodobniej nie odzyskałaby już swojej pozycji gospodarczej i pozostałaby tylko dużym rynkiem zbytu. Jednak wydaje się, że politycy doskonale zdają sobie z tego sprawę i nawet jeśli nie chcą ratować Grecji, to EZ będą ratować wszelkimi dostępnymi sposobami. Dla Polski rozpad EZ to byłaby zła wiadomość, zwłaszcza jak popatrzy się na polski eksport. Unia Europejska jest naszym największym partnerem gospodarczym i wszelkie problemy u odbiorców z EZ odbiłyby się na wzroście gospodarczym Polski. Niestety, konsekwencje rozpadu EZ byłyby tak duże, że dzisiaj nikt tak do końca nie jest w stanie poważnie odpowiedzieć na pytanie, jak wyglądałaby Europa po rozpadzie strefy euro.

Przemysław Kwiecień
Główny Ekonomista X-Trade Brokers

W ostatnim czasie często mówi się o tym, iż strefa euro miałaby przestać istnieć w obecnym kształcie – najczęściej sugerowany jest wariant opuszczenia jej przez słabsze gospodarki, szczególnie Grecję. Koronnym argumentem jest to, iż deprecjacja rodzimej waluty miałaby przywrócić słabszym gospodarkom konkurencyjność i umożliwić im wzrost poprzez eksport. Taki tok myślenia ma jednak kilka wad:

- Po pierwsze, gospodarka opuszczająca strefę poniosłaby ogromne straty związane ze zmianą umów, systemów itd. dostosowujących ją do własnej waluty.
- Deprecjacja podnosi konkurencyjność tylko na tyle, na ile nie rośnie inflacja – innymi słowy efekt tańszej waluty byłby w pewnym stopniu skonsumowany poprzez szybszy wzrost inflacji.
- Wzrósłby dług sektora prywatnego w walutach zagranicznych, dodatkowo potęgując recesję.
- Na moment obecny nie ma mechanizmów, które umożliwiałyby opuszczenie strefy – oczywiście można je stworzyć, jednak byłby to czasochłonny proces.

Obecna strefa euro musi się "skończyć"

O przyszłości wspólnej europejskiej waluty, wygranych i przegranych w strefie euro oraz o konsekwencjach ewentualnego rozpadu unii walutowej rozmawiamy z Mateuszem Machajem, Głównym Ekonomistą Instytutu Misesa.

Dorota Sierakowska: Jakie były najważniejsze przesłanki utworzenia wspólnej europejskiej waluty?

Mateusz Machaj: Wspólna waluta euro, podobnie jak inne części składowe systemu Unii Europejskiej, powstała pod wpływem dwóch czynników: rynkowych i politycznych. Z rynkowego punktu widzenia jedna waluta jest bardzo korzystna dla zintegrowanego obszaru gospodarczego. Niestety przy utworzeniu euro w grę także wchodziły przede wszystkim względy polityczne, otwierające drogę do stworzenia kolejnego europejskiego ośrodka władzy, jakim niewątpliwie jest Europejski Bank Centralny. Gdyby celem Unii było tylko wdrożenie wspólnego pieniądza, to wprowadzono by wolny rynek pieniężny (na przykład niereglulowany przez państwo standard złota). Priorytetowym celem było jednak uzyskanie monopolu menniczego dla rosnącej mocarstwowej Unii.

DS: Które państwa szczególnie zyskały na wprowadzeniu euro? Czy nie zyskały na tym jedynie kraje o dużych deficytach?

MM: Z rynkowego punktu widzenia na wspólnej walucie korzystają wszyscy przedsiębiorcy i konsumenci, ponieważ oferuje ona dobrodziejstwa uniwersalnego środka wymiany. W tym aspekcie skorzystały wszystkie kraje unii walutowej. Jednak inflacyjne euro nie jest rynkowym pieniądzem, lecz politycznie sterowanym projektem, w którym wspólna waluta jest wykorzystywana do pośredniego i bezpośredniego finansowania deficytów budżetowych. W ten sposób zaistniało zjawisko „tragedii euro", o którym napisał swoją książkę dr Philipp Bagus. Ponieważ EBC drukuje pieniądze na pokrycie deficytów budżetowych, to na klubie euro najbardziej pasożytują te kraje, które mają największe deficyty, kosztem krajów bardziej zdyscyplinowanych fiskalnie. Czyli w skrajnym przykładzie państwowe instytucje Grecji korzystają kosztem niemieckiego podatnika.

Należy jednak być ostrożnym w bardzo generalnych opiniach. Część niemieckich eksporterów również korzysta na tym, że zagraniczni klienci kupują ich produkty w euro. Z drugiej strony niemieccy konsumenci relatywnie tracą, ponieważ euro jest bardziej inflacyjne niż niemiecka marka. Z jeszcze innej strony patrząc, grecki socjalizm zyskał na euro, ale grecka gospodarka straciła, ponieważ przedłużyła etatystyczny marazm, w którym sektor publiczny wypiera przedsiębiorczość i produktywną działalność.

Dlatego należy pamiętać, że euro ma swoje wady i zalety. Wady przeważają i sprawiają, że cały projekt jest niestabilny i w obecnej formie prędzej czy później upadnie.

DS: Dlaczego kraje o stabilnych gospodarkach zgodziły się przyjąć do strefy euro kraje mniej stabilne?

MM: Ponieważ, jak powiedziałem wcześniej, poparcie dla wspólnej waluty pojawiło się na dwóch frontach, rynkowym i politycznym. Z rynkowego punktu widzenia uczestnicy procesów gospodarczych chętnie korzystają z jednego uniwersalnego środka wymiany, ponieważ niesie to korzyści ekonomiczne dla całego kontynentu. Zaś z politycznego punktu widzenia rządy krajów UE dążyły do integracji władzy i pozbawienia Niemiec potężnej gospodarczej broni: niemieckiego Bundesbanku, którego wpływ został znacznie osłabiony na rzecz Europejskiego Banku Centralnego. Władza do druku pieniądza jest bez wątpienia najpotężniejszą gospodarczą bronią. Ceną za ustanowienie tej przeciwwagi było przyjęcie do klubu wszystkich słabszych krajów. Dlatego przy tworzeniu obecnej strefy euro na kraje nieodpowiedzialne fiskalnie przymknięto oczy. Dzisiaj unia walutowa (Polska również) płaci za to cenę.

DS: Pojawiają się komentarze, że ze względu na różnice pomiędzy gospodarkami różnych państw strefy euro, upadek tej waluty jest tylko kwestią czasu. Czy zgadza się Pan z tym stwierdzeniem?

MM: Różnice gospodarcze między regionami nigdy nie przesądzają o konieczności upadku waluty. Między ludźmi istnieją istotne różnice, a mogą używać jednego pieniądza. Wrocław znacznie się różni od Dąbrowy Chotomowskiej, a jednak używa się w nich tej samej waluty. Podobnie z województwem mazowieckim i świętokrzyskim, albo ze Stanami Zjednoczonymi i Salwadorem. W Czarnogórze powszechnie akceptowanym środkiem wymiany jest waluta euro, a jakoś nie słyszeliśmy o czarnogórskim wkładzie do obecnego kryzysu europejskiego. W wieku dziewiętnastym międzynarodowym pieniądzem był kruszec i łączył ze sobą wiele różnorodnych obszarów gospodarczych, które stawały się coraz bardziej zintegrowane bez ośrodka władzy w stylu Europejskiego Banku Centralnego.

Płynie z tego następujący wniosek: problemy strefy euro nie wynikają z tego, że funkcjonuje w niej jedna waluta, lecz z tego, że ta waluta jest produkowana politycznie, a nie rynkowo. Radykalne przeobrażenie strefy euro jest w świetle jej wewnętrznych konfliktów nieuniknione. Wydaje się, że mamy przed sobą trzy opcje: (1) bankructwo Grecji (zawieszenie spłaty zobowiązań), (2) dalsze opłacanie Grecji przez bogatsze kraje, (3) rozpad strefy euro (gwałtowny lub powolny). Najlepszym rozwiązaniem byłoby urynkowienie pieniądza, choć na to się nie zanosi.

DS: Które różnice pomiędzy gospodarkami krajów strefy euro są największą przeszkodą w integracji walutowej? Czy da się wyeliminować te różnice?

MM: Najważniejsze dla stabilności strefy byłoby usunięcie politycznej produkcji pieniądza, czyli rozwiązanie Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Systemu Banków Centralnych (i nie zastępowanie ich niczym podobnym). To tak naprawdę jedyna przeszkoda w integracji walutowej (wcale nie trzeba harmonizować prawa, wprowadzać jednolitych podatków, albo stosować kryteriów Maastricht). Gdyby pieniądz był produkowany przez rynek, to integracja walutowa wystąpiłaby bardzo szybko i bez wewnętrznych sprzeczności, jakie obserwujemy obecnie w przypadku euro. Bez banków centralnych EBC nie finansowałby pośrednio (a teraz robi to bezpośrednio) deficytów krajów ze strefy euro. A to jest przyczyną „tragedii euro". Różnice między krajami nie grają znaczącej roli dla stworzenia konfliktu.

> *Inflacyjne euro nie jest rynkowym pieniądzem, lecz politycznie sterowanym projektem, w którym wspólna waluta jest wykorzystywana do pośredniego i bezpośredniego finansowania deficytów budżetowych.*

> *Jeśli strefę euro opuści Grecja, to euro raczej wyjdzie z tego bez szwanku, choć jako projekt polityczny zostałoby ono mocno nadszarpnięte.*

Można sobie wyobrazić sytuację, w której w unii walutowej każdy kraj prowadziłby własną politykę fiskalną. Najważniejsze, żeby nie istniała Europejska Drukarnia Centralna, która finansuje ich deficyty na koszt wszystkich pozostałych. Gdyby na przykład w Europie wprowadzono standard złota i pozostawiono niezależność fiskalną każdemu z krajów, wtedy korzyści wspólnego pieniądza byłyby dużo większe, a w dodatku nie istniałyby polityczne problemy strefy. Grecja, gdyby chciała, to mogłaby prowadzić rozrzutną politykę, ale nie na koszt pozostałych krajów i w dodatku bardzo szybko zostałaby sprowadzona na ziemię rynkową dyscypliną, którą gwarantuje wolny i niezależny od władzy pieniądz. Aby jednak ten system wprowadzić, ludzie muszą dostrzec, że gospodarka potrzebuje niezależnego pieniądza, a nie niezależnego banku centralnego.

DS: W traktacie z Maastricht zawarto zapis o zakazie ratowania finansów państw członkowskich w kryzysie fiskalnym. Dlaczego zrezygnowano z tej zasady?

MM: Ponieważ wszystkie rządy, gdy tylko zaczyna im brakować pieniędzy, są gotowe przekraczać wszelkie granice i zrzucać z siebie jakiekolwiek ograniczenia nakładane przez prawo (które jako monopoliści sami tworzą). W dodatku lobby bankowe jest za złamaniem tej zasady, ponieważ w przeciwnym razie musiałoby partycypować w stratach na długach publicznych. W całym procederze lansuje się mit o tym, że jak banki zaczną ponosić straty, to będzie koniec świata (albo i wojna).

DS: Czy wyjście któregokolwiek kraju ze strefy euro zaowocowałoby efektem domina?

MM: Zależy którego. Jeśli z klubu zostanie wyrzucona Grecja, to euro raczej wyjdzie z tego bez szwanku, choć jako projekt polityczny zostałoby mocno nadszarpnięte. Zapewne nie przesądziłoby to od razu o upadku strefy. Bardzo możliwe, że euro szybko by się umocniło i utrzymało na rynku (zwłaszcza jeśli zdyscyplinuje się pozostałe kraje klubu PIIGS). Jeśli ze strefy euro wyjdą Niemcy, to euro będzie najprawdopodobniej skończone, a reinkarnowana niemiecka marka będzie kolejnym szwajcarskim frankiem.

DS: Jakie konsekwencje miałby rozpad strefy euro dla gospodarek Europy oraz dla gospodarki Polski?

MM: Na rynkach finansowych przez jakiś czas panowałby chaos, a potem nastąpiłby powrót do lat sprzed 1999 roku. Chaos jest zjawiskiem trudnym do prognozowania, więc niestety dokładniejszej odpowiedzi nie jestem w stanie udzielić.

Jeśli chodzi o złotego, to raczej należałoby się spodziewać jego mocnych spadków, ponieważ inwestorzy poszukiwaliby pewnej i bardzo płynnej inwestycji walutowej (takiej jak dolar, jen, frank, złoto, czy marka etc.) zamiast trzymać aktywa denominowane w kraju, który wkrótce miał dołączyć do dużego klubu mocniejszej waluty euro. Każda osoba zadłużona w tych obcych walutach, która uważa, że nastąpi upadek strefy euro, powinna poważnie zastanowić się nad przewalutowaniem.

DS: Jakie konsekwencje upadek strefy euro mógłby mieć dla kredytobiorców, którym udzielono kredytów właśnie w euro?

MM: A to jest bardzo ciekawe pytanie, na które nie znamy odpowiedzi. Sprawa jest skomplikowana, ponieważ nie wiadomo, jak rozliczano by dług w danej walucie, gdyby w gwałtowny sposób zniknęła z rynku. Dłużnik miałby uzasadnione roszczenie, że nie wolno tego długu przeliczać na markę. Wierzyciel miałby uzasadnione roszczenie, że nie wolno go przeliczać na drachmę. Wydaje się, że rozsądne byłoby wybranie drogi środka, tak jakby euro dalej istniało (przewalutować jakoś na złoty polski?). Nie mam jednak pojęcia, jak zostałoby to rozwiązane. Być może proceder pozostałby zdecentralizowany i zależałby od indywidualnych renegocjacji.

DS: Czy podczas obecnej debaty nad przyszłością euro, jest sens dyskutować w Polsce o możliwości wprowadzenia tej waluty w naszym kraju?

MM: Dyskutować należy jak najbardziej. Wszyscy jednak zdają sobie sprawę z tego, że obecna strefa euro musi się „skończyć", to znaczy radykalnie zmienić swój charakter. Nie wiemy, jak taka zmiana będzie wyglądała, dlatego nikt nie mówi o realnym wprowadzeniu tej waluty w Polsce, dopóki te nieuniknione zmiany nie nastąpią. ■

> *Euro ma swoje wady i zalety. Wady przeważają i sprawiają, że cały projekt jest niestabilny i w obecnej formie prędzej czy później upadnie.*

Z ANALITYKIEM PRZY KAWIE

Cykl „Z analitykiem przy kawie" rozpoczynamy od rozmowy z Michałem Cichoszem, zarządzającym w Skarbiec TFI. Michał, absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, pierwsze kroki w inwestycjach stawiał w 2005 r. w Domu Maklerskim BZ WBK. Jego kariera nabrała rozpędu, gdy przystąpił do programu CFA Institute. Dziś, jako zarządzający funduszami akcji i Chartered Financial Analyst, w praktyce wykorzystuje zdobytą wiedzę i dba o możliwie jak najlepsze wyniki dla uczestników funduszy Skarbiec TFI.

Anna Patek: Jak w okresach dużych spadków na rynkach powinna postąpić osoba posiadająca jednostki funduszy akcji?

Michał Cichosz: Uciekanie z rynku akcji w momentach silnych spadków jest zazwyczaj złą decyzją powodowaną głównie emocjami, które są dodatkowo podsycane przez informacje płynące z telewizji i prasy. Stara inwestycyjna zasada mówi, że trzeba kupować właśnie wtedy, kiedy „leje się krew" i wszyscy sprzedają, a nie, kiedy już nawet taksówkarze mówią o tym, że na giełdzie można nieźle zarobić. Aby zdywersyfikować ryzyko, można rozłożyć zakupy na kilka partii, ale słuchanie się emocji w inwestowaniu prawie zawsze prowadzi do błędów.

AP: Czy w kontekście pracy zarządzającego funduszami akcji można mówić o inwestowaniu wartościowym?

MC: Jak najbardziej. Szczególnie trudne czasy, w których obecnie funkcjonujemy, dobitnie pokazują, że opłaca się pozostać wiernym klasycznym zasadom inwestowania w wartość. Pomimo upływu wielu lat, informatyzacji w inwestowaniu, nowych instrumentów, globalnego dostępu do informacji, proste zasady i narzędzia stworzone przez Benjamina Grahama, na których wychował się także Warren Buffett, cały czas się sprawdzają i pozwalają na osiąganie ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych.

AP: Benjamin Graham, ikona doradztwa inwestycyjnego dwudziestego wieku, często mówił, że do inwestowania wystarczy stabilna struktura intelektualna. Powątpiewał w potrzebę wysokiego IQ inwestora czy ponadprzeciętnej wiedzy o obiekcie inwestycyjnym. Zgadza się Pan?

MC: Odpowiem na to pytanie trochę przewrotnie. Od lat toczy się w branży gorąca dyskusja, czy inwestowanie jest bardziej nauką, czy sztuką… Po kilku latach doświadczenia zawodowego mogę powiedzieć, że jestem zdecydowanie bliższy tej drugiej teorii. Jest wiele przypadków osób, które mają bardzo szeroką wiedzę teoretyczną, matematyczną, korzystają ze skomplikowanych narzędzi i nie uzyskują wyróżniających się rezultatów. Z drugiej strony znam historie osób, które, będąc po prostu dobrymi obserwatorami otaczających nas zjawisk oraz ludzi, osiągają, stosując przy tym zwykłą logikę i racjonalność, takie wyniki, o jakich większość inwestorów tylko marzy. Jeden z nich, Peter Lynch, mający świetne wyniki inwestycyjne i będący swego czasu zarządzającym największego funduszu inwestycyjnego na świecie, lubił mawiać, że jeśli nie da się czegoś obliczyć w ciągu 3 minut na kartce papieru czy przy użyciu prostego kalkulatora, to nie jest to warte dalszego analizowania...

AP: Z każdej strony jesteśmy bombardowani informacjami. Jak należy je agregować w kontekście inwestowania długoterminowego, którym z nich należy poświęcić najwięcej uwagi?

MC: Uważam, że przede wszystkim należy bardziej zwracać uwagę na sferę mikro, gdyż łatwiej jest wygenerować wartość dodaną przykładając się do właściwej analizy sytuacji konkretnej spółki w konkretnej branży niż marnować czas na „trafienie" scenariusza makroekonomicznego dla całego świata lub nawet jednego kraju. Wartość prognostyczna danych makro w świecie inwestowania na rynkach akcji jest często przeceniana. Potwierdzają to różnice w rezultatach inwestycyjnych funduszy, skupiających się na selekcji i tych próbujących „grać" na światowych danych makro. Długoterminowe wyniki tej pierwszej grupy są znacznie lepsze, a jedną ze znanych postaci hołdującą strategii selektywnego inwestowania jest właśnie wspomniany wcześniej Peter Lynch.

AP: Jakich przewag upatruje Pan w inwestowaniu w fundusze w porównaniu do samodzielnych inwestycji na rynkach kapitałowych w obliczu silnych spadków na giełdach?

MC: Inwestowanie w fundusze zaoszczędza czas, gdyż skuteczna analiza potrzebna do wyboru odpowiednich spółek wymaga dość dużego nakładu pracy. Drugim elementem jest jakiś minimalny pułap wiedzy o spółkach, który jest o wiele trudniejszy do zdobycia przez inwestora indywidualnego (np., możliwość spotkania z zarządem spółki etc.).

AP: Jakimi zasadami kierują się zarządzający funduszami akcji przy wyborze spółek? Jak wybrać te najlepsze?

MC: Aby wybrać spółkę, która da ponadprzeciętnie zarobić na jej akcjach, trzeba przede wszystkim odpowiedzieć sobie na pytanie, czy jej model biznesowy ma jakąś konkretną przewagę konkurencyjną, która pozwoli tej spółce rozwijać się również ponadprzeciętnie na tle konkurentów w branży i szerokiej gospodarki. Należy też zwrócić uwagę na efektywność biznesu mierzoną zwrotem na zainwestowanym kapitale, bo, koniec końców, abyśmy zainwestowali w jakiś biznes, powinien on generować zwrot na kapitale znacząco wyższy od rentowności bezpiecznych aktywów.

AP: Czy pamięta Pan swoje najtrafniejsze wybory spółek? Które spółki z kolei okazały się największymi inwestycyjnymi porażkami?

MC: Jednymi z najbardziej udanych inwestycji w mojej historii pracy jako zarządzający funduszami akcji było zainwestowanie w 2009 roku w Jeronimo Martins, właściciela sieci sklepów Biedronka w Polsce. Akcje tej spółki wzrosły od tego czasu ponad 100%, podczas gdy indeks WIG zyskał równolegle jedynie kilka procent. Drugą taką udaną inwestycją, która wzrosła niewiele mniej od Jeronimo Martins w tym okresie, były akcje Eurocashu.

Na razie szczęśliwie udało mi się uniknąć wielkich porażek, bo nawet jeśli decyzja o zakupie była kilka razy nieudana, to dość szybko udało się w takich przypadkach wyjść z inwestycji z relatywnie niewielką stratą.

AP: Na giełdach w ostatnich tygodniach chyba na stałe zagościła czerwień i panoszą się niedźwiedzie. W jakim okresie można liczyć na powrót do koloru zielonego?

MC: Myślę, że w najbliższym miesiącach musimy przyzwyczaić się do innej rzeczywistości niż ta, do której przywykliśmy chociażby podczas hossy w latach 2003-2007. Nadmierne, zadłużenie zarówno państw, jak i sektora bankowego, spowoduje prawdopodobnie, że gospodarki wielu krajów będą się rozwijać w tempie poniżej potencjału. Nastąpi kontynuacja procesów, które obserwujemy od czasu rozpoczęcia kryzysu w 2008 roku, czyli zwiększanie się dystansu liderów branżowych w stosunku do reszty mniejszych podmiotów na rynku. To nie oznacza, że w najbliższych latach nie da się zarobić na akacjach na giełdzie. Wręcz przeciwnie, zarówno okres prosperity, jak i kryzys, zawsze kreują zwycięzców i przegranych, dlatego w obecnym otoczeniu jeszcze ważniejszy w osiąganiu ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych będzie odpowiedni wybór spółek – tzw. „liderów przyszłości". ■

CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

Lato „niedźwiedzi", a czyja jesień?

W sierpniu na rynku akcji doszło do przeceny. Nie było jednej, istotnej przyczyny, która do niej doprowadziła. Uważałem, że jeżeli politykom europejskim uda się uspokoić rynki, jeśli chodzi o zadłużenie Włoch i Hiszpanii, to przed wrześniowym złamaniem możemy jeszcze zobaczyć sierpniową hossę. Nic z tego nie wyszło, bo nic nie zrobiono, żeby uspokoić sytuację. Od już dłuższego czasu oczekiwane wydarzenia co prawda się realizują, ale w zdecydowanie krótszym od prognozowanego okresie. Można powiedzieć, że kula śnieżna kryzysu toczy się coraz szybciej.

PIOTR KUCZYŃSKI

Rynki najbardziej boją się wtedy, kiedy żadne dobre (lub „dobre") informacje nie pomagają bykom. 21 lipca europejscy politycy upajali się porozumieniem, które miało pomóc Grecji. Oczywiste było, że nie ma ono większego znaczenia, jeśli chodzi o Hiszpanię i Włochy, a to było prawdziwe zagrożenie. Bardzo szybko okazało się, że rynek długu nadal przecenia obligacje tych dwóch krajów. Inaczej mówiąc – akcja europejskich polityków nie dała oczekiwanych rezultatów. Okazało się też, że porozumienie polityków w USA też nie pomaga. Gracze dodali dwa do dwóch i wyszło im cztery: żadne posunięcia polityków nie pomogą, więc trzeba z rynku uciekać. Do tego doszły słabe dane z USA. Trzeci kwartał, który miał być dla gospodarki nieco lepszy (też tego oczekiwałem), zaczął się fatalnie.

Potem jeszcze agencja ratingowa Standard&Poor's obniżyła rating USA z AAA do AA+. Według Standard&Poor's Stany Zjednoczone mają teraz rating niższy niż Francja czy Niemcy, a taki sam jak Belgia (która praktycznie nie ma rządu, ma zadłużenie około 100 proc. PKB i jest na krawędzi rozpadu na dwa państwa) oraz bliski ratingowi Hiszpanii (sic!). Rating kraju, na którego obligacje popyt jest potężny (rentowność spada bez przerwy), który emituje globalny pieniądz rezerwowy (dolara) i który wytwarza 24 procent światowego PKB, został obniżony do poziomu państw balansujących na krawędzi bankructwa… W tej sytuacji nie dziwi szalona panika, którą obserwowaliśmy na rynku akcji.

Fatalna sytuacja na rynkach finansowych zaczęła się poprawiać przed wystąpieniem Bena Bernanke, szefa Fed na sympozjum Fed w Jackson Hole (26 sierpnia). Wystąpienie Bena Bernanke było majstersztykiem ukierunkowanym na (bardzo krótkoterminową) pomoc rynkom finansowym. Obiecał on, że we wrześniu posiedzenie FOMC nie będzie jednodniowe (jak wcześniej planowano), a dwudniowe (20-21.09), zaś dyskusje będą dotyczyły użycia narzędzi wspierających gospodarkę. Czekanie na to wydarzenie wspierało rynki amerykańskie, ale nie europejskie, gdzie bykom nadal szkodziły obawy o losy strefy euro i o przyszłość gospodarki.

Komunikat po wrześniowym posiedzeniu FOMC nie okazał się być przełomem. Poziom stóp oczywiście się nie zmienił, ale nikt nie oczekiwał, że będzie inaczej. Rynek oczekiwał „operacji twist", czyli zamiany obligacji krótkoterminowych na długoterminowe w portfelu Fed. To miałoby obniżyć rentowność obligacji długoterminowych, które są w USA odnośnikiem dla różnych kredytów (przede wszystkim hipotecznych).

