EkSoc - UŁ

Deal

www.dealsknInwestor.com

skn INWESTOR

nr 2 (4) listopad 2007 SKN Inwestor Uniwersytet Łódzki numer ISSN: 1897-1075

artykuł wydania:

FENOMEN FUNDUSZY PRIVATE EQUITY (s.9)

ponadto w numerze:

DOKĄD ZMIERZA POLSKA GIEŁDA?

ROZMOWA Z LUDWIKIEM SOBOLEWSKIM

RYNEK NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

PRIVATE BANKING W PRZESZŁOŚCI I DZIŚ

© 2007 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, podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Oferujemy 200 miejsc praktyk i pracy

Dołącz do KPMG!

KPMG to międzynarodowa sieć firm świadczących usługi z zakresu audytu, podatków i doradztwa. KPMG zatrudnia 113 000 pracowników w 148 krajach. Niezależne firmy członkowskie sieci KPMG są stowarzyszone z KPMG International, podmiotem prawa szwajcarskiego. Każda z firm KPMG posiada odrębną osobowość prawną.
W Polsce KPMG działa od 1990 roku. Obecnie zatrudnia blisko 1 200 osób w Warszawie, Krakowie, Poznaniu, Wrocławiu, Gdańsku i Katowicach.

Pierwszym krokiem do rozpoczęcia praktyk lub pracy w KPMG jest wypełnienie formularza aplikacyjnego zamieszczonego na naszej stronie internetowej **kpmg.pl**. Wybranych kandydatów zaprosimy na test ze znajomości języka angielskiego oraz testy sprawdzające umiejętności i predyspozycje wymagane na danym stanowisku. Następnym etapem będzie Assessment Centre oraz rozmowy kwalifikacyjne. Szczegółowe informacje dotyczące procesu rekrutacji znajdują się na stronie **kpmg.pl**.

Do udziału w programie praktyk w KPMG zapraszamy **studentów IV i V roku**. Praktyki są dobrym wstępem do zdobycia cennego doświadczenia zawodowego i poznania środowiska pracy audytorów i doradców. **Najlepszym składamy oferty pracy.**

Absolwentom rozpoczynającym pracę w KPMG na stanowiskach asystenckich zapewniamy klarowną ścieżkę kariery i umożliwiamy uzyskanie kwalifikacji zawodowych takich, jak: biegły rewident, doradca podatkowy, ACCA, CISA oraz CFA.

Poza konkurencyjnym wynagrodzeniem oraz możliwością rozwoju zawodowego, zapewniamy opiekę medyczną oraz szereg dodatkowych świadczeń socjalnych, karnety do klubów sportowych i na baseny. Nasi pracownicy podczas międzynarodowych turniejów KPMG reprezentują Polskę w rozgrywkach siatkarskich oraz piłki nożnej. **Wyróżnia nas dobra atmosfera pracy.** W KPMG szanujemy indywidualność. Cenimy ludzi za to, kim są, za ich wiedzę i umiejętności.

Od kandydatów oczekujemy: bardzo dobrej znajomości języka angielskiego, bardzo dobrych wyników na studiach, analitycznego myślenia i umiejętności pracy w zespole.

Jeżeli szukacie wyzwań, możliwości pogłębiania wiedzy i rozwijania umiejętności, kontaktu z wiodącymi firmami w danej branży oraz szansy na rozpoczęcie kariery, która zapewni Wam sukcesy przez wiele lat – **KPMG jest miejscem dla Was!**

KPMG Sp. z o.o.
Dział Human Resources
ul. Chłodna 51
00-867 Warszawa
E-mail: rekrutacja@kpmg.pl

AUDIT ▪ TAX ▪ ADVISORY

KPMG

spis treści

STUDENT POTRAFI

WYZWANIA
5-6 Socrates-Erasmus — przygoda życia
7-8 Praktyki w McKinsey & Company

WYDARZENIA W SKN

PRZEGLĄD
13 Newsletter SKN Inwestor

PROJEKT
14-15 Finał Konkursu SIFE Polska

BADANIA NAUKOWE

GIEŁDA
17-18 Zaawansowane modele wyceny opcji
31-32 Fundusze a giełda

TWOJE INWESTYCJE

BANKI
19-20 Private banking

W CZTERY OCZY

WYWIADY
21-22 O bankowośći prywatnej — rozmowa z Joanną Taborowską
25-26 Dokąd zmierza Polska giełda? — wywiad z Ludwikiem Sobolewskim

WARTO WIEDZIEĆ

GIEŁDA
27-28 Co siedzi w głowie inwestora

FELIETON

FENOMEN
9-11 Private equity

MAKROEKONOMIA

ŚWIAT
23-24 Globalization and regionalization outside europe

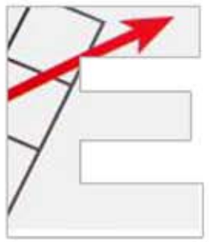
RYNEK
29 Gospodarka polski w II kwartale 2007
33-35 Rynek nieruchomości w Polsce

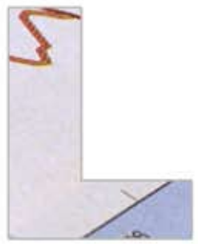
PORTRET TWÓRCY

OSOBOWOŚĆ
37-38 Paul A. Strassmann

CIEKAWE SPÓŁKI

GIEŁDA
39-41 Procad S.A.





Deal

MAGAZYN NR 1 (4)
MARZEC 2007

WYDAWCA
Studenckie Koło Naukowe Inwestor
Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
P.O.W. 3/5 90-255 Łódź

REDAKCJA
Redaktor naczelny IV wydania:
Adam Brzostowski

Bartosz Grzegorzewski
Szymon Rybarkiewicz

Autorzy:
Łukasz Abramowicz
Jacek Bartyzel
Adam Brzostowski
Bartosz Bębowski
Ela Domagalska
Ewelina Goss
Bartosz Grzegorzewski
Piotr Grzeliński
Adam Krajewski
Monika Łuba
Mariusz Makowski
Adam Mazur
Jan Pawelczyk
Paula Pipiak
Piotr Piwoński
Marcin Strojecki
Monika Sul
Agata Żółtaszek

Korekta artykułów:
Marta Olasik

ADRES INTERNETOWY
www.deal.skninwestor.com

ADRES E-MAIL
skninwestor@skninwestor.com

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

skn INWESTOR
Uniwersytet Łódzki Wydział Ekonomiczno - Socjologiczny

OD REDAKCJI

NA DRODZE DO SUKCESU

Projekt okładki: Dominik Garczyński

"Ja nie mam nic, ty nie masz nic, on nie ma nic. To razem właśnie mamy tyle, w sam raz tyle, żeby założyć wielką fabrykę". Tenże cytat zaczerpnięty z "Ziemi Obiecanej" towarzyszy nam od początków powstawania magazynu Deal. Pomysłodawcy tego przedsięwzięcia zapewne jeszcze dwa lata temu nie przypuszczali, że ich "dziecko" nabierze taką renomę i rozpoznawalność w mieście Łodzi. Na to powodzenie składał się ciężki wysiłek, solidność i chęć odniesienia sukcesu przez każdego kolejnego redaktora naczelnego naszego magazynu. Jeśli się nie rozwijasz, to nie tylko stoisz w miejscu, ale również cofasz się o dwa kroki. Dlatego podjęliśmy decyzję o ekspansji magazynu Deal poza Uniwersytetem Łódzkim. Chcemy pilotażowo wysłać część nakładu do wybranych czołowych uczelni w kraju. Jest to pierwszy krok w kierunku uczynienia z naszego magazynu medium o zasięgu ogólnokrajowym.

Lecz to nie koniec zmian! Nowością oraz pewnym eksperymentem jest również umieszczenie artykułów w języku angielskim. Mamy nadzieję, że dzięki temu uda nam się również zaistnieć bardziej globalnie oraz pozyskać środki finansowe z zagranicy. Tym samym marzenie mojego poprzednika Adama Mazura oraz kilku innych równie głęboko zaangażowanych w sprawy SKN Inwestor osób, staje się coraz bardziej realne. W tym wydaniu Deal'a znajdziecie także nowy dział "Ciekawe spółki".

Jesteśmy dumni z faktu, że kolejne wydanie Deal'a nie zmieniło swojego charakteru. Nadal powstaje on w wyniki pracy studentów, członków koła naukowego oraz stowarzyszenia SKN Inwestor. Liczymy na to, że spodobają się Wam wprowadzone zmiany, a ocenę samego wydania pozostawiamy Wam. W naszych głowach już snują się plany wydania V numeru w semestrze letnim roku 2008. Może tym razem również i Wy będziecie mieli swój wkład w powstawanie wyjątkowego magazynu? D

Adam Brzostowski
Adam Brzostowski@skninwestor.com

PODZIĘKOWANIA

Nie byłoby Inwestora, a tym bardziej Deal'a gdyby nie zapał, ambicja i przede wszystkim pasja wielu ludzi, którzy go stworzyli i nadal tworzą! Chciałbym złożyć podziękowania: Łukaszowi Szymakowi i Adamowi Mazurowi - za bezcenne rady przy tworzeniu tego wydania; Borysowi Pastusiakowi - za wsparcie techniczne; Michałowi Kędzia i Markowi Raczko - za nadzór merytoryczny nad artykułami; Marcie Olasik - za korekty artykułów; Tomkowi Marciniakowi - za wsparcie w poszukiwaniu sponsorów; Bartkowi Grzegorzewskiemu - za pozyskanie reklamodawców.a D

WSPÓŁPRACA

Kolejne wydanie magazynu *Deal* już wkrótce. Jeśli chcesz zostać autorem artykułu, już dzisiaj napisz e-maila na adres skninwestor@skninwestor.com. W temacie wpisz „WCHODZĘ W DEAL", a w treści podaj swoje imię oraz nazwisko. Skontaktujemy się z Tobą! D

wyzwanie

SOCRATES-ERASMUS – PRZYGODA ŻYCIA

Koniec czerwca, piękna słoneczna pogoda, jedna z kawiarni w centrum miasta

Adam Mazur: Cześć Paula

Paulina Pipiak: Cześć Adam!

AM: Fajnie Cię znowu widzieć po tak długim czasie. Kiedy wróciłaś ? Jak było, opowiadaj?!

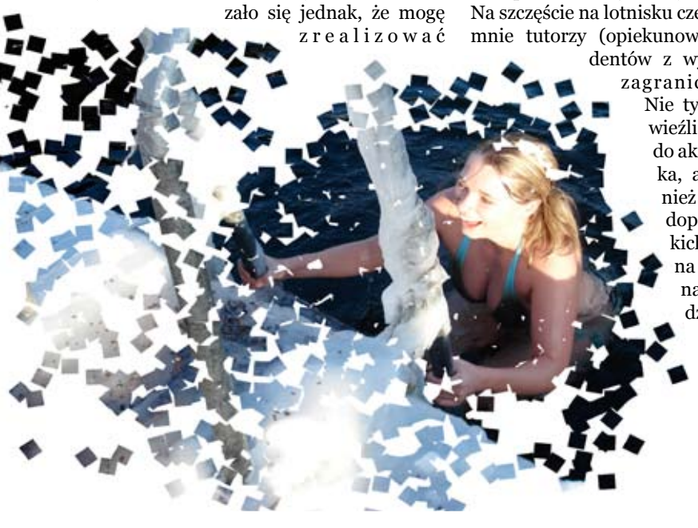
PP: Niedawno wróciłam z Frankfurtu nad Odrą. Aklimatyzuję się w Łodzi. Wiesz, po 2 semestrach studiowania za granicą ciężko się przyzwyczaić.

AM: Bardzo dobrze Cię rozumiem. Mimo, że jestem w Polsce od miesiąca wciąż myślami wracam do Finlandii. A przecież dobrze pamiętam, że nie tak dawno wahałem się czy jechać na Sokratesa. Nawet o tym rozmawialiśmy.

PP: Tak, dobrze to pamiętam. Te nasze zmaganie się z formalnościami, oczekiwanie na odpowiedź z uczelni. Ale ...

AM: Ale powiedz od czego to wszystko się zaczęło?

PP: Właśnie, to długa historia. Już w liceum chciałam studiować w Niemczech. Uwielbiam ten język. W życiu jednak różnie bywa i trafiłam na Uniwersytet Łódzki. Okazało się jednak, że mogę zrealizować swoje marzenie. Złożyłam podanie, zostało pozytywnie rozpatrzone i pojechałam. Można powiedzieć, że zrealizowałam jedno ze swoich marzeń.



AM: Dla mnie to był w dużej mierze przypadek. Pewnego dnia przechodziłem obok biura koordynatora od punktów ECTS i pomyślałem czemu by nie spróbować. Złożyłem wniosek i okazało się, że zostałem zakwalifikowany do programu Socrates – Erasmus. Później zostało już tylko dopełnienie formalności.

PP: Faktycznie nie było to skomplikowane. Nawet jeśli zagubiłam się w tych formalnościach, to zawsze mogłam liczyć na pomoc koordynatora na wydziale, czy pani z Biura Współpracy z Zagranicą. U mnie dość zawiłe było jednak wdrażanie się w nową uczelnię w Niemczech. Trzeba było trochę poczytać, wysłać kilka dokumentów, dowiedzieć się co mnie czeka po przyjeździe na miejsce.

AM: Tak, świetnie pamiętam mój pierwszy dzień w Finlandii. Dwie godziny lotu samolotem i ląduję w zupełnie nowej rzeczywistości. Na szczęście na lotnisku czekali na mnie tutorzy (opiekunowie studentów z wymiany zagranicznej). Nie tylko zawieźli mnie do akademika, ale również pomogli dopełnić wszystkich formalności na miejscu. Zajęło nam to cały dzień.

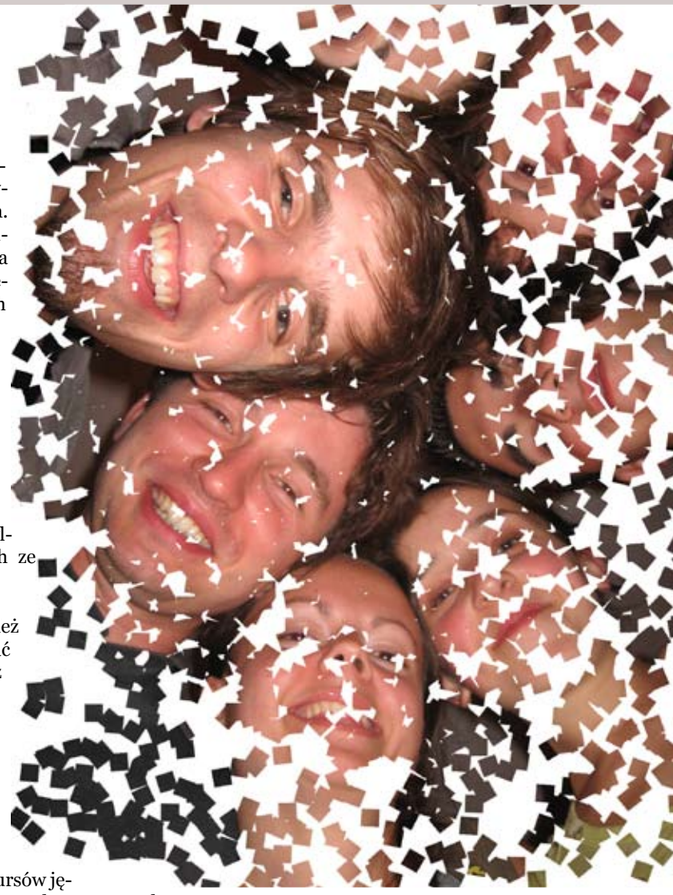
PP: Ja natomiast rzuciłam się na żywioł. Z tutorami spotkałam się po pewnym czasie. Gdy już się zaaklimatyzowałam na miejscu... Czy u Ciebie też w tak różnorodny sposób organizowano czas wolny ? Przypominam sobie teraz wszystkie wieczorki tematyczne podczas których spotykałam ludzi z najróżniejszych zakątków świata. Wspólne gotowanie regionalnych potraw, wspólne wycieczki po kraju, rozmowy w kawiarniach czy akademickich kuchniach o tym co nas łączy, jak żyjemy, jakie plany etc.

AM: Ja również z sympatią wspominam wspólne gotowanie, tradycyjne fińskie kolacje oraz oczywiście imprezy zarówno w klubach jak i akademikach. Ale oczywiście nie tylko zabawą człowiek żyje.

PP: Jasne, że tak! Z założenia pojechaliśmy po to, by się uczyć. Poza typowo towarzyską formą aktywności ciekawie było też poznać inne podejście do edukacji. Zarówno ze strony uczelni jak i studentów. Nie masz wrażenia, że u innych wygląda to nieco inaczej niż u nas?

AM: Zgadzam się z tobą w 100 %. Myślę, że oprócz podejścia kadry akademickiej dużą rolę odgrywają również warunki lokalowe. Na moim uniwersytecie standardem było, że każda sala posiadała projektor multimedialny (czasem nawet dwa), video, odtwarzacz DVD oraz komputer. Nie wspomnę już nawet o kartach magnetycznych będących zarazem legitymacjami studenckimi oraz kluczami do sal czy w pełni zautomatyzowanej bibliotece. Z pewnością takie warunki sprzyjają łatwiejszemu przyswajaniu wiedzy.

PP: Mnie natomiast podobało się umieszczenie informacji w Internecie. Począwszy od planów zajęć, skryptów aktualizowanych z zajęcia na zajęci, zapisy na egzaminy, korespondencję e-mailową z wykładowcami. Uczelnie faktycznie są przyjazne studentom. A poza tym zmusiło mnie to na początku do przełamania pewnych barier językowych. Musiałam przecież sobie poradzić i wykazać się aktywnością. Czyli można powiedzieć, że niemiecki podszkoliłam nie tylko w rozmowach ze znajomymi.



AM: Ja również mogłem szlifować angielski przez cały czas pobytu. Bardzo się zdziwiłem, że niemal każdy Fin mówi świetnie po angielsku. Ponadto mogłem wybierać z szerokiej gamy kursów językowych oferowanych przez uczelnię. Oczywiście nie mogłem odpuścić sobie nauki fińskiego. Do tej pory pamiętam kilka słów.

PP: Nie połamałeś sobie języka?

AM: Rzeczywiście, było ciężko, ale przy odrobinie wysiłku możliwe jest opanowanie tego języka. Współczuję tylko Amerykankom, które razem z nami uczyły się fińskiego. One na pewno połamały sobie języki.

PP: To podobnie jak Francuzi, którzy próbowali wymawić typowe niemieckie, twarde „r". Na samym początku mieli nawet problem z kupieniem chleba. A swoją drogą to słyszałam, że Finlandia to drogi kraj. Jak poradziłeś sobie z finansami?

AM: Faktycznie życie w Finlandii nie należy do najtańszych. Ceny są średnio od 2 do 4 razy wyższe niż w Polsce, zaś stypendium nie pokrywało wszystkich wydatków. Oczywiście można ten problem rozwiązać na kilka sposób. Chociażby znalezienie na miejscu pracy, co jest trudne, ale możliwe, czy też zaciągnąć kredyt studencki lub zainwestować własne oszczędności. Zresztą Polacy to bardzo kreatywny naród i nie mieli większych problemów z utrzymaniem się.

PP: W Niemczech było trochę łatwiej. Niższe ceny oraz większe możliwości znalezienia pracy, nawet weekendowej. Taki wyjazd uczy więc operatywności oraz tzw. życia na własny rachunek. Nie masz wrażenia, że wymiana dała nam duże możliwości rozwoju? Nie myślę tu tylko o zwykłej zaradności, ale też o dostrzeganiu pewnych form aktywności, tej akademickiej oraz nie tylko.

AM: Masz rację, abstrahując od tego, że jest to świetna zabawa, uczestnictwo w programie wymiany studentów jest z pewnością mocnym punktem w CV, na który zwrócą uwagę wszystkie firmy. Ponadto zdobyte międzynarodowe doświadczenie jest dużym atutem dla przyszłego pracodawcy. Osobiście nie znam osoby, która żałowałaby decyzji o wyjeździe. Ja również zaliczam się do tej grupy. A Ty?

PP: Jasne, że tak! Chętnie wróciłabym do tamtych chwil. Może będzie jeszcze okazja... Do odważnych świat należy. D

Paulina Pipiak
Paulina.Pipiak@skninwestor.com
Adam Mazur
Adam.Mazur@skninwestor.com

wyzwanie

PRAKTYKA W McKINSEY & COMPANY

Oczami praktykanta

W przeciwieństwie do wielu studentów od lat marzących o praktyce w McKinsey, w moim przypadku decyzja o aplikowaniu do tej firmy była raczej podyktowana korzystnym zbiegiem okoliczności. Kończyłem studia doktoranckie na renomowanej uczelni zagranicznej, ale coraz mocniej czułem że pomimo wielu pozytywnych aspektów praca naukowa to nie jest to, co chciałbym robić. Jednocześnie dwóch dobrych kolegów – o dziwo również akademików o bardzo podobnym do mojego wykształceniu – pracowało w McKinsey i w każdej rozmowie z nimi wracał pomysł, żeby spróbować sił w takiej pracy, przekonać się o własnych umiejętnościach i posmakować innego rodzaju życia. Dziś wiem, że był to strzał w dziesiątkę.

...przekonać się o własnych umiejętnościach i posmakować innego rodzaju życia. Dziś wiem, że był to strzał w dziesiątkę

Praca praktykanta nie różni się zasadniczo od tego co robi „pełnoprawny" konsultant. Proces aplikacyjny jest identyczny, praca u klienta również. Nie znaczy to oczywiście, że od pierwszego dnia jest się bombardowanym zadaniami godnymi doświadczonego konsultanta. Jest raczej odwrotnie – pamiętam, że na początku projektu byłem wręcz zaniepokojony małą skalą powierzanych mi zadań. Zakres obowiązków rósł jednak w miarę trwania projektu i zdobywania przeze mnie kolejnych umiejętności. Firma bardzo pieczołowicie podchodzi do rozwoju pracowników i wolny start na praktyce jest również częścią tej strategii. Poza tym nie ma się co oszukiwać, że student bez wielkiego doświadczenia biznesowego rozpracuje trzy zagadnienia, z których każde zasługuje na oddzielny projekt. Ja w każdym razie nie brałem na siebie tylu tematów, a przynajmniej nie od razu.