Dokładnie taki był komunikat po posiedzeniu FOMC. Zamiana obligacji na kwotę 400 mld USD i końcowy fragment, który mówi, że „Komitet dyskutował o możliwych narzędziach służących do wspomożenie silnego wzrostu gospodarczego" i dalej „Będzie obserwował perspektywy dla gospodarki, które oszacuje na podstawie danych makro i jest przygotowany do użycia tych narzędzi". Inaczej mówiąc: jest słabo, będzie być może lepiej, a jeśli nie będzie, to my pomożemy.

Gdyby nie fraza „o rosnącym znacznym ryzyku dla gospodarki" był to umiarkowanie pozytywny komunikat. Był jeszcze też niestety jeden fragment, który najprawdopodobniej doprowadził do prawdziwej przeceny na rynkach. Fed popełnił błąd, bo po raz pierwszy od dwóch lat wspomniał o zagrożeniach płynących z zewnątrz USA, czyli z Europy. Gracze po dokładnym przeanalizowaniu komunikatu doszli do wniosku, że sytuacja jest bardzo poważna, bo ostatnio przed posiedzeniem FOMC nieco lekceważyli Europę i indeksy spadły po około trzy procent.

O tego momentu wszystkie oczy będą skierowane właśnie na Europę. A tam ciągle trwała we wrześniu dyskusja na temat tego, czy należy pomagać Grecji. Uważam, że jest tylko jedno wyjście z tego błędnego koła. Trzeba dać Grecji upaść (zrestrukturyzować dług) i wnieść naokoło Hiszpanii i Włoch mur obronny w postaci potrojonego funduszu EFSF (z 440 mld euro na ponad 1,3 bln euro). Jeśli politycy nie podejmą takich decyzji, to czekać nasz będą dalsze przeceny (być może z chwilową przerwą po uratowaniu Grecji). ■

Nowy kraj, stare zmartwienia

W dzisiejszych czasach mapy polityczne rzadko się dezaktualizują. Nawet, kiedy Zachód umawia się, żeby nieść pokój i demokrację w jakimś roponośnym kraju Trzeciego Świata, granice pozostają niezmienne, a liczba państw sprzed i po interwencji są sobie równe. Tym bardziej interesująca wydaje się więc sytuacja nowo powstałego Sudanu Południowego.

MACIEJ PYKA

Władze Sudanu Południowego nie mają iluzji odnośnie rzeczywistości – dwa pierwsze zdania na ich oficjalnej stronie internetowej głoszą, że kraj ten znajduje się na samym końcu pod względem rozwoju gospodarczego, zaś wszystkie wskaźniki dobrobytu lokują jego mieszkańców na dnie ludzkości[1]. Nowe państwo od kilku dekad starało się odłączyć od reszty Sudanu i po długich walkach oraz kilku zerwanych porozumieniach otrzymało autonomię w 2005, z zastrzeżeniem, że za 6 lat o dalszych relacjach zadecyduje referendum. Zgodnie z umową 9-15 stycznia tego roku odbyło się głosowanie, w którym 99% z pośród głosujących mieszkańców południa Sudanu stwierdziło, że chce od teraz być mieszkańcami Sudanu Południowego i kraj uzyskał niepodległość. Niestety niepodległość nie oznacza jedynie suwerenności, ale i odpowiedzialność za poprawę warunków życiowych obywateli - Sudan Południowy jest bowiem jednym z najbiedniejszych państw na świecie. Przeważnie w takich sytuacjach co syciej najedzonych obywateli krajów wysokorozwiniętych ogarnia ulotna emocja współczucia, rzadko przekraczająca wartość symbolicznego datku. Chociaż z drugiej strony, jakie właściwie mamy opcje pomocy?

Pierwszym, co przychodzi do głowy, jest pomoc humanitarna. Problem z tym rozwiązaniem polega jednak na tym, że na jałmużnie nikt się jeszcze nie wzbogacił. Można co prawda argumentować, że Sudan – lub szerzej Afryka – nie otrzymały po prostu wystarczających środków, jednak suma całkowitej pomocy udzielonej temu kontynentowi przekroczyła już dawno wartość Planu Marshalla, a efekty pozostają mizerne. Przypomina to trochę świadczenia socjalne, które pogłębiają jedynie skalę problemu, któremu mają przeciwdziałać, ponieważ niszczą przesłanki do samodzielnej walki z przeciwnościami. W przypadku Afryki kwestia biedy jest niestety o tyle trudniejsza w uleczeniu, że jej podstawową przyczyną wydają się być słabe instytucje. Uciążliwy klimat nie tłumaczy trudności gospodarczych Afryki, ponieważ w wielu stanach USA klimat również nie rozpieszcza obywateli. Także Japonia, jak całkiem niedawno można się było przekonać, leży bodajże w jednym z najbardziej niekorzystnych miejsc na planecie, ale mimo tego jest w czołówce rankingów rozwoju gospodarczego. Różnica pomiędzy tymi krajami wynika z tego, że wszędzie tam, gdzie spotkać można przemyślaną i konsekwentnie egzekwowaną legislację, demokratycznie wybieraną władzę oraz kapitalistyczną gospodarkę, warunki życiowe są znacznie lepsze niż tam, gdzie ich nie ma. Wydaje się to mieć niewielki związek z warunkami naturalnymi. Z tych właśnie powodów Szwajcaria jest krajem wysokorozwiniętym kojarzonym ze stabilnością i dobrobytem, zaś Arabia Saudyjska feudalnym reliktem, chociaż wyposażenie w bogactwa naturalne powinno doprowadzić do innych wyników. Naprawa instytucji Sudanu Południowego nie leży jednak w gestii kogokolwiek innego poza gospodarzami tego kraju. Jest to z resztą dość często spotykanym dylematem Pierwszego Świata - pojawia się pytanie, czy należy patrzeć na agonię jakiegoś państwa, czy zrekolonizować go w imię przyszłych warunków gospodarczych i humanitarnych. Pierwsza opcja zakłada zasłonięcie się szacunkiem dla suwerenności w połączeniu ze zwykłą bezczynnością lub z bezczynnością usankcjonowaną (za przykład można podać ONZ), podczas gdy druga sprowadza się do okupacji nieoficjalnie tłumaczonej tym, że Zachód ma więcej doświadczenia w zarządzaniu. Co prawda czasami zdarza się, że jakiś kraj godzi się na zbrojną interwencję, tak jak to miało miejsce na Haiti, gdzie armie innych krajów po prostu przejęły funkcje państwa, które po trzęsieniu ziemi przestało funkcjonować, jednak w przypadku Sudanu Południowego, który niedawno uzyskał niepodległość, nie może być mowy o niczym podobnym. Kraj ten będzie chciał sam wypracować sprawne instytucje, co jest zresztą zupełnie zrozumiałym pragnieniem. Reszta świata będzie mogła co najwyżej służyć radą.

Drugą szansą na rozwój dla Sudanu Południowego są inwestycje. Inwestycje różnią się tym od pomocy humanitarnej, że motywowane są nie chęcią pomocy człowiekowi jako takiemu, ale przede wszystkim chęcią zysku. Sudan Południowy, jak już wspomniałem, jest słabo rozwinięty pod względem instytucjonalnym, więc nie należy się w nim spodziewać inwestycji gdziekolwiek powyżej drugiego sektora gospodarki. Na kraj ten przypada natomiast 75% pokładów ropy Sudanu, które inteligentnie użyte będą mogły pomóc nowemu państwu budować własny dobrobyt. Problem polega jednak na tym, że chociaż Sudan Południowy posiada bogate złoża, to rafinerie i rurociągi znajdują się już w Sudanie. Kiedy oba państwa stanowiły jeszcze całość, Południe miało zagwarantowane 50% z zysków z petrobiznesu i pieniądze te stanowiły znaczną część jego budżetu. Porozumienia te zostały, jednak unieważnione z momentem uzyskania niepodległości, co jeszcze bardziej podkreśla potrzebę inwestycji z zewnątrz.

Jednym z krajów najbardziej aktywnych w tym regionie są Chiny, z których pochodzi działająca w Sudanie już od 1997 firma CNPC (China National Petroleum Corporation). W 2007 CNPC wraz z przedsiębiorstwami z Sudanu i Indonezji stało się operatorem pokładów ropy naftowej znajdującej się pod Morzem Czerwonym. Sudan Południowy nie ma dostępu do morza, jednak jest już celem wielu surowcowych inwestycji firm z Państwa Środka. Prawdą jest, że środki uzyskane ze sprzedaży czarnego złota służyły władzom Sudanu do prowadzenia działań wojskowych (tak jak to miało miejsce w rejonie Darfuru), jednak istnieją również bardziej budujące przykłady. Władze Nigerii, na przykład, prawa do eksploatacji swoich złóż sprzedały Chinom w zamian za inwestycje w infrastrukturę tego kraju oraz wynoszący 500 mln USD kredyt eksportowy.

Dalsza droga rozwoju Sudanu Południowego uzależniona jest również od otwarcia się zagranicznych rynków na produkty pochodzące z tego kraju. Niestety Unia Europejska w znacznej mierze konsekwentnie blokuje tę ścieżkę i chociaż wiele krajów Afryki mogłoby eksportować produkty rolne i skutecznie konkurować ceną ze swoimi zachodnimi kolegami, uniemożliwiają im to działania zjednoczonej Europy. Jako że rolnicy są w Unii wyjątkowo uprzywilejowaną grupą społeczną, to po uwzględnieniu dopłat, premii oraz bezsensownych norm (takich, jak legendarny już kąt zakrzywienia banana, który miał wyeliminować producentów z niektórych państw), ich wyroby wygrywają z produktami afrykańskimi. Jest to całkowicie nielogiczna i umotywowana głównie polityką praktyka, której efekty szkodliwe są dla wszystkich – poza rolnikami naturalnie – i która prowadzi m.in. do tego, że w skali roku dopłata do dowolnej krowy w UE jest wyższa od zarobków rodziny z Trzeciego Świata. Jeżeli Sudan Południowy miałby odnieść jakieś znaczące korzyści z wymiany międzynarodowej, tego rodzaju działania musiałyby zostać zaprzestane. W Unii i USA nie ma na to wielkich szans, jednak dużym rynkiem zbytu mogą stać się Chiny, które z jednej strony systematycznie zwiększają swoje zapotrzebowanie na produkty rolne, z drugiej zaś coraz chętniej przyjmują różnego rodzaju dobra pochodzące z Afryki.

Ostatecznie pozostaje jeszcze aspekt moralny każdej z opisanych powyżej opcji. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że pierwszą z nich charakteryzują dobre intencje i niewielkie efekty, zaś drugą – na odwrót – całkowity brak intencji i realna poprawa warunków życiowych. Wydaje się, więc, że wybór pierwszego scenariusza byłby czynem pod każdym względem niemoralnym, ponieważ w zamian za korzyść, jaką jest spokój sumienia, decydowalibyśmy się na działania o efektach gorszych dla ewentualnego beneficjenta. Niestety, tak prosto wygląda to tylko w utopijnej wizji modelu ekonomicznego. W rzeczywistości trzeba najpierw nakarmić głodujących, żeby następnie mieli siłę sami sobie pomóc. Oczywiste jest, że w perspektywie czasu Sudan Południowy najbardziej potrzebuje inwestycji i rynków, które przyjmą jego produkty, jednak nim ten moment nadejdzie, pomoc humanitarna jest niezbędna. Warto mieć to na uwadze, żeby kiedyś ze strachem nie stwierdzić, że powstanie tego państwa sprowadziło się dla nas jedynie do krótkiej wzmianki, niewidocznej w gąszczu wiadomości z bliższych nam części świata. ■

1. http://www.goss.org/.

Debata o...

...debacie

Mamy kryzys. Zadłużenia. To wiemy wszyscy. Ale osoby liczące na ujrzenie uwijających się jak w ukropie polityków starających się zażegnać niebezpieczeństwo, mogą czuć się zawiedzione. Obecnie, zamiast podejmować jakiekolwiek działania mające na celu opanowanie sytuacji, prowadzi się debatę. Od czasu do czasu prześle się Grecji transzę pomocy, skupi trochę obligacji emitowanych przez kraje z południa Europy lub ogłosi nowy pakiet stymulacyjny, odsuwając problemy na później. W wygospodarowanym w ten sposób wolnym czasie można spokojnie podebatować. I to jak!

MAREK IGNASZAK

Zanim przejdę do sedna, będzie ważna dygresja. Otóż ekonomia jest nauką, której przedmiotem jest społeczeństwo i jego funkcjonowanie w ramach systemu gospodarczego. Zachowanie społeczeństwa zależy od sposobu, w jaki funkcjonuje szereg składających się na nie sieci socjalnych, mechanizmów podejmowania decyzji przez poszczególnych jego członków, czy też obowiązujących norm społecznych i tradycji. To, w jaki sposób dana sieć społeczna zareaguje na bodźce, na przykład ekonomiczne, jest więc zależne od ogromnej liczby czynników. Co gorsza, zarówno reakcja na bodźce, jak i same czynniki determinujące tę reakcję, zmieniają się wraz z upływem czasu i rozwojem społeczeństw. To znaczy, że przedmiot, który bada ekonomia, podlega ciągłym zmianom. Panta rhei. I tak jak Heraklit nie mógł wejść dwa razy do tej samej rzeki, bo ta za każdym razem odpływała i stawała się inną rzeką, tak i u ekonomistów z badania na badanie, z publikacji na publikację, każdy model opisuje i bada trochę inną gospodarkę, bo ta w międzyczasie odpływa. To trochę tak, jakby w pewnym dniu upuszczone przedmioty zaczęły być odpychane od ziemi i konieczne stało się zrewidowanie całej dotychczasowej wiedzy o grawitacji. A za kolejne kilka lat oderwane z drzewa jabłka miały tendencję do odlatywania w bok. Pojawienie się kart kredytowych, Internetu, globalizacja przepływów kapitału, wymusiły uaktualnianie dotychczasowych teorii ekonomicznych, ponieważ cały system gospodarczy zaczął funkcjonować nieco inaczej.

Po tej dygresji możemy zająć się narzekaniem na jakość obecnej debaty o naprawie globalnej gospodarki. Po pierwsze, koronnym argumentem podczas dyskursu polityków gospodarczych staje się stwierdzenie, że jakiś pomysł bądź propozycja rozwiązania problemu jest logiczna lub oczywista. I już. Pojęcia te są jednak bardzo nieostre. Zapytajmy na przykład, jaka jest oczywista i logiczna zmiana akcji kredytowej w reakcji na podniesie stóp procentowych? Dla osoby niemającej nic wspólnego z ekonomią żadna reakcja nie jest oczywista, bo po prostu tego nie wie. Dla kogoś obeznanego z klasyczną myślą ekonomiczną logiczne jest, że spowoduje to spadek akcji kredytowej. A jak jest obecnie? W skrócie: Australia i Nowa Zelandia, rok 2006. Władze monetarne, chcąc ograniczyć liczbę udzielanych kredytów hipotecznych, podnoszą stopy procentowe. Jednak wyższe oprocentowanie lokat kusi większą liczbę globalnych inwestorów, a banki zasilone w dodatkową płynność zwiększają akcję kredytową. Rynkowe stopy procentowe w Japonii od ponad 10 lat są najniższe na

świecie, oscylując wokół zera. Nie licząc globalnych graczy otwierających pozycje carry trade, akcja kredytowa w tym kraju jest mizerna, a inflacja bliska zeru. Skoro już jesteśmy przy Japonii, to popularna w ubiegłym stuleciu teoria nosząca miano międzynarodowego efektu Fishera mówiła, że waluta kraju o niższych stopach procentowych będzie się umacniać względem waluty kraju o wyższych stopach procentowych. Stopy japońskie już niższe być nie mogą, a jen przez 20 lat przed kryzysem osłabiał się, spychany masowym zawieraniem transakcji carry trade. Intensyfikacja globalnych przepływów kapitałowych wymusiła więc także poprawienie teorii opisujących zmiany kursów walutowych pod wpływem zmian stóp procentowych. Dzisiaj zależność pomiędzy tymi dwoma zmiennymi opisuje teoria parytetu stóp procentowych. Z kolei, czy większe oszczędności prowadzą zawsze do ożywienia inwestycji? Występuje tu paradoks zapobiegliwości. No to może chociaż wzrost ceny produktu doprowadzi do spadku popytu na nie? Przykro mi – dobra Giffena. Powiecie, że to specjalnie dobrane, skrajne przypadki. I macie racje. Ale skąd wiadomo, że jedna z tych proponowanych logicznych oczywistości nie jest właśnie takim specjalnym przypadkiem? Pomysłodawca powinien przeprowadzić kompleksową analizę skutków danego rozwiązania i podać wyniki tejże analizy do wiadomości publicznej. Jest to konieczne, aby zagwarantować przeprowadzenie efektywnej debaty pozwalającej wyłonić najlepsze rozwiązanie. Niestety obecnie, chociażby w strefie euro, wiele propozycji gospodarczych jest właśnie takimi oczywistościami, sprzedawanymi w kolorowym opakowaniu pseudo-reformami, których wpływ na gospodarkę wyjaśnia się „na chłopski rozum", używając jedynie sugestywnych metafor. Ale fakt, że nie stoi za tym model, badanie, czy inna naukowa próba ustalenia, w jaki właściwie sposób ta zmiana wpłynie na życie gospodarcze, uniemożliwia przeprowadzenie konstruktywnej debaty. Dobrym przykładem jest tu koncepcja euroobligacji. Krytykowany przez ekonomistów, czysto polityczny pomysł, który ma w cudowny sposób rozwiązać europejskie problemy, ale tak na prawdę odsuwający je jedynie w czasie i generujący jeszcze większe nierównowagi rynkowe.

Keynes stwierdził kiedyś, iż badacze są zazwyczaj więźniami martwych ekonomistów. Obecną debatą nad stanem globalnej gospodarki również rządzą martwi ekonomiści. Prawdą jest, że naukowcy nie wyciągnęli należytych lekcji z azjatyckich kryzysów finansowych, których mechanizm był zbliżony do tego, co obserwowaliśmy w 2007 roku w USA. Zapomniano o pracach Minsky'ego, Schillera, Akerlofa, Eichengreena i wielu innych, którzy konstruowali modele niestabilności finansowej, opisywali anatomię krachów kredytowych oraz badali defekty rynków finansowych, precyzyjnie przewidując możliwość wystąpienia takiego załamania, przez jakie przechodzimy. Błędem było zapomnienie tych prac. Z drugiej strony jednak należy pamiętać o tym, iż od ich czasów gospodarka trochę odpłynęła. Ci ekonomiści prowadzili badania nad nieco innymi systemami gospodarczymi. Dlatego bezrefleksyjne wzorowanie się na zaleceniach dawno pożartych przez saprofity naukowców może zaprowadzić nas w ślepy zaułek, z którego bardzo ciężko będzie się wydostać. Nowe czasy wymagają często nowych rozwiązań.

Kolejnym defektem gospodarczej debaty publicznej na całym świecie jest ideologizacja poglądów gospodarczych. Temat ten doczekał się nawet publikacji Paula Krugmana. Otóż, jak samokrytycznie przekonuje w swojej pracy profesor z Princeton, w czasie ostatniego kryzysu ekonomiści mieli tendencję do bronienia gospodarczych pomysłów tych polityków, z którymi dzielili poglądy ideologiczne, mimo, że pomysły te same w sobie były, delikatnie mówiąc, nierozsądne. Podział na keynesistów, neoklasyków, lewicę, prawicę, bierze się z właśnie z takiej ideologizacji poglądów. Polityk gospodarczy nie powinien odrzucać rozwiązań, których skuteczność potwierdzają przeprowadzone badania, jedynie dlatego, że nie wpisują się w jego przestrzeń ideologiczną. Nie powinien się do pewnych rozwiązań uprzedzać.

Mówimy obecnie o drugiej fali kryzysu. Jednak jakościowo obecne problemy z obsługą zadłużenia przez takie kraje jak Grecja czy Portugalia są identyczne z tym, co przeżywaliśmy w 2007 roku. Krach sprzed czterech lat był efektem bankructwa żyjących ponad stan amerykańskich gospodarstw domowych, tak jak obecne zawirowania wynikają z niewypłacalności żyjącej ponad stan Grecji. Na pewnym poziomie ogólności śmiało można przyjąć, że Grecja jest jednym z takich gospodarstw domowych NINJA[1], którym udzielano masowo kredytów. W obu przypadkach faktyczne ryzyko kredytowania okazało większe niż to postrzegane przez rynek. Do wypaczeń w postrzeganiu ryzyka doprowadziły w obu przypadkach czynniki instytucjonalne. Wydaje się więc, że także rozwiązania obu problemów będą zbliżone. W kolejnym numerze Trendu spróbuję przeanalizować obecną sytuację w Europie, a także w USA, oraz zastanowię się, jakie panaceum na problemy wyłania się z najnowszych publikacji na ten temat. ■

1. No Income, No Job or Assets.

Europa do remontu

Europa kryzysu. Jak wygląda? Po bańce na irlandzkim rynku nieruchomości, terapii szokowej franka szwajcarskiego, z piętnem przekrętów budżetowych Greków, przed naszymi oczami ukazuje się osłabiona strefa euro na czele z deficytowymi krajami (określanymi jako PIGS, czy ostatnio jako Klub Med – patrz: ramka), które pod ochronnym parasolem tandemu Merkel-Sarkozy uciekają przed wizją perspektywicznej stagnacji lub, co gorsza, bankructwa. Nie ma się co dziwić, że słabość systemów i mechanizmów oraz nieodpowiedzialne zadłużanie się krajów strefy euro doprowadziło UE przed widmo kolejnego kryzysu gospodarczego. Strategia Lizbońska kreująca UE na najbardziej konkurencyjną gospodarkę świata odeszła w zapomnienie. Teraz wizja Wspólnoty z Maastricht potrzebuje natychmiastowego odświeżenia.

MARTA CZEKAJ

Pomoc potrzebna od zaraz

W momencie kiedy wierzyciele stają się pożyczkobiorcami, kraje strefy muszą zapomnieć o idei równych szans – teraz muszą walczyć o przetrwanie. Owszem, strefa euro dysponuje środkami, które pozwalają opierać się poziomowi zadłużenia, ale przy niskich stopach procentowych i dużych oszczędnościach prywatnych. Przy skumulowanym zadłużeniu Eurolandu wynoszącym 88% PKB[1] (dane na 2011 r.) jest to perspektywa coraz mniej realna. Europie nie jest łatwo również ze względu na mniej lub bardziej zewnętrzne czynniki, chociażby gigantyczne straty ukryte w bankach i instytucjach finansowych oraz gwałtowne dążenie sektora bankowego do oddłużania się, przy równoczesnym wydłużaniu się długości życia i spadku liczby urodzeń. Poza tym, gdy finansowanie odbywa się poprzez zewnętrzne oszczędności i w zagranicznych dewizach, wrażliwsze stają się stopy procentowe, a im niższa nadwyżka pierwotna (aktualnie w UE niewystępująca), tym bardziej prawdopodobny jest kryzys. Dodatkowo kryzysowy fundament budują podobne mechanizmy jak w przypadku niedawnego globalnego kryzysu - skomplikowane instrumenty finansowe i brak reguł dotyczących rynków finansowych, a w szczególności transakcji terminowych i hedge funds.

Świadomość nierównowagi finansów publicznych – nagminne łamanie wszelkich reguł, począwszy od przekraczania wartości referencyjnych, a skończywszy na wielokrotnym przekładaniu terminu harmonizacji sektora general *government*[2], doprowadzi do sytuacji, gdy rynki postawią na załamanie strefy. Pożyczki na rynku kapitałowym, uznane za bardziej ryzykowne, będą wymagały wyższej rentowności, przez co wzrośnie koszt obsługi długu. Drugie wyjście – finansowa pomoc ze strony MFW - już znacząco obniżyło wiarygodność Eurolandu.

Ratować, czy nie ratować

Tu pojawia się kwestia wewnętrznej solidarności strefy. Niemcom, którzy w imię integracji oddali symbol gospodarczej stabilności – markę niemiecką, może skończyć się cierpliwość. Inne kraje strefy, gdy przestaną poczuwać się do coraz bardziej utopijnej pomocy, oddadzą inicjatywę Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu, mimo wszystko politycznie i ideologicznie powiązanemu z USA. Kłopoty euro, bądź co bądź konkurenta dolara jako pretendenta do miana światowej waluty, oddalają problemy tego drugiego na dalszy plan. Takie posunięcie sukcesywnie zdyskredytuje strefę na światowej arenie. Następnie pojawi się inflacja – zmniejszająca wartość długu, ale i przychodów oraz oszczędności. Niewypłacalność będzie mogła wtedy być jedynie powstrzymywana przez wzrost stóp procentowych, które jednak nie mogą rosnąć w nieskończoność, gdyż ich wzrost może spowodować eksplozję długu publicznego.

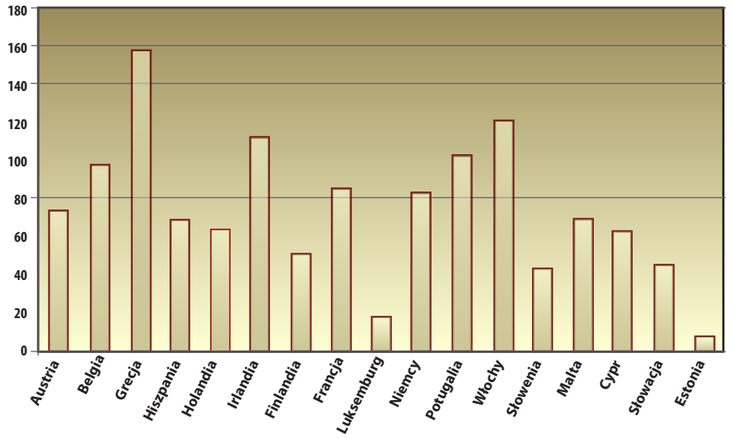
Czarny scenariusz? Nie na tyle, by nie mógł okazać się prawdziwy. Lekiem na brak budżetowego porozumienia mogłoby okazać się ogłoszenie niewypłacalności krajów zapożyczonych w europejskich bankach na horrendalnie wysokie kwoty. Jednak to zapewne doprowadziłoby do dewaloryzacji ich bonów skarbowych, powodując zawirowania na rynkach. Życie po życiu w strefie mogłoby okazać się złudną nadzieją, karaną wieloletnią restrukturyzacją długu. Taką kolej rzeczy mogłyby zmienić stabilne gospodarczo kraje (np. Niemcy, Holandia, Austria), wychodząc ze strefy i tworząc własną unię walutową. Jednak udowodniłoby to druzgocącą porażkę idei Eurolandu. Już sam powrót krajów strefy do pierwotnych walut oznaczałby ich deprecjację. Możliwość łatwej dewaluacji wyznaczałaby poziom konkurencyjności - znowu pojawiłby się wewnętrzne granice – śmiertelne dla jakiejkolwiek integracji.

Quo vadis Europo?

Proponowane rozwiązania, tj. emisja euroobligacji, powstanie rządu gospodarczego strefy euro, czy ujednolicenie stopy podatku dochodowego, mają tyle samo zwolenników, co przeciwników. Mamy do czynienia z Europą dwóch prędkości, a ciężar długu publicznego przygniata wszelkie priorytety – czas więc na daleko idące reformy strukturalne.

Specyficzna konstrukcja UGiW – wspólna polityka monetarna oraz zdecentralizowana sfera gospodarcza i fiskalna – określa pewne wymagania. Są to zapisy traktatowe (kryteria Traktatu z Maastricht, tj. 3% PKB i 60% PKB - maksymalny poziom odpowiednio deficytu i długu publicznego), które miały nie dopuszczać do nadmiernych deficytów publicznych. Niestety te „reguły gry" nie były przestrzegane przez niektóre kraje (np. Grecja). Brak ściśle zdefiniowanej funkcji kontrolnej i wiara w samodyscyplinę krajowych rządów doprowadziły do luźnego traktowania fiskalnych uregulowań, a co za tym idzie, wysokich deficytów. Ochronę przed podobnymi błędnymi praktykami ma stanowić planowany federalizm budżetowy i powołanie instytucji koordynującej politykę fiskalną UE. Na czele takiego podmiotu mógłby stanąć unijny minister finansów, bezpośrednio odpowiedzialny za nadzór nad polityką fiskalną i konkurencyjnością. Fiskalne „Stany Zjednoczone Europy" umożliwiłyby emisję euroobligacji, które są ostatnio tematem kontrowersji. Podobnie jak skup toksycznych obligacji z zadłużonych krajów przez Europejski Bank Centralny. Wstępem do koniecznych zmian ma być niedawno uchwalony pakt Euro Plus (patrz: ramka). Najważniejsze jednak, by kolejne deklaracje przełożyły się na wymierne działania, a czas pokaże, czy Europa kryzysu ewoluuje w Europę zmian. ■

Dług publiczny jako % PKB[3] (w cenach rynkowych) w krajach UGiW (EU-17) w 2011 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie European Commission, Statistical Annex of European Economy, Spring 2011.

Słownik

PIGS – akronim, używany przez ekonomistów, analityków oraz ekonomiczną prasę, odnoszący się do pierwszych liter nazw krajów - problematycznych gospodarek strefy euro - *Portugal, Italy, Greece, Spain* (Portugalia, Włochy, Grecja, Hiszpania), w związku z ich nadmiernym zadłużeniem publicznym. Określenie, które pojawiło się wraz z nadejściem kryzysu finansowego 2007-2010, przyjmowało różne odmiany. Ze względu na kryzys w Irlandii w 2008-2010 przyjął się skrótowiec PIIGS - dodano literę „I" jak Ireland (Irlandia). W 2009 roku niektórzy komentatorzy do tego niechlubnego grona włączali również Wielką Brytanię - dodano „G" jak Great Britain (Wielka Brytania)- określając je jako PIIGGS.

Klub Med – przyjęte w prasie ekonomicznej określenie śródziemnomorskich, najbardziej zadłużonych krajów strefy euro, odnoszące się do grupy w składzie: Grecja, Włochy, Hiszpania, często również (mylnie) Portugalia. Rozwinięcie skrótu „Med" to „*Mediterranean countries*" (ang.), czyli kraje basenu Morza Śródziemnego.

Pakt EuroPlus – pakt państw europejskich, o zawiązaniu którego ostateczna decyzja zapadła 24/25 marca 2011 roku na szczycie UE w Brukseli. Na podpisanie porozumienia, zwanego także „paktem dla konkurencyjności", zdecydowało się 27 krajów UE, również te spoza strefy euro, tj. Polska, Dania, Litwa, Łotwa, Rumunia i Bułgaria. Ta deklaracja polityczna ma na celu zbliżenie narodowych polityk gospodarczych oraz centralizację zarządzania gospodarczego Eurolandu poprzez koordynację podatkową oraz reformy sektora finansów publicznych (progi ostrożnościowe, reguła wydatkowa), czy współpracę na rzecz wzrostu konkurencyjności, zatrudnienia i innowacji. Narzucenie przez bogatsze państwa UE zacieśnienia gospodarczego i wysokich standardów dyscypliny finansowej ma nastąpić w zamian za pomoc krajom, które potrzebują wsparcia finansowego od partnerów w UE (Grecja, Irlandia, w przyszłości prawdopodobnie również Portugalia).

1. *średnia wartość długu publicznego krajów strefy euro (EU-17), źródło:* European Commission, Statistical Annex of European Economy, Spring 2011.

2. sektor general government – tj. sektor publiczny.

3. Dane oparte są na definicji salda budżetowego obejmującego budżet centralny, budżety regionalne, lokalne, fundusze ubezpieczenia społecznego oaz wpływy ze sprzedaży telefonii komórkowej UMTS.

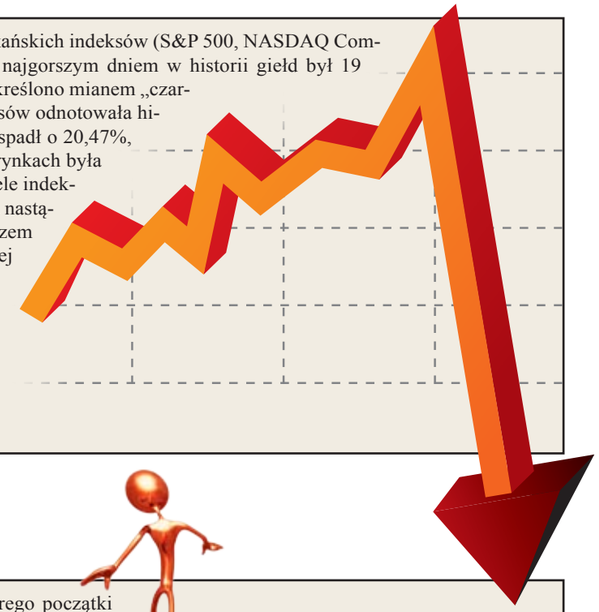
Największe dzienne spadki amerykańskich indeksów

MAŁGORZATA KOSIECKA

Obecna sytuacja na światowych rynkach finansowych nie napawa optymizmem. Widoczne są znaczne wahania na giełdach, a dzienne spadki indeksów sięgają kilku procent. Czy jednak okres ten należy uznać za najgorszy w historii?

1

Analiza kształtowania się wartości głównych amerykańskich indeksów (S&P 500, NASDAQ Composite oraz DJIA) pokazuje wyraźnie, że do tej pory najgorszym dniem w historii giełd był 19 października 1987 roku. W pełni zasłużenie dzień ten określono mianem „czarnego poniedziałku". To właśnie wtedy większość indeksów odnotowała historyczne największe dzienne spadki. Indeks S&P 500 spadł o 20,47%, DJIA o 22,61%, a NASDAQ o 11,35%. Zmienność na rynkach była w tamtym okresie znaczna. Już 20 i 21 października wiele indeksów zanotowało wzrost, natomiast 26 i 27 października nastąpiła kolejna fala przecen. Indeksy zanurkowały tym razem po niemalże 10%. Przyczyna krachu z 1987 roku do tej pory budzi spory wśród środowiska akademickiego i praktyków rynków finansowych. Napływające na rynek negatywne informacje doprowadziły do paniki wśród inwestorów, którzy w wyniku łatwego dostępu do informacji i możliwości szybkiej reakcji dzięki rozwojowi technologii zaczęli masowo wyprzedawać akcje.



2

Rok 1987 nie był najgorszy dla indeksu DJIA, którego początki sięgają XIX wieku. Największy dzienny spadek w wysokości 24,39% indeks ten odnotował w 12 grudnia 1914 roku, gdy nowojorska giełda była nieczynna z powodu wybuchu I wojny światowej. DJIA pokazywał znaczne spadki także w pamiętnym 1929 roku. 28 października 1929 roku spadł o 13,47%, natomiast dzień później o 11,73%. W okresie od 24 października 1929 („czarny czwartek") do końca kryzysu w 1933 roku wartość indeksu wielokrotnie obniżała się o niemalże 10% dziennie.

3

Dla indeksu S&P 500 najcięższy po 1987 roku okazał się 2008 rok. Kilkuprocentowe spadki i wzrosty były wtedy obserwowane przez wiele miesięcy. 15 października 2008 roku S&P 500 spadł o 9,03%, był to drugi w historii największy spadek tego indeksu. Trzeci nastąpił 1 grudnia omawianego roku i wyniósł 8,93%. 15 października był dniem znaczących zniżek również innych indeksów: DJIA spadł o 7,87%, a NASDAQ o 8,47%. Indeks NASDAQ odnotował znaczne spadki także w 2000 roku - 14 kwietnia jego wartość obniżyła się o 9,67%. Spadki z tamtego okresu były skutkiem pękającej bańki internetowej.

Finansjera przez duże F

Młodzi ludzie coraz częściej wyjeżdżają za granicę, aby tam próbować swoich sił w międzynarodowych korporacjach finansowych. Banki inwestycyjne i fundusze hedgingowe przeprowadzają przecież transakcje na skalę nieporównywalną do polskich warunków, stwarzają więc okazję do zdobycia doświadczenia, którym pochwalić się może niewiele osób pracujących w kraju. Poziom profesjonalizmu, na jakim przyjdzie pracować i rozwijać się młodym aspirującym finansistom w Londynie, Frankfurcie, Paryżu czy Zurychu, w Warszawie są im w stanie zapewnić tylko niektóre firmy, w dodatku niekoniecznie związane z finansami. Oczywiście wiążą się z tym również odpowiednio wyższe możliwości finansowe.

MATEUSZ HOJDYSZ

W bankowości chodzi o pieniądze

Osoba, która dostanie za granicami Polski propozycję rozpoczęcia pracy w tzw. front office (czyli działach będących najbliżej klientów i pieniędzy) na pozycji Analyst, a więc takiej, jaką oferuje się absolwentom świeżo po studiach, może liczyć na zarobki nawet trzykrotnie wyższe niż na stanowisku o podobnej randze w najbardziej prestiżowych firmach konsultingowych w Warszawie. Ze względu na różnicę pomiędzy polskim i angielskim systemem edukacji, na Wyspach wiele osób decyduje się na rozpoczęcie stałej pracy już po licencjacie – i często już nie powraca do kształcenia akademickiego lub po kilku latach robi studia podyplomowe (MBA), po czym wraca do branży. Część próbuje też sił ze swoim doświadczeniem poza bankowością, gdzie czekają na nich liczne możliwości rozwoju. Dla najlepszych istnieje opcja awansu bezpośrednio na stanowisko Associate, które postrzegane jest jako rokujące na dłuższą karierę w firmie i otwierające drogę do dalszego wspinania się po korporacyjnych szczeblach.

Praca z najlepszymi, dla najlepszych

Okazja do osiągania ponadprzeciętnego dochodu przyciąga jak na każdym rynku coraz większą liczbę chętnych do wejścia. Dodatkowo, jest to praca wymagająca, ale i ciekawa – tu każde wydarzenie polityczne, przełom technologiczny czy nowy pomysł mają swoje znaczenie i tworzą nowe możliwości. Fakt, że sektor finansowy oferuje perspektywy zarobkowe niedostępne w jakiejkolwiek innej branży, powoduje, że prestiż pracy w jednej z instytucji z najwyższej półki zachęca do aplikowania studentów z najlepszych uczelni i kierunków tradycyjnie niezwiązanych z biznesem, a więc inżynierów, matematyków i fizyków, których umiejętności analityczne przydają się w tworzeniu i analizie skomplikowanych instrumentów i modeli, ale też najwybitniejszych w swoich dziedzinach absolwentów nauk humanistycznych, takich jak np. historia sztuki. - *Model edukacji i selekcji pracowników w Wielkiej Brytanii jest zupełnie inny niż w kontynentalnej Europie (np. w Polsce lub Niemczech). Tu solidne wykształcenie akademickie, świadczące o zdolnościach intelektualnych kandydata, jest traktowane jako pewna baza, na której można budować karierę zarówno uczelnianą, jak i profesjonalną. Wyniki na studiach analizowane są pod kątem ambicji i pracowitości studenta – pozwalają oszacować jego potencjał. Zainteresowanie szeroko pojętą ekonomią i rynkami jest niezbędne do osiągnięcia sukcesu, jednak konkretne umiejętności zawodowe zdobywa się bardzo szybko na praktykach. Kolejne klasy letnich programów Summer Analyst przyczyniają się do ich ulepszania i coraz efektywniejszych form początkowego szkolenia - które już w tej chwili jest niesamowite* – mówi Piotr Wetmański, student III roku ekonomii i filozofii na University College London, mający za sobą kilka staży w prestiżowych instytucjach. Studenci aspirujący do pracy w sektorze finansowym uczestniczą w programach treningowych i praktykach już od pierwszego roku studiów.

Każdego roku na wiosnę organizowane są tak zwane Spring Weeks, trwające tydzień lub dwa programy mające na celu wprowadzenie studentów w świat finansów, pokazanie, jak działa instytucja banku inwestycyjnego i jak wygląda praca w poszczególnych działach. Zarówno na uczelniach, gdzie eventy te są mocno promowane, jak i bezpośrednio podczas stażu, możliwe jest nawiązanie kontaktu z pracownikami banku – często to doświadczenie okazuje się bezcenne! Kolejnym etapem są praktyki letnie, na które przyjmowane są aplikacje studentów ☛

przedostatniego (w systemie brytyjskim drugiego) roku studiów.

Konkurencja nie śpi

- Z roku na rok widać coraz wyższy poziom zaawansowania osób, które starają się o przyjęcie zarówno na praktyki, jak i do studenckich organizacji związanych z finansami. Pierwszoroczniacy, przychodząc na uczelnię i rekrutując się na Spring Weeks, posiadają już szereg innych doświadczeń w branży, niektórzy nawet po kilka praktyk w prestiżowych butikach i funduszach inwestycyjnych, które zdobyli jeszcze w liceum – mówi Wetmański. Na stronach niektórych banków faktycznie można znaleźć eventy przeznaczone dla tej grupy wiekowej, a czytając życiorysy niektórych studentów, widzi się, jak bardzo są zaangażowani w to, co chcą robić w przyszłości i jak ciężko pracują, osiągając często imponujące sukcesy. Potencjalni bankierzy wybierani są spośród najbardziej utalentowanych i pracowitych osób, które zdążyły już gdzieś zaistnieć. Kolejne pozycje w ich życiorysach dowodzą tego, że osoby te wiedzą, czego chcą i są gotowe dać z siebie wszystko, aby osiągnąć cel. Mało tego, niejednokrotnie sugerują, że stać ich na jeszcze więcej. Wśród nich są laureaci międzynarodowych olimpiad, programów NASA, a nawet piloci myśliwców ze stopniem oficerskim. Im ciekawsza osobowość i osiągnięcia kandydata, tym lepiej. Nacisk kładziony jest na szukanie ludzi, u których widać perfekcjonizm we wszystkim, co robią i chęć wywierania wpływu na otaczającą ich rzeczywistość.

Polacy bez szans?

Wydawać by się mogło, że do tak elitarnego grona, skupiającego tylko najlepszych z najlepszych, bez zdobycia dyplomu Oxfordu, Cambridge lub LSE, studenci polskich uczelni nie mają szans aspirować. Tymczasem, okazuje się, że najczęściej przyczyną tego, że studenci z Polski nie dostają propozycji jest po prostu to,… że nie aplikują! W londyńskim City pracuje już przecież kilkuset Polaków, którzy nierzadko zajmują wysokie stanowiska. Korporacje, chcąc rozwijać działalność w Europie Środkowo-Wschodniej, chętnie zatrudniają osoby władające językami z tego regionu, które później nawiązują i utrzymują relacje z lokalnymi klientami. - *Istnieje w tym wypadku niebezpieczeństwo zostania zaszufladkowanym jako „bankier środkowoeuropejski", przez co powierzane projekty będą dotyczyły transakcji wyłącznie w tej części kontynentu, podczas gdy, jak wiadomo, największe i najciekawsze z nich przeprowadzane są w Londynie* – mówi jeden z pracowników banku inwestycyjnego, który prosił o anonimowość. Nie jest to jednak reguła. Znajomość języka i lokalnego rynku nie są jedyną zaletą, dzięki której rodacy dostają posady w brytyjskich instytucjach finansowych. – *Jeżeli w swojej aplikacji student wykazuje chęć do ciężkiej pracy, profesjonalizm i ambicje, które odpowiadają kulturze i wartościom danej firmy, to wciąż ma szanse dostać się na praktykę* – tłumaczy Piotr Wetmański. – *Podstawowe pytanie, jakie zadaje sobie rekruter podczas oceny dokumentów aplikacyjnych i rozmowy, to „czy chciałby z daną osobą spędzać codziennie 12 godzin". Ważna jest więc umiejętność takiego zaprezentowania siebie, aby zostać polubianym i zapamiętanym. Trzeba być otwartym i szczerym. Mile widziane są unikalne hobby i doświadczenia. Zdarza się bowiem, że rozmowa kwalifikacyjna dotyczy niemal wyłącznie nich* – dodaje Piotr. Obowiązkowe jest również dogłębne przygotowanie się z zakresu wiedzy o instytucji, do której składana jest aplikacja, wliczając w to opanowanie „do bólu" publikacji ostatnich wyników finansowych, komunikatów prasowych, ważnych transakcji – wszystko to ma na celu sprawdzenie, czy kandydat rzeczywiście interesuje się daną firmą i należycie odrobił pracę domową.

…a co z kryzysem?

Na całym świecie w wyniku cięć kosztów przez banki podczas kryzysu pracę straciło łącznie ok. 50 000 osób. Obecnie sytuacja wydaje się stabilizować, a firmy wciąż rekrutują studentów na praktyki na podobnym poziomie co wcześniej. Każda z kilkunastu największych instytucji co lato przyjmuje na 10-12 tygodni ok. 300-400 praktykantów, najwięcej do działów Sales & Trading, Bankowości Inwestycyjnej, Research'u, ale też Technologii (Informatycy!) i Operacji. Pojawiają się jednak głosy, że trudniej jest jednak po odbyciu stażu otrzymać propozycję stałej pracy. – W grupie studentów, z którą uczestniczyliśmy w programie letnim, tylko 20 proc. osób dostało angaż, podczas gdy jeszcze rok temu było to 80 proc. – mówi świeżo upieczony Salesman jednego z banków inwestycyjnych w Londynie.

Czy warto?

Jeżeli ktoś jest gotowy dla błyskotliwej kariery poświęcić kilka lat na naprawdę ciężką i intensywną pracę pod dużą presją i zrezygnować częściowo lub całkowicie z czasu wolnego (godziny spędzane w biurze/wyjazdach służbowych potrafią być NAPRAWDĘ długie w porównaniu z tym, czego wymaga 40-godzinny tydzień roboczy w Polsce), to jest to zdecydowanie najlepsza opcja na szybki start. Jeżeli jednak wymarzona praca to 8-godzinny etat bez stresu i wyścigu szczurów, to londyńskie banki nie są najlepszym wyborem. Nie oznacza to jednak, że należy całkowicie porzucić plany wyjazdu za granicę – Londyn, chociaż niewątpliwie jest największym i najbardziej dynamicznym, nie jest jedynym centrum finansowym w Europie. Pozostałe z nich (w tym miasta krajów niemieckojęzycznych) oferują dużo ciekawych możliwości w nieco łagodniejszej oprawie, o czym więcej w kolejnych wydaniach TRENDu. ■

akademickie inkubatory przedsiębiorczości

Kompleksowe wsparcie dla młodych przedsiębiorców

www.aipsgh.pl

KPMG
cutting through complexity

Udany start na wysoką orbitę

Potężny pracodawca
to potężne perspektywy

www.kariera.kpmg.pl

© 2011 KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative („KPMG International"), podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa i logo KPMG oraz hasło „cutting through complexity" są zastrzeżonymi znakami towarowymi bądź znakami towarowymi KPMG International.

www.experiencepwc.pl

Experience PwC

Weź udział w konkursie

Na rozwiązania testów on-line czekamy ***do 3 listopada.***

pwc

Zarejestruj się na **www.experiencepwc.pl** i przejdź przez kolejne etapy konkursu: Test on-line / Case study on-line / Konferencja Finałowa.

Start 5 października.

Czekają na Ciebie praktyki w naszej firmie, szkolenia Akademii PwC, kursy językowe, wycieczka zagraniczna i nie tylko!

PARTNERZY

PATRONI MEDIALNI

www.pwc.com/kariera

Wybieram PwC!

Zapoznaj się z naszą ofertą:

- *praktyk w dziale audytu,*
- *pracy i praktyk w dziale prawno-podatkowym,*
- *praktyk w dziale doradztwa biznesowego.*

Aplikuj do ***31 października!***

pwc

Inwestowanie w wartość

Każdy inwestor na świecie poszukuje swojego „Złotego Graala" inwestowania. Jest wiele strategii inwestycji pieniędzy. Nie można powiedzieć, która jest najlepsza - ważne, aby dzięki jej stosowaniu zarabiać. Wielu początkujących i doświadczonych graczy wzoruje się na kimś, kto już osiągnął sukces. Jest to najlepsza droga to stworzenia swojej indywidualnej metody. Najlepsi tego świata mieli swoich mentorów, których wiedza była podwaliną ich bogactwa; jednym z nich jest Warren Buffett. Ten jeden z najbogatszych ludzi na świecie osiągnął sukces dzięki inwestowaniu, zaś jego nauczycielami byli Benjamin Graham oraz po części Philips A. Fisher. Dzięki ich naukom oraz swojej niebywałej mądrości i rozsądkowi, dzisiaj Buffett jest jednym z najbardziej wpływowych inwestorów na świecie oraz „symbolem" inwestowania w wartość.

PIOTR MURJAS

Jak inwestować w wartość?

Większość początkujących inwestorów, kupując akcje, nie zastanawia się, co tak naprawdę kupuje. Co to za spółka, jaki jest jej profil. Większość myśli, że skoro cena jej akcji wzrasta, wielu ją kupuje, co oznacza, że jest dobrą inwestycją. Kupujemy akcje na podstawie powierzchownej wiedzy, bądź żadnej. Dobry inwestor potrafi znakomicie ocenić firmy, dzięki:

- rozmowie z klientami firmy, jej pracownikami, dostawcami, konkurentami,
- lekturze rocznych sprawozdań finansowych potencjalnej spółki oraz jej konkurentów, raportów branżowych, czasopism branżowych, gazet, publicznych oświadczeń firmy oraz jej konkurentów,
- uczęszczaniu na zgromadzenia akcjonariuszy, zadawaniu pytań menadżerom i dyrektorom, wizytom na targach i imprezach branżowych, konferencjach biznesowych.

Dla początkujących inwestorów najbardziej rozsądnym wyjściem jest poświęcenie czasu na czytanie sprawozdań finansowych i prasy biznesowej oraz, co jest bardziej czasochłonne i kosztowne, udział w konferencjach i targach. Prawda jest taka, że Internet i prasa są głównymi źródłami informacji inwestora. Nie jesteśmy Warrenem Buffettem, którego każdy dyrektor słucha i chętnie z nim rozmawia. Im lepiej znamy daną branżę, tym lepiej dla nas. Przed podjęciem decyzji o inwestycji, najlepiej skupić się najpierw na sobie, zadać sobie pytanie, jakie marki znamy, co kupujemy na co dzień. Jako użytkownicy znamy słabe i mocne strony danego produktu (marki). Inwestor inwestujący we wzrost wartości nie może wykraczać poza zakres swoich kompetencji, wiedzy – skupia się na firmach, które zna i rozumie. Znajomość spółki jest kluczem inwestowania, źródłem poczucia pewności, wiedzy i wygenerowanych zysków.

Inwestowanie w wartość nie jest skomplikowaną filozofią inwestowania, jednak wymaga pracy i jest oparte na długim horyzoncie czasowym. Kluczem tej zasady jest wcześniej wspomniane skupienie uwagi na firmie, której akcje poddajemy analizie. Najlepiej oddają to słowa Warrena Buffeta, który mawia:

„Kupuj tylko takie spółki, z którymi nie będziesz bał się zostać, nawet jeśli kolejna sesja nastąpi za rok."

Aby dobrze inwestować, należy przede wszystkim zrozumieć spółkę, której akcje mamy zamiar zakupić. Przyszły inwestor wycenia akcje w drodze analizy potencjału firmy do generowania tzw. zysku właścicielskiego. Zysk właścicielski to inaczej mówiąc wartość, która nadaje akcjom ich wartość wewnętrzną, na która składają się takie elementy jak:

- siła i trwałość ekonomicznych aspektów działalności firmy,
- uczciwość i kompetencje menedżerów, zarządu,
- kondycja finansowa przedsiębiorstwa,
- duży margines bezpieczeństwa między ceną akcji a wartością wewnętrzną - tworzy rezerwy na wypadek popełnienia błędów w ocenie wartości wewnętrznej spółki.