Najbardziej rozpowszechnionym stereotypem na temat pracy w McKinsey jest przekonanie, że nie wychodzimy z pracy przed północą. To nieprawda. Wprawdzie wiele zależy od projektu, a w ramach projektu od konkretnych zadań i terminów, ale firma dba o to, by konsultanci nie byli przepracowani i by mogli realizować swoje pasje i rozwijać zainteresowania poza godzinami pracy, nie tylko w weekendy. Podczas trzech letnich miesięcy tylko raz nie udało mi się stawić na cotygodniową wieczorną sesję tenisa ze znajomymi. Poza tym, przy ciekawej pracy czas płynie naprawdę szybko. Uważam, że trudniej jest wysiedzieć bezczynnie od 9.00 do 17.00 niż intensywnie pracować nad ciekawymi tematami do wieczora. Tę pracę uprzyjemnia też atmosfera w zespole. Nie ma tematu, którego zespół konsultantów nie potrafiłby zamienić w dowcip. Jeśli chcecie się przekonać jak w ciągu kilku nastu sekund przejść od dyskusji nad strategią dużej firmy do zażartej debaty na temat seriali telewizyjnych, to tylko w McKinsey.

Łukasz Abramowicz

Wiele firm ma wypisane dużą czcionką na stronie internetowej misję i wartości według których działa. Brzmi to może pompatycznie, ale w McKinsey wartości firmy są naprawdę realizowane w codziennej pracy. O opiece roztaczanej nad nowymi pracownikami już wspomniałem, innym przykładem jest rzadko spotykany w sferach biznesowych a charakterystyczny dla McKinsey brak hierarchii wśród pracowników. Obowiązki partnerów różnią się oczywiście od tego co robi praktykant, ale każdy bez względu na staż pracy i zajmowane stanowisko ma prawo, a wręcz obowiązek wygłoszenia otwarcie swojej opinii, nawet jeśli idzie pod prąd myśleniu innych, o ile opinia ta jest poparta rzeczowymi argumentami.

Praktyka w McKinsey to praca w środowisku przyzwyczajonym do najwyższych standardów analitycznych i etycznych i wymagającym takowych od swoich pracowników. W praktyce oznacza to pełne zaangażowanie w każde wykonywane zadanie, nie stosowanie taryfy ulgowej wobec żadnego projektu i profesjonalne traktowanie ludzi, z którymi się pracuje, zarówno po stronie klienta jak i po stronie firmy. To, że każdy od każdego wymaga rzetelnej pracy bardzo ułatwia realizację własnych zadań w ramach projektu – wyobraźcie sobie, że nikt Was w niczym nie zawodzi, nikt się nie spóźnia z terminami, nikt nie narzeka na przeciwności losu lecz aktywnie wychodzi im naprzeciw. Znałem wprawdzie takie wymagania z zagranicznych studiów doktoranckich, ale z wielką przyjemnością zauważyłem, że podobne wymagania są stawiane w środowisku biznesowym, w Polsce.

Praca w McKinsey daje możliwość kontaktu z prezesami i członkami zarządów największych firm w Polsce. Nie do pomyślenia było dla mnie wcześniej, że w ciągu kilku dni od przyjścia do firmy będę uczestniczył w kameralnym spotkaniu z prezesem jednej ze spółek WIG-20 i że na tym spotkaniu prezes może zapytać o moje zdanie na dany temat. Możliwość obserwacji z bliska sposobu pracy menedżerów największych spółek dała mi więcej niż lektura podręczników zarządzania (których i tak nie czytałem zbyt dokładnie).

Każdy dzień takiej pracy jest tak dynamiczny i nieprzewidywalny, że niekiedy trudno jest zachować proporcje między życiem prywatnym, a zawodowym

No dobrze, póki co wymieniłem same zalety praktyki w McKinsey. Czy są jakieś wady? Jeśli są, to na pewno dotyczą one nie tyle samych praktyk, co raczej specyfiki pracy konsultanta. Każdy dzień takiej pracy jest tak dynamiczny i nieprzewidywalny, że niekiedy trudno jest zachować proporcje między życiem prywatnym, a zawodowym. Jednak przy odpowiednim planowaniu i organizacji pracy jest to problem do przeskoczenia. Nie ma jednak co oczekiwać, że czasu wolnego podczas praktyki w McKinsey będzie tyle co na studiach, choć i to zależy od tego jak sumiennym jest się studentem.

Jedyną bodaj różnicą pomiędzy praktykantem a pełnoprawnym konsultantem jest fakt, że pod koniec praktyki firma decyduje, czy złożyć praktykantowi ofertę stałej pracy. Świadomość takiego bycia pod lupą może być dla niektórych stresująca. Wydaje mi się, że najlepiej w ogóle o tym nie myśleć, a zamiast tego skupić się na jak najlepszym wykonywaniu codziennych obowiązków i po prostu być sobą. Dzięki temu Wasza praktyka w McKinsey upłynie znacznie przyjemniej, a szanse na otrzymanie oferty pracy tak naprawdę tylko wzrosną. Pamiętajcie, że firma szuka nie tylko mocnych analityków, lecz również ciekawych ludzi, z którymi chce się pracować. No bo jaki byłby pożytek ze spędzania kilkudziesięciu godzin tygodniowo w towarzystwie bystrych nudziarzy? D

McKinsey & Company na rok 2007/2008

Program	Termin nadsyłania aplikacji
EuroAcademy 2008	30 listopada 2007
Program Praktyk Letnich	15 kwietnia 2008
Leadership Seminar 2008	31 marca 2008

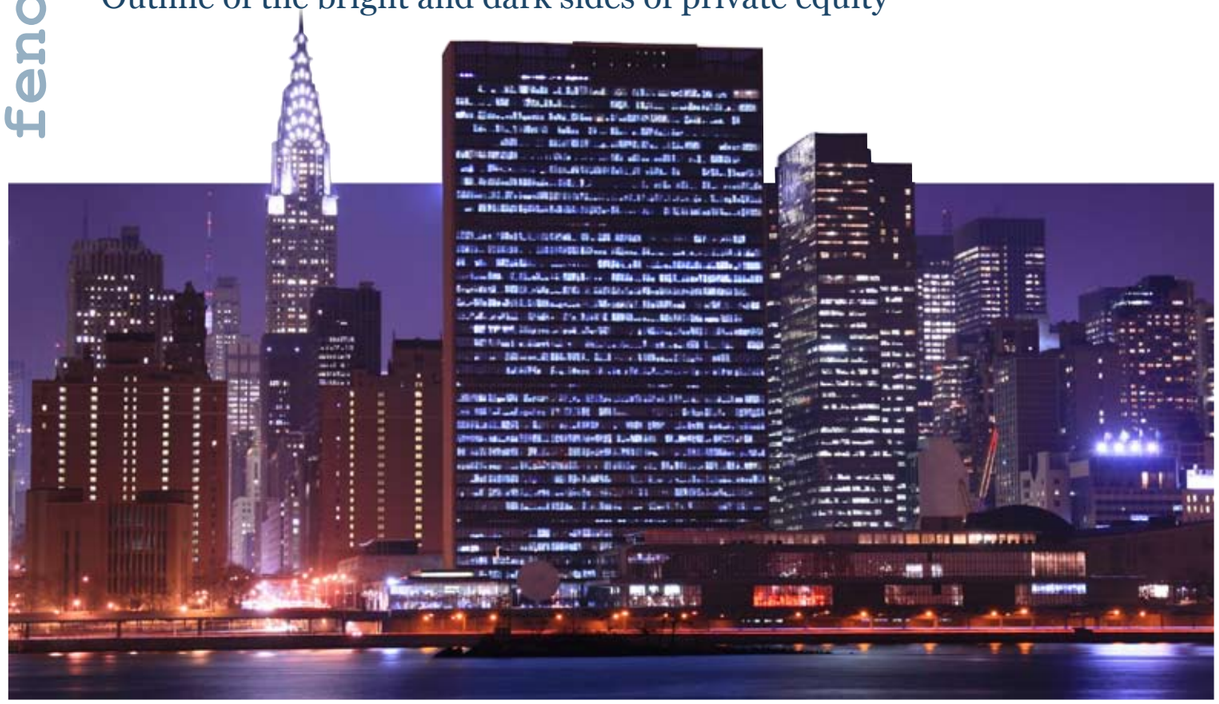
Artykuł sponsorowany

Łukasz Abramowicz
Abramowicz@gmail.com

fenomen

PRIVATE EQUITY

Bubble, miraculous investment or neither of the two? Outline of the bright and dark sides of private equity



Private equity industry has recently become one of the most prominent topics of economic and financial news coverage. The rationale behind its operations is being challenged by the critics from economist and politicians to trade union activists. Some are pointing to the tax preferences that private equity is given; others are questioning their impact on efficiency of the use of resources and criticising matters concerning corporate governance. Without the heat of the political debate, I will try to outline the major concepts relating to this phenomenon and to assess the rationale for the nearly ubiquitous calls for greater regulation.

WHAT IS IT ALL ABOUT?

So what in its essence is the private equity? In general the term refers to the industry that seeks to invest into companies and manage them off the listed equity markets for certain time, either by supplying capital to private companies with growth prospects or by taking over the listed corporations, trying to maximize the value. I should focus here on the larger size end of the private equity sector, which is the subject of most controversies. The way of doing business of the largest players in the industry is based on seeking public companies in which they spot inefficiencies, attempting to take the company private, improving the management processes and, hoping for the increase of company value, ultimately selling the company back to the market. Usually the management is changed after acquisition and the private equity group becomes in control of the company. It often follows that the company is completely restructured, as in pursuit of an increase of

> It is usual for the value of debt to reach above **70**% of the deal funding

its value the group seeks cost saving (which may include job cuts) and other means of improving efficiency.

The process often involves so called "Leveraged Buyout" (LBO), where debt is the significant proportion of capital needed to finance the acquisition of the company. This is the point where private equity groups most often liaise with investment banks to syndicate such loans or issue debt securities. As in any case of highly leveraged investments, although the potential profits increase, so does the downside risk. It is usual for the value of debt to reach above 70% of the deal funding. The debt liabilities are usually incorporated into target company balance sheet.

PRIVATE EQUITY GROUPS

Private equity groups, the largest of which include Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), Blackstone Group, Texas Pacific Group, are highly sophisticated investment enterprises that focus on finding and buying the controlling share of the companies where they believe that elimination of certain inefficiencies may increase value. As they seek profits in such way, their success depends both on the correct assessment of the target company value and on the ability to spot inefficiencies whose elimination may increase such value. However, over the investment horizon, the management and strategy abilities in order to actually increase efficiency become the most crucial factor. Rather than on pursuit of short term investment profits, they need to focus on the longer term view and sketch the timescale in order to exercise the restructuring of the company, taking into account the business environment as well as the financial markets conditions. In such way they need to have strategy to find sound profit on highly leveraged deals and prevent loosing the scope of financial structure. Profits made throughout the project often reach hundreds per cent, provided the groups are able to convince potential investors of the improvements that have been made, before bringing the company to the market. Some critics,however, point out that sometimes the increase in value is more apparent than real, as the private equity made business decisions that, although improving the financial outlook in the short-term, prove to undermine the longer run objectives. In the UK, the Debenhams deal is often used to exemplify such dangers. The takeover returned to three private equity buyers over 300 per cent within three years, yet Debenhams seemed to underperform after having been sold back to the market. However, the longer term performance is yet to be seen.

> The takeover returned to three private equity buyers over **300** per cent within three years

TO THE MAINSTREAM

Until not so long ago, the private equity industry, although still noticeable, was rather seen as the "alternative" industry, far from mainstream financial institutions. Its ability to make real pressure on larger corporate markets was limited. With time, it became more and more important part of the corporate finance. Its share in the overall value of mergers and acquisitions jumped rapidly. Until the recent credit market turmoil, many financial professionals expected the continuation of that trend. This is, obviously more of the guess, as it is conditional on favourable relations between cost of debt and equity capital and the risk premia demanded by the investors and the private equity groups.

UNDER FIRE

The private equity industry has fallen under fierce criticism from various sides, envisaging the dangers to the financial stability, impact on employment and efficiency. The major accusations, among others, include: the allegedly preferential tax treatment of private equity, job losses as a result of cost cuts seeking, and the inefficiencies caused by limited reporting requirements and weaker corporate governance and transparency in private companies compared to the exchange listed counterparts, which is accused of possibly detrimental impact on the long term business health of the companies, e.g. through so-called "asset stripping". Let me outline the rationale of each of those points.

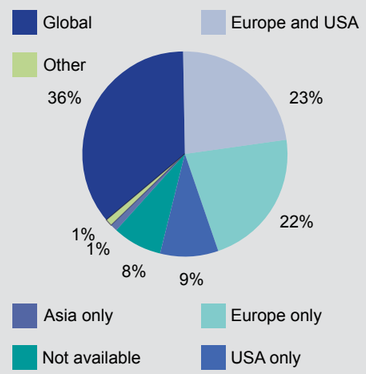
PREFERENTIAL TAX SYSTEM?

In many tax systems, the debt interest payments is treated as expense, and is tax deductible, whereas dividends are not, and are taken from post-tax profits. Since most of companies taken over by private equity are highly leveraged, such treatment seems apparently as the preference and encouragement of debt taking rather than equity financing. Critics point that this encourages the practices of the industry to use the leverage. We must however, remember, that interest payments are fixed while dividends are discretionary. Although the facts seem to support the hypothesis of such treatment to meet private equity industry participants' needs, it is also true that they are facing the risk as well. Elimination of tax breaks on interest payments would be also more likely to lead to increase the cost of debt and to narrow the spectrum for financing choices. Taking the United Kingdom as an example, the "carried interest", defined as the share of profit that the executives of the buyout groups are due, is treated as capital gains, taxed much less severely than income. Private equity is gaining tax advantages if they hold the investment for at least two years of the "tamper relief" period. Alistair Darling, the current Chancellor, proposed measures of reducing the tax advantages, yet the merits of such move are highly questionable. Although there is a real confusion between tax treatment of various forms of income and interest, the buyout industry heavy reliance on debt and other fixed rate financing seems to favour their defence against reclassifying of those instruments in tax law. It is also likely that too wide increase in taxation would hit other forms of investment (alternative markets including London AIM, as well as venture capital funds), while hitting specific sectors of buyout industry would result in transfer of funds off-shore.

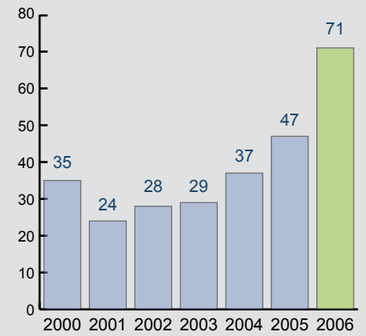
JOB LOSSES OR JOB CREATION?

Many politicians and trade union leaders argue that the rise of private equity industry is the threat to employment, as the groups will seek any chance for job cuts in order to minimize costs. However, most studies indicate that the reverse is true – although during the first year some job cuts are often necessary, in longer term the private equity actions contribute towards the rise in employment. Moreover, even if indeed some job cuts occurred on aggregate (what is not supported by evidence),it is still likely that the over the longer run the industry would simply increase the labour efficiency. This is somehow comparable to the impact of industrialization and use of machines in the nineteenth century and

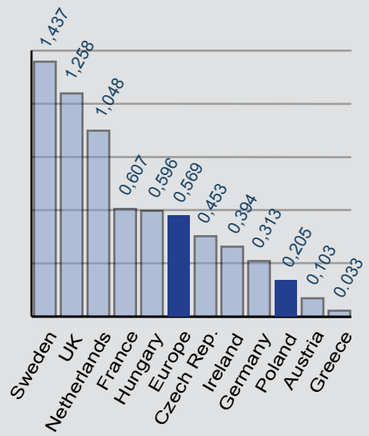
Funds raised by geographical preference of the fund of funds



Annual private equity investments in Europe (in € billion)



2006 Investment as % of GDP



Source: EVCA/Thomson Financial/ PricewaterhouseCoopers

Business angel
Inwestor indywidualny zapewniający spółce środki finansowe, wiedzę, doświadczenie i znajomości na bardzo wczesnym etapie rozwoju.

Due diligence
Dogłębna analiza i ocena wszystkich obszarów funkcjonowania spółki, która ma się stać przedmiotem inwestycji funduszu private equity, venture capital.

Fund of funds
Fundusz przeznaczający swe środki w zarządzanie funduszom private equity, venture capital. FoF, który inwestuje w nowo powstające fundusze private equity, venture capital to tzw. pierwotny (primary) fundusz funduszy. Natomiast taki, który koncentruje się na inwestycjach w już istniejące fundusze private equity, venture capital, to wtórny (secondary) fundusz funduszy.

Fundraising
Proces, podczas którego firmy private equity, venture capital zbierają środki finansowe na utworzenie nowego funduszu. Środki te gromadzi się od inwestorów indywidualnych, korporacyjnych i instytucjonalnych, którzy zobowiązują się przekazać je spółce zarządzającej.

LBO, leveraged buyout
Rodzaj wykupu, w którym część środków na przejęcie spółki pochodzi z kredytu bankowego.

Mezzanine finance
Finansowanie o charakterze mieszanym łączące elementy długu bankowego i kapitału własnego.

Private equity, venture capital
Inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Private equity / venture capital (PE/VC) może być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki. Venture capital (VC) jest jedną z odmian private equity. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji.

Write-off
Obniżenie wartości spółki z portfela funduszu private equity, venture capital do zera. Inwestycja jest zlikwidowana, a zwrot dla inwestorów jest zerowy lub ujemny.

Źródło: PPEA

the obviously faulty claims by the "Luddites" on the danger of unemployment.

CE QU'ON VOIT ET CE QU'ON NE VOIT PAS

The third argument stated by the private equity critics concerns the lack of transparency and weakened corporate governance in the enterprises taken private. They definitely have a valid point in lower financial reporting requirements. Nevertheless, it is highly questionable whether the need of reporting is equally high for them either. The high requirements by publicly listed companies are justified by the fairness towards the large number and variety of interested parties, especially the shareholders, whose value of shareholding as well as degree of financial sophistication varies greatly. This is definitely not equally applicable to the company owned by the private equity group where the owners is limited to the investors in the group itself and where the investors are professionals who willingly take risk. In terms of corporate governance, the level of control is set by the group and it is in its best interest to lead the matter in the most beneficial way, which ultimately is linked to reputation and sound governance policies. If the private equity group after years of investment decides to sell the company back to the market, the more transparent its operations are, the more likely it is to succeed to made sound profit. This is probably the reason supporting the actions similar to those undertaken by the likes of British Private Equity and Venture Capital Association to establish voluntary, industry-wide code of practise. The arguments for intrusive, governmental regulation seem, however, much more dubious.

MILLION POUNDS QUESTION: IS IT ALL OVER?

As long as the debt was cheap compared to equity, the private equity was booming and LBOs seemed a good strategy. Banks were willing to syndicate the loans to finance the private equity acquisitions without risking the long term investment as they had the possibility to sell their participation through securitisation of the debt. The credit markets developments of mid - 2007, however, are likely to have the impact on the cost of debt (as well as on other financial market prices) and many are predicting that this may be the factor to stop the rapid increase of the LBOs, which in turn would undermine the private equity sector abilities. Making predictions at this time would be more of the guess than of fundamental analysis, yet the problems of selling the loans by the banks who syndicated the acquisition finance for Alliance Boots and of Chrysler for many analysts seem to be the warning sign. It is widely thought that the extraordinarily cheap debt in recent years helped the LBO activity to grow above natural levels, and that chance of situation with increased risk aversion and lowered liquidity threatens the path of any further growth. It is possible that the innovative industry will have to innovate again, considering other financing opportunities given the new debt and credit and equity market conditions, and it is yet to be seen how the mid - 2007 shock will have settle. Problems of having banks ready to syndicate or underwrite debt issues at reasonable price, diversification of financial strategies and consideration of all financial interactions will all be the issue for private equity, as will be the political pressure. Heavy reliance on cheap credit is likely to have proven the weak point of the LBO industry, yet more it is more than obvious that the rumours of the private equity death have been greatly exaggerated.

CONCLUSION

Private equity has become one of the most glamorous features of the financial markets. Huge growth and aggressive strategies caused fierce criticism from politicians, employees and some market participants, yet for the others the industry became the symbol of innovation and improving efficiency. Although not without weak points, the private equity sector contributed towards the development of the financial system. The recent problems on credit markets may have adverse impact on the LBO, yet since the implications of the former reach wider spectrum of the financial markets, it is too early to judge the activity in the last couple of years purely as the bubble, or as some want, a threat of systemic risk. On the other hand, obviously, private equity is neither magically immune from the rest of financial system and is unlikely to threaten the more traditional investment banking activities. It is most prudent to acknowledge the role of private equity in finding more than a niche in financial markets that have seen the great rise in sophistication. While there is no reason to favour private equity with preferences over other market participants, the most certain thing is that excess of regulation, as being proposed by hardest of its critics, is likely to cause harm, without truly rectifying any possible wrongdoings. D

All views and opinions presented in this essay should be treated exclusively as representing author's private and personal opinions and should not be regarded as views of author's employer, any organisation that author has been member of, nor of any legal entity mentioned in the essay.

Jacek Władysław Bartyzel
Jacek.Bartyzel@bankofengland.co.uk

przegląd

„Ani świat, ani Ty sam nie wiecie, czego potrafisz dokonać, dopóki nie spróbujesz”
Ralph Waldo Emerson

NEWSLETTER SKN INWESTOR

Dlatego MY — młodzi, pełni entuzjazmu ludzie, nie siedzimy z założonymi rękami. Tworzymy i angażujemy się w projekty aby zdobywać wiedzę i doświadczenie, które zaprocentują w przyszłości i pozwolą nam wpisać na karty naszej historii coś, z czego bylibyśmy dumni. A oto i owoce naszej pracy...

HOMO ECONOMICUS II

Po udanych zeszłorocznych szkoleniach Homo Economicus, w których udział wzięło 150 studentów, naszym celem było powiększenie rangi tego wydarzenia. Liczba zainteresowanych kursami przerosła nasze oczekiwania. Zdołaliśmy zachęcić grono 500 studentów do uczestnictwa w szkoleniach.
Warsztaty Homo Economicus II zostały podzielone na dwa kursy: podstawowy i zaawansowany. W pierwszej części uczestnicy podczas trzech spotkań dowiedzieli się jakie są instrumenty umożliwiające lokowanie oszczędności, a także o istocie działania rynku terminowego i funduszach inwestycyjnych. Kurs zaawansowany skierowany był do osób, które posiadały już podstawową wiedzę z zakresu rynków finansowych. Tematem trzech spotkań były alternatywne metody inwestowania kapitału, ryzyko inwestycji w akcje, analiza techniczna i fundamentalna oraz instrumenty pochodne. Członkowie SKN Inwestor postarali się, by wiedza przekazywana była przez najlepszych specjalistów, dlatego też wykłady prowadzili pracownicy takich firm jak: Ernst & Young, DM X-Trade Brokers, Citigroup, czy PKO BP. W celu utrwalenia zdobytej na szkoleniu wiedzy, uczestnicy kursu podstawowego otrzymali skrypt przygotowany przez członków SKN Inwestor. Studenci biorący udział w części zaawansowanej przed każdym spotkaniem otrzymywali wydruk prezentacji wykorzystywanych na danym szkoleniu.
Drugi etap Homo Economicus II dawał możliwość wykorzystania w praktyce wcześniej zdobytej wiedzy poprzez wzięcie udziału w wirtualnych grach inwestycyjnych — Forex Grze i Grze Giełdowej. Na zdobywców największych zysków czekały nagrody.
W przyszłym roku postaramy się, by trzecia edycja Homo Economicus zakończyła się przynajmniej takim sukcesem jak tegoroczna.

GALA MŁODEGO BIZNESU

Łódzkie Studenckie Forum Bussines Centre Club,do którego należą także członkowie SKN Inwestor, oraz Akademicki Inkubator Przedsiębiorczości zorganizowali Galę Młodego Biznesu która odbyła się 10 maja w Hotelu Grand w Łodzi.
SKN Inwestor był jednym z partnerów Gali, a jego udział miał charakter czysto merytoryczny. Nasi członkowie weszli w skład dwóch zespołów. Pierwszy stworzył kategorie, w których przyznawano statuetki, m.in. inwestycja roku, firma roku, uczelnia roku, firma wspierająca młodych przedsiębiorców. Drugi zespół wchodził w skład kapituły, która tworzyła listę nominowanych, a po dyskusji i głosowaniu wybierała zwycięzców. Nasi członkowie mieli także zaszczyt wręczyć dwie statuetki w kategorii „Zasługi dla promocji miasta Łodzi” oraz najbardziej prestiżową — „Firma roku”.
Po części oficjalnej odbył się bankiet, podczas którego nawiązały się kontakty pomiędzy przedstawicielami łódzkiego świata biznesu, politykami oraz organizacjami studenckimi. Warty podkreślenia jest fakt, iż było to przedsięwzięcie zorganizowane od początku do końca wyłącznie przez studentów.

SIFE

Jako ambitni studenci chcieliśmy także pokazać nasze umiejętności przed szerszym gremium, dlatego wzięliśmy udział w międzynarodowym konkursie SIFE (Studenci Dla Przedsiębiorczości) jako drużyna SIFE Uniwersytetu Łódzkiego. Przed jury przedstawiliśmy osiem projektów, nad którymi pracował 12-osobowy zespół. Szczegółowe opisy tychże projektów oraz więcej informacji o naszym wyjeździe i samej idei konkursu znajdziecie w artykule „Finał Konkursu SIFE Polska”.

Zdołaliśmy zachęcić grono **500** studentów do uczestnictwa w szkoleniach

GRA GIEŁDOWA

Z myślą o przyszłych inwestorach, SKN Inwestor po raz drugi zorganizował także Grę Giełdową, w której zawodnicy mieli możliwość zainwestowania wirtualnych 100 tys. zł w instrumenty notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Ponad 200 uczestników rywalizowało o główną nagrodę — wysokiej klasy laptopa ufundowanego przez DI BRE Banku S.A. Zdobywca drugiego miejsca otrzymał odtwarzacz mp3.
Dwumiesięczna gra została przeprowadzona na platformie udostępnionej przez portal Bankier.pl. W tym czasie najlepszy inwestor osiągnął 45 procentową stopę zwrotu. Większość grających zakończyło grę zyskiem, lecz prawie 40% dotarło do końca z wartością rachunku mniejszą od początkowej.

Inauguracja działalności w roku akademickim 2007–2008

GET A JOB

Umiejętność odpowiedniego zaprezentowania swoich mocnych stron jest niemalże tak ważna, jak zdobyte doświadczenie i wiedza merytoryczna. Dlatego dzięki współpracy SKN Inwestor i HR Leaders powstał „Get A Job”. Myśl przewodnia: „Nie wchodź oknem, my damy ci klucz do sukcesu” zawiera w sobie całą idee tego projektu.
Get A Job skierowany był do studentów III, IV i V roku chcących dowiedzieć się jak wygląda proces rekrutacyjny i nabyć doświadczenie w postępowaniu podczas niego. Projekt składał się z dwóch części — szkoleń, podczas których uczestnicy zdobywali wiedzę z zakresu nowoczesnych technik rekrutacyjnych, uczyli się pisać CV i list motywacyjny oraz otrzymali teoretyczną wiedzę dotyczącą rozmowy kwalifikacyjnej.
Drugą część projektu stanowił konkurs polegający na symulacji procesu rekrutacyjnego. Na podstawie CV złożonego przez uczestników, jury składające się z członków HR Leaders oraz pracowników działu HR firm PRIME Invest i BZ WBK zakwalifikowało 24 osoby do finału.
Uczestnicy, którym z powodzeniem udało się przejść assesment centre i rozmowę kwalifikacyjną wygrali praktyki w firmie doradztwa finansowego PRIME Invest i BZ WBK oraz kursy szybkiego czytania.

PODSUMOWANIE

„Okazja nigdy nie przychodzi do tych, którzy czekają, ale daje się schwytać tym, którzy atakują” dlatego staramy się zawsze robić krok do przodu i nie pozostajemy bierni.
Cieszy nas, że z każdym kolejnym rokiem idziemy na przód coraz większą grupą. Mamy także nadzieję, że grono przedsiębiorczych studentów będzie się nadal poszerzać. Do zobaczenia na kolejnych spotkaniach SKN Inwestor. D

Monika Sul
Monika.Sul@skninwestor.com
Adam Krajewski
Adam.Krajewski@skninwestor.com

WYDARZENIA W SKN

projekt

FINAŁ KONKURSU SIFE POLSKA

„Powiedz mi, a zapomnę. Pokaż mi, a może zapamiętam. Zaangażuj mnie, a zrozumiem”

CZYM JEST SIFE?

SIFE (Students In Free Enterprise) to międzynarodowa organizacja zrzeszająca młodych, ambitnych ludzi chętnych do skonfrontowania swojej wiedzy z otaczającymi ich realiami życia codziennego. Jej celem jest zachęcenie studentów do wyjścia poza mury uczelni i stawienia czoła problemom, z którymi boryka się lokalna społeczność. Udział w programie pozwala rozwinąć zarówno zdolności interpersonalne jak i umiejętność pracy w grupie. Projekty realizowane w ramach SIFE mają na celu dzielenie się własną wiedzą oraz doświadczeniami związanymi z zasadami ekonomii, biznesu, przedsiębiorczości oraz etyki.

Istnieje ponad **1 800** drużyn w ponad **40** państwach na wszystkich kontynentach

SIFE stwarza studentom warunki do zdobywania doświadczenia a także pomaga zaistnieć na rynku pracy poprzez nawiązanie kontaktu z firmami wspierającymi Program. Przede wszystkim jest to jednak doskonała zabawa i niezapomniana przygoda a także możliwość poznania najdalszych zakątków świata.

KRÓTKA LEKCJA HISTORII

SIFE powstał ponad 30 lat temu w Stanach Zjednoczonych. Jego celem było umożliwienie studentom amerykańskich uczelni wpływania na otaczającą ich rzeczywistość. W chwili obecnej istnieje ponad 1800 drużyn w ponad 40 państwach na wszystkich kontynentach.
Stowarzyszenie SIFE Polska zarejestrowane zostało w Krajowym Rejestrze Sądowym w 1999 roku, choć swoją nieformalną działalność zaczęło już 6 lat wcześniej biorąc udział w regionalnych konkursach z amerykańskimi drużynami.

DZIAŁALNOŚĆ DRUŻYNY

Drużyna SIFE UŁ działa zaledwie od 4 lat, jednak już od samego początku odnosiła

sukcesy. Początkowo koordynatorem drużyny było SKN Stratolog, działające przy katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem Uniwersytetu Łódzkiego, obecnie natomiast jest nim SKN Inwestor. Już drugi rok z rzędu udaje nam się zająć miejsce na podium, jednak nie osiągnęlibyśmy tego bez zaangażowania oraz ciezkiej pracy wielu osob

FINAŁ KONKURSU SIFE POLSKA

W pierwszej połowie maja nadszedł czas ostatecznego zakończenia wszystkich projektów do których należały: Homo Eonomicus II, Gala Młodego Biznesu, Get A Job (więcej o wymienionych projektach znajdziecie w Newsletterze), Gra Etyczna, Fundusze Unijne oraz Matura. Następnie musieliśmy sformułować raport zawierający krótki opis całorocznej ciężkiej pracy oraz najważniejsze – przygotować prezentację, którą przedstawimy w Poznaniu. Przez cały tydzień poprzedzający finał towarzyszyła nam gorączkowa atmosfera a także spora doza adrenaliny. Jak zapewne wiecie, nigdy nie udaje się przewidzieć wszystkiego, więc jak to w życiu bywa niejednokrotnie najedliśmy się strachu odkrywając kolejne drobne niedociągnięcia. W pierwszej kolejności nasze przygotowania wiązały się m.in. z ustaleniem technik prezentacji, gestykulacji, mimiki a także doskonaleniem brytyjskiego akcentu, bowiem od tego roku finał konkursu odbywa się w całości w języku angielskim. Jesteście w błędzie, jeśli sądzicie, że zawiłość polega na wyrecytowaniu wcześniej opracowanego przemówienia. Tak naprawdę każdy uczestnik drużyny musiał posiadać wiedzę z zakresu zrealizowanych przez druzyne projektow. Fakt ten co prawda nie stanowił problemu, ponieważ niejednokrotnie pomagaliśmy sobie nawzajem w trakcie ich realizacji. Podczas wystąpienia należy jednak uważnie słuchać pozostałych, ponieważ zaraz po prezentacji następuje chwila, której wszyscy najbardziej się obawiają – czas, kiedy sędziowie zadają pytania. Mile widziane jest sytuacja, w której drużyna odpowiada razem, pomagając sobie nawzajem. Świadczy to o udanej współpracy a także wszechstronnej wiedzy każdego uczestnika.

Wreszcie nadszedł dzień wyjazdu. W niedzielę rano spotkaliśmy się pod wydziałem Ekonomiczno - Socjologicznym UŁ a wraz z każdą przybywającą osobą znacząco rosła góra bagaży do zabrania. Postronny obserwator mógłby z pozoru sądzić, że to co najmniej 2 tygodniowy wyjazd a nie zaledwie 3 dni jak było w istocie. Wreszcie przyjechał bus, który miał nas zawieźć na miejsce przeznaczenia – w tym wypadku był to hotel Lech w Poznaniu, gdzie zakwaterowano wszystkie drużyny SIFE z całej Polski.

Drużyna SIFE UŁ, Od lewej: Łukasz Szymak, Dorota Więckowska, Adam Brzostowski, Monika Łuba, Dorota Anszpergier, Piotr Marczyk

Na miejscu mieliśmy chwilę na rozpakowanie się, po czym udaliśmy się na spotkanie z organizatorami konkursu, podczas którego przeprowadzono także losowanie grup oraz kolejności prezentowania. Drużyny zostały podzielone na dwie grupy. W finałowej prezentacji udział brali zwycięzcy grup oraz lepsza z tych drużyn, które zajęły 2 miejsca.

Po kolacji przystąpiliśmy do działania, czyli próby generalnej oraz spotkaliśmy się całą drużyną, aby przewidzieć pytania, jakie mogą nam zadać sędziowie. Oczywiście nie obyło się bez dozy integracji z innymi, co było miłym uwieńczeniem dnia.

Nazajutrz wstaliśmy o świcie, pośpiesznie zjedliśmy śniadanie i wyruszyliśmy do Poznańskiej Akademii Nauk, gdzie odbywał się konkurs. Przed pierwszą prezentacją nie mieliśmy możliwości obserwowania innych drużyn, co jednak nie przeszkodziło nam wyjść z grupy na pierwszym miejscu. W trakcie finałowej prezentacji najedliśmy się nie lada strachu, ponieważ czas na przygotowanie dobiegł końca, a my nadal nie mogliśmy uruchomić prezentacji multimedialnej. Jednak „show must go on", więc nie poddając się dzielnie przystąpiliśmy do dzieła. Na szczęście już po kilku minutach okazało się, że kłopoty techniczne wystąpiły po stronie organizatora i mieliśmy możliwość rozpoczęcia prezentacji od nowa. Tym razem wszystko przebiegło pomyślnie. Bez większych problemów odparliśmy ataki sędziów i nie pozostało nam już nic więcej jak tylko czekać. W tym czasie mieliśmy również okazję obejrzeć owoce pracy Uniwersytetu Gdańskiego – wieloletniego przodownika konkursu, który i tym razem był perfekcyjnie przygotowany.

Gorączkowe oczekiwania na decyzję sędziów, kto zostanie zajmie pierwsze miejsce na podium, umilił dobrze zorganizowany catering. Warto wspomnieć, że zdobywca pierwszego miejsca miał okazję pojechać do Nowego Yorku na SIFE Word Cup, drugie miejsce natomiast nagrodzone było wyjazdem na Europejskie Sympozjum SIFE w Warszawie. Dodatkowo finałowa trójka otrzymywała nagrody pieniężne.

Finałowa rywalizacja okazała się zaciętą i wyrównaną, nie było jednak niespodzianką, że i tym razem zwycięzcą został Uniwersytet Gdański, natomiast drugie miejsce zajął Uniwersytet Wrocławski. Pomimo, iż trzecie miejsce jest i tak ogromnym wyróżnieniem, odczuwaliśmy pewien niedosyt. Więc za rok nie pozostaje nic innego, jak być jeszcze lepszym i walczyć z podniesioną głową o najwyższe miejsce na podium.

Ostatni wieczór w Poznaniu spędziliśmy w radosnej atmosferze, świętując do białego rana. Z perspektywy czasu, jako członek drużyny SIFE UŁ wiem, że nigdy nie zapomnę tego wyjazdu, przyjaznej atmosfery, pomocy przyjaciół a przede wszystkim tego, czego się nauczyłam. Już teraz wiem, że w kolejnym roku akademickim będę aktywnie wspierała naszą drużynę, by wspólnie osiągnąć zwycięstwo.

JAK DOŁĄCZYĆ DO DRUŻYNY SIFE UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO

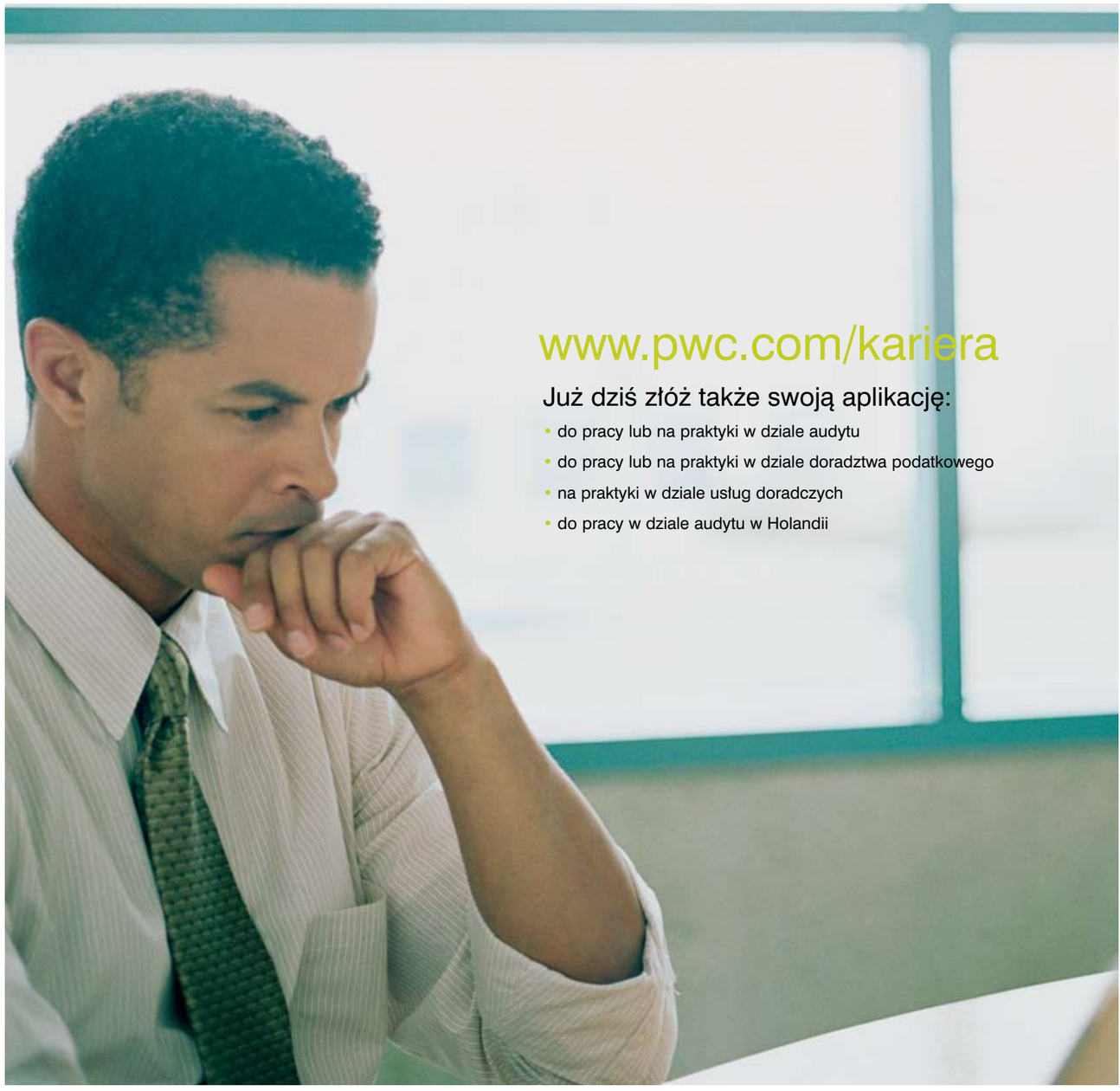
Nasze koło naukowe z otwartymi ramionami przyjmie wszystkich, którzy chcieliby wziąć udział w projektach, mają ciekawe pomysły i chcą zdobywać nowe doświadczenia. Wystarczy skontaktować się z nami lub przyjść na cotygodniowe spotkanie a z radością udzielimy wszelkich informacji. Serdecznie zapraszamy wszystkich zainteresowanych! D

Monika Łuba
Monika.Luba@skninwestor.com

GROW LETYOURTALENTS

Rozpocznij swoją karierę wśród specjalistów PricewaterhouseCoopers. Weź udział w jednym z naszych konkursów i wygraj praktyki, cenne szkolenia i atrakcyjne nagrody rzeczowe!

PwC EXPERIENCE



Theplacetosucceed

PRICEWATERHOUSECOOPERS

giełda

ZAAWANSOWANE MODELE WYCENY OPCJI

Opcja jest instrumentem pochodnym co oznacza, iż jej wartość uzależniona jest od wartości instrumentu bazowego

Instrumentem bazowym może być indeks, waluta, akcje spółki giełdowej, kontrakt, futures czy obligacje. Opcja daje nabywcy prawo, lecz nie obowiązek, do kupna lub sprzedaży instrumentu bazowego w danym czasie po określonej cenie. Cenę, po której kupujący ma prawo kupić lub sprzedać instrument bazowy nazywamy ceną wykonania. Wyróżniamy następujące typy opcji: opcje kupna (call) — dającą nabywcy prawo do kupna instrumentu bazowego, oraz opcje sprzedaży (put) — dającą nabywającemu prawo do sprzedaży instrumentu bazowego. Ze względu na termin wykonania opcji wyróżniamy opcje: amerykańskie — można je wykonać w dowolnym terminie do dnia wygaśnięcia, oraz opcje europejskie – można je wykonać jedynie w dniu wygaśnięcia. Opcje zostały wprowadzone na polski rynek finansowy stosunkowo niedawno bowiem 22 września 2003. Obecnie notowane są jedynie opcje europejskie na indeks WIG20 oraz na akcje największych giełdowych spółek. Ze względu na „krótki" staż opcji na polskiej giełdzie płynność tego instrumentu może pozostawiać wiele do życzenia. Obserwacje pojawiają się w nierównomiernych odstępach i jest ich stosunkowo niewiele — (dla przykładu na 63 notowania instrumentu bazowego wystąpiło jedynie 28 notowań opcji). Kolejnym zagadnieniem jest kwestia wyceny opcji. Obecnie na świecie najpopularniejszym narzędziem do rozwiązania tego problemu jest model Blacka-Scholes'a. Model ten, jak i liczne jego modyfikacje, jest do dzisiejszego dnia powszechnie używany przez giełdy całego świata w tym przez warszawską GPW.

Poniżej prezentujemy jego założenia:

1. Ceny akcji podlegają błądzeniu przypadkowemu i zachowują się zgodnie z modelem logarytmiczno-normalnym. Black-Scholes założyli, że rozkład zmian cen w przyszłości ma rozkład logarytmiczno-normalny. W modelu logarytmiczno-normalnym opisującym zachowanie akcji są dwa kluczowe parametry: oczekiwana stopa zwrotu z akcji oraz zmienność cen akcji. Wyceniając opcje nie musimy jednak określać oczekiwanej stopy zwrotu z akcji. Okazuje się, że wartość opcji nie zależy od tego parametru.
2. Koszty transakcyjne i podatki są pomijane.
3. W okresie ważności opcji nie otrzymujemy dywidend z akcji.
4. Opcje mogą być wykonane tylko w dniu wygaśnięcia.
5. Nie ma możliwość arbitrażu bez ryzyka.
6. Istnieje możliwość pożyczania i inwestowania środków według stopy wolnej od ryzyka.
7. Stopa procentowana wolna od ryzyka jest stała w okresie życia opcji.

Opcje zostały wprowadzone na polski rynek finansowy 22 września 2003

Na wartość opcji ma wpływ wiele czynników: wartość instrumentu bazowego, czas pozostały do wygaśnięcia opcji, stopa wolna od ryzyka, zmienność instrumentu bazowego oraz cena wykonania. Jednak ponieważ wartość instrumentu bazowego ma zdecydowanie największy wpływ na cenę opcji, dlatego w dalszej części skupimy się właśnie na niej (zmienność instrumentu bazowego utożsamimy z jego zmiennością historyczną z ostatnich 50 sesji, zaś za stopę wolną od ryzyka przyjmiemy stopę redyskontową). Biorąc pod uwagę fakt, iż naszą analizę oprzemy na danych o częstotliwości dziennej postanowiliśmy wykorzystać podejście mechaniczne, czyli będziemy poszukiwać takich modeli trendu, które pozwolą nam jak najlepiej opisać kształtowanie się indeksu WIG20. Do generowania prognozy posłużyliśmy się modelem ARMAX oraz zaawansowaną formą ruchów Browna — modelem EOU czyli uogólnionym modelem Ornsteina Uhlenbecka.