Typowi inwestorzy klasyfikują spółki na „rozwijające się" oraz „o potencjalne wzrostu". Inwestor stosujący model wzrostu wartości ma do wyboru różne warianty zakupu akcji, np. w jednym miesiącu zakupi akcje spółki o niskim wskaźniku ceny do zysku, ale dużym zwrocie z dywidendy, bądź o niskim wskaźniku ceny do akcji i zwrotu

z dywidendy, ale dużym potencjale wzrostu. Szacunkowa wartość zdyskontowanych zysków właścicielskich powinna być większa od ceny, jaką wyznacza rynek.

Analizując działania największych inwestorów wartościowych, należy zwrócić uwagę na dwa ważne elementy:

- Ograniczenie portfela do kilku akcji
- Inwestowanie w bardzo długim okresie

Aby nasze inwestycje były opłacalne w długim horyzoncie, należy poszukiwać spółek, które przez długi czas będą dominujące w swoim sektorze. Muszą być na tyle silne, aby oprzeć się wahaniom kursów i krótkoterminowym zmianom na rynku.

„Definicja wielkiej i świetnej spółki mówi, że spółka taka będzie wielka i świetna przez następne 25 lub 30 lat."

Warren Buffett

Ograniczenie portfela to kilku spółek pomoże dokładnie skoncentrować się na ich wynikach finansowych oraz branży, której są częścią. Gdy ktoś posiada więcej niż 10 spółek w swoim portfelu, nie jest w stanie ich wszystkich ogarnąć. Jednak oczywiście wszystko zależy od zdolności analitycznych inwestora oraz jego wiedzy.

Inwestowanie pieniędzy to sztuka. Żeby ją posiąść, gracz nie powinien pozwolić, aby emocje niszczyły przewagę wynikającą ze stosowania strategii. Ważnymi cechami przyszłego gracza są:

- Zdolność do samodzielnego myślenia
- Gotowość do ciężkiej pracy
- Wykształcenie umiejętności podejmowania decyzji inwestycyjnych przy braku pełnej informacji
- Unikanie spekulacji
- Cierpliwość i konsekwencja działania
- Umiejętność przyznania się do błędów, wyciągnięcia z nich wniosków oraz unikania ich w przyszłości

Ważne jest również, aby unikać następujących elementów:

- ignorowania prognoz makroekonomicznych, wykresów i analizy technicznej,
- krótkowzroczności,
- konwencjonalnego myślenia,
- następujących typów akcji:
  - cieszących się dużą popularnością,
  - akcji spółek technologicznych,
  - akcji spółek, które nie wykazały jeszcze zysku oraz spółek początkujących,
  - akcji spółek bliskich bankructwa i tych z nowych emisji.

Są to fundamenty filozofii, której twórcą był Benjamin Graham i David Dodd. Dzisiaj jego metoda jest odzwierciedlona w nieprzeciętnych wynikach inwestorów, którzy wykształcili swój typ inwestowania wartościowego, są nimi m.in. wspomniany Warren Buffett, Peter Lynch, John Neff, William J. Ruane, Irving Kahn, Charles Brandes, John Templeton czy Michael F. Price. ■

Myśleć jak Warren Buffett

SZCZEPAN KITA
DOROTA SIERAKOWSKA

Inwestowanie w wartość (value investing) jest, obok growth investing, jednym z dwóch głównych stylów inwestycji w akcje opartych na analizie fundamentalnej. Najważniejszą cechą tego stylu jest dobór do portfela spółek uznawanych za tanie według jednej lub kilku metod analizy fundamentalnej, najczęściej mnożników C/Z i C/WK. W przeciwieństwie do inwestowania w wartość, growth investing jest filozofią zakładającą inwestowanie w spółki charakteryzujące się ponadprzeciętnymi stopami wzrostu wartości fundamentalnych, nawet gdy spółki te wydają się drogie pod względem nominalnych wielkości mnożników (takich jak C/Z i C/WK) i innych metod wyceny.

Nazwa tego stylu inwestycyjnego nie jest przypadkowa. W większości przypadków value investor jest zainteresowany spółkami o solidnych fundamentach i ugruntowanej pozycji, których niska wycena jest spowodowana przejściowymi kłopotami lub nieefektywnością rynku spowodowaną brakiem zainteresowania za strony inwestorów lub analityków. W żadnym wypadku nie chodzi o spółki – bankruty.

INWESTOR	liczba spółek	wskaźniki	branża, pozycja konkurencjna spółki	kondycja finansowa spółki	zyski spółki
Peter Lynch	najlepiej 3-8, nie więcej niż 12	niski wskaźnik C/Z	silna pozycja konkurencyjna; średnie i małe spółki jako te, które mogą osiągnąć największy wzrost zysków; branża o niskim potencjale wzrostu; prosta i nudna działalność spółki; spółki zapomniane przez inwestorów	zdrowy bilans; powolny wzrost zapasów; duże przepływy pieniężne	stały wzrost przychodów ze sprzedaży oraz zysku na akcję; jest wypłacana dywidenda
John Neff	należy unikać nadmiernej dywersyfikacji	niski wskaźnik C/Z (40-60% niższy od średniej rynkowej)	firmy zapomniane przez rynek, lekceważone przez inwestorów; jednocześnie o dobrych perspektywach biznesowych; brak spółek technologicznych	dobra kondycja finansowa spółki (przychody, zyski, marże, ROE)	umiarkowany wzrost zysków (7-20%); duże dywidendy
Philip Fisher	5-12 spółek (tylko tyle, ile jesteśmy w stanie na bieżąco śledzić)	wskaźnik C/Z może być wysoki, jeśli uzasadniają to prognozy zysków	spółki dominujące w danej branży, o dużej przewadze konkurencyjnej; duży potencjał badawczy spółek, umożliwiający stałe wprowadzanie na rynek nowych, rentownych produktów; firmy z przejściowymi trudnościami jako okazje inwestycyjne	w miarę stabilna kondycja finansowa; należy śledzić pogłoski na temat kondycji finansowej danej spółki	odpowiednia polityka dywidend; firma musi działać na rynku co najmniej 2-3 lata i wykazać zysk operacyjny przynajmniej za 1 rok.
Warren Buffett	kilka spółek	jak najwyższy stosunek zysku operacyjnego do kapitału akcyjnego; odejście od grahamowskiej ścisłej analizy ilościowej - większy nacisk na subiektywną ocenę spółki	spółki dominujące w branży, o dużej przewadze konkurencyjnej i możliwości dyktowania cen w długim okresie; prosta działalność („spółki, które może poprowadzić każdy głupiec”)	stała minimalizacja kosztów	–
Benjamin Graham	10-30 spółek	umiarkowany wskaźnik C/Z (średnia z ostatnich 3 lat <15, z 7 lat <25, z 1 roku<20), wskaźnik zadłużenia mniejszy niż 50%; zadłużenie długoterminowe < aktywa obrotowe netto; wskaźnik aktywów obrotowych >2 (powyższe kryteria mogą być złagodzone, jeśli niektóre z nich są wyjątkowo dobre i mogą rekompensować te słabsze)	duże spółki, liderzy w swoich branżach	dobra, stabilna kondycja finansowa spółki	10 lat zysków, 20 lat dywidendy; zysk na akcję wzrósł o co najmniej jedną trzecią w ciągu 10 lat; oszacowanie potencjału do generowania zysków na podstawie danych historycznych

Większość znanych przedstawicieli tej szkoły nie zgadza się z aksjomatem fundamentalnym zarówno dla nauki finansów, jak i dla większości inwestorów, mówiącym o potrzebie szerokiej dywersyfikacji inwestycji. Są ku temu co najmniej dwa powody. Po pierwsze, należy inwestować tylko w taką liczbę spółek, które możemy efektywnie poznać i śledzić na bieżąco. Wiąże się z tym także postulat inwestowania w spółki o prostym modelu biznesowym i nieskomplikowanych produktach, które jesteśmy w stanie bardzo dobrze zrozumieć. Po drugie, jak podkreśla Warren Buffett, najczęściej inwestor jest w stanie znaleźć tylko kilka spółek, które mogą zaoferować naprawdę ponadprzeciętną stopę zwrotu. Co więcej, prawdopodobieństwo osiągnięcia nadzwyczajnej stopy zwrotu z takich spółek różni się, w związku z czym w ekstremalnych sytuacjach uzasadnione jest zainwestowanie nawet 40% całego portfela w jedną z nich.

Obecna sytuacja na polskim rynku akcji sprzyja zakupom value investors. Ostatnia przecena sprawiła, że akcje wielu solidnych spółek, które niedawno zaprezentowały rekordowe wyniki finansowe, straciły na wartości kilkadziesiąt procent. Na rynku występują objawy paniki, co zgodnie z maksymą Warrena Buffeta „bądź chciwy, gdy inni się boją” stanowi sygnał zakupu.

Do najbardziej znanych przedstawicieli szkoły inwestowania w wartość zaliczamy Benjamina Grahama, Warrena Buffetta, Philipa Fishera, Johna Neffa i Petera Lyncha. W tabeli obok znajduje się podsumowanie ich zasad inwestycyjnych oraz wybrane spółki z GPW, które mogłyby ich zainteresować. ■

kadra zarządzająca	moment sprzedaży	spółki na GPW
jest oszczędna; ma dobry kontakt z pracownikami; posiada akcje spółki	tylko wtedy, gdy analiza fundamentalna wskazuje na pogorszenie sytuacji spółki	**WAWEL** +/- przeciętny wskaźnik C/Z + znana marka, spółka średniej wielkości, nieskomplikowana branża o niskim potencjale wzrostu, spółka zapomniana przez inwestorów (niewielkie obroty) + pomimo dynamicznego wzrostu zapasów spółka cechuje się solidnymi przepływami pieniężnymi i zdrowym bilansem + wzrost przychodów i EPS, obecność dywidendy + zarząd posiada akcje spółki, spada stosunek kosztów zarządu do przychodów **APATOR** +/- przeciętny wskaźnik C/Z +/- średniej wielkości spółka działająca w branży aparatury pomiarowej i łącznikowej dla różnych nośników energii, niewielkie wolumeny na giełdzie - słabe przepływy pieniężne i gwałtowny wzrost zapasów, zdrowy bilans + rosnące przychody i EPS, obecność dywidendy + zarząd posiada akcje spółki, spada wskaźnik koszty zarządu/przychody
–	gdy pogorszy się sytuacja spółki wynikająca z analizy fundamentalnej; gdy akcje osiągną poprawną wartość rynkową	**PUŁAWY**: + niski wskaźnik P/E + spółka zapomniana przez rynek, niewielkie obroty, bardzo dobre ostatnie wyniki sugerują dobre perspektywy na przyszłość, nie należy do sektora high tech + rosnące przychody i zyski, wysokie marże +/- silny wzrost zysków, niewielkie dywidendy **KĘTY** + niski wskaźnik P/E + relatywnie niskie obroty na giełdzie, dobre wyniki finansowe, nie należy do sektora high tech +/- rosnące przychody i zyski, ujemne przepływy pieniężne nawet przed uwzględnieniem dywidend wypłaconych akcjonariuszom + rosnące zyski, duże dywidendy
skuteczna, z przygotowaną strategią długoterminową, dbająca o dobre relacje pomiędzy sobą i pracownikami	gdy decyzja inwestycyjna była błędna, gdy zmieni się istota funkcjonowania spółki, gdy pojawią się lepsze możliwości inwestycyjne; „reguła trzech lat” (jeśli spółka ma gorsze wyniki od branży przez 3 lata)	**ASSECO POLAND** + niski wskaźnik C/Z + dominująca pozycja w wielu segmentach rynku informatycznego w Polsce, innowacyjność, ale brak przejściowych trudności + stabilna pozycja finansowa + firma przynosi zyski operacyjne i wypłaca dywidendy
kompetentna i uczciwa; działająca z pasją; myśląca długoterminowo, z perspektywy właścicieli spółki	gdy wartość wewnętrzna rośnie w niezadowalającym tempie; gdy pojawią się lepsze możliwości inwestycyjne (rzadko)	**PZU** + wysoki wskaźnik zysku operacyjnego do kapitału akcyjnego +/- dominująca pozycja na polskim rynku ubezpieczeń, powszechnie rozpoznawalna marka, skomplikowany model biznesowy + kontrola kosztów akwizycji i administracyjnych **ŻYWIEC** + bardzo wysoki wskaźnik zysku operacyjnego do kapitału akcyjnego + lider rynku piwa w Polsce, popularne marki, nieskomplikowana działalność operacyjna - mimo redukcji kosztów w 2010 roku, w pierwszej połowie 2011 znaczny spadek marży operacyjnej + prezes zarządu jest wieloletnim pracownikiem dominującego akcjonariusza, Heinekena
uczciwa i kompetentna; powinna być odpowiednio nadzorowana ze względu na możliwe konflikty interesów („menedżeryzm”)	gdy pogorszy się sytuacja fundamentalna spółki; gdy cena rynkowa nie odzwierciedla wartości wewnętrznej spółki	**PKO BP** +/- umiarkowany wskaźnik cena/zysk, wskaźnik zadłużenia duży wyższy od 50% ze względu na specyfikę modelu biznesowego banków, pozostałe wskaźniki są bez znaczenia dla banków + lider w sektorze bankowości w Polsce + nieprzerwana historia zysków od pierwszych publicznie dostępnych danych (2005), 190% wzrost EPS od 2001 (uwzględniając 1:10 split akcji w 2004), rekordowe wyniki w I poł. 2011 **ENEA** + wskaźnik C/Z <10, niewielkie zadłużenie, spełnione założenia co do aktywów obrotowych +/- duża spółka, nie będąca jednak liderem w swojej branży + dobra, polepszająca się sytuacja finansowa + zyski i dywidendy każdego roku od 2005, odkąd spółka publikuje wyniki finansowe

Dobry zarząd na wagę złota

„Kto chce rządzić ludźmi, nie powinien ich gnać przed sobą, lecz sprawić, by podążali za nim"
Charles Louis de Secondat Montesquieu

PIOTR MURJAS

Tradycyjnie stosowane są trzy metody oceny wartości przedsiębiorstwa: obliczanie jego wartości likwidacyjnej, obliczanie jego wartości na podstawie dotychczasowej działalności orz ustalenie jego wartości rynkowej. Jednak samo budowanie wartości przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników; jednym z nich jest odpowiednio funkcjonujący zarząd spółki oraz kadra menadżersko- kierownicza. Przy wyborze potencjalnej spółki inwestor powinien poszukiwać tej, której prowadzenie pozostawione jest w rękach świetnych menedżerów. Wielu doskonałych inwestorów giełdowych kieruje się również tym czynnikiem przy wyborze firm do swojego portfela. Dzięki dobrej kadrze spółka prawidłowo funkcjonuje. Znaczenie zarządów i kadry zarządzającej było i jest czynnikiem, na który zwracali uwagę: Philip A. Fischer, Peter Lynch, Warren Buffett oraz wielu znakomitych inwestorów wartościowych. Nic nie zagwarantuje spokojniejszego snu lepiej niż wiedza, że istnieje ktoś uczciwy, zorientowany na interesy właściciela i odpowiednio zmotywowany, aby zarabiać pieniądze dla „mojej" spółki. Według pisarza i badacza rynku Jima Collinsa, wszyscy dyrektorzy wykonawczy, którzy doprowadzają firmy do wielkości, są przywódcami „Piątego Poziomu". Są to osoby, które odrzucają od siebie potrzeby swojego ego, kierując swoją energię na budowanie doskonale prosperującego przedsiębiorstwa. Najważniejsze cechy tego typu przywódcy można sprowadzić do następujących punktów:

- zorientowanie na interesy właścicieli (akcjonariuszy),
- silna motywacja.

Zorientowanie kierownictwa na interesy akcjonariuszy

„*Moje przesłanie dla [dyrektorów wykonawczych] jest proste – prowadźcie swoją firmę, tak jakby była ona jedynym majątkiem, jaki będzie posiadać wasza rodzina przez następne sto lat*".

Warren Buffett

Dobre kierownictwo przede wszystkim traktuje swoich pracowników uczciwie i z szacunkiem.

„*Prawdziwą miarą człowieka jest to, jak traktuje kogoś, kto nie może się mu w żaden sposób odwdzięczyć*".
Ann Landers

Kiedy pracownicy są dobrze opłacani, dostrzegają swój interes w tworzeniu przyszłości firmy, w której pracują. Są to może wyidealizowane słowa, ale istnieją firmy, które zdają sobie sprawę, że dobrze opłacana, szanowana kadra pracownicza będzie lojalna w stosunku do przedsiębiorstwa i będzie chciała wnieść swój wkład w budowanie jego wartości– zysków, pozycji na rynku. Firma wynagradza akcjonariuszy najczęściej poprzez wykup akcji z rynku bądź podnoszenie dywidendy. Polityka dywidendy jest wyznacznikiem kompetencji menedżerskich kadry kierowniczej. Złe kierownictwo będzie gromadzić środki, nie zwracając uwagi na rzeczywiste, bieżące, czy przyszłe potrzeby firmy. Gromadzenie środków na pewno zabezpiecza posady najwyższego kierownictwa, jednak nie jest to dobry ruch w kontekście zagospodarowania pieniędzy akcjonariuszy. Dzięki znacznie większemu zwrotowi z inwestycji, akcjonariusze mogliby zainwestować pieniądze w akcje innych firm i na tym zarobić. Złym krokiem jest również inwestowanie środków w nierentowne przedsięwzięcia. W przypadku wielu firm najlepszym rozwiązaniem jest zatrzymanie wszystkich zysków (niewypłacanie dywidendy w danym okresie) i przeznaczenie ich na finansowanie wartościowego projektu. Dobra kadra zarządzająca do taka, która przede wszystkim rozumie swoją firmę, pracowników; wyznacza sobie określone cele, które chce osiągnąć dla zwiększenia swoich zysków i dominacji na rynku. Doskonały dyrektor zarządzający musi również umieć postępować ze złymi nowinami – z przekazywaniem wszystkich informacji właścicielom. Jest to szczególnie ciężkie, kiedy kondycja przedsiębiorstwa jest gorsza. Kadra wysokiego szczebla boi się o swoje stołki. Jednak uczciwe przedstawienie, jak stoją sprawy w firmie, jest właściwym krokiem do wykształcenia pełnego zaufania pomiędzy dyrektorem a akcjonariuszami. Jak mawia Buffett:

„*Na swoją dobrą opinię musimy pracować 20 lat. Wystarczy pięć minut, by ją utracić.*"

Inteligentna i uczciwa kadra kierownicza nie będzie próbowała zatajać złych wieści. Najlepiej widać to, kiedy czytamy listy Warrena Buffeta do akcjonariuszy, w których przyznaje się on do swych błędów i mówi o planach na najbliższy rok.

Dzięki tego typu posunięciom dyrektorzy, kadra kierownicza oraz sam zarząd, mają dobrą opinię, która jest ważna dla potencjalnego inwestora i akcjonariuszy. Zbudowanie pełnego zaufania w biznesie jest kluczowe dla podnoszenia wartości firmy oraz samych pracowników.

Akcjonariusze i inwestorzy powinni mieć pewność, że powierzają swoje pieniądze ludziom uczciwym, którzy będą pracować z pełnym zaangażowaniem w celu zbudowania doskonale prosperującego przedsiębiorstwa.

Motywacja

Drugą cechą doskonałego dyrektora wykonawczego jest jego motywacja, niespożyta energia oraz śmiałe cele. Taki człowiek przychodzi do pracy z ogromnym entuzjazmem. Nawet jeżeli nie ma danego dnia ochoty do pracy, to znajduje sposób, aby odzyskać siły i być gotowym do niej. Każdy nowy dzień ma przybliżać go do osiągnięcia śmiałych celów, które są wizytówką firmy. Ukazują najważniejsze zadania przedsiębiorstwa, na których należy skupić swoją uwagę w najbliższych okresie. Kiedy dyrektor jest odpowiednio zmotywowany, wpływa to na zaangażowanie reszty pracowników - uświadamia im, że, poczynając od pracowników szeregowych, po najwyższe szczeble kierownictwa, każdy jest odpowiedzialny za tworzenie „nowego" przedsiębiorstwa i jest ważnym ogniwem w firmie. Wpływa to na podwyższone morale pracowników i jest szczególnie ważne na najniższych szczeblach, których pracownicy wykonują często bardzo monotonne i relatywnie słabo płatne zajęcia. Doskonały CEO musi mieć cechy przywódcy.

Jakość kadry kierowniczej

Każdy inwestor poszukuje spółek, którymi zarządzają dokonali menedżerowie. Według Philipa A. Fischera, jednego z najważniejszych inwestorów XX wieku, o jakości kadry kierowniczej decydują następujące cztery podstawowe cechy:

- kompetencje biznesowe,
- planowanie długoterminowe,
- prawość,
- doskonałe relacje z pracownikami i na szczeblach kierowniczych.

Najtrudniejszą umiejętnością dla menedżera jest radzenie sobie z wieloma aspektami codziennej działalności w firmie. Doskonała kadra kierownicza nie boi się wyzwań, podjęcia ryzyka oraz, co jest od czasu do czasu nieuniknione, porażki. Firma, której kierownicy chodzą wyłącznie utartymi ścieżkami, prędzej czy później będzie musiała bronić się przed atakiem ze strony dynamicznego przeciwnika. Należy kontrolować bieżące zadania oraz planować działania na przyszłość. Jest to jedna z cech, których brakuje polskim menedżerom - połączenia zdolności radzenia sobie z organizacją na bieżąco i myślenia na przód, planowania długookresowego.

Wszystkie powyżej omówione cechy dobrej kadry kierowniczej i menedżerskiej możemy odnaleźć wśród 30 najlepszych CEO według pisma Barron's[1]:

Imię i nazwisko	Firma
Jeff Bezos	Amazon.com
Carlos Brito	Anheuser – Busch InBev
Warren Buffett	Berkshire Hathaway
Jamie Dimon	JPMorgan Chase
Warren East	ARM Holdings
Larry Ellison	Oracle
Larry Fink	BlackRock
Reed Hastings	Netflix
Steve Jobs	Apple
Marius Kloppers	BHP Billiton
Patrick Kron	Alstom
Peter Löscher	Siemens
Ma Huateng	Tencent
Fujio Mitarai	Canon
Alan Mulally	Ford
Gordon Nixon	Royal Bank of Canada
David Novak	Yum! Brands
Michael O'Leary	Ryanair Holdings
Samuel Palmisano	IBM
Bruce Rockowitz	Li & Fung
Peter Sands	Standard Chartered
Jim Sinegal	Costco Wholesale
James Skinner	McDonald's
Fred Smith	FedEx
Tim Solso	Cumminis
Rex Tillerson	ExxonMobil
Joseph Tucci	EMC
Miles White	Abbott Labs
Steve Wynn	Wynn Resorts
Dieter Zetsche	Daimler

Najważniejszym zadaniem kierownictwa jest podział kapitału firmy. Jest to dlatego najistotniejsze, gdyż sposób dzielenia kapitału w przyszłości wyznacza wartość przedsiębiorstwa. Większość CEO z powyższej listy prowadzi firmy produkcyjne, które każdego dnia muszą walczyć o utrzymanie się na rynku. Z roku na rok wprowadzają nowe produkty na rynek bądź ulepszają stare. Większość z nich również ma już wyrobiona renomę, markę, wartość. CEO ma dwie możliwości podziału kapitału: może albo reinwestować w przedsiębiorstwo, albo zwrócić go akcjonariuszom. Przy podziale kapitału należy skupić się na ekonomicznymi cyklu życia przedsiębiorstwa. Należy odpowiednio sklasyfikować, w jakiej fazie życia jest obecnie firma - czy jest to:

- Faza rozwojowa – przedsiębiorstwo wydaje kapitał na opracowanie produktów i utworzenie rynków,
- Faza szybkiego wzrostu – przedsiębiorstwo osiąga zyski, ale jego wzrost jest tak szybki, że nie jest w stanie zapewnić sobie dostatecznych środków; często oprócz reinwestowania wszystkich zysków musi zaciągnąć długi lub sprzedawać akcje,
- Faza dojrzałości – tempo wzrostu firmy słabnie, zaczyna ona wytwarzać więcej pieniędzy niż jej potrzeba na pokrycie kosztów rozwojowych i operacyjnych,
- Faza schyłku – obroty i zyski maleją, nadal jednak jest wytwarzana nadwyżka pieniędzy.

Szczególnie w trzeciej fazie zarządzający stoi przed ciężkim wyborem, co zrobić z kapitałem. Jak pokazuje historia, dobre przedsiębiorstwa często źle inwestowały swoje nadwyżki kapitałowe, po jakimś nie były wstanie nadążyć za zmieniającym się rynkiem i trendami – widać to np. po ostatnim spadku udziałów rynkowych Nokii, która powoli ustępuje miejsca Samsungowi czy Apple. Istotnym czynnikiem odpowiedzialnym za budowanie wartości każdego przedsiębiorstwa jest czynnik ludzki. Jest on kluczem dla działania każdej firmy. Pamiętajmy na przyszłość, że im lepsza kadra oraz zespół rozumiejących się i dogadujących się ludzi, tym lepsza perspektywa dla firmy i przyszłych zarobków dla inwestora.

Dobry zespół widać chociażby na przykładzie tych, którzy pracują, pracowali, bądź mieli kontakt z Warrenem Buffetem, zaliczają się do nich: Charles Munger, Bill Ruane, Lou Simpson, Carl Reichardt. Myślę, że warto przyjrzeć się również tym ludziom. Ich sylwetki oraz styl zarządzania pomogą zrozumieć, jak budować wartość przedsiębiorstwa.