Miary dokładności:	ARMAX (2,1)	WIG 20
ME	18,95	16,45
MAE	36,42	33,85
MPE	4,98%	3,92%
MAPE	9,05%	7,77%
MSE	2173,63	1704,60
RMSE	46,62	41,29

Tabela 1 *Źródło: Opracowanie własne,* Miary dokładności prognoz dla modelu ARMAX(2,1) dla cen opcji oraz dla wartości indeksu WIG20.

MODEL ARMAX

Model ARMAX jest połączeniem mechanicznego podejścia do objaśniania kształtowania się zjawiska (zmienna podlega procesowi autoregresyjnemu — AR zaś składnik losowy procesowi średniej ruchomej – MA) oraz podejścia przyczynowo-skutkowego modelowania zjawisk (dołączenie zmiennych, które mają wpływ na kształtowanie się danego zjawiska — X). Ze względu na dużą częstotliwość danych do objaśniania kształtowania się indeksu WIG20 użyliśmy jego wolumenu. Następnie wykonaliśmy prognozę ex-post na przestrzeni marca, kwietnia i maja 2006 roku (łącznie 63 dni sesyjne). Posłużyliśmy się kilkoma możliwymi postaciami modelu ARMAX o różnej wielkości opóźnień. Naszą prognozę wykonaliśmy na 2 sposoby. Pierwszym było wykorzystanie danych dotyczących wolumenu. Z modelu wynika jednak, że aby obliczyć prognozę WIG20 na okres T potrzebujemy danych dla wolumenu z tego samego okresu (próby uwzględnienia opóźnionych wolumenów dały mało satysfakcjonujące wyniki). Kolejnym mankamentem modelu ARMAX jest możliwość dokonywania prognozy ex-ante jedynie na 1 okres w przód. Mimo powyższych wad podkreślić należy iż trafność prognoz dla indeksu WIG20 dokonywanych dzięki modelowi ARMAX jest duża. Co więcej prognozowane ceny opcji potwierdziły tezę, iż prosty model ARMAX dobrze opisuje kształtowanie się instrumentu bazowego. Wyniki błędów dla prognoz zamieszczone są w Tabeli 1.

Gęstość przejścia dla modelu EOU jest gęstością rozkładu normalnego:

$$p_X^{(EOU)}(x,t \mid x_0;t_0,\theta) = \phi(x;m,v)$$

przy czym jego średnia i wariancja dane są wzorami:

$$m = x_0 \exp(-\beta(t-t_0))$$

$$v = \begin{cases} \dfrac{\sigma^2}{2(\beta+\sigma_1)}[\exp(2\sigma_1 t) - \exp(2(-\beta(t-t_0)\sigma_1 t_0))] & \text{dla } \beta+\sigma_1 \neq 0 \\ \sigma^2 \exp(-2\beta t)(t-t_0) & \text{dla } \beta+\sigma_1 = 0 \end{cases}$$

MODEL EOU

W celu bardziej precyzyjnego przewidywania wartości instrumentu bazowego (indeksu WIG20) posłużyliśmy się uogólnionym modelem Ornsteina Uhlenbecka (EOU), który jest specyficznym przykładem nieliniowego i niejednorodnego w czasie stochastycznego równania różniczkowego. Dysponując bowiem wiarygodnymi prognozami interesującego nas indeksu można bez większych problemów obliczyć cenę instrumentu pochodnego, czyli opcji na WIG20, używając powszechnie stosowanego w tym celu modelu Blacka-Scholes'a. Model EOU jest jednym z przykładów użycia procesów ITO do modelowania i wyceny instrumentów pochodnych. Idea ta zapoczątkowana została w latach 70 ubiegłego stulecia przez Mertona, Blacka i Scholesa. Największym problemem z jakim stykali się twórcy tej koncepcji jest ustalenie funkcji przejścia opisującej prawdopodobieństwo przejścia procesu z jednego stanu w danej chwili do innego stanu w przyszłym momencie czasu. Często funkcja ta nie może być określona w sposób jawny i trzeba ją aproksymować. Model EUO jest wygodnym narzędziem predykcji ponieważ jego gęstość przejścia jest znana i jest ona gęstością rozkładu normalnego. Za użyciem modelu EOU przemawiały również wyniki wcześniejszych badań prowadzonych przez dr. Macieja Kostrzewskiego [2006], który posłużył się tym modelem do prognozowania wartości indeksów giełdowych. Do estymacji modelu użyliśmy próby składającej się z 456 obserwacji instrumentu bazowego (WIG20) od 2004.05.14 do 2006.02.28. Jako okres ex-post posłużyliśmy się czasem od 2006.03.01 do 2006.06.01 co dało 63 obserwacje instrumentu bazowego. Współczynnik determinacji dla modelu EOU wyniósł 0,67 co dla badania zmienności indeksu giełdowego jest zadawalającym wynikiem. Wykorzystując otrzymane oszacowania policzono prognozy ex-post. Każdą prognozę wygenerowano 10 000 razy ze względu na występujący w procesie Wienera składnik losowy. Z otrzymanego rozkładu policzono statystyki pozycyjne. Rozkłady okazały się niemal symetryczne o medianie w przybliżeniu równej średniej, dlatego za punktową wartość prognozy przyjęto medianę otrzymanego rozkładu. Wykorzystując prognozę wartości indeksu WIG20 obliczono na jej podstawie przewidywaną cenę opcji oraz błędy ex-post. Wyniki obliczeń przedstawia Tabela 2. Powyższe błędy powstają i nawarstwiają się w wyniku dwuetapowego postępowania. Cześć z nich wynika z faktu prognozowania wartości indeksu WIG20 (przy pomocy modelu EOU). Drugim etapem generującym błędy jest obliczanie prognozowanej ceny opcji przy wykorzystaniu wzoru Blacka-Scholesa oraz wyprognozowanych wcześniej wartości indeksu. Drugi z wymienionych rodzajów błędów jest niestety relatywnie wysoki pomimo, iż użycie wzoru Blacka-Scholesa jest stosunkowo proste numerycznie oraz szeroko rozpowszechnione na światowych rynkach finansowych.

Rynek opcji nie jest jeszcze zbyt rozwinięty, a co za tym idzie dostatecznie płynny

	Liczba okresów			
Miary dokładności:	5	10	30	63
ME	-1,73	14,66	64,39	-12,82
MPE	-0,06%	5,06%	19,77%	6,00%
MAE	24,41	32,09	68,75	117,49
MAPE	6,89%	9,70%	20,93%	24,57%
MSE	598,74	1149,41	6307,53	20558,39
RMSE	24,47	33,90	79,42	143,38

Tabela 2 *Źródło: Opracowanie własne,* Miary błędów dla modelu EOU — wycena opcji.

PODSUMOWANIE

Predykcja cen opcji jest zadaniem bardzo skomplikowanym. Dzieje się tak z kilku powodów. Po pierwsze w Polsce rynek opcji nie jest wystarczająco rozwinięty i co za tym idzie dostatecznie płynny. W handlu opcjami występują częste przestoje, które nie mają miejsca na innych światowych giełdach. Ponieważ jest to rynek młody nie można zgromadzić zadawalającej liczby obserwacji, co więcej są one ułożone w różnych odstępach czasu. Druga przyczyną jest potrzeba dwustopniowego postępowania co zwiększa wartości popełnianych błędów. Należy zarówno precyzyjnie przewidzieć cenę instrumentu bazowego jak i przełożyć ją następnie na cenę interesującej nas opcji. Ponadto nawet wykorzystując prawdziwe wartości WIG20 nie jesteśmy w stanie otrzymać satysfakcjonujących rezultatów dla prognozy ceny opcji przy użyciu, stosowanego między innymi na warszawskiej GPW, modelu Blacka-Scholesa. Dodatkowo jak w każdej prognozie błędy wzrastają wraz z wydłużaniem horyzontu prognozy od 5 poprzez 10 i 30 aż do 63 okresów co widać w zamieszczonej poniżej Tabeli 2. Jest więc intuicyjnie zrozumiałe, iż najlepsze prognozy uzyskuje się dla krótkiego przedziału czasu. Podsumowując, biorąc pod uwagę fakt prognozowania tak zmiennych zjawisk jak ceny instrumentów giełdowych, uzyskane wyniki można przyjąć za zadawalające. Zwłaszcza godne uwagi są prognozy wartości WIG20 uzyskane przy pomocy modelu EOU. Warto podkreślić wielka zaletę uogólnionego modelu Ornsteina Uhlenbecka mianowicie przy jego pomocy można dokonywać prognoz ex-ante na dowolną liczbę okresów do przodu, podczas gdy przy pomocy modelu ARMAX tylko na jeden. W naszej opinii model EOU, choć nie najprostszy pod względem obliczeniowym jak również metodologicznym jest dobrym narzędziem dokonywania prognoz wartości instrumentów giełdowych w szczególności indeksów. D

Adam Mazur
Adam.Mazur@skninwestor.com
Marcin Strojecki
Marcin.Strojecki@skninwestor.com

banki

PRIVATE BANKING

Chyba jedną z głównych przesłanek, dla których młodzi ludzie, tacy jak my decydują się podjąć studia ekonomiczne jest przekonanie, że ta wiedza to klucz do dobrobytu

Któż z nas nie pragnąłby luksusowego samochodu lub domu w reprezentacyjnej dzielnicy Londynu, gdzie na ogół sąsiadami są rekiny światowej finansjery? Ostudzając jednak te optymistyczne wizje należałoby powiedzieć, że także Ci najzamożniejsi stają przed dylematem: jak zarządzać tak dużym majątkiem? Odpowiedzią na to fundamentalne pytanie jest dla wielu ludzi PB (Private Banking).
Prawdopodobnie usługa zarządzania majątkiem jest tak stara jak sam fakt jego gromadzenia. Niemniej jednak bankowość prywatną taką, jaką znamy dzisiaj zawdzięczamy epoce przemysłowej, której kolebką była Wielka Brytania. Do dziś Londyn pozostaje jednym z największych centrów finansowych świata, gdzie spektrum usług dla najbogatszych klientów jest ogromne. Usługi te często obejmują nie tylko finansową sferę życia klienta, ale w pewnych przypadkach również rodzinną, czego przykładem może być „Family Office" w HSBC. Dlatego też dla wielu banków usługi bankowości prywatnej stanowią znaczący udział w zyskach. W związku z tym, jest ona obecnie najszybciej rozwijającą się dziedziną usług finansowych na świecie — wzrost o 24% w roku 2006. Warto sobie w tym miejscu zadać pytanie jak ten światowy trend wpływa na sytuację w Polsce i co może nas czekać w najbliższym czasie, w związku z poszerzeniem zakresu usług bankowych?

PB ŚWIAT I POLSKA

Według raportu banku Merrill Lynch i firmy konsultingowej Capgemini „World Wealth Report 2006" na świecie jest 8,7 mln osób posiadających aktywa finansowe o wartości przynajmniej $1 mln (tzw. HNWI–High Net Worth Individuals) — o 6,5% więcej niż w 2004 roku. Z zarządzania ich bogactwem pochodzi 42% dochodów UBS oraz około 30% innych tak potężnych instytucji finansowych jak Credit Suisse czy Merrill Lynch. Wartość rynku PB przewyższa wartość popularnego rynku funduszy inwestycyjnych (ponad $17 bilionów). Rynek PB ma poważny wpływ na cyrkulację kapitału w skali globalnej. Biegunami są światowe centra „off-shore private banking" (Szwajcaria, Singapur, Hongkong, Wyspy Bahama) i „on-shore private banking" (Londyn).
Najwięcej klientów PB jest w Stanach Zjednoczonych. Jednak najbardziej rozwojowe są rynki krajów azjatyckich, takich jak Indie czy Korea Południowa. Ważne miejsce na tej mapie bogactwa zajmuje również Europa Środkowo-Wschodnia.
W Polsce rynek takich usług dopiero raczkuje. Przemiany gospodarcze, które miały miejsce na początku lat 90-tych ubiegłego stulecia spowodowały wzrost dochodów ludności. Powrót zjawiska „bogactwa" do polskiej rzeczywistości gospodarczej stworzył warunki do wprowadzania bardziej wyszukanych form usług bankowych. Pionierami PB były: Bank Rozwoju Eksportu (obecnie BRE Bank) i Bank Handlowy w Warszawie (obecnie pod marką Citibank Handlowy). Współcześnie na rynku bankowości prywatnej boje o klienta toczy większość banków komercyjnych. Szacuje sie, że największą liczbę na chwilę obecną posiadają Bank BPH (35 tys.), PKO BP (25 tys.), oraz Citibank Handlowy (18 tys.). Znakomity kąsek dla bankowców statnowi około 500 osób dysponujących w Polsce aktywami powyżej 15 mln zł, 10–15 tys. osób — powyżej 1 mln zł, a 35 tys. osób — powyżej 0,5 mln zł. W ramach usług świadczonych pod nazwą PB bankowcom udało sie już zebrać ok. 40 mld zł.
Aktualnie sektor PB w Polsce podzielić można na dwa segmenty: elitarny i masowy. Ten pierwszy według badań Ernst&Young liczy około 20–25 tys. osób z aktywami powyżej 300 tys. euro. Wśród nich są osoby, których aktywa przekraczają 15 mln zł. Drugą grupę ok. 600 tys. stanowią klienci legitymujący się dochodami miesięcznymi na poziomie powyżej 5 tys. zł brutto. Progi wejścia do usług bankowości prywatnej zależą w głównej mierze od polityki banków i są bardzo różnorodne. I tak na przykład w banku Pekao SA, BRE Bank i Deutsche Bank wynosi on 500 tys. zł, PKO BP 100 tys. zł, Noble Bank 200 tys. zł. Jest to nadal daleko od europejskich standardów, gdzie na ogół próg ten kształtuje się na poziomie 1 mln euro.
Często dzieje się tak, że klient, który może zapewnić wpływy na konto sięgające na przykład 5 tys. zł miesięcznie lub mający do zainwestowania ponad 50 tys. zł, uzyska tytuł VIP-a, otrzyma złotą kartę płatniczą, a specjalnie wyznaczony pracownik będzie go przyjmował w osobnym pomieszczeniu ze skórzaną kanapą i darmową kawą. Taka oferta to „personal banking" skierowana do tzw. klienta masowego zamożnego „mass affluent" i od PB różni bardzo wiele. Owszem, klient ma doradcę, ale opiekującego się nie 50, ale co najmniej 200 osobami. VIP rzeczywiście ma do dyspozycji szerszy niż standardowy wachlarz produktów i może negocjować warunki oprocentowania lokat czy kredytów, nie może jednak liczyć na dopasowanie procedur czy produktów do swoich potrzeb. Taką usługę prowadzi klub Aquarius (jeden z departamentow Multi-Banku), którego minimalny próg wejścia to 100 tys. zł. W zamian klient może brać udział w „godzinie prezentów" podczas której na specjalnej stronie banku klienci biorą udział w losowaniu prezentów: zaproszenia na imprezy kulturalne, nagrody rzeczowe, wakacje finansowe (zwolnienie z opłat za prowadzenie rachunku), czy wyżej oprocentowane lokaty.

OBSZARY W KTÓRYCH DZIAŁA PB

W krajach, w których rynki finansowe są dobrze rozwinięte wyróżnić możemy trzy etapy kooperacji między zamożnymi klientami a bankami. Pierwszym krokiem we współpracy jest doradztwo inwestycyjne, umożliwiające klientowi konsultacje w zakresie inwestowania z jego indywidualnym doradcą.
Drugi obejmuje zarządzanie majątkiem „asset management" w ramach którego klient może liczyć na to, iż bank skonstruuje odpowiedni portfel uwzględniający jego skłonność do ponoszenia ryzyka. W gestii klienta pozostaje tylko zaakceptowanie propozycji inwestycyjnych, wysuniętych przez bank.
Trzecim etapem jest „wealth management", zajmujący się nie tylko finansami, ale również opieką nad rodziną klienta. W ramach tej usługi bank zobowiązuje się do prowadzenia prywatnych spraw rodziny, takich jak: zarządzanie nieruchomościami, wykup polis ubezpieczeniowych lub prowadzenie rozliczeń podatkowych. W pewnych sytuacjach zdarza się również, iż bank pomaga rodzicom przy wyborze szkoły dla ich dzieci.

CO KRYJE SIĘ POD HASŁEM PB W POLSCE?

Na polskim rynku PB banki oferują swoim klientom produkty finansowe, które są zróżnicowane pod względem stóp zwrotu i ryzyka jakimi są obarczone. Niemniej jednak regułą jest to, iż oferty bankowości prywatnej są korzystniejsze od ofert dla klientów detalicznych. To co odróżnia PB od oferty detalicznej to możliwość negocjowania oprocentowania lokat bankowych. W ramach tych ofert znajdują się również lokaty strukturyzowane. Przykładem może być sytuacja, w której klient chce mieć bezpieczną lokatę, której końcowy wynik zależny będzie od ceny złota lub innego dość płynnego aktywa. Atutem tej lokaty jest to, że banki gwarantują zwrot wpłaconego kapitału, nawet w przypadku dekoniunktury na rynkach. W ofercie banków na rynku polskim znajdziemy również szeroki wachlarz funduszy inwestycyjnych krajowych i zagranicznych, które w ostatnim czasie zaczęły się cieszyć ogromną popularnością wśród inwestorów. Warte uwagi są fundusze hedgingowe, które specjalizują się w realizacji agresywnych strategii opartych na instrumentach pochodnych takich jak kontrakty terminowe, kontrakty forward, opcje i warranty. Fundusze te są dość elastyczne z uwagi na fakt, iż zarządzający funduszem mają możliwość zarabiania zarówno na wzroście jak i na spadkach wartości indeksów, walut lub surowców. Wiąże się to jednak z wyższym ryzykiem inwestycyjnym. Klienci pragnący ograniczyć ryzyko do minimum liczyć mogą na zarządzanie portfelem obligacji, w którego skład wchodzić mogą zarówno papiery skarbowe jak i dłużne papiery korporacyjne. Oprócz szerokiej gamy instrumentów finansowych większość banków oferuje również swoim klientom korzystne warunki korzystania z kart płatniczych, czego przykładem może być możliwość ustalania systemu spłat oraz wartości zadłużenia w Pekao SA.

BARDZIEJ WYRAFINOWANE INWESTYCJE

Istota PB polega również na tym, że dzięki indywidualnej opiece doradcy można inwestować w nietypowe produkty. Zamożni klienci banków mogą inwestować w nieruchomości, metale i kamienie szlachetne, a nawet w kolekcje win „wine banking" czy antyki i dzieła sztuki, m.in. obrazy i rzeźby o znacznej wartości „art banking". Bank doradza klientowi, w co warto zainwestować, zajmuje się wyceną dzieł sztuki, przyjmuje zlecenia zakupu lub sprzedaży, bierze na siebie zabezpieczenie, wysyłkę, renowację, ubezpieczenie oraz zarządzanie kolekcją. Opracowano nawet indeksy, które przedstawiają koniunkturę na określonych rynkach (np. Fine Wine 50 Index czy Antique Furniture Index).
Można też inwestować w hodowle koni arabskich, starodruki, historyczne papiery wartościowe, stare banknoty i monety, znaczki czy medale „passion banking".

Na świecie jest 8,7 mln osób posiadających aktywa finansowe o wartości przynajmniej $ 1 mln

PRIVATE BANKIER

Nieodłącznym elementem PB jest twój indywidualny doradca. Do legend przeszły opowieści o doradcach grających w golfa ze swoimi klientami. W Polsce nie jest to na tyle powszechne. Klienci wolą by ich doradcy skoncetrowali sie bardziej na efektywnym pomnażaniu kapitału niż na dostarczaniu im luksusowych przyjemności na które i bez udziału banku mogą sobie pozwolić.
Zadanie doradcy polega na zbudowaniu długoterminowych relacji z klientem opartych na wzajemnym zaufaniu oraz dobrym zrozumieniu jego potrzeb. Bankierzy oferują nie tylko klasyczne produkty finansowe, ale dostarczają porad prawnych, podatkowych czy ubezpieczeniowych i radzą, jak zainwestować w hobby. Na to potrzeba gruntownej znajomości sytuacji finansowej klienta, relacji rodzinnych, zobowiązań oraz oczekiwań co do stopy zwrotu ze zgromadzonego majątku. Do tego doradca najbogatszego klienta musi mieć zawsze dla niego czas. Dlatego w prawdziwym private bankingu jednemu doradcy przydzielonych jest max. 50 klientów. Można spotkać sie z określeniem, że doradca to również członek rodziny. Po części to prawda, gdyż by dobrze kierować finansami swojego klienta musi on dokładnie poznać całą rodzinę i jej wymagania co do zarządzania ich majątkiem. Praca doradcy polega na systematycznym i długoterminowym pomnażaniu kapitału i częstym zmianom strategii gdy wymaga tego sytuacja rynkowa.

CO NAS CZEKA W NAJBLIŻSZEJ PRZYSZŁOŚĆI NA RYNKU PB W POLSCE?

PB w Polsce jest dopiero rozwijającą się dziedziną, w związku z czym klienci liczyć mogą, że z roku na rok oferta banków dla zamożniejszych klientów będzie się systematycznie rozrastać. W polskiej bankowość prywatnej dostrzec można braki przede wszystkim w obszarze „asset i wealth management", gdzie niezbędne jest wytworzenie się zaufania pomiędzy doradcą inwestycyjnym, a klientem. Przez ostatnie kilka lat PB w Polsce ograniczał się do proponowania lukratywnych ofert produktów finansowych przy kawie lub herbacie. Współcześnie zaobserwować można pewne sygnały świadczące o tym, że sytuacja w tym zakresie będzie się zmieniać. Banki starają się dbać o swoich najlepszych klientów poprzez zapraszanie ich na imprezy kulturalne i sportowe, czego przykładem może być sponsorowany przez Pekao SA turniej tenisowy Pekao Open w Szczecinie z serii Challenger, który odbywał się już siedmiokrotnie i jest uznaną imprezą międzynarodową. Widać zatem, iż bankowość prywatna zaczyna znacząco wybiegać poza zwykłą obsługę finansową i stawia na ścisłe relacje między środowiskami bankowców i biznesmenów.
Zatem wydaje się być tylko kwestią czasu, kiedy banki wyjdą z propozycją kompleksowej obsługi klienta w obszarze zarządzania aktywami, a następnie całym majątkiem. Teza ta może znaleźć swoje uzasadnienie w sentencji: „pieniądz lubi pieniądz". Prawdą jest, iż osoby zamożne przy innych czynnikach nie zmienionych powiększają swoje majątki w długim okresie, a to daje bankom możliwość formułowania coraz ciekawszych ofert.