Budowanie wartości przedsiębiorstwa przez samego prezesa

Jak ważną rolę dla budowania wartości przedsiębiorstwa ma prezes, można przekonać się np. po ostatnim doniesieniu rezygnacji ze stanowiska prezesa Apple – Stevena Jobsa. Akcje Apple w obrocie pozagiełdowym spadły o ponad 5%. Trzeba pamiętać, że wartość samego Jobsa według magazynu Barron's wynosiła w zeszłym roku na 25 mld dol. Był on tym samym najcenniejszym prezesem na świecie. Od kiedy Jobs przejął stery w firmie we wrześniu 1997 roku, zaczęła się nowa era dla Apple'a. Od tego momentu do chwili obecnej akcje spółki wzrosły o 6 681,8%. Kwartalne wpływy ze sprzedaży wzrosły od 1,73 miliarda do 28,6 miliarda dolarów. Po 14 latach kwartalny dochód firmy był rzędu 7,8 miliarda dolarów na koniec czerwca 2011. Podobnie było, gdy w 2004 roku Sławomir Lachowski, największy wizjoner polskiej bankowości, odchodził z fotela prezesa BRE. Akcje banku spadły wtedy o 9%. Należy pamiętać, że większość najcenniejszych prezesów korporacji na świecie to wizjonerzy (chociażby dwóch wymienionych wcześniej, Bill Gates, czy prezes Oracle, IBM). Im bardziej wpływowa i sławna jest postać prezesa, tym większy jest jego wpływ na samo kreowanie wizerunku przedsiębiorstwa, a co za tym idzie - jego wartości. Dobrą firmę buduje doskonale zgrana, zmotywowana kadra pracowników – od najniższego szczebla po najwyższe kierownictwo, które jest wizytówką firmy. Każda zła wiadomość pochodząca z części tego zespołu ma wpływ na jego wartość. W dzisiejszych czasach doskonały prezes musi być nie tylko dobrym technicznie specjalistą, ale również królem marketingu – kreowanie marką i wizerunkiem przedsiębiorstwa jest najcenniejszą kartą współczesnego biznesu.

Do najlepszych polskich menedżerów świata finansów według „Gazety Finansowej" można zaliczyć chociażby takie osoby, jak[2]: Maciej Bardan, Jacek Bartkiewicz, Jan Krzysztof Bielecki, Mariusz Klimczak, Józef Wancer, itd. Tych nazwisk nie trzeba nikomu przedstawiać. Są to „architekci" polskich finansów. Najlepiej oceniane spółki według rankingu „Pulsu Biznesu" to[3]: BANK ZACHODNI WBK S.A., ING BANK ŚLĄSKI S.A.,TVN S.A., DOM MAKLERSKI IDMSA, LPP S.A., BRE BANK S.A., AGORA S.A.,GETIN HOLDING S.A. Z wymienionych wyżej spółek najlepszych przykładem tej, która wprowadziła nową jakość do życia codziennego, jest chociażby TVN, założony przez ikonę polskiego rynku medialnego – Jana Wejcherta. Tacy ludzie jak on to wizjonerzy i jednocześnie doskonali przedsiębiorcy, których dzieła są częścią życia codziennego w Polsce. Należy szukać podobnych przykładów w firmach, w które chcemy inwestować, gdyż im większe zamiłowanie kadry pracowniczej do pracy w firmie, tym lepsze perspektywy rozwoju na przyszłość. ■

1. http://online.barrons.com/article/SB50001424052970204582404576214641280640346.html(15.08.2011r.)

2. http://gf24.pl/index.php/dodatki/dodatki-specjalne/finansista-roku/1921-25-najlepszych-menederow-wiata-polskich-finansow-2008.html (25.09.2011)

3. http://manageria.gazeta.pl/manageria/1,85811,4916956.html(25.09.2011)

„Simplicity is beautiful”

Produkty strukturyzowane, chociaż ciągle są stosunkowo nową grupą instrumentów finansowych, zdobyły już uznanie na rynkach niemieckich, austriackich i francuskich. Podobno proste rozwiązania są najlepsze, dlatego też warto przyjrzeć się bliżej należącym do struktur warrantom Delta-1, czyli tak zwanym certyfikatom partycypacyjnym. Tym bardziej, że ich oferta na polskim rynku jest coraz bogatsza.

IWONA BOCHNIAK

Co kryje się za pojęciem liniowe certyfikaty strukturyzowane? Są to produkty emitowane najczęściej przez banki, np. PNB Paribas, Raiffeisen czy UniCredit, które pozwalają na inwestycje w wybrane klasy produktów: zaczynając od walut, poprzez pojedyncze akcje, indeksy i koszyki akcji, na surowcach kończąc. Chociaż są często mylnie łączone z certyfikatami funduszy inwestycyjnych i przyrównywane do nich, mają z nimi niewiele wspólnego.

Proste, bo liniowe

Mechanizm kupna i sprzedaży liniowych certyfikatów strukturyzowanych jest identyczny jak w przypadku akcji. Posiadacz certyfikatu partycypuje w zmianie ceny wybranego instrumentu bazowego w stosunku 1:1, jednakże w wymiarze określonym przez tzw. wskaźnik subskrypcji (mnożnik). Przykładowo, jeśli wskaźnik ten dla certyfikatu na BELEX wynosi 1:100, 100 certyfikatów odpowiada wartości indeksu w danym dniu. W przeciwieństwie do certyfikatów bonusowych, dyskontowych, czy ekspresowych, konstrukcja liniowych warrantów jest dosyć prosta, gdyż nie występują w niej dodatkowe opcje typu bariera czy cap. Również struktura kosztów jest przejrzysta. Zwykle inwestor ponosi jedynie koszt równy spreadowi. Przy bardziej skomplikowanych instrumentach bazowych naliczana jest dodatkowo opłata za zarządzanie, która wyrażona jest jako procent wartości certyfikatu.

Morze płynności

Certyfikaty inwestycyjne są odpowiednie zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i korporacyjnych. Jednak to przede wszystkim pośród tych pierwszych cieszą się one coraz większą popularnością, ponieważ umożliwiają inwestycje w instrumenty bazowe, które do tej pory były dostępne tylko przy zaangażowaniu znaczącego kapitału. Te dostępne na warszawskim parkiecie notowane są na poziomie od kilku do kilkuset złotych, więc przy odrobinie chęci nawet studencki budżet jest w stanie znieść koszt stawiania pierwszych kroków na rynku kapitałowym. Zaletą certyfikatów jest również stopień elastyczności, jaki oferują te produkty. Inwestor, w zależności od indywidualnej oceny sytuacji rynkowej, może z łatwością wprowadzić w życie praktycznie każdą strategię inwestycyjną. W palecie dostępnych certyfikatów znajdują się bowiem zarówno warranty typu short zapewniające zyski przy spadających kursach, jak i te powiązane z rozmaitymi funduszami hedgingowymi czy private equity. Tak więc nawet najbardziej egzotyczne inwestycje, np. w rumuńską energetykę czy też w koszyk „sin stocks” są dostępne dla przeciętnego inwestora indywidualnego. Ponadto certyfikaty są instrumentami o nieograniczonej płynności, ponieważ ich emitenci pełnią równocześnie rolę animatorów rynku. Godziny handlu są znacznie dłuższe niż tradycyjny obrót giełdowy i trwają zwykle od 9.00 do 20.00, a w przypadku niektórych banków nawet do 22.00.

Gdzie czai się ryzyko

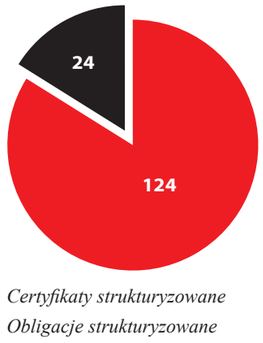
Inwestycja w certyfikaty niesie ze sobą pewne ryzyka, z którymi koniecznie należy się zapoznać przed zajęciem pozycji. Po pierwsze, w odróżnieniu od jednostek funduszy inwestycyjnych, certyfikaty są papierami dłużnymi emitenta, są więc obarczone ryzykiem kredytowym. I choć szacunkowe ryzyko plajty któregokolwiek z głównych graczy jest stosunkowo niskie, nie da się go całkowicie wykluczyć. Nie należy też zapominać, że partycypacja 1:1 dotyczy nie tylko potencjalnych zysków lecz, w przypadku tracącego na wartości instrumentu bazowego, również potencjalnych strat. Przy inwestycji w indeksy lub akcje notowane w walucie obcej, wartość certyfikatu zależy dodatkowo od kursu walutowego. Ryzyka jego wahań można uniknąć, inwestując wyłącznie w instrumenty typu QUANTO, z wbudowanym mechanizmem hedgu walutowego. Jednak zabezpieczenie tego typu jest oczywiście związane z wyższymi opłatami pobieranymi przez emitenta.

Trudna sztuka wyboru

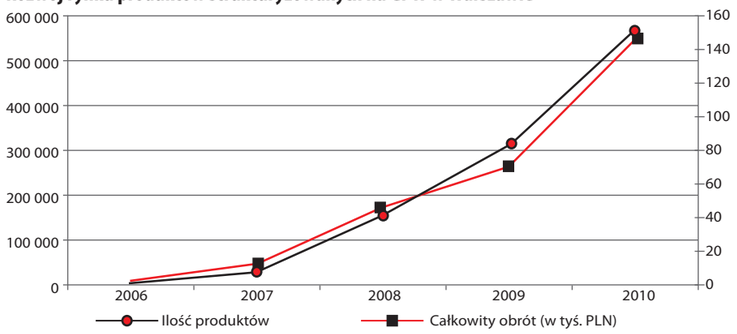
Polski rynek certyfikatów strukturyzowanych przeżywa w tym roku istny renesans. I chociaż konkurencja z rynkiem niemieckim raczej nie wchodzi w grę, ponieważ w kraju naszych zachodnich sąsiadów tradycja inwestowania w tego typu instrumenty jest znacznie dłuższa i tym samym mocniej zakorzeniona, powoli zmierzamy w dobrym kierunku. Pierwszy raz o względy polskich inwestorów walczyły w 2007 roku UniCredit oraz Raiffeisen Centrobank. Wtedy to na warszawskiej giełdzie zadebiutowało 8 produktów liniowych na wiodące indeksy krajów Europy Środkowej i Wschodniej, m.in. na WIG20, ukraiński PFTS, rumuński ROTX, serbski Belex, a następnie kolejnych 11 skoncentrowanych na surowcach, m.in. ropie naftowej, metalach szlachetnych, cukrze, kakao.

Obecnie grupa emitentów produktów strukturyzowanych notowanych na rynku równoległym Głównego Rynku GPW powiększyła się do pięciu. Należą do niej: BNP Paribas, Deutsche Bank, ERSTE Bank, Raiffeisen Centrobank oraz UniCredit. Szeroka paleta warrantów umożliwia inwestorom wybór spośród certyfikatów wszelkich typów i na przeróżne walory. Jeśli chodzi o certyfikaty opcyjne oraz bonusowe i dyskontowe, prym wiedzie Raiffeisen Centrobank, który w lipcu tego roku powiększył swoją dotychczasową ofertę o 117 dodatkowych warrantów. Jednak konkurencja nie śpi. W tym miesiącu na warszawski parkiet mają trafić kolejne 33 produkty, tym razem emitowane przez UniCredit. Włoski gigant stanie się tym samym największym oferentem liniowych certyfikatów strukturyzowanych w Warszawie.

Produkty strukturyzowane na GPW (2010)



Rozwój rynku produktów strukturyzowanych na GPW w Warszawie



Na pytania dotyczące nowej emisji, strategii UniCredit oraz przygotowań Polski i Ukrainy do EURO 2012 odpowiada szef działu Tradingu Sekurytyzowanego Bankowości Inwestycyjnej i Korporacyjnej UniCredit – Erik Haubold.

***Iwona Bochniak**: Witam. Zacznijmy od bardzo konkretnego pytania: kiedy możemy spodziewać się zapowiadanej emisji nowych certyfikatów liniowych na warszawskim parkiecie?*

Erik Haubold: Dzień dobry. Certyfikaty są już dostępne dla inwestorów w obrocie pozagiełdowym. Długo pracowaliśmy nad prawnymi aspektami tej emisji i cieszymy się, że w końcu udało nam się dopiąć wszystko na ostatni guzik. Debiut certyfikatów na GPW jest kwestią dni. Oczekujemy, że proces wprowadzenia na giełdę uda nam się w pełni sfinalizować jeszcze we wrześniu.

***IB**: Raiffeisen Centrobank przeprowadził emisję swoich produktów już w połowie lipca, jednak mimo dużych oczekiwań z nią związanych, zainteresowanie jest jedynie umiarkowane. Czy według Pana jest to związane z obecną niestabilną sytuacją na rynkach, czy może polscy inwestorzy wciąż mają małe zaufanie do nowinek i pozostają wierni sprawdzonym produktom inwestycyjnym, np. kontraktom Futures? Czy UniCredit nie obawia się chłodnego przyjęcia w Warszawie?*

EH: Poruszyła Pani ważny aspekt, nad którym intensywnie zastanawialiśmy się przez rozpoczęciem przygotowań do emisji. Doszliśmy jednak do wniosku, że polski rynek odznacza się ponadprzeciętnym potencjałem, w którego dalszym rozwoju chcielibyśmy mieć udział poprzez poszerzanie palety dostępnych produktów. Pierwszym ważnym krokiem w tym kierunku byłoby stworzenie produktów pochodnych na wiodące indeksy globalne i wschodnioeuropejskie. Bank UniCredit widzi swoją rolę w dostarczaniu produktów prostych, transparentnych, płynnych i innowacyjnych. W takie też wyposażymy polskich inwestorów, oferując im nasze struktury. Swoją pozycję na polskim rynku chcemy umocnić nie tyle w krótkiej, lecz w długiej perspektywie.

Strukturyzowane certyfikaty liniowe są godne polecenia dla inwestorów o najróżniejszych przewidywaniach i poglądach na sytuację rynkową. Dlatego też uważamy, że zainteresowanie nimi nie spadnie. Ponadto oferta warszawskiej giełdy w segmencie tych instrumentów jest dosyć skromna. Skutkuje to tym, że inwestorzy mają niewiele alternatyw. Przy próbie porównania certyfikatów strukturyzowanych z kontraktami terminowymi futures można z łatwością zauważyć, że szczególną popularnością wśród polskich uczestników rynku cieszy się WIG Futures. Jest to oczywista konsekwencja jego dobrej płynności i łatwości obrotu. Dokładnie w te cechy chcemy wyposażyć nasze produkty. Zaletą certyfikatów jest nieograniczone uniwersum inwestycyjne. Obejmują one liczne rynki, na których nie ma wcale kontraktów terminowych, a jeśli istnieją, to cechują się nikłą płynnością. Dodatkowo, w odróżnieniu od kontraktów terminowych, ewentualne straty z tytułu posiadania certyfikatów strukturyzowanych są ograniczone, ponieważ inwestor nie ma obowiązku składania dodatkowego zabezpieczenia. W końcu z pomocą certyfikatów można bardzo szybko reagować na rozwój sytuacji rynkowej i podążać za trendami. Przykładowo, nabywając konkretny certyfikat, z łatwością można zająć pozycję w sektorze energii odnawialnej czy też partycypować w rozwoju tylko tych spółek, które regularnie wypłacają dywidendę.

***IB:** Fakt, przeglądałam listę Państwa nowych certyfikatów i jestem pod wrażeniem, jak bardzo poszerza się oferta polskiej giełdy i tym samym wybór polskich inwestorów. Jedyne czego można by sobie jeszcze życzyć, to kilka produktów dla inwestorów grających na spadki. Czy nie planujecie Państwo uzupełnienia oferty o tego typu certyfikaty?*

EH: Dziękuję za ciepłe słowa pod naszym adresem. Na początku chcieliśmy skoncentrować się na emisji globalnych produktów, które mają posłużyć jako punkt wyjścia do dalszej ekspansji. Będąc jednym z największych emitentów certyfikatów liniowych zarówno na rynku niemieckim, jak i międzynarodowym, jest dla nas niezmiernie ważne, by przede wszystkim poszerzać naszą ekspozycję na rynki Europy Środkowej i Wschodniej. W tym regionie pozycja UniCredit jest wyjątkowo silna.

Jeśli chodzi o produkty Short, jest to jeden z punktów, którym intensywnie się zajmujemy. Obecnie prowadzimy rozmowy zarówno z giełdą warszawską, jak i wiedeńską, mające na celu osiągnięcie porozumienia w sprawie emisji nowych struktur tego typu na obydwu parkietach. Na innych giełdach jest już spora paleta takich certyfikatów. W najbliższym czasie nadrobimy zaległości w Warszawie. Jeśli chodzi o nowe produkty, niezmiernie ważne jest sprostanie wymogom natury prawnej oraz, przede wszystkim w ostatnim okresie, wzięcie pod uwagę restrykcji dotyczących krótkiej sprzedaży na poszczególnych rynkach.

***IB:** Przedwczoraj (6.09. – przyp. red.) w Gdańsku niemiecka i polska reprezentacja rozegrały towarzyski mecz, mający być próbą przed zbliżającymi się wielkimi krokami Mistrzostwami Europy 2012. Wybiera się Pan na nie? (Erik Haubold jest zagorzałym fanem Bayernu Monachium i piłki nożnej w ogóle – przyp. autorki). Serdecznie zapraszam do Polski w imieniu swoim i polskich kibiców.*

EH: W napięciu śledziłem przebieg spotkania Polska – Niemcy. Po pierwsze, gratuluję pięknego nowego stadionu. W przeszłości miałem już okazję odwiedzić Gdańsk i myślę, że Ergo-Arena stanie się kolejnym ważnym punktem turystycznym miasta. Poza tym jestem też pod wrażeniem gry polskiej reprezentacji, która nie tylko wykazała się wielkim zaangażowaniem, ale też pokazała pazur. Końcowy remis uważam za wynik sprawiedliwy, choć osiągnięty z pomocą szczęścia. Zaproszenie na Euro 2012 przyjmuję z wielką chęcią. I równocześnie życzę zarówno sobie, jak i polskim czytelnikom, by nasze reprezentacje spotkały się w finale.

***IB**: Oby to życzenie się spełniło. Bardzo dziękuję za rozmowę.* ■

Jak nie akcjami, to walutami

Kontrakty walutowe na GPW

Pan Jan powoli tracił cierpliwość. Od kilku miesięcy rynek tkwił w męczącym trendzie bocznym, bez żadnej nadziei na zmianę. „Jak tak dalej pójdzie, będę musiał pójść do jakieś normalnej roboty" – wzdrygnął się. W tym samym czasie jednym uchem słuchał ekspertów, komentujących zawirowania na rynku walutowym. „Ci na walutach to mają dobrze" – pomyślał. I nagle w jego umyśle zapaliła się lampka…

MARCIN RÓŻOWSKI

Liczba instrumentów finansowych oferowanych na warszawskiej GPW jest bardzo szeroka. Problem w tym, że niewiele z nich jest w stanie przebić się do świadomości inwestorów na dłużej. Ciekawe rynki, zamiast się rozwijać, wegetują. Jednym z nich jest rynek kontraktów walutowych. To o nich jest ten artykuł.

Dobra waluta to zrozumiała waluta

Pan Jan spoglądał na notowania kontraktów walutowych bez śladu zrozumienia na twarzy. „O co tu chodzi, co to za dziwne liczby?" pomyślał. Ale przyzwyczajony do działania nie odpuścił, tylko rozpoczął poszukiwania odpowiedzi…

Podstawowa prawda na rynku kapitałowym głosi, iż nie należy handlować instrumentem, którego się dobrze nie zna. Zanim otworzymy pozycję, musimy wiedzieć, w jaki sposób nasz instrument zachowuje się podczas ogłaszania danych makroekonomicznych, jaką zmiennością się cechuje oraz jak wyglądają warunki i standardy obrotu. Bez tej wiedzy stawiamy się na gorszej pozycji, zanim w ogóle spekulację rozpoczniemy. Poniżej umieszczono kompilację najważniejszych informacji dotyczących kontraktów walutowych na GPW, które pozwolą na uniknięcie niespodzianek w przyszłości.

Liczba par walutowych na GPW jest dosyć skromna i sprowadza się do wyboru kontraktu na kurs dolara amerykańskiego, euro lub franka szwajcarskiego w relacji do złotówki. W poprzednich latach dostępne były także kontrakty na funt brytyjski, jednak zostały one bezterminowo zawieszone. Standardowo kontrakty oznacza się odpowiednio symbolami FUSD, FEUR oraz FCHF, wraz z rokiem i miesiącem wygaśnięcia. Dla uproszczenia skróty te będą też używane w artykule.

Jako instrumenty notowane na rynku regulowanym, kontrakty walutowe na GPW podlegają standaryzacji. Otwierając pozycję w wybranym kontrakcie, inwestor nabywa lub sprzedaje 10 000 jednostek waluty bazowej po kursie transakcyjnym. Kwotowania podaje się jako równowartość 100 jednostek waluty bazowej w złotych. Przykładowo, inwestor kupując FUSD po kursie 300.00 punktów, za każde 100 USD płaci 300 zł. Zmiany kursu podawane są w punktach z dokładnością do dwóch miejsc po przecinku. Z początku może się to wydawać mało intuicyjne, szczególnie dla osób przyzwyczajonych do standardowych kwotowań na rynku walutowym. Faktycznie jednak cała matematyka sprowadza się do pomnożenia zmiany punktowej kursu przez 100, by otrzymać wynik transakcji w przeliczeniu na złote. Nawiązując do poprzedniego przykładu, wzrost wartości kontraktu do poziomu 301 (o jeden punkt), pozwoli zarobić posiadaczom długich pozycji 100zł. A gdyby przełożyć to na język forexu, jeden pips warty jest złotówkę.

Standardowo dla wszystkich instrumentów pochodnych notowane są cztery serie, wynikające z kwartalnego marcowego systemu rozliczeń. W przypadku kontraktów walutowych sprawa kształtuje się odmiennie. Oprócz czterech zwykłych serii, Giełda wprowadziła do obrotu także serie na kolejne najbliższe dwa miesiące. Jednak te dwa dodatkowe instrumenty jakby nie zostały przez inwestorów zauważone i obroty skupiają się na czterech głównych kontraktach. Nowinka tyleż ciekawa, co nie do końca udana.

Tak jak w przypadku innych derywatów, inwestor zajmujący pozycję jest zobligowany do wniesienia depozytu zabezpieczającego, będącego ułamkiem nominalnej wartości transakcji. Pozwala to inwestorom wykorzystywać mechanizm dźwigni finansowej. W tym miejscu należy zaznaczyć, że kontrakty terminowe na waluty należą do najsilniej lewarowanych instrumentów na rodzimej GPW. Depozyt na parę EUR/PLN wynosi zaledwie 2,2%, na parę USD/PLN 4,0%, natomiast na parę CHF/PLN 8,0%. Dla porównania, najpopularniejszy kontrakt na WIG20 wymaga wniesienia depozytu w wysokości 7,9% wartości instrumentu. Do typowych dla forexu wartości 1% czy nawet 0,5% próżno zatem szukać odniesienia. Każdy inwestor sam musi odpowiedzieć sobie na pytanie, czy oferowana dźwignia jest dla niego wystarczająca.

W celu ochrony inwestorów na warszawskiej GPW obowiązują widełki statyczne oraz dynamiczne. Dla kontraktów walutowych wynoszą one odpowiednie 3% od kursu odniesienia (w obie strony), natomiast dynamiczne zostały ustalone na 4 zł. Te drugie należy rozumieć w ten sposób, że jeśli jedno zlecenie spowodowałoby zmianę kursu o 4 punkty, notowania są zawieszane i rozpoczyna się równoważenie kursu. Implementacja tego mechanizmu budzi wątpliwości, które zostały opisane na końcu artykułu.

Dla indywidualnego inwestora inne niuanse nie mają praktycznego znaczenia. Zainteresowani poznaniem detali łatwo znajdą odpowiednie standardy obrotu dla każdego z kontraktów na dedykowanym serwisie www.pochodne.gpw.pl.

Lizanie przez szybę?

„Motyla noga, po co mi to?" – rzekł Pan Jan. „Kolega, jak był po pożyczkę, to mówił, że na tym forexie to można w kilka dni zarobić na ferrari i że tym razem na pewno mu się uda" – przypomniał sobie. Po co mu zatem te kontrakty, skoro jest forex? Przecież kontrakty mają sporo wad…

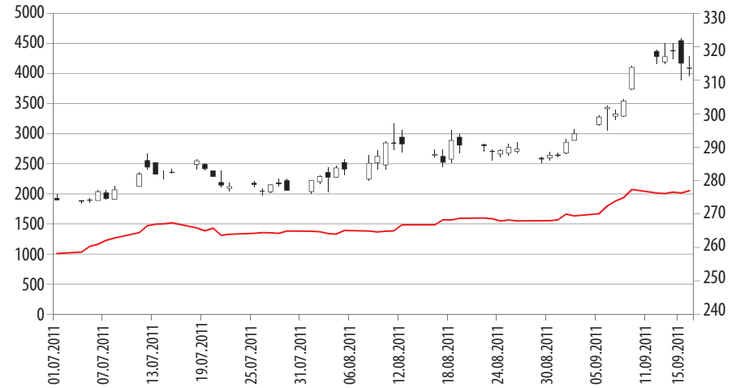
Podstawowym problemem, z jakim musi się mierzyć rynek kontraktów walutowych, jest niska płynność obrotu. O ile zawarcie transakcji na dwa lub trzy kontrakty nie jest problemem, to już akumulacja większej pozycji może wymagać pewnej dozy cierpliwości. Jest to spowodowane nie tylko przeciętną popularnością tego rynku, ale też faktem, ze inwestorzy spekulujący na kontraktach walutowych rzadko składają zlecenia opiewające na więcej niż jedną sztukę. Dominują transakcje o najniższym możliwym wolumenie. Sytuacja cały czas poprawia się, jednak tempo zmian jest dosyć powolne.