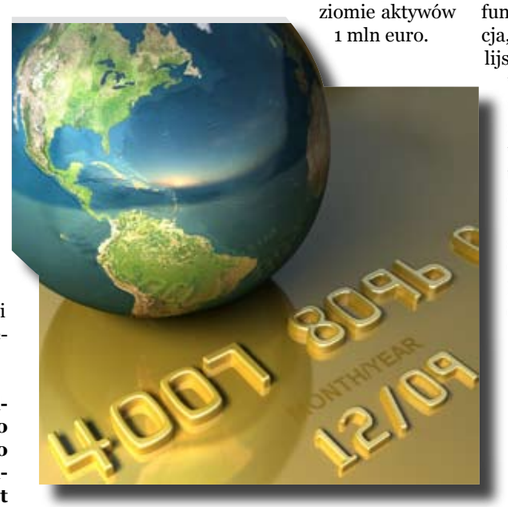
Adam Brzostowski
A.Brzostowski@lse.ac.uk
Bartek Grzegorzewski

wywiady

O BANKOWOŚCI PRYWATNEJ

Rozmawiamy z Joanną Taborowską dyrektor Wydziału Kluczowych Klientów w Banku Pekao SA

Jak ocenia Pani szybko rozwijający się rynek Private Banking i Wealth Management w Polsce na tle rynków Europy Zachodniej - w szczególności Szwajcarii i Wielkiej Brytanii?
Jeśli porównamy możliwości jakie ma klient polski w zakresie oferty produktowej w zestawieniu z ofertą na Zachodzie, to okaże się, że nie ma w tym zakresie istotnych różnic. Polski klient ma takie same możliwości inwestowania jak klient szwajcarski. Natomiast, jeśli oceniamy ten rynek pod kątem instytucji bankowych oferujących usługi PB (Private Banking), to rzeczywiście, rynek polski czeka długa droga do poziomu zachodniego. Niemniej, szybko nadrabiamy te braki poprzez korzystanie ze sprawdzonych rozwiązań, którymi dysponują nasi inwestorzy strategiczni.



Analizując progi minimalne i oferowane usługi, często odnoszę wrażenie, że to co w Polsce definiujemy mianem PB, np. w Londynie jest co najwyżej pakietem usług premium dla rachunków bankowych z najwyższej półki. Czy przypadkiem banki w Polsce nie chcą w ten sposób przyciągnąć klientów trickiem marketingowym polegającym na wykorzystaniu dobrze kojarzącego się konsumentom hasła private bankingu?
To, co charakteryzuje polski rynek bankowości prywatnej to fakt, że część instytucji nie oddziela usług private banking od affluent market, czyli osób z dochodami wyższymi niż przeciętna w gospodarce. Bank Pekao SA jako jeden z pierwszych banków w Polsce rozpoczął profesjonalną segmentację klientów. W naszym banku segment affluent nazywany jest V.I.P i przy dochodach na poziomie 100 tys. zł klient może liczyć na kontakt z indywidualnym doradcą. Natomiast, o prawdziwym private bankingu możemy mówić w przypadku klientów o aktywach na poziomie 0.5 mln zł, choć w przypadku rynku polskiego poziom ten okazał się za niski. Dlatego też, w ramach private banking'u powołaliśmy wydział kluczowych klientów, który zajmuje się obsługą klientów z aktywami bądź pasywami na poziomie powyżej 5 mln zł. To jest poziom porównywalny z zachodnimi bankami, które usługi private banking świadczą przy poziomie aktywów 1 mln euro.

O prawdziwym private bankingu możemy mówić w przypadku klientów o aktywach na poziomie **0.5** mln zł

Czy Bank Pekao SA oferuje tailor-made „asset management" z calodobowym wparciem i dordztwem analityka?
Oczywiście klient może kontaktować się ze swoim doradcą kiedykolwiek sobie tego zażyczy. Pamiętać jednak należy o ograniczeniach związanych z działalnością rynku finansowego. Na przykład niemożliwa jest natychmiastowa realizacja zlecenia zakupu akcji z godziny 19, ponieważ giełda zamyka działalność o godzinie 16.30. Nieco więcej swobody w szybkości realizacji zlecenia dają rynki walutowe.

Czy oferta polskiego PB ujmuje możliwość inwestycji o wysokim charakterze ryzyka w emerging markets np. w Brazylii, Chinach, czy RPA?
Jeśli mówimy o inwestycjach pośrednich - takich jak fundusze - to stwierdzić można, iż w tej chwili nie ma takiego rejonu geograficznego, na którym nasz klient nie mógłby zainwestować bezpośrednio z Polski. Przy czym, warto wspomnieć, że fundusze te charakteryzują się niższym poziomem ryzyka i nie są z natury tak agresywne, jak choćby fundusze akcyjne. Inaczej wygląda sytuacja, gdy np. klient zna dobrze rynek brazylijski i chciałby zakupić akcje spółki notowanej na brazylijskiej giełdzie. Istnieje możliwość wykonania takiej operacji z Polski, aczkolwiek odradzamy ten wariant klientom ze względu na koszty transakcyjne. Jako że Bank Pekao SA jest członkiem grupy UniCredito, to możliwe jest skorzystanie z pomocy naszych zagranicznych partnerów. Wtedy też otwieramy rachunek za granicą i wykonujemy zamierzoną przez klienta operację przy rozsądnych kosztach.

Czy śladem najlepszych instytucji bankowych udostępniacie Państwo swoim klientom np. możliwość uczestnictwa w atrakcyjnych wydarzeniach, spotkaniach, wystawach itd.?
Oczywiście proponujemy naszym klientom uczestnictwo w imprezach różnorodnych tematycznie. Jako że nasi klienci mają różnorodne preferencje dotyczące spędzania wolnego czasu, staramy się dopasować nasze propozycje do ich pasji. Takich wydarzeń na ogół pojawia się około 5 w miesiącu, w różnych miejscach w całej Polsce. Staramy się odejść od „utartych" imprez, takich jak na przykład degustacja wina, bo takich spotkań jest bardzo dużo i klienci nie poświęcają im zbyt wiele uwagi.

Poruszyliśmy już temat inwestycji w instrumenty finansowe. Niemniej, zapoznając się z literaturą poświęconą inwestowaniu, moją ciekawość wzbudziły rozważania na temat alternatywnych inwestycji, takich jak choćby dzieła sztuki (art banking), czy kamienie szlachetne. Jakie znaczenie dla współczesnych inwestorów ma tego typu lokowanie pieniędzy?
Jeśli chodzi o rynek polski, to bardzo dużo się mówi, a mniej dzieje w tym temacie. W moim przekonaniu wynika to z tego, iż rynek kapitałowy w Polsce jest atrakcyjniejszy dla inwestorów niż inwestycje alternatywne. Dużą rolę te usługi mogą odegrać w przypadku klientów pragnących przekazać majątek bez narażania się na obciążenia podatkowe. Jest dość prawdopodobne, iż w przyszłości inwestycje alternatywne będą odgrywały poważniejszą rolę, tak jak ma to miejsce w krajach zachodnich.

Czy najbardziej zamożni klienci mają możliwość ulokowania swoich środków w alternatywnych funduszach typu hedge. Jeśli tak, to w jakich?
Aktualnie na rynku polskim oferta w tym zakresie jest dość skromna. Fundusze takie proponuje na rynku polskim np. Opera. Jeśli chodzi o klienta bankowości prywatnej w Banku Pekao SA, to ma on możliwość zainwestowania w fundusz hedge o dobrym ratingu za pomocą jego rachunku w Szwajcarii. Wbrew nazwie, nie są to inwestycje, które ograniczają ryzyko. Dobrze jest mieć świadomość, iż w rzeczywistości są to ryzykowne inwestycje i roztropnie jest inwestować w tego typu fundusze tylko niewielką część swoich aktywów.

Polski PB rozwija się bardzo dynamicznie, a to oznacza większe zapotrzebowanie na specjalistów z tej dziedziny

Czy nie obawia się Pani, ze najbardziej zamożni klienci, prawdziwi klienci PB, zechcą skorzystać z usług bardziej doświadczonych instytucji o charakterze międzynarodowym takich jak UBS, CreditSuisse lub JuliusBaer?
Nasza oferta produktowa oraz strategia na najbliższe lata przewidują konkurencje z firmami, o których Pan wspomniał. Aktualnie, większość tych instytucji (a nie zawsze są to banki) otwiera na rynku polskim swoje filie. Zadaniem tych placówek jest zabieganie o klienta, natomiast pieniądze zarządzane są z centrali. Wynika z tego, iż nie ma tam mechanizmów pozwalających na zajmowanie się całością spraw klienta. Natomiast, jeśli chodzi o stronę produktową to, uważam że jako grupa jesteśmy w stanie zaproponować światowy poziom usług. W związku z powyższym, obecność tych instytucji nie spędza nam snu z powiek.

Czy istnieje w polskiej rzeczywistości coś, co w literaturze przedmiotu na"zywamy wealth management"?
W ostatnim czasie BRE Bank ogłosił wprowadzenie tego typu usług w wachlarz swoich możliwości i postawił swego rodzaju wyzwanie pozostałym graczom na rynku. My, jako Bank zajmujemy się zarówno aktywną stroną majątku klienta, jak również pasywną - kredytujemy go. Dla mnie „wealth management" zaczyna się tam, gdzie kończy się obsługa aktywów finansowych klienta, a zaczyna zarządzanie takimi aktywami jak np. nieruchomości. Do tego typu usług zalicza się również przedsięwzięcia nie mające charakteru bankowego, takie jak choćby organizacja wakacji dla klienta. Jeśli istnieje taka potrzeba, to my jako Bank potrafimy coś takiego zaaranżować. Dlatego też uważam, że pewne działania, które banki podejmują, dobrze wpisują się w definicję „wealth management."

Jakie możliwości rozwoju kariery w PB stoją przed absolwentami polskich uczelni ?
Aktualnie polski PB rozwija się bardzo dynamicznie, a to oznacza większe zapotrzebowanie na specjalistów z tej dziedziny. Według mojej wiedzy, osoby wiążące swoją karierę z PB nie mają problemów ze znalezieniem atrakcyjnej oferty pracy. Jeśli chodzi o ścieżki kariery, to są one na ogół dość różnorodne. Przejrzystości sytuacji nie poprawia fakt, że ludzie bardzo często mylą np. zawody doradcy inwestycyjnego i doradcy finansowego, a różnica między uprawnieniami jest kolosalna. My natomiast chcielibyśmy to mocno usystematyzować. W naszym Banku najniższym szczeblem jest asystent doradcy, kontaktujący się z klientem i wykonujący proste transakcje. Następnym szczeblem jest funkcja juniora doradcy, który zajmuje się określoną grupą klientów przy wsparciu doradcy. Kolejnymi szczeblami tej drabiny kariery jest doradca, senior doradca i doradca do spraw kluczowych klientów. Przewidujemy dla naszych pracowników 3-letnie szkolenia, dzięki którym uzyskują oni wiedzę niezbędną do wykonywania zawodu. Ścieżka kariery, którą tutaj Panu przytoczyłam, nie jest bardzo długa. To, kiedy dana osoba awansuje w hierarchii jest uzależnione od niej samej. Oczywiście, dla studentów to ogromna szansa do wykazania się i spróbowania swoich możliwości. Niemniej, osobom zainteresowanym pracą private bankiera nie polecałabym rzucania się od razu na głęboką wodę, ponieważ praca ta wymaga nie tylko dużej wiedzy, ale również umiejętności wykorzystania jej w kontaktach z klientem, który bardzo często prezentuje wysoki poziom merytoryczny. Dlatego też doradca powinien prezentować poziom, który nie narazi go na kompromitację. Lepiej jest zbierać bezcenne doświadczenie w kontaktach z kolegami, niż narażać się na przykrości przy spotkaniu z klientem.

Czym powinna się wykazać osoba aspirująca do zawodu private bankiera?
W ostatnim czasie posiadanie wykształcenia wyższego stało się absolutnym standardem i nikt nie ma co do tego wątpliwości. Podstawą do wykonywania zawodu jest posiadanie wykształcenia kierunkowego, z takich dziedzin jak ekonomia lub prawo. Osobną kwestią jest wykształcenie osoby przez instytucję jaką jest bank, a tutaj kluczową rolę odgrywa u kandydata otwartość na wiedzę. Dla banku najbardziej wartościowy jest ten pracownik, który nieustannie poszerza swoje horyzonty. Ponadto, zawód ten wymaga umiejętności nawiązywania kontaktów i pracy z innym ludźmi. Zatem, idealna osoba to taka, która czuje się dobrze zarówno w towarzystwie ludzi jak i liczb. Wydaje mi się, że nie zawsze to idzie ze sobą w parze i prawdziwą sztuką jest znaleźć osobę, która będzie w stanie dobrze pogodzić ze sobą te umiejętności. Ponadto, kluczową sprawą dla banku jest to, żeby osoba obsługująca zamożnych klientów proponowała odpowiedzialne rozwiązania finansowe. W interesie banku jest to, żeby klient nie stracił na transakcjach rekomendowanych przez pracownika. D

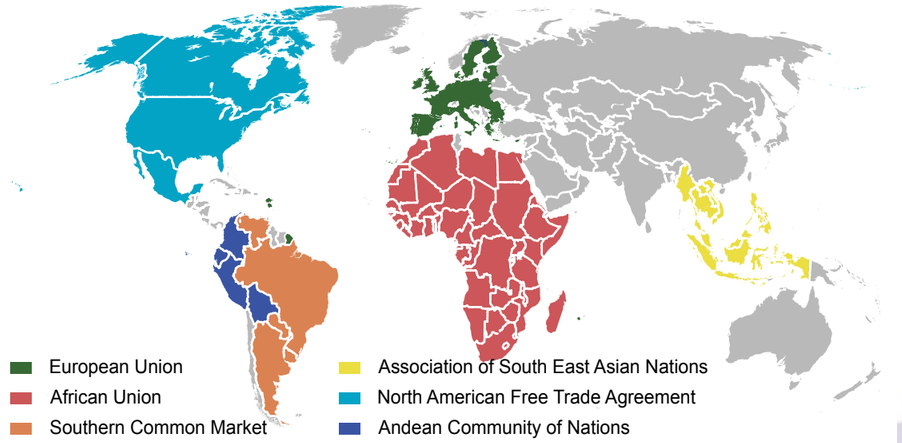
Bartek Grzegorzewski
B.Grzegorzewski@lse.ac.uk

świat

GLOBALIZATION AND REGIONALIZATION OUTSIDE EUROPE

The history of humankind is a series of conflicts and treaties, which have been both the cause and effect of the international trade, cultural and technological development. National economies were weakly stimulated by each other at the beginning. However when distance between people shortened the influence of foreign economies drastically increased. The invention of foresail, the steam engine and then the jet engine revolutionized the international and intercontinental transportation.

Locations of international organisations; *Source: wikipedia.org*



On the other hand the telegraph, telephone, Internet and wireless technology created the possibility of communicating without leaving one's home. Each of mentioned innovations could be perceived as a step in the process of globalisation and regionalization. The latter is the set of activities that lead states to cooperate in an international system on a regional scale. The process of globalisation is a worldwide trend, which has resulted in connecting more and more places around the world in ways that were previously unimaginable. The main aim of globalisation is the free movement of people, technologies, goods and services around the globe, global flows of money (currency markets, stock exchanges) and information, and finally the global spread of ideas, political ideologies and cultures. Moreover this has entailed the simultaneous development of organizations, legal systems, and infrastructures making this movement possible. The globalisation enables lowering of trade barriers, reduction of transportation and telecommunication costs and exchange of new technologies.

The European Union is a best known international economical and political organization, which history dates back to 1951 when the Treaty of Paris established the European Coal and Steel Community. Eventually the EU has evolved into a single market. Moreover after the introduction of Euro it has also partly become a monetary union. The European Union is interested not only in developing itself but also in assisting other international organization in their growth, in order to stimulate economical co-operation with them. Latin America is a huge market and a trade potential for the EU. The EU is the most important source of foreign direct investment for Latin America, which in 2003 was about €240 billion, and the second largest trading partner for Latin America.

Mercosur or Mercosul is presently the most powerful free trade zone in South America. The Treaty of Asunción in 1991 established the Southern Common Market, that is Mercosur, and in 1995 the Treaty of Ouro Preto revised the previous agreement. At the beginning there were only four member states: Argentina, Brazil, Paraguay and Uruguay. On 9 December 2005 Venezuela accessed Mercosur, and when it adjusts its policy to Mercosur's, it will become a full voting member. Other countries are strongly co-operating with Mercosur, hoping that in future they will be offered a chance to enter it.

The Southern Common Market idea is to promote free movement of goods, labour and capital among all countries of South America. This postulate is difficult but crucial for the future union with NAFTA. Mercosur although it combines just five countries is a power that can trade with the European Union and the United States as equal. Its goal is to expand to the whole continent and to evolve, like the EU, to create as unified organization as possible. However the crisis in Argentina in 2002 undermined those goals, because it strongly influenced the Mercosur's economical stability. Moreover some internal conflicts, like the long-lasting disagreements between Argentina and Brazil can slow down its development. Also the fact that Argentina imposed tariffs on importation from Brazil is not a good omen for Mercosur. Ironical is that Mercosur, perceived by many as the most hopeful organization of South America and the equal partner for EU and NAFTA in creating FTAA, does not have enough means to force its members to obey its laws.

Another Latin American institution supported by the EU is the Andean Community of Nations (CAN) in 1969. Andean Community and Mercosur are the two largest and most powerful trade blocs of Latin America. Therefore they joined their forces to accelerate the integration process of South America. Since 1999 they have been planning to establish the South American Free Trade Area (SAFTA) that would unite all countries of the continent. Members of Mercosur and CAN in December 2004 signed agreements connected with establishment of the South American Community (CSN). This organization is to be based on the European Union with its common parliament and currency. It has been estimated that the CSN can reach the present EU's level by 2019. The meeting in Montevideo in 2003 allowed creating guidelines for the member states' governments of both blocs that would make the vision of united America possible.

The process of globalisation reached the North America as well. On 1 January 1994 Canada, the United States, and Mexico introduced agreements establishing the North American Free Trade Agreement or NAFTA. NAFTA is free trade zone that first limited and then abolish the tariffs on very wide range of goods, from agricultural to cars and computers, manly concerning the exportation from the USA to Mexico. Among the key postulates there is also the protection of property rights like patents and trademarks. However as the European Union, CAN, and Mercosur are heading to the unification and the political union, the North American Free Trade Agreement is not interested in such a solution. NAFTA members have not introduced any bodies, which would supervise, coordinate or plan their action. There is no defined law for co-operation between members and with external countries. All actions come only under the international law. For those countries the NAFTA's only purpose is economical collaboration.

The idea of integration considers not only countries of one continent. The negotiations to create Free Trade Area of the Americas (FTAA) or ALCA that would unite the forces of both Americas (except for Cuba) started decades ago. The foundations for these organizations were given mostly by the Latin America but not only by Merosur and the Andean Community of Nations, but also by Latin American Free Trade Association (LAFTA) established in1960, the Central American Common Market (CACM) since 1960 and the Caribbean Free Trade Association (CARIFTA) created in 1965. The FTAA is expected to reduce all trade barriers between countries from both Americas. Obviously the developed and developing countries seek different benefits from their membership in FTAA. The richer states are hoping for opening new large markets for their goods. On the other hand developing counties are looking for help, which could stimulate their economical and technological evolution. The first serious talks concerning establishing the Free Trade Area of the Americas took place in Miami on 11 December 1994. Since that meeting many agreement have been signed and many problems have arise. Brazil proposed a "step by step" approach, but no decisions have been made. The problem is that the South American and North American countries have different goals, expectations and visions concerning FTAA. Those clashes managed to block every initiative that has been made. As long as there won't be any compromise, the idea of Free Trade Area of the Americas is fated to fail.

The organization that could be an example for any American or European structure is the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN). It was established by Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand in Bangkok on 8 August 1967. In 1984, Brunei Darussalam was admitted as the sixth member. In 1995, Vietnam also joined ASEAN. Lao People's Democratic Republic and Burma/Myanmar became members in 1997 and Cambodia in 1999. The ASEAN Declaration defines the main aims regarding economic, social, cultural, technical and educational cooperation, the support of regional peace and stability according to the principles of the United Nations Charter. The Association is willing to accept the participation of any States in the Southeast Asian region that will support its goals and values.

Since the ASEAN's creation numerous formal and legal instruments, such as the 1976 Treaty of Amity and Cooperation in Southeast Asia and the 1995 Treaty on the Southeast Asia Nuclear Weapon-Free Zone have been declared. Another important structure is the ASEAN Free Trade Area (AFTA) that was formed in Singapore in January 1992. Its purpose was to eliminate non-tariff barriers and quantitative restrictions and develop common product certification standards. In 1992 only six countries sign the agreement concerning AFTA: Brunei, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand. The other four were obligated to ratify AFTA documents before they joined ASEAN.

> The EU is the most important source of foreign direct investment for Latin America, which in 2003 was about €240 billion

ASEAN has the total population of approximately 500 million people and generate collective GDP of US $750 billion, however there are large economical and political disproportions between States. Because the Association of Southeast Asian Nations is probably the most successful inter-governmental union and one of the largest world markets it is the third largest overseas market for the United States exports (the two-way ASEAN-U.S. trade reached US $127 billion in 2003) and fundamental partner for the European Union in Asia.

The youngest and uniting the highest number of States organization is the African Union (AU), founded in July 2002. This federation of 53 states (entire continent except for Morocco) was established on the foundations of African Economic Community (AEC) and the Organisation of African Unity (OAU), and its headquarter is based in Addis Ababa. The highest decision making body in the AU is the AU Assembly of Heads of State, currently chaired by President Kufuor of Ghana, elected in January 2007. Beside latter the key organs include the Executive Council, consisting of foreign ministers; the Permanent Representatives Committee, made up of the AU member states ambassadors; the Pan African Parliament; and the Economic Social and Cultural Council (ECOSOCC).

Its main postulates are to introduce the common parliament, central bank, court of justice, currency and integrated defence force. When these goals are achieved it could help secure democracy, human rights and stop military conflicts in Africa. Moreover it would enable the creation of an effective common market on the African continent. Stimulation of economical improvement could lead to the heighten living standards in member states. United Africa would become a strong partner in economical and international trade cooperation. In result new technologies, capital and direct investment would flow to AU countries, which would accelerate their development.

The process of globalisation and regionalization that unites different countries from all over the world has been strongly dependent on technology. Due to various levels of development some international organizations could start earlier and go further, while others are just beginning and learning how to cooperate. Nevertheless each of those unions, according to the states' technological and economical development and their plans, is trying to do its best to protect its citizens, support international trade and fight crimes. As technological revolution is still in progress and new ways of communication and data exchange are just a matter of time, those goals will be easier to reach. On the other hand existing unions create great possibilities of spreading those cutting-edge technologies and giving poorer counties even access to them. Therefore, despite all obstacles that have arisen, the process of globalisation will continue to evolve, gather pace and expand. The world is constantly changing and integration seems to be a promising direction. As Heraclitus of Ephesus have said: "Panta Rhei".

Agata Żółtaszek
Sildra@poczta.onet.pl

wywiady

DOKĄD ZMIERZA POLSKA GIEŁDA?

Ludwik Sobolewski, doktor nauk prawnych, od roku prezes Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, rozmawia z nami na temat najnowszych wydarzeń na GPW oraz o obecnym stanie giełdy

dr Ludwik Sobolewski

Prezes Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie
Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego oraz studiów doktoranckich na Uniwersytecie Panthéon - Assass (Paris II).
Doktor nauk prawnych, radca prawny. Członek International Bar Association.

Głośny ostatnio temat związany z giełdą to NewConnect. Dla kogo przeznaczony jest ten rynek, dla inwestorów indywidualnych czy instytucjonalnych?
Zarówno dla jednych jak i drugich. Jeżeli chodzi o inwestorów indywidualnych, to będą to inwestorzy, którzy akceptują wyższe ryzyko inwestycyjne. Na NewConnect pojawią się spółki o niższej kapitalizacji, które często poprzez brak ustabilizowanych źródeł przychodów takie właśnie podwyższone ryzyko będą kreowały. Może być to rynek przeznaczony dla nieco bardziej doświadczonych inwestorów indywidualnych, którzy mogą działać tak jak mały fundusz venture-capital. Będą oni zatem inwestować nie w jedną czy dwie spółki, tylko w cały ich wachlarz. Takie właśnie zachowanie inwestycyjne chcielibyśmy wykreować na NewConnect. Jeśli chodzi natomiast o inwestorów instytucjonalnych, to też będzie to pewna ich grupa. Różnego rodzaju fundusze, inwestujące w tak zwane aktywa niepubliczne, fundusze venture-capital, czy nawet otwarte fundusze inwestycyjne, które mogą niewielką część swoich aktywów lokować w papiery spoza rynku regulowanego. Może się także zdarzyć niepożądany efekt, czyli sytuacja, w której fundusze venture capital będą wyprowadzać spółki z NewConnect i same nimi zarządzać. Z drugiej strony wierzę w synergię pomiędzy sektorem funduszy venture-capital a rynkiem giełdowym. Liczę na to, że jeśli nawet będzie dochodzić do transakcji wykupywania spółek z NewConnect, to z czasem takie spółki będą do nas wracać, być może już od razu na rynek główny.

NewConnect to rynek nieregulowany, debiutować na nim będą mogły mniejsze spółki. Jakie są w związku z tym wymagania? Kto będzie im pomagał przy ewentualnym wejściu na rynek?
Na NewConnect nie ma żadnych wymogów kapitałowych, czyli minimalnej kapitalizacji, ani ograniczeń jeśli chodzi o wielkość oferty, którą można przeprowadzać przed wejściem na rynek. Ponadto obowiązki informacyjne nie są tak rozbudowane jak na rynku regulowanym. Spółki nie będą musiały sporządzać i ogłaszać raportów kwartalnych. Informacje jednak, te cenotwórcze, dotyczące spółki oraz sprawozdania półroczne, oczywiście będą musiały być na bieżąco przekazywane na rynek. A kto będzie pomagał? Ważne jest dla nas, żeby na ten rynek nie dostały się firmy o podejrzanej reputacji. W związku z tym dużą rolę będą tutaj odgrywali autoryzowani doradcy, których zadaniem będzie przygotowanie firmy do debiutu, zrobienie badania typu „due diligence".

Jak Pan sądzi, jaki wpływ może mieć to przedsięwzięcie na ceny i obrót akcjami na rynku podstawowym? Czy nie boi się Pan częściowego odpływu kapitału z tego rynku? Czy rynki te nie staną się wobec siebie w jakiś sposób konkurencyjne?

Nie, tego się nie obawiam, bo podaż kapitału w Polsce jest bardzo duża. Wystarczy go też na nowy rynek.

Mniej więcej rok temu powiedział Pan, że kluczowym zadaniem dla giełdy jest zdobywanie nowych rynków i spółek. Czy satysfakcjonuje Pana stopień, w jakim cel ten został osiągnięty?
Gdyby to zadanie miało zakończyć się już teraz, to odpowiedź zapewne brzmiałaby „nie". Naszym atutem jest fakt, że jesteśmy już giełdą istniejącą w świadomości interesujących nas rynków. To zaczyna przynosić konkretne korzyści w postaci kolejnych debiutów spółek zagranicznych. Zgłaszają się do nas także zagraniczne firmy inwestycyjne, które stają się tak zwanymi zdalnymi członkami giełdy (remote members). Liczymy, że oni przyprowadzą inwestorów, którzy do tej pory nie działali na polskim rynku. Umiędzynarodowienie rynku polskiego odbywa się zatem zarówno na poziomie spółek jak i pośredników.

Czyli strategia ustalona wcześniej jest cały czas aktualna?
Tak, cały czas aktualna. Wciąż dążymy do budowy w Warszawie ponadlokalnej silnej giełdy, giełdowego centrum regionu. W dzisiejszych czasach harmonizacja regulacji i postęp technologii powodują, że giełdy stają się ponadnarodowe. Dlatego właśnie dochodzi do konsolidacji giełd. Jeden operator giełdowy może organizować rynek nie tylko na określonym terytorium geograficznym, związanym z istnieniem państwa, ale również ponad granicami, tj. „cross border". Warunki ku temu są sprzyjające np. wspomniane już przeze mnie harmonizowane w ramach Unii Europejskiej regulacje.

Odnieśliśmy wrażenie, że nie jest Pan zwolennikiem aliansów.
Nie jestem zwolennikiem aliansu kapitałowego, zwłaszcza w wariancie, gdzie to my mielibyśmy być firma zależną. Przynajmniej w obecnej chwili nie widzę żadnych korzyści takiego rozwiązania, pojawia się natomiast ryzyko marginalizacji naszego rynku. Oczywiście nie miałbym nic przeciwko sytuacji odwrotnej. Uważam także, że trzeba podjąć działania w kierunku znalezienia partnera do współpracy przy budowie wspomnianego już rynku regionalnego, tutaj w Europie Środkowej.

Jeśli mowa o aliansach, które miały miejsce (np. NYSE i Euronext), czy są one zagrożeniem dla naszej giełdy? Czy GPW odczuła już negatywnie skutek ich istnienia?
Na drugie pytanie bez wahania odpowiem, że nie, nie odczuliśmy. Nie uważam też, żeby było takie zagrożenie w najbliższym czasie. Mam tu na myśli najbliższe miesiące, ewentualnie rok, dwa. To są bardzo potężni gracze i trzeba pilnie śledzić ich plany dotyczące krajów Europy Środkowej i Wschodniej (chodzi oczywiście o rynki kapitałowe, które w tych krajach funkcjonują).

Do tej pory prywatyzacja giełdy nie była tematem numer jeden. Czy nadszedł już czas, żeby ją przeprowadzić?
Warto byłoby zmienić strukturę własnościową. Wydaje się, że są teraz szanse, powstała pewna koncepcja. Uważam jednak, że nie jest to temat pierwszoplanowy dla giełdy, natomiast jest to temat istotny w aspekcie planów budowy pozycji regionalnej.

Czy można usłyszeć coś więcej na temat tej tajemniczej koncepcji?
Ona nie jest tajemnicza. Minister Skarbu w styczniu, tu na giełdzie, powiedział o niej oficjalnie. Koncepcja ta polega na tym, że na razie Skarb Państwa utrzymałby kontrolę nad GPW, czyli zachował około pięćdziesięciu kilku procent akcji. Pozostała część akcji zostałaby zaoferowana instytucjom finansowym związanym z naszym rynkiem. Istnieje uzasadnione przypuszczenie, że będą one kupować akcje giełdy, ponieważ będzie mieć to znaczenie dla ich własnych strategii.

> „Naszym atutem jest fakt, że jesteśmy już giełdą istniejącą w świadomości interesujących nas rynków."

Czy uważa Pan tę strukturę właścicielską za korzystną, czy zmieniłby Pan ją?
Uważam ją za bardziej korzystną niż obecna. Faktem jednak jest, że nie ma struktury własnościowej, która byłaby bezwzględnie dobra. Również te giełdy, których akcje są notowane na rynku mają swoje problemy. Głównym z nich jest to, że jeżeli akcjonariuszami giełdy nie są jej użytkownicy, czyli biura maklerskie lub firmy inwestycyjne, to akcjonariusze są wtedy zorientowani tylko na zysk, czasem nawet na zysk krótkoterminowy. Nie interesuje ich zatem, w jakim stopniu np. giełda wypełnia swoją misje wobec otoczenia gospodarczego (przynajmniej w krótkim terminie).

Po prywatyzacji GPW uzyska lepszą pozycję w ewentualnych staraniach nabycia udziałów w innych giełdach. Jakie inne korzyści będą wynikały z takiego przekształcenia?
Przede wszystkim uzyskalibyśmy ściślejsze powiązanie użytkowników rynku z giełdą. Potrzebne jest również zapewnienie, że na działalność giełdy nie będzie miała wpływu polityka. Jak dotąd taka sytuacja nigdy nie miała miejsca, ale ważna jest gwarancja dotycząca przyszłości. Świat biznesu twierdzi, że jest na to jeden prosty sposób, całkowicie sprywatyzować giełdę. Obecnie staramy się znaleźć najbardziej korzystny kompromis.

Jakie są teraz inne największe zagrożenia dla GPW? Czy platformy obrotu, które są tworzone przez banki inwestycyjne, mogą w przyszłości być źródłem problemów? Czy wchodzący do Polski JP Morgan może okazać się dla GPW konkurencją?
Nie wydaje mi się, żeby to nam groziło. Największym zagrożeniem jest brak pewnych rozwiązań regulacyjnych, które mogłyby nas uczynić bardziej konkurencyjnymi albo nawet wypełnić pewne braki, które istnieją np. w zakresie tzw. krótkiej sprzedaży. Zniwelowanie takich luk znacząco pomogłoby zwiększyć płynność rynku. Problemem są również opóźnienia lub brak pewnych rozwiązań legislacyjnych w odniesieniu do niektórych technik obrotu giełdowego czy w odniesieniu do funduszy emerytalnych. Dobrze byłoby, aby fundusze emerytalne uzyskały możliwość zawierania transakcji z użyciem instrumentów pochodnych. Nie ulega wątpliwości, że GPW dynamicznie się rozwija, ale świat wokół nas także nie stoi w miejscu. Dlatego należy dokładać wszelkich starań, by stale być o krok przed konkurencją, a do tego są potrzebne konkretne narzędzia.

Jak by Pan ocenił obecną koniunkturę na giełdzie? Czy nie grozi jej w najbliższym czasie załamanie, krach, głębsza korekta?
To raczej pytanie do analityka. Osobiście uważam, że nie mamy podstaw twierdzić, że rynkowi grozi załamanie. Korekta być może tak, ale korekta we właściwym tego słowa znaczeniu. Nie można jednak zapomnieć o powiązaniu naszego rynku z rynkiem globalnym. Nastroje inwestycyjne w Warszawie zależą nie tylko od fundamentów notowanych tu spółek, lecz są wrażliwe na to, co dzieje się na światowych giełdach. Myślę, że jeśli miałoby się zdarzy jakieś istotne załamanie koniunktury, to raczej za sprawą wydarzeń na rynkach zagranicznych, zagranicznych nie ochłodzenia nastrojów do inwestowania w Polsce. D

Wywiad został przeprowadzony w czerwcu 2007

Mariusz Makowski
Mariusz.Makowski@postgrad.mbs.ac.uk
Piotr Piwoński
Piotr.Piwonski@gmail.com

giełda

CO SIEDZI W GŁOWIE INWESTORA

Czyli psychologia giełdy w pigułce

Co Rządzi giełdą? Na tak postawione pytanie uzyskać można całe mnóstwo odpowiedzi – mniej lub bardziej naukowych, powołujących się na rozmiate autorytety, popartych zawiłymi publikacjami i teoriami oraz nierzadko wzajemnie się wykluczających. Większość z nich z którejś strony dotyka zapewne sedna sprawy, opisując reakcje rynku na różne czynniki i zakładając logiczną powtarzalność tychże zjawisk. Nikt jednak nie może pochwalić się odkryciem „kamienia filozoficznego" parkietu, który to kamień pozwoliłby, na podstawie matematycznych obliczeń, dokładnie przewidzieć reakcje inwestorów, a tym samym wahania indeksów. I tutaj właśnie tkwi haczyk.

Nauki ekonomiczne, choć powszechnie kojarzone raczej z blokiem nauk ścisłych, stoją dokładnie pośrodku drogi między nimi, a szeroko rozumianymi naukami społecznymi. Szczególnie zaś dużo wspólnego mają one z psychologią i socjologią. Dlaczego? Ponieważ podstawą wszelkich systemów ekonomicznych są ludzie, i to na podstawie ich reakcji i zachowań tworzy się ekonomiczne prawidła. Niestety (a raczej na szczęście), ludzie w swoich wyborach kierują się mnóstwem czynników, a racjonalność decyzji jest tylko jednym z nich. To właśnie nasza nieprzewidywalność sprawia, że czysto matematyczne teorie, w których czynnik ludzki podporządkowano zasadzie racjonalności wyboru, prędzej czy później zawodzą. Ekonomiści zaś coraz odważniej sięgają po wiedzę z pogranicza socjologii i psychologii. Najlepszą ilustracją tego trendu jest ekonomiczny Nobel 2002, przyznany Danielowi Kahnemanowi z Princeton University za *zastosowanie narzędzi z dziedziny psychologii* w badaniach ekonomicznych, ze szczególnym uwzględnieniem procesów decyzyjnych w warunkach niepewności". Kahnemann spopularyzował w ekonomii podejście psychologiczne do badania procesu podejmowania decyzji gospodarczych w warunkach niepewności. W swych pracach pokazał różnice pomiędzy realnymi zachowaniami konsumentów, a tymi, które są oczekiwane przez naukowców posługujących się tradycyjnymi modelami ekonomicznymi do ich prognozowania. Jego odkrycia były inspiracją dla nowej generacji badaczy w dziedzinie ekonomii i finansów – badaczy, którzy obecnie wykorzystują metody psychologii do tłumaczenia motywacji zachowań ludzkich na rynkach.

Pora przyjąć do wiadomości, że kondycja naszych finansów, mówiąc w dużym uproszczeniu, zależy tak naprawdę od kondycji psychicznej – tak naszej, jak i ogółu inwestorów. Zaś w środowisku tak stresogennym i podatnym na emocje, jakim jest giełda, psychologia jest niekwestionowaną królową nauk, a rozgryzienie jej prawideł i zależności – najlepszą drogą do sukcesu. Wnioski są jednoznaczne: jeśli chcemy odnieść sukces na parkiecie, to poza studiowaniem „wiedzy branżowej" powinniśmy głębiej zainteresować się tym, co siedzi w naszych głowach. Pozwoli to lepiej zapanować nad strategią i dostrzec wiele interesujących okazji.

ZUPEŁNIE JAK KOBIETA

Na początek ciekawa teza zaczerpnięta z *Psychologii Giełdy* Andre Kostolany'ego, czyli kwestia interpretacji wydarzeń zewnętrznych w kontekście ruchu indeksów. Często zdarza się, że to samo zjawisko oceniane jest w diametralnie różny sposób, w zależności od nastroju inwestorów. Pozwolę sobie zacytować przykład: „Raz głębszy deficyt w handlu zagranicznym interpretowany jest jako zjawisko korzystne, innym razem traktowany jest negatywnie, ponieważ zbyt duży eksport napędza inflację." Jeśli nastrój ten będzie grobowy, to każda wiadomość przyniesie spadki: „Dzisiaj mówi się, że ceny spadają z powodu malejącego bezrobocia, którego inflacjogenne działanie prowadzi do wyższych stóp procentowych. Natomiast kilka dni później strachem napawa wzrastające bezrobocie, które jest oznaką słabnącej gospodarki".

Poza wahnięciami humoru, wielu niespodzianek może nam również dostarczyć pewna doza interpretacyjnej fantazji, jak choćby reakcja rynku walutowego na zamachy terrorystyczne w Hiszpanii w 2004 roku – spodziewano się spadku euro, a zamiast tego w dół poleciał dolar. Inwestorzy uznali bowiem, że walka z terroryzmem to przede wszystkim problem Amerykanów.

Co wprawia uczestników rynku „w nastrój"? Dobre pytanie. Zazwyczaj jest to wypadkowa dotychczasowych trendów, osobistych doświadczeń poszczególnych inwestorów, wydarzeń w żaden sposób logicznie z giełdą niepowiązanych, procentowy udział pesymistów i optymistów w danej sesji. Wszystkie te i zapewne sporo innych czynników wpływają na „stan ducha rynku", wywołując czasami naprawdę niespodziewane reakcje.

WSZYSCY JESTEŚMY LEMINGAMI

Jako że człowiek jest istotą społeczną i podatną na wpływy, łatwo ulega powszechnie panującemu nastrojowi i naśladuje popularne w danym momencie zachowania, kierując się w swych działaniach wewnętrznym instynktem stadnym. Często zdarza się, że inwestor mający własną, przemyślaną i uzasadnioną strategię, po wejściu na parkiet zmienia ją o 180 stopni pod wpływem panującego powszechnie trendu.

Warto jednak oprzeć się pokusie „owczego pędu" i pozostać wiernym własnemu pomysłowi. Jeśli kursy niespodziewanie pędzą w górę/dół, pchane tylko irracjonalnym optymizmem/pesymizmem, trend taki prędzej czy później załamie się, wracając na bardziej racjonalny poziom i tym samym zapewniając nam należną nagrodę za nonkonformizm.

Kierowanie się tylko własnym rozumem bądź nosem bywa korzystne również z innych powodów. Po pierwsze, giełda jest równie dobrym miejscem na uprawianie reklamy, jak każde inne. Debiutowi nowej firmy zawsze towarzyszy intensywna kampania reklamowa, wobec której warto zachować dystans i odrobinę zdrowego rozsądku.

Po drugie, zazwyczaj jeszcze łatwiej niż specjalistom od reklamy wierzymy tzw. „autorytetom w dziedzinie". Problem w tym, że uznanych specjalistów jest tak naprawdę niewielu, a ci, którzy są, zazwyczaj stawiają diagnozy całkowicie ze sobą sprzeczne. Samozwańczych ekspertów i znawców parkietu jest natomiast całe mnóstwo. Wszyscy oni uwielbiają dzielić się swymi przemyśleniami z bliźnimi, wprowadzając do giełdowej atmosfery dodatkową porcję chaosu. Robią to oczywiście w absolutnie dobrej wierze, z dobrego serca, chcąc rozpropagować kolejną błyskotliwą teorię (a przy okazji i swoją skromną osobę), która sprawdziła się przecież w ich sytuacji albo prawie się sprawdziła, co wcale nie oznacza przecież, że jest nieskuteczna! Uważajmy przy okazji, by po pierwszych udanych operacjach samemu nie wpaść w sidła „specjalizacji" — gdyby ta zabawa była tak prosta, to większość inwestorów byłaby już milionerami (jednak dziwnym trafem nie są).

GABINET OSOBLIWOŚCI

Jeśli już jesteśmy przy inwestorach, to najwyższa pora zapoznać się z nimi bliżej. Charakterystyka typów pojawiających się na parkiecie to prawdziwy temat-rzeka. Dlatego poza głównym, animalistycznym podziałem, postanowiłam powołać się na klasyfikację stworzoną i opisaną przez Derricka Niedermana w książce pod znamiennym tytułem *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy okazji... Profile psychologiczne inwestorów giełdowych*.

Wspomniany „podział animalistyczny" to nic innego, jak znana koncepcja podziału graczy na byki i niedźwiedzie, czyli na inwestorów grających na zwyżkę oraz tych grających na spadek. Znów podeprę się Kostolany'm, który stworzył całkiem zgrabne wytłumaczenie dla tej nomenklatury: „Byk jest symbolem spekulanta, który atakuje z przodu i swymi rogami ciska wszystko w górę, w pierwszej kolejności oczywiście kursy. Spekulant grający na zniżkę jest myśliwym, który sprzedaje przysłowiową skórę na niedźwiedziu. Może mu się bowiem zdarzyć, że nie trafi w niedźwiedzia i sprzedaną przedwcześnie skórę będzie musiał odkupić ze stratą".

Teraz czas na bardziej złożone kryteria podziału, tym razem według Niedermana. Oto sześć wyodrębnionych przez autora profili psychologicznych w telegraficznym skrócie:

Łowca okazji

Jak sama nazwa wskazuje, równie chętnie wyszukuje okazje wśród posezonowych wyprzedaży, jak i na giełdzie. Największą frajdę sprawia mu świadomość, że zapłacił najniższą możliwą cenę. Pozytyw takiego typu to... „oko do okazji". Negatyw — czasami zbytnie zapamiętanie w „polowaniu" może zaowocować kupieniem „superokazyjnego bubla", którego kurs spadnie jeszcze niżej. Często występująca cecha osobowości — umiłowanie porządku. Rodzaj inwestycji — według wartości.

Wizjoner

Uwielbia zmiany, zbytnio nie przejmuje się takimi drobiazgami, jak raporty kwartalne czy wczorajszy poziom zamknięcia rynku. Często angażuje się w bardzo ryzykowne, innowacyjne przedsięwzięcia, dostrzegając ukryty w nich potencjał. Pozytyw i negatyw — może trafić na żyłę złota... lub nie. Cecha osobowości — roztargnienie. Cecha charakterystyczna —często zdarza się nieszczęśliwe dzieciństwo. Rodzaj inwestycji — spółki wzrostowe.