Pochodną skromnej ilości aktywnych inwestorów jest wysoki spread pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży. Różnice sięgające 50 pipsów są raczej normą niż przykrą anomalią. Jednak spread nie jest zafiksowany na stałe i w sytuacji większej aktywności – nie mylić z nerwowością, której skutek jest odwrotny – obniża się do akceptowalnego poziomu.

Należy dodać, że na rynku kontraktów aktywnie działa animator (jest nim DM BOŚ), który zobowiązany jest do kwotowania ofert kupna i sprzedaży w sposób ciągły po 20 sztuk każda, jednak spread przez niego oferowany - 90 pipsów - nie należy do najbardziej atrakcyjnych. Ciężko jednak zrzucać ten fakt na chęć łatwego zarobku. Waluty charakteryzują się wysoką zmiennością, a animator musi być w stanie odpowiednio zabezpieczyć swoją pozycję. Wyższy spread jest dla niego buforem bezpieczeństwa.

Kontrakty walutowe jako instrumenty wystandaryzowane odznaczają się niższą elastycznością od instrumentów oferowanych na platformach forexowych. Nie jest możliwe otwarcie pozycji w dowolnej wysokości,

Wykres 1: Otwarcia lukami, ale także silna fala wzrostowa na rynku USD/PLN we wrześniu 2011



inwestor skazany jest na 10 000 jednostek waluty bazowej. W związku z tym bardziej wysublimowane metody zarządzania pozycją i ryzykiem nie mają tu miejsca. Co prawda, przy spekulacji prostota zawsze jest w cenie, jednak dla części osób może się to okazać równoznaczne z niemożnością implementacji własnych zasad zarządzania ryzykiem.

Rynek walutowy jest najlepszym potwierdzeniem porzekadła, że pieniądz nie śpi. Ogromne zlecenia przetaczają się przez rynek w sposób niemal ciągły, utrzymując inwestorów przed ekranami do późnych godzin nocnych. Jak radzi sobie z tym faktem GPW, działająca w godzinach 8 – 17.35? Otóż… nie radzi sobie. Jeśli na danej parze walutowej zajdą znaczące zmiany już po zamknięciu parkietu (lub przed jego otwarciem), to na inwestorów o 8.30 (wtedy też ruszają notowania ciągłe instrumentów pochodnych) dnia następnego czeka niespodzianka. A niespodzianka ta ma jedno imię – luka. Wystarczy spojrzeć okiem na wykres FUSD, aby zauważyć, jaką dewastację w kieszeniach inwestorów otwarcia luki mogą spowodować.

Tutaj niestety żaden stop-loss nie pomoże, inwestor budzi się w nowych realiach i musi sobie z nimi poradzić. Gracze z rynku akcyjnego mogliby teraz chórem zakrzyknąć –„Przecież u nas dzieje się to samo i nie płaczemy!". Faktycznie, ale dla akcji polskich spółek nie istnieje poważna pozagiełdowa alternatywa, gdy tymczasem spekulujący na walutach mają do dyspozycji forex. W godzinach mniejszej aktywności spready na parach złotowych są tam dużo wyższe, a rynek także potrafi „przeskakiwać" lukami, jednak możliwość zamknięcia pozycji istnieje. Gracze na GPW muszą poczekać do 8.30.

Istnieje jeszcze kilka niedogodności, takich jak niezwykle skromna liczba par walutowych oraz stosunkowo niska dźwignia finansowa. Jednak nie dotyczą one samego handlu *sensu stricte* i można z nimi żyć. Podstawowym problemem pozostaje płynność obrotu i chociaż kontrakty walutowe zyskują na popularności, to zawsze istnieje ryzyko, że znużeni mało sprzyjającymi warunkami inwestorzy odejdą z rynku.

Ale za szybą bezpieczniej

„Zapomnij o tym forexie" – rzekł kolega od ferrari. „Tam małych biją, oszukują, na stopy polują. Nie dają żyć człowiekowi." Skonsternowany Pan Jan delikatnie powściągnął swoje marzenia o fortunie i myślami powrócił do kontraktów walutowych…

Każdy klient pragnący spróbować swoich sił na rynku forex podpisuje umowę z domem brokerskim. W umowie tej znajduje się punkt wspominający o konflikcie interesów, który klient musi zaakceptować. Co to za konflikt? Otóż, zawierając transakcję, nie czynimy tego na rynku międzybankowym (do tego służą tzw. Platformy ECN, na razie w Polsce raczkujące), tylko z naszym brokerem właśnie. Czytaj – nasz zysk jest jego stratą. Zatem pragniemy wygrać nie tylko z rynkiem, ale także z naszym pośrednikiem. A należy pamiętać, ze asymetria informacji jest olbrzymia. Dom wykorzystuje wszystkie legalne środki, by to on zarobił na otwartej przez nas pozycji. Już sam fakt, że to on kontroluje system informatyczny, może budzić delikatny dyskomfort inwestora. Przykładowo, wszystkie zlecenia zabezpieczające są dla brokera widoczne jak na dłoni. Jeśli są w zasięgu zaledwie kilku pipsów od aktualnych poziomów cenowych, to pokusa ich uruchomienia jest olbrzymia. Broker tylko replikuje ceny z rynku międzybankowego, a nie odwzorowuje w 100%, różnice o te kilka pipsów są nagminne. A jeśli przy okazji zamknie parę pozycji, to cóż… W umowie było napisane, Panu już dziękujemy.

Tymczasem na GPW, otwierając pozycję w kontrakcie, zawieramy transakcję z innym Kowalskim. Warunki są równe, decydują umiejętności inwestycyjne, a nie arsenał sztuczek. Ciemne strony forexu to temat na osobny artykuł, jednak w tym miejscu trzeba zasygnalizować, że na GPW nie spotka nas wiele przykrych niespodzianek, które potrafią zafundować brokerzy.

Wykorzystując platformy dające dostęp do rynków OTC, najczęściej mamy do czynienia ze stałym spreadem na większości instrumentów. Im mniej płynny i charakteryzujący się podwyższoną zmiennością instrument, tym różnica w ofertach kupna/sprzedaży jest wyższa. Pary złotowe należą z pewnością do instrumentów mniej płynnych, a zmienność zależy od warunków na rynkach światowych, przede wszystkim na głównych parach walutowych. W związku z tym spread nie należy do najniższych i co najważniejsze – nie podlega negocjacji. Możemy zaakceptować tylko istniejącą ofertę, własnej nie złożymy. Tutaj ujawnia się przewaga kontraktów walutowych na GPW. W ich przypadku mamy zwykłe kwotowanie w systemie notowań ciągłych i nic nie stoi na przeszkodzie, by zaoferować własną cenę. W ten sposób gracze bardzo często ustawiają się w widełkach animatora i sprowadzają spread do rozsądnych poziomów. Jeśli znajdzie się chętny na naszą ofertę, to transakcja jest zawierana i na tym koniec. Żadnej forexowej „zmory", jak wyskakujące okienko z pytaniem, czy akceptujemy gorszą cenę – bo akurat się zmieniła.

Kto nie handluje, ten nie ma racji

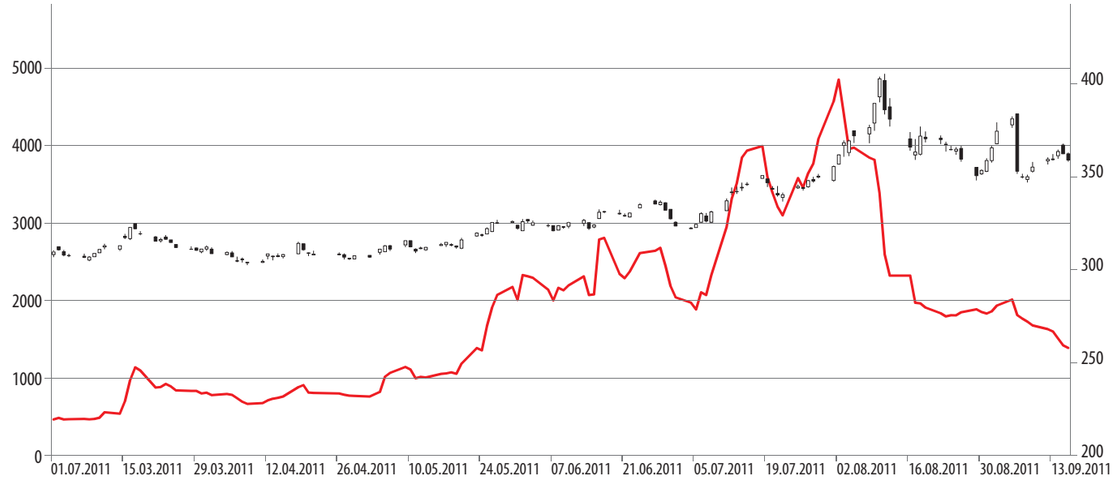
Klamka zapadła. „Na rynku nuda, czas na waluty" – rzekł Pan Jan. Spojrzał na notowania i skonstatował: „Frank po 3,20? Drogo, bardzo drogo. Zaraz spadnie i po 2,80 będzie". I otworzył krótką pozycję …

Można by w tym miejscu zapytać – ale po co to wszystko? Grający na giełdzie mają swoje akcje i indeksy, spekulujący na walutach mają forex. Po co uciekać się do półśrodków, skoro można otworzyć rachunek w domu brokerskim i korzystać z ich oferty? Pomijając powyższe wady i zalety w porównaniu do forexu, są co najmniej dwa powody, dla których warto zainteresować się kontraktami walutowymi na GPW.

Pierwszy z nich to fakt, że rynek walutowy jest bardzo wymagający. Minie sporo czasu, nim inwestor poczuje się na nim pewniej, zaś nauka ta będzie kosztować. Kontrakty walutowe nie oferują dźwigni w stylu 100:1, także żaden broker nie utrudnia nam życia. W związku z tym kapitał przetrwa dłużej, a inwestor będzie w stanie odpowiedzieć sobie na pytanie, czy handel walutami jest faktycznie dla niego.

O ile pierwszy powód jest kwestią bardzo indywidualną, to już drugi jest według autora znacznie ważniejszy. Na rynkach akcyjnych zdarzają się stosunkowo długie okresy trendów horyzontalnych, które są dla rachunków inwestycyjnych prawdziwym czyśćcem. Inwestorzy lubią silne trendy, ponieważ to one pozwalają osiągnąć prawdziwe zyski. Tymczasem waluty charakteryzują się właśnie tym, że trendy na nich powstające potrafią być nie tylko silne, ale i długotrwałe. Więc czemu nie skorzystać z okazji, gdy na GPW nie dzieje się zbyt wiele – patrz I połowa 2011 – a na jednej z dostępnych par walutowych ☛

Wykres 2. Ruch wzrostowy na rynku CHF/PLN (lipiec-sierpień 2011 r.).



krystalizuje się potężny ruch? Spójrzmy na wykres waluty, która przez ostatnie 3 miesiące została przez media wyniesiona do statusu wroga publicznego – frank szwajcarski. (Wykres 2)

Jeszcze na wiosnę sytuacja wydawała się być pod kontrolą. Helwecka waluta nie mogła trwale pokonać poziomu 320. Udało się to dopiero pod koniec maja, gdy fala wzrostowa pokonała szczyt z marca i dotarła do okrągłej bariery 340,00. Wraz z czerwcową zwyżką spuchł też lop (liczba otwartych pozycji) na najbardziej płynnej serii, aż do poziomu 2000 pozycji. Jest to poziom bardzo rzadko spotykany na kontraktach innych niż indeksowe, jedynie kontrakt na akcje KGHM może poszczycić się przeciętnym lopem na takim poziomie.

W lipcu pojawiły się dwie głębsze korekty, ale lop przyrastał przez cały ten okres. Inwestorzy najwyraźniej wyczuli okazję, różnili się tylko w ocenie sytuacji. Dla jednych frank był stanowczo przewartościowany, podczas gdy inni wierzyli w siłę obowiązującego trendu. Rację mieli ci drudzy, ponieważ podaż nie była w stanie wykazać się niczym innym niż płytkimi korektami, które trwały co najwyżej kilka dni. Lop zdążył osiągnąć budzący respekt poziom blisko 4000 pozycji. Ale prawdziwy cios niedźwiedziom zadała agencja ratingowa S&P, obniżając rating Stanów Zjednoczonych. Co było później, wystarczy spojrzeć na wykres. Zmasowanej wyprzedaży na rynkach akcji towarzyszył rajd na franku, który wyniósł go do poziomu ponad 400,00. Warto zauważyć spadek lopu w sierpniu – podaż skapitulowała całkowicie i zamykała swoje pozycje, nie próbując już odnawiać ich wyżej. To oznaczało, ze potencjał zwyżki wyczerpuje się. A gdy zaniepokojony niekorzystnym kształtowaniem się kursu szwajcarski bank centralny zapowiedział interwencję, trend na franku się odwrócił. Lop ostatecznie powrócił do swoich standardowych rozmiarów, oscylując wokół 1000 sztuk.

Ten przykład ilustruje, jak fantastyczne okazje inwestycyjne mogą pozostać niezauważone. O ile trudno oczekiwać od kogokolwiek, by złapał całą falę wzrostową, która wyniosła franka z poziomu 340 na 400, to już uszczknięcie połowy tej wielkości nie powinno być wielkim problemem dla najprostszego systemu opartego o grę z trendem. Czasami wystarczy rozejrzeć się dookoła. Gdy trend na franku wypalił się, na początku września wykrystalizował się zupełnie nowy – na dolarze amerykańskim. Tylko korzystać.

Kilka sekund horroru

Pan Jan na szczęście czyta TREND i wie, co to stop-loss. Dzięki temu mimo nieustannego otwierania krótkich pozycji („Drożej już nie będzie" – powtarzał Pan Jan), nie stracił zbyt wiele, a czasem też coś zarobił. W końcu przekonał się też do długich pozycji i 6 września rano powiększył swoją pozycję…

Inwestycje na rynkach finansowych mają to do siebie, że należy spodziewać się po nich w pierwszej kolejności wszystkiego najgorszego, a dopiero na końcu liczyć potencjalne zyski. Co też takiego strasznego może wydarzyć się na rynku walutowym, największym i najbardziej płynnym na świecie, na którym nawet największe banki inwestycyjne nie mogą dyktować warunków?

Proszę spojrzeć na wykres franka szwajcarskiego, na piękną czarną świecę z 6 września. Spadek o 7,3% robi wrażenie. Przy dźwigni 100:1 na forexie oznacza to wyzerowanie rachunku w kilka sekund (pod warunkiem, że ktoś nie czyta Trendu i nie wie, co to jest stop-loss). Tegoż dnia we wtorek wspomniany tu już SNB „nieformalnie" powiązał kurs własnej waluty z euro na poziomie 1,2. Rynek zareagował błyskawicznie, dostosowując się do nowych realiów, a para CHF/PLN potaniała błyskawicznie o 30gr. Zlecenia stop-loss na forexie realizowały się, mówiąc eufemistycznie, po nie najbardziej atrakcyjnych cenach, ale jednak pozwalały zamykać stratne długie pozycje. Co tymczasem wydarzyło się na GPW?

Kontrakt na franka szwajcarskiego bardzo szybko wypadł ze wspomnianych już widełek statycznych i rozpoczęło się równoważenie kursu. Trwało ono blisko godzinę – faktycznie było odwieszane na kilka sekund, by zostać uruchomione powtórnie praktycznie natychmiast. O ile ostatnie transakcje przed równoważeniem były zawierane po kursie ok. 365 – ponad 18 groszy poniżej dziennego szczytu – to już po zakończeniu równoważenia był to kurs 352. Kolejne 13 groszy (co przekłada się na 1300 zł) wyparowało, a inwestorzy na pozycjach długich mogli się tylko przeglądać. Dały tu o sobie znać niejasne przepisy dotyczące równoważenia, a w szczególności brak określenia czasu, ile powinno ono trwać. Jedna taka niespodzianka prawdopodobnie zraziła wiele osób do tego rynku na długo.

Daj im szansę

Jak to wielokrotnie podkreślono, spekulacja na walutach jest trudna. Może to być zajęcie bardzo zyskowne, ale wymaga wiedzy, umiejętności i doświadczenia. Kontrakty walutowe na GPW pozwalają trzecią z tych rzeczy nabyć i to kosztem stosunkowo mniejszym niż na forexie. Dodatkowo poszukiwanie nowych okazji inwestycyjnych na innych niż nasze ulubione instrumentach pozwala odkryć zupełnie nowe możliwości, rozwinąć się. Jeśli pojawiają się okazje inwestycyjne, to należy z nich korzystać. Z pokorą, ale trzeba. Bo o ile rynek zawsze pozwoli zarobić, to już okazja okazji nie równa. Nieprzekonanym niechaj rajd na franku pozostanie w pamięci.

Pan Jan po pamiętnym 6 września dostał skierowanie do sanatorium. Jego lekarza poradził mu "Zostaw pan tę giełdę, to zło". Co zrobił Pan Jan? W parku przy sanatorium, na ławeczce drewnianej, wyciągnął swoją komórkę z notowaniami mobilnymi. „Teraz wam wszystkim pokażę" – rzekł. „Ten dolar nie będzie rósł aż do nieba!". Prawda? ■

Bankructwo USA a problemy strefy euro

o ryzyku politycznym

„Ryzyko jest kombinacją hazardu i mierzone jest prawdopodobieństwem, niepewność jest mierzona poziomem wiary. Ryzyko jest stanem świata, niepewność jest stanem umysłu"

I. Pfeffer

PIOTR DZIADOSZ

Krótka historia bankructwa USA

Pod koniec lipca byliśmy świadkami sporu między dwiema głównymi siłami politycznymi Stanów Zjednoczonych na temat zwiększania pułapu limitu zadłużenia kraju. Kwestia dosyć boląca. Z 65% PKB w 2008 roku dług publiczny USA urósł obecnie do ponad 100%. W ciągu ostatniej dekady pułap ten został podniesiony dokładnie 102 razy. Wg klasycznej teorii finansów publicznych nie jest to sytuacja zdrowa. Stąd też uzasadnione wydawały się obawy Republikanów o dalsze luzowanie finansów publicznych bez konkretnych planów przyszłych cięć budżetowych. Wspólne negocjacje w celu wypracowania długofalowych, rozsądnych rozwiązań były jak najbardziej potrzebne. Opinia publiczna się tego domagała.

Aczkolwiek, niepokojąca wydała się rozdmuchana przez światowe media groźba bankructwa Stanów Zjednoczonych, w przypadku gdyby kompromis w Kongresie nie został w porę osiągnięty. Prawna granica długu, w wysokości 14,3 biliona dolarów została osiągnięta już w czerwcu. Wg szacunków zapasy gotówki oraz bieżące wpływy podatkowe przestałyby starczać na pokrycie należności kraju dokładnie drugiego sierpnia. Wtedy to prezydent Barack Obama byłby zmuszony gwałtownie obniżyć wydatki federalne o ok. 40% lub odmówić terminowego wykupu amerykańskiego długu, co byłoby równoznaczne z bankructwem kraju. Eksperci byli przekonani, że do takiej sytuacji na pewno by nie doszło, aczkolwiek sam prezydent nazwał ten polityczny impas „niebezpieczną grą".

Oczywiście kryzys został w porę zażegnany i Kongres ostatecznie zadecydował o podniesieniu ustawowego limitu zadłużenia do 16,7 biliona dolarów, uchwalając także plan redukcji deficytu budżetowego. Efektem tych zawirowań było jednak obniżenie ratingu wiarygodności kredytowej USA z najwyższej klasy AAA do AA+ przez parę agencji ratingowych, m.in. słynną Standard&Poor's. Pociągnęło to za sobą wzrost oprocentowania amerykańskich obligacji, co oznacza wzrost kosztów obsługi długu USA, wg ekspertów nawet o 100 mld rocznie, oraz wzrost oprocentowania wszelkich kredytów i pożyczek na obligacjach skarbowych bazujących.

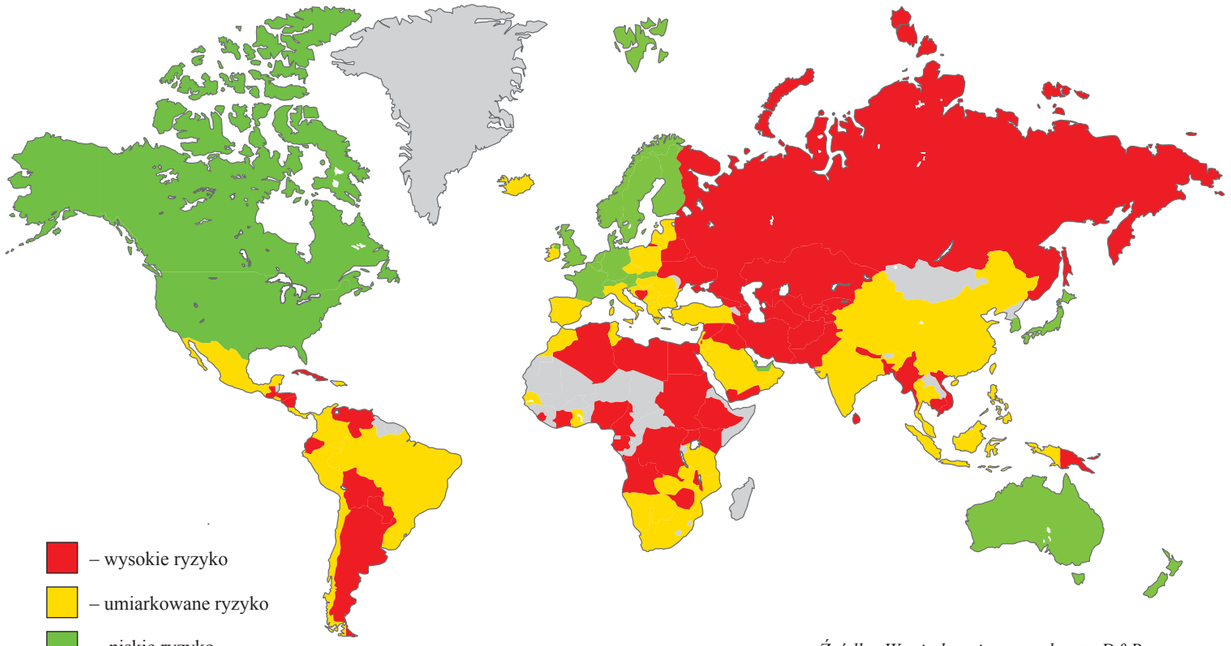
Decyzja ta wywołała sporo kontrowersji wśród administracji rządowej, ze względu na zawyżenie o 2 bln dol. wydatków uznaniowych rządu w analizie S&P, który to błąd został wytknięty agencji przez ministerstwo skarbu. Jednakże podstawowym uzasadnieniem decyzji była obawa, iż uchwalony 2 sierpnia plan cięć budżetowych w wysokości ok. 2,4 bln dol. nie wystarczy do znacznej redukcji zadłużenia kraju.

Abstrahując od kwestii niezdrowego deficytu, zawirowanie wokół czysto technicznego podnoszenia pułapu zadłużenia kraju, konflikt w Kongresie między Demokratami a Republikanami oraz przedłużający się impas polityczny w znacznej mierze wpłynęły na stosunek inwestorów do obligacji skarbowych USA i ogólnie rozumianą stabilność i bezpieczeństwo inwestycji w tym kraju. Naprowadza to nas na kwestię ryzyka politycznego, które zarówno agencje ratingowe, banki i fundusze inwestycyjne, jak i pojedynczy inwestorzy powinni brać pod uwagę.

Czym jest ryzyko polityczne?

Ryzyko polityczne jest jednym z najcięższej mierzalnych kategorii ryzyka. Trudności występują nawet przy jego definicji. Dotyczy ono generalnie interwencji rządów w gospodarkę lub jej wybrane sektory, prawdopodobieństwa podjęcia niekorzystnych dla inwestora decyzji na szczeblu władz państwowych, tudzież możliwości wystąpienia na terenie danego kraju decyzji politycznych zmieniających otoczenie biznesowe. Z perspektywy prawnej obejmuje ono: zmianę prawa podatkowego, moratorium płatnicze państwa (odmowę spłaty wszelkich zobowiązań), ograniczenia dewizowe, restrykcje importowe, bezprawne nacjonalizacje, faworyzowanie firm lokalnych na szkodę przedsiębiorstw zagranicznych. Składową ryzyka politycznego jest także ryzyko transferu, polegające na zakazie dokonywania transferów funduszy, ☛

Rozkład ryzyka politycznego wg krajów na świecie



Źródło: Wywiadownia gospodarcza D&B

zamiany waluty krajowej na walutę obcą. Nawet kontrahenci w dobrej kondycji finansowej nie są w takiej sytuacji w stanie zrealizować płatności. Do takich komplikacji doszło np. w czasie kryzysu argentyńskiego (1995) oraz rosyjskiego (1998).

Istnieje też ryzyko zajścia sytuacji ekstremalnych: rewolucji, zamachu stanu, protestów społecznych, wojny, embarga, sankcji ekonomicznych, ataku terrorystycznego, a nawet bankructwa kraju na skutek nierozważnej polityki tudzież międzypartyjnego konfliktu – patrz USA. Po zamachach terrorystycznych na WTC, w metrze w Madrycie oraz Londynie, a także groźbie bankructwa krajów PIIGS wchodzimy w nową dekadę wysokiej globalnej politycznej niepewności.