Kontrarianin

Zawsze pod prąd. Nie boi się ryzykować, inwestując wbrew ogólnie panującym opiniom. Lubi działać sam, dużo „kombinuje". Pozytyw — nie daje się łatwo zbić z tropu, nie ulega wpływom „giełdowej mody". Negatyw — w swojej pogoni za oryginalnością zdarza mu się zaprzepaścić szanse na spore zyski z popularnych akcji. Zdarza się poza tym, że mimo trafności własnych wniosków, nie zarobi, dopóki nie podążą za nim inni. „Żelazna" cecha osobowości — upór. Rodzaj inwestycji — firmy przezwyciężające kryzys.

Sentymentalista

Całkowite przeciwieństwo wizjonera. Przywiązuje się do składu portfela tak samo, jak do pamiątkowego sygnetu po dziadku i „pierwszego własnego samochodu", a przy stale spadających kursach swoich papierów pociesza się, że „inwestuje długoterminowo". Trzyma się osobistych preferencji i poglądów, zupełnie czasami ignorując zdrowy rozsądek. Przy wyborze akcji kieruje się emocjami, nie lubi wielkich sieci i monopolistów — „przecież ten mały sklepik za rogiem był o wiele lepszy..." Z punktu widzenia opłacalności inwestycji — niemalże jeden wielki negatyw. Pozytyw – jego zaangażowanie emocjonalne pozwala wytrwać przy firmie w trudnym okresie, aż do oczekiwanego wzrostu, co (o ile wzrost następuje) jest nie do przecenienia. Cecha charakteru — lojalność i sentymentalizm. Rodzaj inwestycji — stare, dobre firmy.

Sceptyk

W życiu wciąż krytykuje, na giełdzie jest pesymistą. Optymistów, a już szczególnie inwestorów spod znaku „wizjonera", uważa za nieszkodliwych wariatów. Podjrzewa wszystkich i wszystko, w każdej „dodatniej" prognozie dopatrzy się uchybień i niespójności. Pozytyw — jego sceptycyzm pozwala zachować zdrowy rozsądek i może ustrzec przed błędnymi inwestycjami, choćby w spółki korzystające z „kreatywnej księgowości", do windowania oficjalnych zysków. Sceptyk, ze swą upiorną dociekliwością, ma nosa do machlojek Negatyw — łatwo popaść w skrajność i stracić wiele dobrych okazji. Sceptycy zzałożenia nie lubią ryzykownych transakcji, co na giełdzie może stanowić pewien problem. Cecha charakteru — perfekcjonizm, no i sceptycyzm oczywiście. Rodzaj inwestycji — krótka sprzedaż.

Trader

Pewny siebie, zawsze musi być na bieżąco – tak w życiu, jak i na giełdzie. Niemalże uzależniony od rynku. Nie znosi bezczynności — inwestycje długoterminowe nie należą do jego ulubionych. Elastyczny, zazwyczaj entuzjasta analizy technicznej. Pozytyw — właśnie ta elastyczność nie raz pozwala „uratować" błędną inwestycję, odkupić zbyt wcześnie sprzedane akcje... Negatyw — przymus ciągłego działania i podejmowania decyzji sprawia, że trader zadowala się już niewielkimi zyskami, a niecierpliwi się nawet małymi stratami, przez co łatwo traci okazje na duże zyski. Cecha charakteru — nieśmiałość (dokonywanie transakcji online uwalnia tradera od przykrego obowiązku bezpośredniej rozmowy z maklerem — dlatego tak lubi komputery). Rodzaj inwestycji — okazje krótkoterminowe. D

Ela Domagalska
Ela.Domagalska@gmail.com

rynek

GOSPODARKA POLSKI W II KWARTALE 2007

W ostatnim czasie wyniki naszej gospodarki przyzwyczaiły nas do bicia rekordów. Czerwiec okazał się pod tym względem trochę słabszy; nie jest to jednak zadyszka gospodarki, tylko krótki przystanek w drodze do zrównoważonego wzrostu

W drugim kwartale polska gospodarka nadal rozwija się pomyślnie, lecz nie udało się powtórzyć wyśrubowanego wzrostu PKB z kwartału pierwszego — wzrostu, który wyniósł 7,4%. Wysokiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszył strajk służby zdrowia i brak szybkiej szansy na jego rychłe zakończenie. Innym zmartwieniem są ostre zgrzyty w koalicji rządzącej i niepewna perspektywa wyborów parlamentarnych. Na szczęście jednak, zauważalne było coraz większe oddzielanie biznesu od sytuacji politycznej.

PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

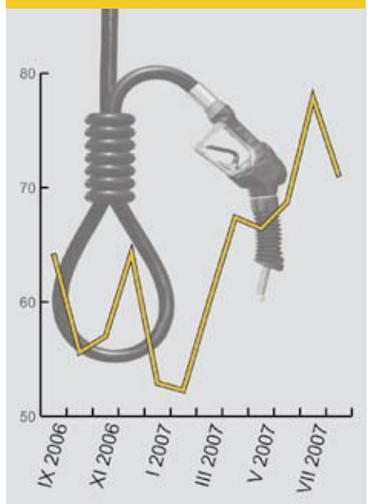
W drugim kwartale dynamika PKB wyniosła 6,7% i była zdecydowanie niższa niż w kwartale pierwszym, kiedy to osiągnęła poziom 7,4%. Gorsze wyniki zanotowała też produkcja przemysłowa, która, wobec oczekiwań ekspertów miała wynieść 7,4%, zwiększyła się według GUS-u o 5,6% w czerwcu. W maju produkcja przemysłowa wzrosła o 8,1%, a spowolnienie wzrostu produkcji tłumaczyć można tym, że rosną zapasy gotowych wyrobów w zakładach produkcyjnych. Rośnie sprzedaż detaliczna — w cenach bieżących o 3,1% miesiąc do miesiąca i o 16,2 % w ujęciu rocznym. Poważnym zmartwieniem przedsiębiorców jest wzrost jednostkowych kosztów pracy — w maju zwiększyły się one o 5,2%, a w czerwcu już o 8,3%. Jest to największy wzrost od siedmiu lat. Utrzymuje się tendencja spadkowa bezrobocia, które w czerwcu wynosiło 12,4% (wobec 13% w maju), a tym samym rośnie zatrudnienie, które wyniosło 5 341,6 tys. osób w sektorze przedsiębiorstw i zwiększyło się o 0,9% w porównaniu z okresem poprzednim.

W drugim kwartale przeciętne miesięczne wynagrodzenie wynosiło 2 775,41 zł i było wyższe o 37,63 zł. Pozytywnym sygnałem jest natomiast zwiększenie się liczby oddanych do użytku mieszkań — o 4,66% rok do roku. Dobrą wiadomością jest także ustabilizowanie się cen metra kwadratowego, a nawet ich spadek w Warszawie i Łodzi. Dynamika exportu i importu wyniosła odpowiednio 5,95% i 5,6%.

BUDŻET I ZADŁUŻENIE PAŃSTWA

W okresie od stycznia do czerwca dochody państwa wyniosły 109 817,5 mln zł, a wydatki 118 960,6 mln zł, co stanowi odpowiednio 50,4% i 45,9% planu rocznego. Głównym składnikiem dochodów podatkowych były podatki pośrednie w wysokości 71 316,5 mln zł, które stanowiły 51,5% planu rocznego. Istotnym źródłem

Cena baryłki ropy w USD
Źródło: Bankier.pl, Opracowanie wasne



finansowania są też środki z Unii Europejskiej, które wykorzystaliśmy w wysokości 5 465,1 mln zł, czyli 37,2% rocznego planu. Większość tych środków przeznaczona była na Wspólną Politykę Rolną i Rybacką — aż 4 968,0 mln zł (68,8% rocznego planu). Mocno niepokojący jest fakt, że z funduszy strukturalnych wykorzystaliśmy 497,1 mln zł z puli 7 468,6 mln zł, co stanowi zaledwie 6,7% dostępnych środków! Znacznie lepiej kształtuje się sytuacja deficytu budżetowego: dobra koniunktura gospodarcza sprawiła, że wyniósł on tylko 12,3% z założonej „kotwicy budżetowej" w wysokości 30 000 mln zł. Całkowite zadłużenie państwa w maju kształtowało się na poziomie 488 526,6 mln zł. Na zadłużenie składał się w 73,05% (356 902,2 mln zł) dług krajowy, w 26,95 % (131 624,5 mln zł) dług zagraniczny. Szacowany koszt obsługi zadłużenia w 2007 roku to 28 047,9 mln zł, czyli prawie tyle, ile wynosił planowany deficyt budżetowy.

STOPY PROCENTOWE I INFLACJA

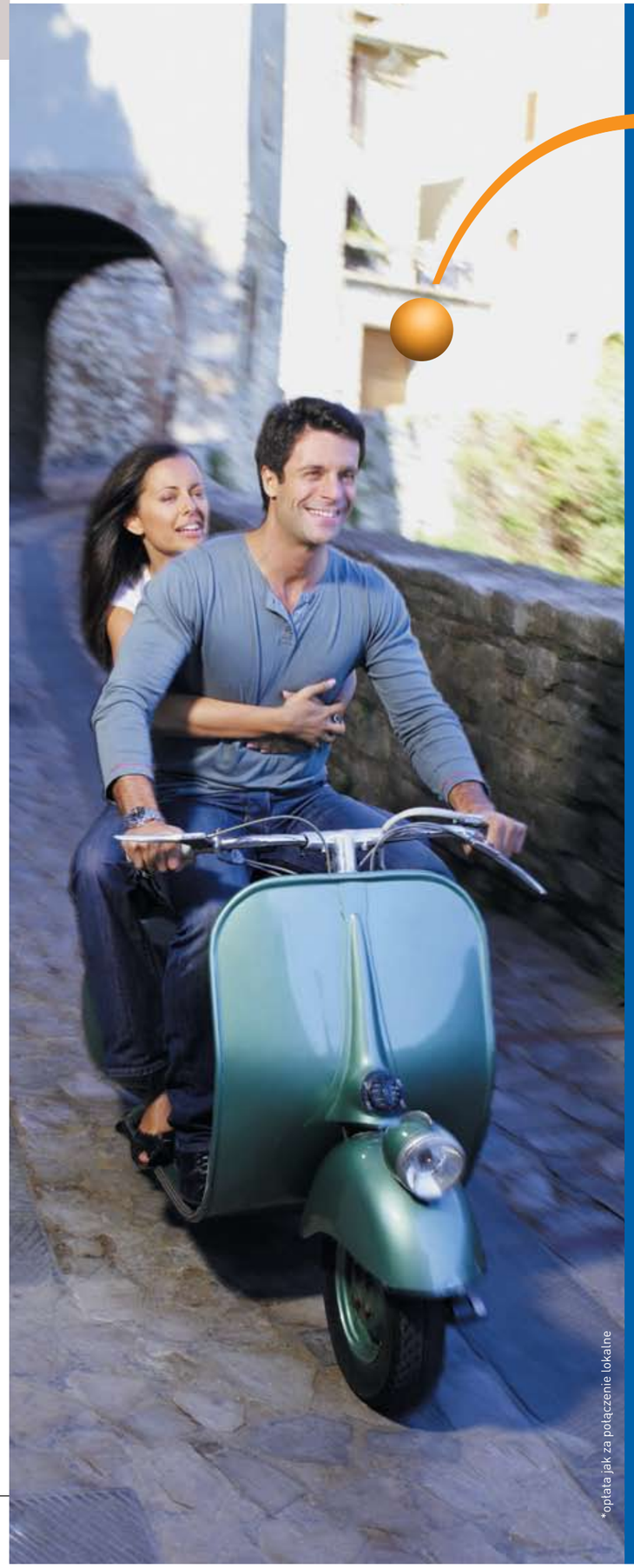
W kwietniu i w czerwcu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na podwyżkę stóp procentowych — każdorazowo o 25pb. W Sierpniu RPP po raz kolejny podniosło stopy procentowe o 25pb. W wyniku tych wzrostów stopa referencyjna wynosi 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5%. Powodem do zmartwień RPP jest szybsze tempo wzrostu wynagrodzeń, niż wydajności pracy. Według GUS-u, inflacja w czerwcu wyniosła 2,2%, a cel inflacyjny wynosi 2,5%.

W związku z rosnącą presją inflacyjną i szybkim wzrostem gospodarczym rynek spodziewa się dalszych podwyżek stóp procentowych. Ceny ropy na świecie rosną, co dodatkowo potęguje presję inflacyjną. Na początku kwietnia za baryłkę ropy zapłacić trzeba było $68,67, a pod koniec czerwca $71,19, czyli o 3,54% więcej. Jest to jednak niewiele biorąc pod uwagę fakt, że ropa w dniu 02.01.2007 kosztowała $60,71; zdrożała więc aż o 17,3%. Zgodnie z projekcją NBP, w czwartym kwartale inflacja przekroczy 2,5%.

WALUTY

Na rynku walut zdecydowanie widać tendencję do umacniania się złotego względem zarówno euro, jak i dolara. Na początku kwietnia dolar wyceniany był przez NBP na 2,89 zł, a 29.06.2007 na 2,79 zł. Euro natomiast odpowiednio na 3,86 zł i 3,76 zł. Dalsze losy rynku walutowego zależą w dużej mierze od decyzji FED-u, gdyż z USA nadchodzą na przemian dobre i złe informacje na temat stanu gospodarki, a obniżenie stóp procentowych pomogłoby w walce z kryzysem w branży budowlanej w USA. Gospodarka strefy euro rozwija się dobrze, co jest powodem możliwych podwyżek stóp przez EBC. D

Jan Pawelczyk
pawelczy@lse.ac.uk



PO DRODZE ZE SWOBODĄ

RACHUNEK SUPERKONTO STUDENT

- STUDENCKI PRODUKT ROKU 2007 -

według czytelników magazynu "Dlaczego"

SUPERKONTO STUDENT pozwala Ci na wygodną obsługę rachunku przez Internet i telefon, przez całą dobę, z każdego miejsca na świecie.
Dodatkowo masz możliwość otrzymania unikalnej przezroczystej Karty Kredytowej STUDENT i dostęp do preferencyjnego kredytu studenckiego.

PROMOCJA!
Tylko teraz obsługa konta przez 6 miesięcy za darmo!
Promocja ważna do 30 listopada 2007 r.

PKO BANK POLSKI
Blisko Ciebie

www.pkobp.pl | infolinia 0 801 302 302*

giełda

FUNDUSZE A GIEŁDA

Zapewne każdy z nas, kto posiada wolne środki pieniężne, zastanawia się gdzie mógłby ulokować je najbardziej efektywnie

Z reguły mamy do wyboru: założenie lokaty w swoim banku, kupienie obligacji Skarbu Państwa, zainwestowanie pieniędzy na giełdzie poprzez zakup wybranych akcji, bądź też powierzenie pieniędzy specjalistom, czyli dokonanie zakupu wybranych jednostek funduszy inwestycyjnych. Jako że stopy procentowe utrzymują się ostatnio na dość niskim poziomie, nie możemy liczyć na zbyt duże zyski z lokat bankowych. Średnie oprocentowanie 12-miesięcznej lokaty wynosi obecnie około 5%. Znacznie lepsze możliwości daje nam inwestycja na rynku kapitałowym. Jednakże, żeby skutecznie inwestować na giełdzie, trzeba mieć, jak wszyscy wiemy, dość dużą wiedzę na temat mechanizmów rynkowych, a z tym u przeciętnego Polaka bywa różnie. Owszem, możemy zastosować strategię „kup i trzymaj", ale nie daje nam ona gwarancji osiągnięcia ściśle określonego zysku. Wydaje się zatem, że najlepszą opcją dla laika giełdowego będzie powierzenie pieniędzy specjalistom (bo tylko tacy zarządzają aktywami funduszy inwestycyjnych) poprzez zakup wybranych jednostek FI (Fundusze Inwestycyjne).

Pozostaje więc pytanie: jaki rodzaj funduszu wybrać? Polski rynek funduszy rozwija się w ekspresowym tempie. Dostępne są fundusze: rynku pieniężnego, instrumentów dłużnych, stabilnego wzrostu, zrównoważone oraz akcyjne. Każdy z nich ma ściśle określony benchmark, w oparciu o który dokonuje swoich inwestycji. Im więcej akcji w portfelu określonego funduszu, tym bardziej ryzykowny on jest. To, w jaki rodzaj funduszu zainwestować, zależy już od naszej percepcji ryzyka oraz od koniunktury na giełdzie.

Wielu początkujących inwestorów zadaje sobie pytanie: co stanie się z moim funduszem, jeżeli ceny akcji na giełdzie zaczną gwałtownie spadać? Prześledźmy zatem wyniki poszczególnych funduszy w okresach: spadkowym, wzrostowym oraz trendu bocznego. Wiadomo, oczywiście, że inwestycja w fundusz powinna być inwestycją zdecydowanie długoterminową (minimum od 3 do 5 lat), ale zbadajmy jak radzą sobie one także w krótkich (rocznych) okresach silnych spadków czy wzrostów.

Tabela 1 *Źródło: Opracowanie własne*
RR — stopa zwrotu bez prowizji
RR-1 — stopa zwrotu po uwzględnieniu prowizji i podatku

Fundusze akcji	RR	RR-1
Arka BZ WBK Akcji	-15,86%	-17,54%
Skarbiec Akcja	-36,94%	-40,09%
średnio	-27,93%	-30,35%
Fundusze zrównoważone	**RR**	**RR-1**
DWS Zrównoważony	-5,33%	-8,17%
Skarbiec Waga	-19,21%	-23,25%
średnio	-13,91%	-16,68%
Fundusze stabilnego wzrostu	**RR**	**RR-1**
SEB 4	13,44%	10,80%
Pioneer Stabilnego Wzrostu	-13,82%	-16,40%
średnio	3,20%	0,67%
Fundusze rynku pieniężnego	**RR**	**RR-1**
ING Gotówkowy	28,96%	23,46%
UniKorona Pieniężny	23,81%	19,29%
średnio	26,39%	21,38%

TREND SPADKOWY

Z największym trendem spadkowym w historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie mieliśmy do czynienia od 13.03.2000 do 12.10.2001, kiedy to indeks WIG20 stracił aż 105%. Prześledźmy wyniki, jakie dałaby nam inwestycja 10 tys. zł w fundusze akcji, zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz rynku pieniężnego. W Tabeli 1 uwzględniono fundusze z najlepszym, najgorszym oraz średnim wynikiem danego typu.

Im bardziej agresywny typ funduszu, tym słabsze wyniki. Najlepszą inwestycją w okresie dużych spadków na giełdzie jest oczywiście inwestycja w fundusze rynku pieniężnego. W badanym okresie dałaby nam ona średnio 21,38%, co w porównaniu do średniej 30% straty z funduszy akcyjnych, jest wynikiem bardzo dobrym. Przedstawione rezultaty należy jednak porównać z danymi makroekonomicznymi w Polsce, które wyjaśniają przyczynę dużych spadków na giełdzie. Wzrost PKB w badanym okresie wyniósł niecałe 1%, podczas gdy inflacja kształtowała się na poziomie 10,1% w roku 2000 oraz 6,1% w roku 2001. Wobec tego, nominalne stopy procentowe w Polsce kształtowały się na dość wysokim poziomie, i dlatego inwestorzy byli mniej skłonni lokować swoje pieniądze na rynku akcji. Wysokie wyniki funduszy rynku pieniężnego będą jednak znacznie mniejsze po uwzględnieniu czynnika inflacyjnego.

TREND BOCZNY

Po okresie dużych spadków mieliśmy do czynienia z wyraźnym trendem horyzontalnym. Prześledźmy więc, jak w tych warunkach radziły sobie fundusze inwestycyjne. Okres badania obejmuje 19.06.2001–18.06.2002. Wyniki przedstawia Tabela 2.

Badany okres był także okresem recesji naszej gospodarki. Dynamika wzrostu PKB kształtowała się na poziomie 0,2–0,9%. Stopy procentowe nadal były wysokie, choć zaczęły wykazywać tendencję malejącą. Rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych wciąż była bardzo wysoka i kształtowała się na poziomie od 15% w II połowie 2001 roku do 9% w lipcu 2002 roku. Inflacja nie była już tak wysoka, jak w czasie bessy z poprzedniego okresu — wynosiła maksymalnie 4,5%. Wszystkie te czynniki nadal nie zachęcały do inwestowania na rynku kapitałowym. Indeks WIG20 nie wykazywał wyraźnego trendu wzrostowego ani spadkowego — zmienił się o 2,7%. Najlepsze nadal okazały się fundusze rynku pieniężnego, które, po odliczeniu prowizji, podatku oraz inflacji, realnie dawały zarobić średnio 6%. Podobne wyniki dały fundusze stabilnego wzrostu. Nie dziwi natomiast ciągle najsłabszy wynik funduszy akcyjnych oraz zrównoważonych. Wysokie nominalne stopy procentowe powodowały, że duże grono inwestorów wolało bezpieczniejszą inwestycję. Trzeba też dodać, że rynek funduszy inwestycyjnych nie był tak rozwinięty, jak obecnie, a i ich słabe wyniki nie zachęcały do reklamy. Tak więc, „przeciętny Kowalski" lokował swoje oszczędności na lokatach bankowych.

Inwestycja w fundusze rynku pieniężnego dałaby nam średnio 21,38% zysku

Indeks WIG20 stracił aż 105%

TREND WZROSTOWY

Okres 06.05.2005–04.05.2006 to okres największego prosperity polskiego rynku kapitałowego. Indeks WIG20 zyskał wtedy aż 74%. Gdy prześledzimy sytuację makroekonomiczną, to po raz kolejny przekonamy się, jak duże znaczenie ma ona dla wyników funduszy inwestujących na giełdzie oraz rynku pieniężnym. Gospodarka zaczęła zdecydowanie przyspieszać. Dynamika wzrostu PKB w badanym okresie wyniosła od 3,5%–5,5%. Znacząco spadły stopy procentowe (średnia rentowność 52-tyg. bonów skarbowych wynosiła 4,15%) oraz inflacja, wynosząca 1,5%. Wszystko to spowodowało odchodzenie inwestorów od bezpiecznych, lecz mało rentownych lokat terminowych, obligacji oraz bonów skarbowych, a zamiast tego lokowanie wolnych środków na rynku akcji. A jakie wyniki odniosły w tym okresie fundusze inwestycyjne (Tabela 3)? W czasie dużej zwyżki najlepsze były oczywiście fundusze akcyjne (lokujące nawet do 100% swoich aktywów w akcje), które realnie dały zarobić średnio 42,14%. Najlepszy z nich osiągnął nawet 63,77%. Równie rentowne okazały się fundusze zrównoważone. Im bardziej bezpieczny fundusz, tym słabsze wyniki. Ze względu na niską rentowność bonów skarbowych, słabe wyniki zostały odnotowane przez fundusze rynku pieniężnego. Przyzwoitymi wynikami mogły natomiast pochwalić się fundusze stabilnego wzrostu. Średnia stopa zwrotu z tych funduszy wyniosła zadowalające 14,17%.