Rejony świata o podwyższonym ryzyku

Z realnym ryzykiem politycznym stykają się firmy prowadzące wymianę handlową z określonymi krajami. W ramach ubezpieczenia finansowego mogą się one ubezpieczyć od niewypłacalności zagranicznego kontrahenta – ryzyka politycznego. Jego definicja obejmuje głównie: ogłoszenie przez państwo powszechnego moratorium płatniczego, wybuch wojny, rewolucji, itp. Rejony świata o podwyższonym ryzyku, wg firmy CH Hartwig Gdynia S.A. oferującej ubezpieczenia spedycyjn,e to głównie: Afryka Środkowa, Bliski Wschód, Ameryka Łacińska, Indie oraz Azja Południowo-Wschodnia.

Międzynarodowa wywiadownia gospodarcza, D&B, zalicza do tego grona także Rosję, kraje basenu Morza Kaspijskiego oraz południe Ameryki Południowej. Duży wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej przypisuje również aktualnej „wiośnie ludów" w rejonie MENA - krajach Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej.

Czarne chmury nad strefą euro

Wracając na nasze europejskie podwórko, inwestycje kapitałowe w strefie euro charakteryzują się obecnie także relatywnie dużym marginesem ryzyka politycznego. U podłoża Unii Europejskiej w momencie jej zakładania stały argumenty polityczne – zapobieganie globalnym konfliktom zbrojnym. Silne więzy gospodarcze były tylko najlepszym sposobem prewencji wojen. Dlatego też kwestie polityczne w Unii Europejskiej często okazują się nadrzędne wobec prostego rachunku zysków i strat.

Jak podkreślał prof. Witold Orłowski oraz prof. Włodzimierz Siwiński na debacie w ramach Festiwalu Nauki w Warszawie, strefie euro grozi ryzyko dojścia do władzy w krajach członkowskich ugrupowań konserwatywno-nacjonalistycznych, przedkładających interesy własnych gospodarek nad dobro wspólnoty. Fala niezadowolenia z „płacenia za Greków" w społeczeństwach Niemiec i Francji ma swoje odbicie w populistycznych poglądach pewnych ugrupowań, których słupki na sondażach regularnie rosną. To, że duet Merkel-Sarkozy pragnie wspierać państwa peryferyjne, nie oznacza, że ich następców w ogóle będzie to obchodziło. Ostatecznie politycy są zobowiązani wyrażać wolę narodu, który jest coraz bardziej eurosceptyczny. Pozostawienie krajów PIIGS samych sobie z ich budżetowymi problemami może sprowokować tragiczne skutki: falę bankructw i, w konsekwencji, rozpad strefy euro. Polityka izolacjonizmu takiej potęgi jak Francja, zaostrzenie przepisów imigracyjnych oraz odpływ Algierczyków i Marokańczyków do ich państw ojczystych mogą mieć również trudne do przewidzenia konsekwencje. Niepokoje społeczne, zamieszki, strajki – te zjawiska najczęściej towarzyszą gwałtownym zmianom polityczno-prawnym. A w atmosferze globalnego gospodarczego marazmu na takie wydarzenia giełdy reagują nadwrażliwie.

Ryzyko polityczne jest trudne do obiektywnego oszacowania ze względu na jego dynamikę i brak jednolitej struktury. Do jego oceny mogą służyć zarówno metody jakościowe (deskryptywna, scenariusza politycznego), jak i analizy ekonometryczne (dyskryminacyjna, logitowa, makroekonomiczna GAP). Aby porównać ze sobą ryzyko dwóch krajów, potrzeba wnikliwej analizy specyfiki ich systemów społeczno-politycznych. Nie sposób ustrzec się pewnej uznaniowości. Jednak warto śledzić sytuację społeczno-polityczną na świecie, gdyż oprócz zagrożeń, można odkryć nowe, potencjalne okazje inwestycyjne. ■

Czarne Łabędzie na rynkach finansowych

Filozoficzno-matematyczna teoria Czarnego Łabędzia stworzona przez Nassima Taleba opisuje przypadkowość i niepewność jako główne siły rządzące współczesnym światem. Zgodnie z nią zdarzenia nieprzewidywalne są znacznie częstsze niż mogłoby się to wydawać –po prostu nie zawsze jesteśmy w stanie udowodnić ich istnienie.

MAŁGORZATA KOSIECKA

Nassim Taleb zidentyfikował zjawisko Czarnego Łabędzia w swojej książce wydanej w 2007 roku. Według niego posiada ono trzy charakterystyczne cechy:

- jest nieoczekiwane dla obserwatora lub cechuje się dla niego niskim prawdopodobieństwem;
- ma znaczne konsekwencje;
- patrząc wstecz ocenia się je jako przewidywalne i wytłumaczalne.

Zjawisko Czarnego Łabędzia jest subiektywne i w znacznej mierze zależy od wiedzy bądź doświadczenia jednostki lub populacji, co Taleb zobrazował na przykładzie indyka i farmera. Indyk, karmiony codziennie przez wiele miesięcy, ma w sobie rosnące przekonanie o tym, że jego sytuacja pozostanie niezmienna. Nie spodziewa się dnia, w którym farmer przychodzi, aby zakończyć jego żywot. Z kolei dla farmera, mającego większe doświadczenie i dłuższy horyzont czasowy, sytuacja taka jest w pełni normalna i przewidywalna, stanowi naturalną kolej rzeczy.

Podobne jak indyk zachowania prezentują ludzie, którzy dążą do tworzenia formuł i modeli, przez co pomijają możliwości występowania zjawisk nadzwyczajnych. Zapominają, że przyszłość jest praktycznie nieprzewidywalna i przez to mało zależna od teorii. Występujące nietypowe wydarzenia często są uzupełniane o to, co w rzeczywistości nie było zaobserwowane lub też są na siłę dopasowywane do schematów. To stereotypowe myślenie i szufladkowanie zjawisk sprawia, że ludzie intuicyjnie starają się przystosować do przyszłych wydarzeń, nie zdając sobie sprawy z ich wyjątkowości i jednorazowego występowania. Możliwości obserwacyjne zostają zaburzone, a rozpoznanie kolejnych Czarnych Łabędzi jest utrudnione. Jednocześnie zjawiska tego typu często są odrzucane lub klasyfikowane jako nieistniejące.

Nassim Taleb zachęca do skupiania się na skutkach zdarzeń Czarnych Łabędzi, a nie na ocenie ich prawdopodobieństwa. Odradza podejmowanie działań mających na celu przewidywanie ich z dużą dokładnością, gdyż w praktyce nie jest ono efektywne. Jednocześnie poleca unikać ekspertów i ich opinii, gdyż nieraz tracili oni zaufanie, ponosili porażki w przeszłości oraz należą do systemu o niepewnej przyszłości.

Czarne łabędzie we współczesnej gospodarce

Współczesny świat pełen jest Czarnych Łabędzi, za które uznaje się większość znaczących odkryć naukowych, zdarzeń historycznych i dokonań artystycznych, które były nieukierunkowane i nieprzewidziane. Nie liczy się rodzaj wydarzenia, ważne natomiast, aby było zaskakujące i niosło za sobą znaczne konsekwencje. Zdarzenia te mogą mieć wymiar zarówno pozytywny, jak i negatywny. Do tych pierwszych zaliczyć można powstanie i rozwój Internetu, upowszechnienie komputerów osobistych, ale też na przykład sukces Google i Facebooka czy też rozpad Związku Radzieckiego. Do drugiej grupy kwalifikują się: wybuch I wojny światowej, ataki na WTC z 11 września 2001 roku lub tegoroczna katastrofa w Japonii. Wybuch islandzkiego wulkanu Ejjafjatlajekudl w 2010 roku doprowadził do paraliżu komunikacyjnego w Europie, a publikacja tajnych raportów wojskowych i korespondencji dyplomatów na stronach WikiLeaks do międzynarodowych skandali. Zgodnie z teorią Taleba kryzysy te są równie rzadkie jak czarne łabędzie, jednak podobnie jak te rzadkie zwierzęta - istnieją i pojawiają się od czasu do czasu.

Teoria Nassima Taleba ma na celu pokazanie niemożności określenia prawdopodobieństwa występowania pewnych zdarzeń, znajdujących się poza sferą poznawczą współczesnej nauki, historii, finansów i technologii. Niewielkie prawdopodobieństwo zdarzenia nie czyni go mniej realnym i odczuwalnym. Taleb obnaża psychologiczne aspekty funkcjonowania ludzi, którzy pełni są uprzedzeń i myślą schematycznie. Pozostają oni bezradni w obliczu niepewności i nieświadomi ogromnej roli rzadkich zdarzeń w tworzeniu historii. ■

- **Nassim Nicholas Taleb** urodził się w 1960 roku w Libanie. Jest amerykańsko-libańskim eseistą i praktykiem matematyki finansowej. W swojej pracy skupia się na problemach przypadkowości i prawdopodobieństwa. W trakcie kariery zawodowej zarządzał funduszem hedgingowym, był traderem na *Wall Street* i pracownikiem wielu znanych instytucji finansowych. Wykładał na cenionych uniwersytetach, takich jak *Oxford University* i *Polytechnic Institute of New York University*. Obecnie pracuje między innymi dla MFW, gdzie pełni rolę doradcy w zakresie identyfikacji i ograniczania ryzyka na rynkach finansowych.
- Tytuł magistra i doktora zdobywał na Uniwersytecie w Paryżu. Posiada dyplom MBA znanej Wharton School (Uniwersytet w Pensylwanii). Jest poliglotą porozumiewającym się w takich językach, jak: angielski, francuski, arabski, włoski, hiszpański oraz grecki, rozumie teksty pisane w łacinie, po aramejsku i w antycznym hebrajskim.
- Sławę przyniosły mu książki: *Fooled by Randomness* wydana w 2001 roku i dotycząca niedocenianej roli losowości w życiu oraz *The Black Swan* (Czarny Łabędź) wydana w 2007 roku i dotycząca zdarzeń nieprzewidywalnych. Sprzedaż tej drugiej sięgnęła już 3 milionów egzemplarzy, przez 17 tygodni była obecna na liście bestsellerów *New York Times* i została przetłumaczona na 31 języków. Uznaje się, że Taleb przewidział w niej wystąpienie kryzysu finansowego z 2008 roku.

Spółka Marzeń z Torunia

Grupa Apator, w skład której wchodzi 9 spółek – 7 krajowych i 2 zagraniczne, zajmuje się projektowaniem, produkcją oraz sprzedażą aparatury pomiarowej wszystkich nośników energii (wodomierze, gazomierze, itp. oraz całe systemowe rozwiązania, związane z pomiarem wody i energii) oraz łącznikowej (zabezpieczenie i łączenie obwodów elektrycznych). Dodatkowo, spółka Apator Mining produkuje aparaturę górniczą.

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Apator sprzedaje z powodzeniem swoje produkty zarówno na rynku polskim, jak i na rynkach europejskich i pozaeuropejskich – w pierwszym półroczu 2011 roku 36% produkcji Apatora trafiło poza granice Polski (w tym 58% do krajów Unii Europejskiej, a 42% do krajów takich jak Rosja, Egipt, Kolumbia, a nawet Sierra Leone).

Historia Grupy Apator sięga 1949 roku, kiedy powstały Pomorskie Zakłady Wytwórcze Aparatury Niskiego Napięcia w Toruniu. W 1993 roku nastąpiło przekształcenie przedsiębiorstwa państwowego w spółkę Skarbu Państwa. Jednostkę dominującą Grupy utworzyli pracownicy przekształconego przedsiębiorstwa państwowego. W 1997 roku spółka ta zadebiutowała na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Od tamtej pory realizuje strategię dynamicznego rozwoju poprzez przejęcia innych spółek o podobnych i uzupełniających profilach działalności.

Akcjonariat Apatora kształtuje się w następujący sposób: 16% udziałów posiada spółka z Grupy – Apator Mining (akcje te mają zostać umorzone lub przeznaczone na finansowanie inwestycji Apatora); 22% należy do 5 osób fizycznych (3 z nich wchodzą w skład Rady Nadzorczej Apatora); a 62% to free float (z czego 34 % jest w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych, a 28 % - pozostałych inwestorów). Taka struktura akcjonariatu zapewnia z jednej strony płynność akcji Apatora na rynku (stosunkowo duży free float), a z drugiej kontrolę nad spółką. Dodatkowo Apator regularnie wypłaca dywidendy swoim akcjonariuszom – spółka wchodzi w skład indeksu WIGdiv.

Finanse Apatora

Przychody Grupy Apator sukcesywnie rosną – w 2010 roku wyniosły już ponad 409 mln PLN, tym samym, pomimo postawienia sobie bardzo wysokiej poprzeczki, Apator zrealizował, a nawet przekroczył, prognozowaną sprzedaż (400 mln PLN). To samo dotyczy zysków netto, których prognozowany poziom na 2010 rok wynosił 40 mln PLN – Apator zamknął rok z zaskakująco dobrym wynikiem 50 mln PLN. Wygląda na to, że spółka zakończy 2011 rok z jeszcze lepszym rezultatem – przychody po pierwszym półroczu osiągnęły wysokość 227 mln PLN (o 59 mln PLN więcej niż w porównywalnym okresie 2010 roku), a zysk netto wyniósł 20 mln PLN (w porównaniu do 6 mln PLN w tym samym okresie 2010 roku).

Jeszcze pod koniec 2010 roku Apator posiadał 25 mln PLN kredytów długoterminowych oraz 35 mln PLN kredytów krótkoterminowych, czego w porównaniu do ogólnej sumy bilansowej oraz generowanej gotówki nie można nazwać nadmiernym zalewarowaniem. Jednak w pierwszym półroczu 2011 wysokość kredytów długoterminowych Apatora zmniejszyła się do 6,7 mln PLN. Część zaangażowania zmieniła klasyfikację z długo- na krótkoterminowe (wzrost do 43 mln PLN kredytów krótkoterminowych), jednak ok. 10 mln PLN kredytów długoterminowych Apator spłacił przed terminem zapadalności, czym zmniejszył zasób swoich środków pieniężnych z 17 do 7 mln PLN.

Strategia rozwoju Grupy

Dalsze prognozy zarówno dla rynku aparatury pomiarowej, jak i łącznikowej, są optymistyczne. Na sprzedaż aparatury łącznikowej będą wpływać: zwiększająca się w 2011 roku liczba (o 7,3% w porównaniu do analogicznego okresu w 2010) wydawanych pozwoleń na budowę; zwiększająca się produkcja przemysłowa (o 8,1% w stosunku do pierwszej połowy 2010 roku); bardzo dobra koniunktura w sektorze produkcji i sprzedaży kabli (wzrost nawet o 75% w porównaniu z zeszłym rokiem!). W segmencie aparatury pomiarowej, po trzech latach widocznego trendu wzrostowego, nieznacznie spadł popyt na wodomierze. Wzrost zainteresowania wodomierzami w poprzednich latach spowodowany był zmianami przepisów prawnych, dotyczących pomiarów zużycia wody – wodomierze tradycyjne wymieniane były na wodomierze ze zdalnym odczytem radiowym. Z kolei wzrost popytu na gazomierze wciąż trwa (wzrost o 61% w porównaniu z I półroczem 2010), a spowodowany jest dokładnie tym samym czynnikiem, co w przypadku wodomierzy. Natomiast w segmencie liczników energii elektrycznej trwający wzrost popytu (o 70% w porównaniu z rokiem poprzednim) ma związek z przełomem technologicznym i wprowadzeniem tzw. „smart meteringu", czyli systemu inteligentnego opomiarowania. W latach 2010-2017 w Polsce zostanie wymienionych około 14 mln liczników u odbiorców indywidualnych oraz 1,5 mln liczników u odbiorców przemysłowych o łącznej wartości 7,6 mln PLN. Pojawienie się systemu „smart metering" jest dużą szansą dla Apatora, ale stanowi także zagrożenie – na rynku pojawią się zapewne nowe, konkurencyjne firmy, chcące wykroić kawałek tortu wartego 7,6 mld PLN dla siebie.

Zgodnie z planem Apatora na lata 2011-2013, Grupa zamierza dynamicznie zwiększać swoje przychody (o 15-16% rocznie), a jednocześnie poprawiać swoją rentowność (20-25% na poziomie EBITDA). Przychody i rentowność Apator zamierza zwiększać głównie przez rozwój organiczny, nie wyklucza jednak dalszych akwizycji w kraju i za granicą. Bardzo ważnym krokiem Apatora do osiągnięcia zamierzonego celu będzie budowa nowej siedziby w SSE pod Toruniem, która pozwoli na przeniesienie części produkcji z innych zakładów (centralizacja produkcji zmniejszy koszty), zyskowną sprzedaż gruntów w centrum Poznania i Torunia (łączna wartość gruntów planowanych do sprzedaży wynosi 85 mln PLN), na których obecnie prowadzona jest działalność produkcyjna oraz zwolnienie z podatku dochodowego w wysokości nawet 3 mln PLN rocznie przez 10 lat.

Apator wydaje się być „Spółką Marzeń": dynamiczny wzrost przychodów i zysków, dobry pomysł Zarządu na rozwój i konsekwentna realizacja obranej strategii, rozwój technologiczny oferowanych przez spółkę produktów - są siłą przedsiębiorstwa. Oprócz niespotykanego kryzysu w sektorze przemysłowym i branży budowlanej, w zasadzie nic nie jest w stanie zagrozić sukcesowi Apatora. ■

Grupa Kapitałowa Apator specjalizująca się w produkcji aparatury pomiarowej i łącznikowej charakteryzuje się coraz lepszymi wynikami finansowymi.

Firmę cechuje dobre wykorzystanie posiadanego majątku. Wskaźnik zwrotu z kapitału (ROE) dla spółki wynosi według danych finansowych za drugi kwartał 30,41 procent. Warto wspomnieć, że średnia wartość ROE dla całego rynku wynosi 7,84 procent. Zwrot z aktywów (ROA) za ten sam okres wynosi natomiast 17,9 procent. Dla całego rynku jest to 5,35 procent.

Przychody w drugim kwartale wyniosły 120,21 mln złotych, co oznacza wzrost kwartał do kwartału o 32 procent. Zysk netto w drugim kwartale bieżącego roku wyniósł 10,96 mln złotych wobec 24 tysięcy złotych straty rok wcześniej. Biorąc pod uwagę, że najlepszym sezonowo okresem dla spółki jest trzeci i czwarty kwartał, firma może przekroczyć prognozy zysków na ten rok.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na rentowność netto, która wynosi 13,67 procent wobec 6,48 procent obserwowanych dla całego rynku.

Nie można zapomnieć, że spółka co roku wypłaca dywidendę. W tym roku wypłacała 60 groszy na akcję z zysku za 2010 rok. Ponadto spółka wyróżnia się lepszym zachowaniem kursu niż indeks sWIG80.

Portal StockWatch.pl na podstawie zautomatyzowanych metod wyceny szacuje, że wartość wewnętrzna jednej akcji spółki Apator mieści się w przedziale od 9,38 zł do 15,63 zł. Oznacza, że cena rynkowa w okolicach 17 zł wskazuje na przewartościowanie według trzynastu metod wyceny.

KAMIL GEMRA, MENEDŻER DS. ROZWOJU W STOCKWATCH.PL

Biznes jest dla ludzi

Chyba każdy z nas chciałby być milionerem. Cytując premiera Bieleckiego: „Pierwszy milion trzeba ukraść". Nie jest to jednak jedyna droga - milion można jeszcze wygrać na loterii lub też można go najzwyczajniej zarobić. Jeśli przeciętny Kowalski wszystkie zarabiane pieniądze chowałby do skarpetki, to przy średniej krajowej wynoszącej 3.366,11 zł, uzbieranie miliona zajęłoby mu tylko 25 lat. Niestety nasz Kowalski musi coś jeść i gdzieś mieszkać. Wydaje się więc, że bardziej trafionym pomysłem będzie założenie własnej firmy.

DAMIAN STRZELCZYK

Zastanawiające jest, że w świadomości młodych ludzi praca na etacie uchodzi za bardziej stabilną, pewną i stanowi najbezpieczniejsze źródło utrzymania. Przecież kiedy jesteśmy zatrudnieni w dowolnej firmie, to od szefa zależy nasze być albo nie być i to, ile będziemy zarabiać. Z kolei kiedy prowadzimy własną firmę, naszym szefem jest nasz klient i to od niego zależy nasze przetrwanie na rynku. Bezpieczeństwo płynące od jednego pracodawcy jest porównywalne z uzależnieniem od jednego klienta. A kiedy starasz się trzy razy bardziej, tak samo ciężko będzie Ci nakłonić szefa i Twojego klienta, by zapłacili trzy razy więcej za Twoją pracę. Twój szef, tak samo jak klient, nie musi zachowywać się racjonalnie. W związku z tym, dlaczego wciąż tak mało osób decyduje się na podjęcie ryzyka związanego z własną firmą?

Według danych GUS, obecnie w naszym kraju zarejestrowanych jest około 1,8 mln aktywnych przedsiębiorstw. Zdecydowana większość przedsiębiorców to właściciele mikrofirm. W naszej gospodarce na próżno możemy szukać tak innowacyjnych przedsiębiorstw jak Google czy Apple. Nie oznacza to jednak, że przedsiębiorczość jest piętą achillesową naszego narodu.

Czy prowadzenie biznesu jest trudne?

Prowadzenie własnej firmy jest tak samo trudne jak jazda na rowerze. Po prostu trzeba się tego nauczyć. Handel jest jednym z najprostszych biznesów, jakie istnieją. Tanio kupić, drożej sprzedać – cała filozofia. Jaka jest jednak recepta na sukces w tej branży? Rafał Wojtkowski w ramach Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości przy SGH prowadzi firmę Street Smart, która zajmuje się sprzedażą obuwia w sklepie internetowym oraz na serwisach aukcyjnych. Rafał przyznaje, że kluczem do sukcesu w biznesie jest doświadczenie i to na nim buduje się firmę. Doświadczenie w prowadzeniu biznesu jest głównym generatorem zysku. Ważne jest, aby próbować i wyciągać trafne wnioski. Rafał ma prosty, a jednocześnie genialny sposób na zbudowanie sprawnie działającej firmy - „Kiedy rozpoczynałem handel obuwiem, w pierwszych miesiącach wychodziłem na zero. Nie poddawałem się jednak - uczyłem się, który asortyment cieszy się większym popytem, na co powinienem zwracać większą uwagę. Uczyłem się od moich klientów, jak powinienem kształtować ofertę sklepu."

Patryk Lauryn, laureat programu AIP Seed Capital jest właścicielem sklepu internetowego oraz salonu ze sprzętem audio Audiomagic.pl. W swoim biznesie stawia on przede wszystkim na sprawdzonych dostawców. Pewny partner biznesowy jest szczególnie ważny, gdy handlujemy z dostawcami z Chin czy innych krajów Azji. Duże portale internetowe, na których ogłaszają się azjatyccy dostawcy nie są najbezpieczniejszym miejscem do zawierania transakcji handlowych. Patryk radzi również: *- Jeśli na poważnie myślimy o handlu z Azjatami, warto mieć na miejscu swojego agenta, który bezpośrednio sprawdzi naszego dostawcę. Ważne jest również, aby śledzić zachodnie fora branżowe w poszukiwaniu nowinek, które bardzo szybko staną się popularne także na naszym podwórku.* Patryk odniósł sukces, między innymi dlatego, że dobrze znał branżę urządzeń audio. Wiedział, na jakie produkty jest zapotrzebowanie na rynku, a na jaki asortyment popyt dopiero się kształtuje. Swoją pasję zamienił w świetnie prosperujący biznes.

Wiemy już, że z prowadzeniem biznesu powinien sobie poradzić każdy Kowalski. Jaką jednak firmę otworzyć? Czym handlować, aby „wstrzelić się" z naszym produktem w popyt i odnieść rynkowy sukces?

Jakub Łączkowski, współwłaściciel Agencji Interaktywnej Kerris Identify tak postrzega problem braku pomysłu na biznes: - *Wbrew pozorom pomysł na biznes nie jest rzeczą najważniejszą. Fundamentalne znaczenie ma przede wszystkim sieć kontaktów, wytrwałość w dążeniu do celu oraz dbałość o nawet najdrobniejsze szczegóły. Niestety, bardzo dużo młodych osób pomija te czynniki i szuka pomysłu idealnego. Nie łudźmy się, takiego nie ma!*

Jeśli planujesz otworzyć agencję modelek, wcale nie musisz wyglądać jak Joanna Krupa. Aby otworzyć firmę zajmującą się wykonywaniem stron internetowych, absolutnie nie musisz posiadać informatycznego wykształcenia. Projektantów stron można po prostu zatrudnić.

Jedna z najczęstszych przyczyn, dla których młodzi ludzie nie zakładają własnych firm, jest dość prozaiczna – po prostu brakuje im kapitału. Opłacenie składek ZUS, wynajem biura, salki konferencyjnej, opłacenie biura rachunkowego i korzystanie z usług prawnika – to wszystko generuje comiesięczne koszty. Z pomocą przychodzą Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości, gdzie za pełen pakiet usług niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej uiszczamy jedynie opłatę w wysokości 250 zł miesięcznie. - *W codziennej pracy spotykam się z dużą ilością serdeczności ze strony beneficjentów naszej fundacji. Bardzo często słyszę od właścicieli firm, które działają w ramach AIP, że gdyby nie Inkubatory, nawet nie próbowaliby swoich sił w świecie biznesu. Osoba, która ma pomysł na biznes, ale nie dysponuje wystarczającymi środkami może zgłosić się do konkursu na biznesplany. Nagrodą za pierwsze miejsce jest 10 tysięcy złotych, szkolenie z ekspertami biznesu oraz dwa miesiące bezpłatnego korzystania z usług Inkubatora.* – zachęca Tomasz Jabłoński, dyrektor AIP przy SGH, który obecnie jest największym Inkubatorem Przedsiębiorczości w Polsce.

Im wcześniej rozpoczniemy swoją przygodę z własną firmą, tym lepiej. W końcu pierwszy biznes to dopiero nasz pierwszy biznes, a pierwszy milion to dopiero pierwszy milion. ■

Meksyk kraina tequilą płynąca

Meksyk to kraj odległy od Polski, ale jakże warty zobaczenia. Dawna kraina Majów - największej cywilizacji Ameryki Łacińskiej - i równie wojowniczych Azteków jest miejscem, w którym każdy znajdzie coś dla siebie. Przepiękne i malownicze plaże wzdłuż riwiery Majów lub w Acapulco, tajemnicze ruiny Palenque, czy prekolumbijskie miasto Chichen Itza, wulkany, wodospady, jaskinie. Z pewnością w Meksyku nie można się nudzić!

MARTA WŁODARZ

Witamy w stolicy

Podróż najlepiej zacząć w stolicy – Mexico City. Jest to ogromne miasto i można czuć się zagubionym, ale warto je odwiedzić ze względów historycznych. To właśnie tutaj Aztekowie zbudowali na jeziorze siedzibę dla swojego króla Montezumy – Tenochtitlan. Tam również zawitał pierwszy hiszpański konkwistador – Hernan Cortes w 1519 roku. Zdumiewający jest fakt, że jego garstce 550 wojowników wystarczyły jedynie trzy lata, by podbić cywilizacje istniejące ponad 3000 lat. Pozostałości wspaniałego niegdyś miasta można wciąż podziwiać na Zocalo (niegdyś największy plac na świecie), piękna jest również katedra, która uosabia wiele architektonicznych stylów.

Dziś Mexico City jest jednym z najbardziej zanieczyszczonych miast świata. Ma to odzwierciedlenie w przepisach, jakie obowiązują jego mieszkańców. Każdy mieszkaniec musi wybrać jeden dzień w tygodniu, w którym jest zobowiązany do tego, by nie używać własnego samochodu. Ponadto, w niektóre dni, gdy poziom zanieczyszczenia przekracza dopuszczalne granice, dzieci nie mogą wychodzić na boisko szkolne podczas zajęć wychowania fizycznego. Unikalnym przeżyciem jest również podróż meksykańskim metrem. Jest ono niesamowicie zatłoczone, należy uważać na kieszonkowców. Jeden lub dwa pierwsze wagony są zarezerwowane tylko dla kobiet – w przeszłości zdarzały się bowiem przypadki naruszania sfery prywatnej w postaci obmacywania.

Heroiczni mieszkańcy Puebli

Kolejnym miastem wartym odwiedzenia jest malownicza Puebla. Położona w dolinie, otoczona wulkanami i ośnieżonymi szczytami. Pełna nazwa miasta do właściwie Heroica Puebla de Zaragoza, co wynika z jego historycznej przeszłości. W 1862 roku miasto zostało zaatakowane przez konkwistadorów z Francji. Puebla i jej dzielni mieszkańcy odparli ten nieprzewidywany atak. Co prawda nie pomogło im to wygrać całej wojny, jednak Puebla pozostała w pewnej mierze niezależna.

Starówka Puebli jest jedną z najładniejszych w całym Meksyku. Została wpisana na listę światowego dziedzictwa UNESCO. Ponadto Puebla to raj dla smakoszy. Jedną z najsłynniejszych potraw tam serwowanych jest Mole Poblano – specjalny sos sporządzony z czekolady, ziaren sezamu oraz papryczek chili, podawanych razem z kurczakiem lub wieprzowiną. Kolejnym bardzo słynnym daniem jest Chiles de Nogada – nadziewana mięsem i owocami papryka Poblano, polana sosem z migdałów, orzechów oraz posypana ziarenkami świeżego granatu oraz przyprawą cilantro (czyli świeżymi liśćmi kolendry).

Warto przy okazji wspomnieć o tym, że w Meksyku rozróżnia się ponad 22 rodzajów papryk. Zaczynając od jalapeño, a kończąc na habanero, tak pikantnej, że nawet wielu rodowitych Meksykanów nie może sobie z nią poradzić.

Przy okazji warto wspomnieć, że nieopodal Puebli znajduje się Wielka Piramida w Choluli. Budowla ta szczyci się tym, że jest największą objętościowo piramidą na świecie. Wokół piramidy koncentruje się życie nocne Puebli i okolic. Jednak Cholula słynie nie tylko ze swoich klubów, dumą miasta jest również niezliczona liczba kościołów i kapliczek. Mówi się, że jest ich 365 (na każdy dzień roku).

Magiczny Jukatan

Opisane wyżej atrakcje znajdują się w centrum Meksyku. Jednak nie jest to region kraju, który przyciąga największą liczbę turystów. Pod tym względem zdecydowanie przoduje Półwysep Jukatan. Jest on również jedną z najbardziej rozwiniętych gospodarczo części kraju, przede wszystkim ze względu na kapitał płynący z obsługi turystów.

Eksplorację Jukatanu warto rozpocząć w Meridzie – mieście założonym w 1542 przez hiszpańskich konkwistadorów. Wcześniej znajdowała się tam osada Majów T'ho. Miasteczko słynie przede wszystkich z bogatej oferty kulturalnej. Codziennie na głównym placu miasta odbywa się wiele koncertów, pokazów teatrów ulicznych czy występów komików. Ponadto miasto obfituje w muzea i galerie, ma nawet małą filharmonię. Odnowiona starówka ma swój niepowtarzalny klimat.

Nieopodal Meridy znajduje się również jeden z najłatwiej dostępnych kompleksów podziemnych jaskini wypełnionych krystalicznie czysta wodą – tzw. cenotes. Z geologicznego punktu widzenia cenote jest naturalną studnią krasową utworzoną w skale wapiennej. Woda w cenote jest bardzo czysta, bowiem jest przefiltrowana przez wiele warstw skały wapiennej. Cenotes w Cuzama uważane są nie tylko za najłatwiej dostępne, ale i jedne z najpiękniejszych. Lustro wody nie jest widoczne z powierzchni, jednak przez małe szczeliny w skale wapiennej przedostają się do wnętrza słoneczne promienie, tworząc grę światła i kolorów. Ponieważ jednak są to studnie, długo oczekiwana kąpiel w chłodnej wodzie jest tylko możliwa dzięki zejściu na dół po stromej drabinie. Wysiłek jest jednak adekwatnie wynagrodzony. Uroku całej wyprawie dodaje fakt, że pomiędzy studniami można poruszać się tylko bryczką.

Królestwo Kukulkana

Merida jest również doskonałym punktem wypadowym do pobliskiego kompleksu ruin Majów – słynnego miasta Chichen Itza, uważanego za jeden z siedmiu cudów świata (obok między innymi piramid w Gizie czy Wielkiego Muru Chińskiego). Kompleks został wybudowany przez wielką cywilizację Majów 1553 lata temu. Jego nazwa również pochodzi z ich starożytnego języka, gdzie Chi oznaczało usta, Chen – studnię, natomiast słowo „Itza" – plemię, które zamieszkiwało tamtejsze tereny. Najciekawszą i największą budowlą jest Wielka Piramida – Świątynia Kukulkana – najważniejszego boga według religii Majów, stworzyciela świata i krzewiciela cywilizacji. Wokół rozpościerają się inne monumentalne budowle, jak na przykład Świątynia Wojownika z filarami w kształcie pierzastych węży czy planetarium (potocznie zwane ślimakiem), które przypuszczalnie było używane do obserwacji astronomicznych. Na terenie kompleksu znajduje się również duże cenote, w którym niegdyś Majowe składali ofiary swoim bogom.

Ciekawostką jest to, że w okresie równonocy (czyli 21 marca i 23 września) główna Świątynia Kukulkana oferuje niesamowite zjawisko – krawędzie piramidy w taki sposób rzucają cień na jej ściany, że obserwującym wydaje się, że ze szczytu piramidy zstępuje wąż (który jest symbolem boga Kukulkana). Z tego też powodu w te dwa szczególne dni w roku można spotkać tam tłumy turystów.

A wszyscy jadą bawić się w Cancun…

Następne 3 godziny drogi na wschód wiodą do słynnego kąpieliska – resortu Cancun. O Cancun słychać przeróżne opinie – że jest to miejsce pełne betonowych hoteli, lub że jest tam drogo i tłocznie, a wokół mnóstwo amerykańskich turystów zainteresowanych jedynie piciem i jedzeniem (menu oferuje najsłynniejsze amerykańskie specjały, a płacić można w dolarach). Z pewnością jednak nie można zaprzeczyć jednej rzeczy – Cancun ma niesłychanie piękne plaże z białego i drobnego piasku i niepowtarzalny kolor morza - woda przybiera kolory od turkusowego, przez zielony, błękitny, aż po granatowy. Jednak zwolennikom dzikiej natury oraz ekologii z pewnością nie spodoba się geneza samego miejsca. Jego historia jest krótka – miasto zostało zbudowane w latach sześćdziesiątych, kiedy to rząd Meksyku postanowił zaktywizować wybrzeże Jukatanu i stworzyć miejsce, które popularnością mogłoby konkurować z Acapulco. Misja powiodła się, niestety, kosztem katastrofy ekologicznej wybrzeża. Postanowiono usypać z piasku półwysep w kształcie cyfry 7 o długości 20 km. Na tym półwyspie zbudowano mnóstwo hoteli z bezpośrednim dostępem do plaży. Ponadto, miasto oferuje wiele rozrywek – kluby nocne, dyskoteki na plaży, sporty wodne, paralotnie, nurkowanie w podziemnych rzekach i wiele, wiele innych. Nie bez powodu jest ono odwiedzane przez ponad 3 miliony turystów każdego roku.

Na spotkanie rekinom

Dla spragnionych bardziej lokalnych klimatów wspaniałą ucieczką jest pobliska Isla Mujeres (czyli Wyspa Kobiet) znajdująca się 13 km od wybrzeża Cancun. Niegdyś większość mieszkańców wyspy stanowiły kobiety – stąd też jej nazwa. Ponadto wyspa przez wiele tysięcy lat była siedzibą świątyni bogini płodności – Ixchel i ktokolwiek z Majów nie mógł doczekać się potomstwa, odbywał pielgrzymkę na tę właśnie wyspę. Dziś wyspa oferuje nieskazitelnie czyste plaże, wspaniały akwen dla nurków – przepiękną rafę koralową, szczególnie w Parku Garafon oraz niepowtarzalną rozrywkę – możliwość pływania w morzu z największą rybą świata – rekinem wielorybim (tzw. whale shark). Morze Karaibskie wokół wyspy jest bowiem miejscem, gdzie ten gatunek lubi przypływać na polowanie. A jego głównym pożywieniem jest…. plankton. Rekin wielorybi jest jednym z trzech gatunków rekina, który odżywia się jedynie planktonem; nieprowokowany nie stanowi zagrożenia dla człowieka. Rekin odwiedza teren wokół wyspy Mujeres od końca maja do połowy września, a migruje w stadach liczących od 100 do 200 rekinów. Wrażenie jest piorunujące, bowiem rekiny te mierzą 18 metrów długości, a ważą nawet 15 ton. Dla spragnionych podobnych wrażeń istotna może być informacja, że pływać z największą rybą świata można jeszcze na Filipinach, w Australii w okolicach Ningaloo Reef oraz w RPA (oczywiście w określonych porach roku).

Wspaniałym miejscem tzw. Riwiery Majów jest również Tulum. Nie bez powodu wygrało ono ranking najpiękniejszych plaż świata przeprowadzony przez Trip Advisor (podobnie jak słynne Boracay na Filipinach). Klimatyczne wybrzeże jest urozmaicone ruinami świątyni Majów, które znajdują się nieopodal białej plaży z krystaliczną turkusową wodą. Jest to bardzo fotogeniczne miejsce.

Warto dodać, że wszystkie te atrakcje znajdują się w tylko jednym regionie Meksyku. A każdy region charakteryzuje się czym innym. Na północy znajdziemy pustynie z kaktusami, w centrum nasze oczy cieszy dżungla, wulkany i wodospady, na południu lasy namorzynowe, na wschodnim wybrzeżu lasy kolczaste – każdy może znaleźć coś dla siebie. Każdy region ma również swoją odrębną kulturę, kuchnie i zwyczaje. Dlatego też podróżowanie po Meksyku może być fascynującą przygodą, pełną niesamowitych odkryć. ■

Want to become a CFA Charterholder?! ...

4CFA.com

... Już dziś zapisz się na kurs na CFA
60h zajęć 1690zł!

Kompendium wiedzy na temat spekulacji

Zenon Komar, „Sztuka spekulacji po latach", Wydawnictwo Linia, Warszawa 2011

DOROTA SIERAKOWSKA

Na początku lat 90. napisana przez Zenona Komara „Sztuka spekulacji" była nowatorską publikacją na polskim rynku. Jednak wydana w tym roku „Sztuka spekulacji po latach" w niczym nie przypomina niewielkiej niebieskiej książeczki sprzed niemal dwudziestu lat.

Nowe wydawnictwo, zawarte w dwóch solidnych tomach, jest nie tylko zbiorem przemyśleń autora – aktywnego spekulanta – wzbogaconego o nowe doświadczenia, ale przede wszystkim kopalnią wiedzy na temat zasad spekulacji i narzędzi do niej potrzebnych.

„Sztuka spekulacji" może być ciekawą lekturą dla szerokiego kręgu odbiorców. Dla początkujących graczy będzie to przede wszystkim kompendium wiedzy o zasadach spekulacji, metodach analizy rynków oraz o różnych instrumentach finansowych, okraszone sporą dozą wiedzy na temat psychologii inwestowania oraz historii rynków finansowych. Zakres zawartej w dwóch tomach wiedzy jest tak duży, że wystarczyłby na zapełnienie większej liczby pozycji książkowych.

A co z wytrawnymi graczami? Takim osobom znaczna część zawartych w książce informacji jest już znana. Jednak atrakcyjne mogą być dla nich subiektywne wstawki autora, których w książce jest wiele i które można skonfrontować z własnymi przemyśleniami. Dodatkowym plusem książki jest jej przystępny język – „Sztukę spekulacji po latach" czyta się lekko i z przyjemnością. ■

Dla praktyków

Curtis M. Faith „Droga Żółwia", Wydawnictwo Linia, Warszawa 2011

DOROTA SIERAKOWSKA

Czy skutecznym traderem może być każdy? W latach 80. XX wieku tę tezę postanowił potwierdzić znany spekulant, Richard Dennis, który założył się ze swoim kolegą po fachu, Williamem Eckhartem, o to, że każdy może nauczyć się skutecznego tradingu. Następstwem zakładu był tzw. eksperyment Żółwi, w którym Richard Dennis uczył wybrane z ogłoszenia osoby reguł gry na giełdzie.

Ponad 20 lat później najskuteczniejszy spekulant z grupy Żółwi, Curtis M. Faith, postanowił opisać swoje doświadczenia. W książce „Droga Żółwia" odsłania on kulisy eksperymentu, przedstawiając szczegóły dotyczące stylu spekulacji stosowanego przez grupę Żółwi. Autor prezentuje sposoby na uzyskanie przewagi nad rynkiem – zarówno te związane z udziałem w eksperymencie, jak i swoje własne. Jednocześnie zwraca on uwagę na czynniki ryzyka, nie tylko tego związanego z nieumiejętnym zarządzaniem wielkością pozycji oraz z funkcjonowaniem w warunkach niepewności, ale przede wszystkim tym związanym z uleganiem emocjom.

Curtis M. Faith bez złudzeń zaznacza, że aby skutecznie spekulować, nie wystarczą predyspozycje związane z charakterem – należy także wykształcić w sobie specyficzny rodzaj myślenia i spojrzenia na rynek. Książka jest ciekawą lekturą w szczególności dla praktyków rynku, którzy mają szansę porównać swój styl spekulacji z systemem Żółwi i ustosunkować się do wskazówek najlepszego tradera z tej grupy. ■

Money makes money

Leszek Czarnecki „Biznes po prostu", Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011

JAKUB DOMAGALSKI

Jeśli planujesz założyć własną firmę od podstaw lub postawić na franszyzę, to „Biznes po prostu" będzie bardzo dobrą lekturą wprowadzającą. A może masz dylemat: własna firma czy korporacja? Odpowiedz sobie na to pytanie, czytając książkę Leszka Czarneckiego. Duże doświadczenie jednego z najbogatszych Polaków przelane jest na papier w sposób niecodzienny, nieskomplikowany i wiarygodny. Nikt inny nie mógłby przekazać cennej wiedzy o tajemnicy swojego sukcesu lepiej niż sam Leszek Czarnecki. Kiedy książka napisana jest przez autorytet, zwłaszcza przez osobę, która osiągnęła w życiu prawie wszystko, wiedza w niej zawarta może okazać się ostatnim elementem, którego brakowało w skomplikowanej układance na drodze do kariery i własnej, niezależnej firmy.

Co takiego zatem daje nam w książce Leszek Czarnecki? Otóż cała książka napisana jest przez pryzmat doświadczenia samego autora. Konsekwencją tego jest przedstawienie świata biznesu na różne sposoby. Autor tłumaczy, dlaczego jeden pomysł na biznes ma szansę się sprawdzić, a drugi nie, pokazując, że nie zawsze dobry pomysł oznacza sukces i duże zyski. W książce przedstawione są sylwetki ludzi sukcesu oraz ich firmy. Nie brakuje również osobistych przemyśleń autora. Podczas lektury zyskamy cenną wiedzę na temat budowania firmy i zarządzania nią, pozyskania finansowania, a także zarządzania stresem, personelem, czy czasem. Warto wziąć pod uwagę to, iż sam autor jest sprawnym managerem, a jego wiedza w tym zakresie - bezcenna.

Jeśli chcesz uniknąć typowych błędów, jakie popełniają menadżerowie, przeczytaj rozdział temu dedykowany. Książka jest daleka od typowej akademickiej publikacji, co jest jej cennym atutem. Można nawet zaryzykować twierdzenie, że „Biznes po prostu" to bardzo dobry poradnik dla tych, którzy szukają swojego sposobu i na życie, i na biznes. ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

ROZWIĄŻ I WYGRAJ

I MIEJSCE

- iPod Shuffle 2GB
- książka „Inwestowanie w wartość"
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł

II MIEJSCE

Zestaw trzech książek

- „Zrozumieć kryzys finansowy"
- „Reguły giełdy. Żelazne zasady największych inwestorów"
- „Globalizacja"
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł

III MIEJSCE

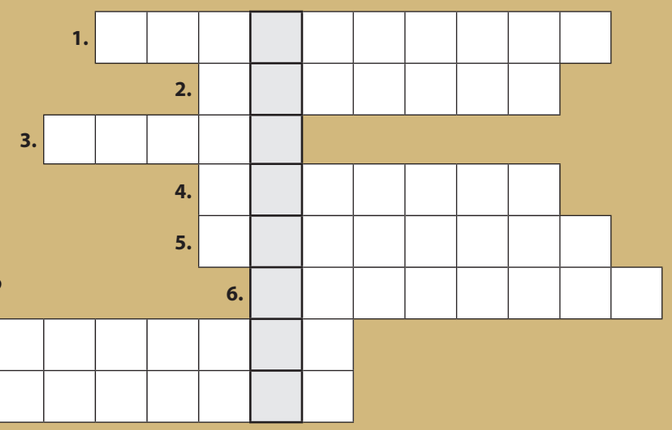
Zestaw dwóch książek

- „Dlaczego mądrzy ludzie popełniają głupstwa finansowe?"
- „Jak zarobiłem 2 000 000 $ na giełdzie"
- abonament do serwisu stockwatch.pl o wartości 59 zł

Zapraszamy do rozwiązania naszej październikowej krzyżówki, bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz iPod-y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **30 października 2011r.** na adres konkurs@gazetatrend.pl

1. Twórca Facebooka.
2. Nazwisko sławnego inwestora – Warrena.
3. Główny ekonomista Europejskiego Banku Centralnego, który ogłosił swoją rezygnację we wrześniu.
4. Prezes Forda.
5. Teoria fal …, mająca związek z ciągiem Fibonacciego.
6. Państwo w Ameryce Południowej, do którego trafiają produkty spółki Apator.
7. Stolica państwa Azteków.
8. Dobro, na które popyt rośnie mimo wzrostu jego ceny.



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej **www.gazetatrend.pl/konkurs** do dnia 05.11.2011r.

Regulamin konkursu na stronie **www.gazetatrend.pl/konkurs**

Partner główny i sponsor nagrody głównej: ERNST & YOUNG

Sponsorami nagród w konkursie są: STOCKWATCH, WYDAWNICTWO NAUKOWE PWN, one press, Wydawnictwo MARINA

inwestycje:pl

Codzienna dawka informacji

GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

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

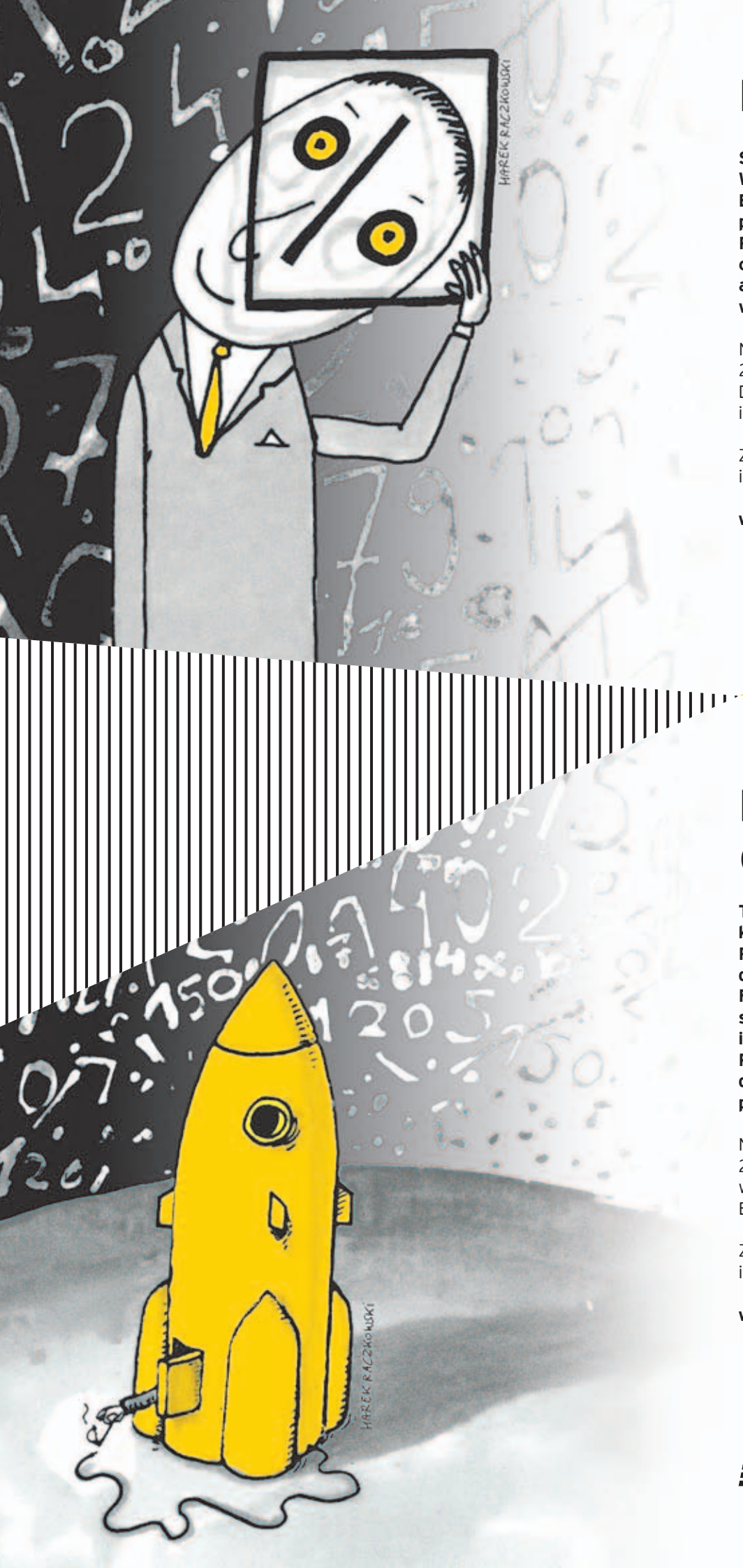
Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce.
Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo".
Więcej informacji na: www.inwestycje.pl/reklama lub reklama@inwestycje.pl

MECENAS RYNKU STRATEGII INWESTYCYJNYCH www.stocksystems.pl

Obsługiwane rynki i instrumenty:

Akcje - Kontrakty - UFK - OTC
(w tym MetaTrader 4)

INNOWACYJNA GOSPODARKA NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI
UNIA EUROPEJSKA



EYe on Tax

Spójrz na podatki fachowym okiem. Weź udział w prestiżowym konkursie Ernst & Young. Zobacz, jak wygląda praca profesjonalnego Doradcy Podatkowego. Masz szansę zdobycia cennego doświadczenia i wygrania atrakcyjnych nagród. Zacznij poziom wyżej.

Nagrody w VII edycji konkursu:
20 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Podatkowego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 18 listopada 2011 r.

www.ey.com.pl/EYe_on_Tax

EY Financial Challenger

To najlepszy start, jeżeli rozpoczynasz karierę w świecie finansów. Rozwiązujesz zadania, z jakimi mają do czynienia profesjonalni Doradcy Finansowi. Sprzedajesz i kupujesz spółki, dokonujesz ich wyceny i przygotowujesz analizy finansowe. Przekonujesz partnerów biznesowych do swoich rozwiązań i zdobywasz praktyczne doświadczenie.

Nagrody w VIII edycji konkursu:
24 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Transakcyjnego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 18 listopada 2011 r.

www.ey.com.pl/Challenger

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do