Tabela 2 *Źródło: Opracowanie własne*
RR — stopa zwrotu bez prowizji
RR-1 — stopa zwrotu po uwzględnieniu prowizji i podatku

Fundusze akcji	RR	RR-1
PKO/CS Akcji	15,73%	8,99%
BPH Akcji Dynamicznych Spółek	-16,20%	-19,13%
średnio	4,99%	0,62%
Fundusze zrównoważone	**RR**	**RR-1**
BPH Aktywnego Zarządzania	14,23%	9,12%
Arka BZ WBK	-8,89%	-10,72%
średnio	8,19%	3,57%
Fundusze stabilnego wzrostu	**RR**	**RR-1**
ING Stabilnego Wzrostu	21,57%	15,50%
Pioneer Stabilnego Wzrostu	9,46%	5,01%
średnio	13,91%	9,57%
Fundusze rynku pieniężnego	**RR**	**RR-1**
KBC Gamma	14,14%	11,45%
Arka BZ WBK Ochrony Kapitału	11,67%	9,45%
średnio	12,85%	10,41%

PODSUMOWANIE

Wyniki funduszy inwestycyjnych są ściśle powiązane z koniunkturą na giełdzie. To, w jaki fundusz zainwestować swoje oszczędności, powinniśmy uzależnić od tego, jaka sytuacja panuje obecnie na rynku kapitałowym. Ta z kolei w dużej mierze uzależniona jest od sytuacji makroekonomicznej panującej w naszym kraju.

Oczywistym jest fakt, że w czasie trendu wzrostowego najwięcej zarobimy na funduszach akcyjnych. Nie zapominajmy jednak, że w czasie, gdy rynek będzie zniżkował, fundusze te będą najwięcej tracić na wartości. Wszystko jest oczywiście uzależnione od benchmarku, który określa statut. A ten, w przypadku funduszy akcyjnych, każe inwestować w akcje średnio minimum 70% swoich aktywów. Im bezpieczniejszy fundusz, tym mniej aktywów stanowić będą akcje. Największe pole manewru mają tutaj zarządzający funduszami zrównoważonymi, które w czasie dużej zwyżki mogą upodabniać się do funduszy akcyjnych, a w czasie dekoniunktury przypominać fundusze stabilnego wzrostu. Wydaje się jednak, że najbardziej efektywną inwestycją jest inwestycja w fundusze stabilnego wzrostu. Polecam je zwłaszcza osobom niemającym zbyt dużej wiedzy na temat mechanizmów rynku kapitałowego oraz ceniącym sobie bezpieczeństwo. Jako że inwestują one w akcje zazwyczaj maksymalnie 30% swoich aktywów, mamy gwarancję, że po 3 latach na pewno na nich nie stracimy. Także w czasie hossy osiągają one przyzwoite wyniki, znacznie lepsze od oprocentowania lokat bankowych. Dodać należy że mogą osiągnąć nieprzeciętne wyniki również w czasie dużych spadków na giełdzie. Wszystko zależy oczywiście od zarządzającego funduszem. Jeżeli podczas spadków (a te mają zazwyczaj miejsce wtedy, gdy w kraju panuje recesja) dokonają konwersji swoich portfeli na wzór funduszy rynku pieniężnego, to także mogą osiągać wyniki dwucyfrowe. Inwestorom dysponującym dużą kwotą polecałbym dywersyfikację między jednostki uczestniczące w kilku różnych funduszach inwestycyjnych – wszystko oczywiście w zależności od sytuacji makroekonomicznej w naszym kraju. D

Inwestować w akcje średnio minimum 70% swoich aktywów

Bartosz Dębowski
Bartek.Debowski@skninwestor.com

Tabela 3 *Źródło: Opracowanie własne*
RR — stopa zwrotu bez prowizji
RR-1 — stopa zwrotu po uwzględnieniu prowizji i podatku

Fundusze akcji	RR	RR-1
PKO/CS Akcji	15,73%	8,99%
BPH Akcji Dynamicznych Spółek	-16,20%	-19,13%
średnio	4,99%	0,62%
Fundusze zrównoważone	**RR**	**RR-1**
BPH Aktywnego Zarządzania	14,23%	9,12%
Arka BZ WBK	-8,89%	-10,72%
średnio	8,19%	3,57%
Fundusze stabilnego wzrostu	**RR**	**RR-1**
ING Stabilnego Wzrostu	21,57%	15,50%
Pioneer Stabilnego Wzrostu	9,46%	5,01%
średnio	13,91%	9,57%
Fundusze rynku pieniężnego	**RR**	**RR-1**
KBC Gamma	14,14%	11,45%
Arka BZ WBK Ochrony Kapitału	11,67%	9,45%
średnio	12,85%	10,41%

rynek

NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

Od przeszło 3 lat można w Polsce zaobserwować praktycznie nieustający wzrost cen nieruchomości zabudowanych i gruntowych, czyli: mieszkań, powierzchni biurowych, powierzchni magazynowych oraz działek budowlanych

Na początku zastanówmy się nad głównymi przyczynami tak gwałtownej hossy na tym — z natury raczej stabilnym rynku. W przypadku Polski chyba największe znaczenie miało wstąpienie do struktur Unii Europejskiej. Ten fakt miał również bardzo pozytywny wpływ na rynek nieruchomości w innych krajach, które do Unii wstąpiły wcześniej, jak np. w Portugalii, Irlandii czy tak chętnie porównywanej do naszego kraju Hiszpanii. Takie ożywienie głównie spowodowane jest znacznie większym zainteresowaniem zagranicznych firm deweloperskich, które doskonale zdają sobie sprawę z tego, że członkostwo w strukturach unijnych pociąga za sobą: przyspieszenie procesu dochodzenia cen nieruchomości do poziomu krajów Europy Zachodniej (zjawisko konwergencji), większą stabilność rynku, możliwość swobodnego przepływu kapitału oraz, co najważniejsze, potencjalny wzrost gospodarczy.

Jest duże prawdopodobieństwo, że takie same procesy powinny zajść w krajach ostatnio przyjętych do struktur Unii Europejskiej, tj. w Bułgarii i Rumunii. Iście „hazardowe" wzrosty cen nieruchomości, których świadkami byliśmy w Polsce przez ostatnie 2 lata, można już zaobserwować także w tamtym regionie.

Drugim co do ważności bodźcem dla rozwoju sektora budownictwa w Polsce przez ostatnie lata była łatwość dostępu do relatywnie tanich kredytów hipotecznych, spowodowana stosunkowo niskim poziomem stóp procentowych — stopa referencyjna od lipca 2005 roku znajduje się na poziomie poniżej 5% (stan na początek września 2007). Duży popyt na kredyty spowodował, że banki, starając się pozyskać jak najwięcej klientów, rozpoczęły obniżanie własnych marż, co relatywnie wpłynęło na zmniejszenie kosztu zaciąganej pożyczki. Ponadto od kilku lat standardem stała się możliwość zaciągnięcia kredytu hipotecznego do 100% wartości nieruchomości (niektóre banki akceptują nawet wyższą wartość „Loan To Value"), dając możliwość korzystania z tej formy finansowania jeszcze większej grupie potencjalnych klientów. Nienależy zapominać, że ponad 80% transakcji na rynku nieruchomości finansowanych jest w całości lub częściowo za pomocą kredytów i pożyczek hipotecznych, więc łatwość ich zaciągania ma niebagatelny wpływ na kondycję całego rynku. Niestety, ostatnie prognozy wskazują na to, że w najbliższym czasie wysokość stóp procentowych ustalanych przez RPP może nie być sprzymierzeńcem inwestorów rynku nieruchomości. Co więcej, podwyżki stóp spodziewane są zarówno wobec franka szwajcarskiego, jak i w strefie euro.

Widoczne ożywienie gospodarcze, które nastąpiło w Polsce w roku 2004 (wzrost PKB na poziomie 5,3%) i które kontynuowane jest obecnie (według ostatnich prognoz ministerstwa finansów, wzrost produktu krajowego brutto w roku bieżącym powinien znacząco przekroczyć 6% w stosunku do roku 2006) ma istotny wpływ na sytuację na rynku mieszkaniowym. Nie oznacza to jednak, że gdyby gospodarka nie rozwijałaby się prężnie, to tak dobra koniunktura na rynku budowlanym nie mogłaby istnieć. Jedną z cech tego segmentu rynku jest to, że możliwy jest jego rozwój nawet przy występowaniu pewnej stagnacji w gospodarce krajowej (oczywiście przedłużająca się recesja nie jest sprzyjająca). Efektów dobrej koniunktury jest wiele: od polepszania się kondycji finansowej gospodarstw domowych, poprzez pozytywny klimat dla inwestorów zarówno polskich, jak i zagranicznych, kończąc na wzrastającym popycie na rynku.

To właśnie bardzo duży popyt na nieruchomości, który w znaczący sposób przewyższa możliwości podażowe deweloperów i innych inwestorów, jest kolejnym powodem wzrostu cen. Jednak według ostatnich danych opublikowanych przez GUS, liczba mieszkań oddanych do użytku w okresie od stycznia do lipca 2007 roku była o 4,7% większa w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym. Co więcej, według prognoz opartych m.in. na liczbie wydawanych pozwoleń, jak i na ilości inwestycji będących w trakcie realizacji, w najbliższym okresie należy przewidywać utrzymanie się dynamiki produkcji w branży.

Znaczący wzrost podaży mógłby doprowadzić do zahamowania wzrostu cen na rynku nieruchomości, a nawet do okresowych ich spadków, lecz taka sytuacja przez najbliższe lata nie powinna nam raczej grozić, w szczególności z dwóch powodów.

Pierwszym jest stale rosnący popyt na nowe mieszkania, o czym może świadczyć choćby wzrost wartości oraz ilości zaciąganych kredytów i pożyczek na cele mieszkaniowe. Osiem największych banków notowanych na GPW w I półroczu udzieliło kredytów hipotecznych o wartości średnio o 52% wyższej, a ich liczba wzrosła o 20% w stosunku do analogicznego okresu w roku 2006.

Drugim powodem są ograniczenia podażowe zarówno rodzimych, jak i zagranicznych inwestorów. Brak planów zagospodarowania przestrzennego, długa i żmudna droga uzyskiwania pozwoleń, czy wreszcie brak fachowców na rynku pracy skutecznie utrudniają realizowanie obecnych oraz planowanie nowych inwestycji.

Bardzo pozytywną informacją dla całej gospodarki, a w szczególności dla segmentu budowlanego, jest fakt przyznania Polsce (wraz z Ukrainą) organizacji EURO 2012. Waga tej wiadomości nie jest sama w sobie tak duża, aby mogła wywołać boom na rynku w przypadku, gdyby był on w fazie recesji, lecz przy obecnym stanie jest to bardzo pozytywna przesłanka, mogąca wpłynąć na podtrzymanie aktualnego trendu.

ZAGROŻENIA

Niestety, stan nieustającej hossy nie może trwać wiecznie. Świat zna wiele przypadków nagłego załamania koniunktury w budownictwie. Jednym z nich był kryzys w Japonii, gdzie w drugiej połowie lat 80–tych znaczna część społeczeństwa, kuszona rekordowymi poziomami tokijskiej giełdy oraz niskimi stopami procentowymi, inwestowała za pożyczone od banków pieniądze pod zastaw nieruchomości. Instytucje finansowe chętnie korzystały z takiego zabezpieczenia jak hipoteka, ponieważ z ich ówczesnego doświadczenia wynikało, że ceny na tym rynku mogą jedynie rosnąć. Dodatkowo system kredytowy w Japonii opierał się w tamtych latach głównie na wzajemnym zaufaniu banków i ich klientów, a nie na rzetelnym systemie „credit scouring". Pod koniec 1989 roku ceny nieruchomości osiągnęły tak wysoki poziom, że kupno mieszkania było praktycznie poza możliwościami finansowymi przeciętnej japońskiej rodziny. W tym samym czasie banki w „kraju kwitnącej wiśni" stały się bardzo niechętne do udzielania pożyczek i kredytów hipotecznych (częściowo z powodu presji ze strony rządu), a w dodatku centralny bank Japonii znacząco podniósł stopy procentowe. Na skutek tych działań doszło do bardzo głębokiego kryzysu zarówno na rynku giełdowym, jak i nieruchomości. Dekoniunktura na tych dwóch kluczowych rynkach doprowadziła ostatecznie do znacznego osłabienia całej gospodarki, które było odczuwalne do końca lat 90-tych.

Najbardziej jednak aktualnym przykładem na to, że ceny nieruchomości mogą znacząco spadać, są Stany Zjednoczone. Sprzedaż domów w USA w okresie od stycznia do maja 2007 roku spadła o 21%, a według raportu S&P/Case – Shiller za II kwartał 2007 roku ceny domów na rynku wtórnym obniżyły się o rekordowe 3,2% w ujęciu rocznym (jest to największy odnotowany spadek National Home Price Index od czasu jego powstania w styczniu 1987 roku).

Za jedną z przyczyn tego kryzysu można uważać po prostu cykl koniunkturalny, który dla rynku nieruchomości trwa kilkanaście lat. Ostatnie dno było w 1991 roku. Praktycznie dopiero od 2006 roku indeks cen NHPI zaczął znacząco spadać, aż na przełomie 2006 i 2007 roku znalazł się poniżej zera, oznaczając tym samym spadek cen domów w Stanach Zjednoczonych.

Innym powodem obecnej sytuacji w sektorze budowlanym za oceanem może być echo krachu na rynku dot–com'ów, który miał swój początek w marcu 2000 roku. Z obawy przed powtórzeniem scenariusza japońskiego z końca lat 80–tych, FED postanowił obniżyć stopy szybko i drastycznie. Od maja 2000 do czerwca 2003 roku bank centralny USA obniżał stopy procentowe tak bardzo, że w listopadzie 2002 roku stopa redyskontowa spadła do 0,75%! Tak łagodna polityka monetarna, połączona ze wsparciem sponsorowanych i wspieranych przez rząd instytucji finansowych wspomagających rynek nieruchomości (Fannie Mae, Sallie Mae, Freddie Mac, Farmer Mac czy Ginnie Mae), znacząco podniosła popyt na rynku. Banki bardzo chętnie udzielały kredytów, zakładając, że wartość nieruchomości (zabezpieczenia) będzie rosła w czasie. Co więcej, w ostatnich latach nastąpił rozkwit sektora „subprime mortgages", czyli kredytów i pożyczek hipotecznych udzielanych osobom o mniejszej zdolności kredytowej (wcześniejsze bankructwa, opóźnienia lub zaniechania spłaty kredytu, niska zdolność kredytowa). Instytucje finansowe rekompensują sobie większe ryzyko tego sektora poprzez wyższe oprocentowanie. Niestety, od czerwca 2004 roku FED kilkanaście razy podwyższył stopy, a dodatkowo w tym samym czasie pojawiły się pierwsze symptomy recesji na rynku nieruchomości. To wszystko spowodowało spadek cen, a tym samym spadek wartości zabezpieczeń kredytów i pożyczek hipotecznych, czemu towarzyszyło również podwyższenie oprocentowania. Znaczna część kredytobiorców, w szczególności z segmentu subprime, ogłosiła ostatecznie bankructwo, a banki, chcąc szybko pozbyć się przejętych nieruchomości, sprzedawały je nawet poniżej ceny rynkowej, przyczyniając się do pogłębienia kryzysu (efekt spirali).

> Ceny domów na rynku wtórnym obniżyły się o rekordowe **3,2%** w ujęciu rocznym

MOŻLIWOŚCI INWESTOWANIA

Najbardziej oczywistym sposobem inwestowania, choć także i najbardziej skomplikowanym, jest po prostu zakup mieszkań, powierzchni biurowych, czy działki budowlanej. Z wielu jednak powodów taka droga często nie jest dostępna dla większości inwestorów. Najczęstszą przyczyną jest brak odpowiednio wysokich środków finansowych, włączając w to środki pochodzące z kredytu (nawet silni inwestorzy indywidualni mają ograniczoną zdolność kredytową), podczas gdy fundusze potrzebne do efektywnego lokowania w nieruchomościach mogą sięgać milionów złotych. Z tego powodu z tak poważnymi inwestycjami są sobie w stanie poradzić jedynie duże firmy deweloperskie lub fundusze inwestycyjne, najczęściej z istotnym zaangażowaniem banków.

Inną przyczyną takiego stanu rzeczy jest potrzeba posiadania unikalnej wiedzy eksperckiej, ponieważ ogromny wpływ na powodzenie inwestycji mają: lokalizacja nieruchomości, różnego typu walory użytkowe oraz zdolność przewidzenia przyszłego zachowania się rynku. Dodatkowo, taki sposób lokowania oszczędności wiąże się z koniecznością poświęcenia niemałej ilości czasu na kwestie formalno–prawne, tj. na wszelkiego rodzaju pozwolenia, akty własności, itp.

Najciekawszą ostatnio propozycją inwestowania bezpośrednio w nieruchomości zdaje się być zakup działek budowlanych i gruntów rolnych wokół dużych aglomeracji miejskich, jak również w samych centrach dużych ośrodków biznesowych. Ceny

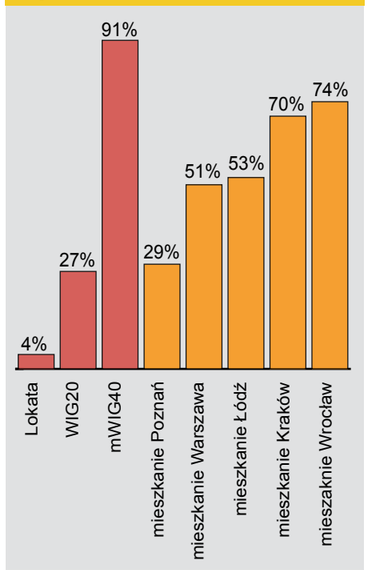
mieszkań powoli zaczynają osiągać tak wysoki poziom, że wiele osób zdecyduje się na zakup działki i wybudowanie domu (często w systemie gospodarczym), co w niedługim okresie czasu powinno znacznie wywindować ceny gruntów. Co więcej, atrakcyjne działki w centrach szybko rozwijających się miast, takich jak np. Łódź, w najbliższym czasie znacznie zyskają na wartości z powodu wzmożonego zainteresowania ze strony inwestorów zagranicznych, chcących rozwijać bazę hotelową i biurową w naszym regionie.

Interesującą formą lokowania funduszy może okazać się również zakup mieszkań, a następnie czerpanie korzyści z ich wynajmu. W krajach Europy Zachodniej ceny lokali są tak wysokie, że tylko bardzo wąska grupa społeczna jest w stanie posiadać mieszkanie na własność. Znaczna większość mieszkańców miast wynajmuje mieszkania od firm i prywatnych inwestorów. Jest duże prawdopodobieństwo, że taki scenariusz zrealizuje się również w naszym kraju. Pionierem tego typu inwestycji w regionie łódzkim jest firma MGM Development, która realizuje przedsięwzięcie budowy mieszkań oddanych „pod klucz", włącznie z całkowitym wyposażeniem (od sprzętu AGD i RTV po zastawę stołową). Taki projekt umożliwia potencjalnym inwestorom, chcącym czerpać zyski z dzierżawy zaoszczędzić wiele czasu i energii związanej z przygotowaniem lokalu pod wynajem. Wraz z upływem lat wartość samej nieruchomość prawdopodobnie wzrośnie, przez co stopa zwrotu z inwestycji będzie jeszcze bardziej atrakcyjna.

Zaznaczyć należy jednak, że zakończył się okres największych wzrostów cen w dużych ośrodkach miejskich takich, jak Warszawa, Wrocław, Kraków czy Trójmiasto. W długim okresie ciągle będzie to oczywiście inwestycja opłacalna. Niemniej jednak za najbardziej perspektywiczne rynki uważa się obecnie Łódź, Katowice, Lublin, Opole, Bydgoszcz, Częstochowę oraz Toruń. Należy w szczególności poszukiwać regionów, które w ostatnim okresie zyskały najmniej na rynkowej hossie.

Innym sposobem wykorzystania dobrej koniunktury na rynku nieruchomości może być inwestycja w przedsiębiorstwa budowlane oraz surowcowe, które zaopatrują budownictwo, poprzez GPW. Od kwietnia 2003 do kwietnia br. byliśmy świadkami istnego galopu cen akcji spółek skupionych w indeksie WIG-budownictwo (wzrost indeksu o blisko 1000%). Nowo powstały w połowie czerwca indeks WIG -deweloperzy niestety praktycznie

Zwrot z poszczególnych inwestycji
Źródło: CEE Property Group/Bankier.pl, Opracowanie własne, dane za rok 2006



od samego początku istnienia notuje tylko straty. Głównym powodem tak słabego wyniku jest z pewnością bardzo silna korekta spadkowa, jaka miała miejsce w lipcu i sierpniu na warszawskim parkiecie. Kryzys na rynku nieruchomości w USA, kłopoty banku o największej kapitalizacji giełdowej w strefie euro BNP Paribas oraz największego amerykańskiego kredytodawcy hipotecznego Countrywide Financial Corp. wstrząsnęły światowymi rynkami, w tym także i polskim. Największe spadki zanotowały indeksy związane z rynkiem nieruchomości (oba po kilkanaście procent). Powodem tego jest fakt, że przez ostatni okres hossy na GPW to właśnie spółki powiązane z tym segmentem rynku cieszyły się największym zainteresowaniem wśród spekulantów. Często nawet jedynie informacja o tym, że spółka wcześniej nieoperująca na rynku nieruchomości ma zamiar rozpocząć działalność deweloperską lub związaną z budową dróg, momentalnie windowała ceny akcji (skok ceny akcji spółki Fon w marcu br.). Doświadczenia z lipca i sierpnia zdają się więc potwierdzać tezę, że podczas dekoniunktury na giełdzie spółki mogą znacznie tracić na wartości bez względu na ich podstawy fundamentalne czy kondycję macierzystego rynku.

Bardzo interesującą metodą inwestycji wydaje się powierzenie swoich oszczędności funduszowi rynku nieruchomości. Taka alokacja kapitału pozytywnie wpływa na dywersyfikację naszego portfela inwestycyjnego, składającego się np. z akcji i obligacji. Podczas gdy na rynku giełdowym występuje duża niepewność, fundusz nieruchomości powinien przez najbliższe lata przynosić stabilny zysk roczny w granicach 10–14%. W związku z tym, tego typu fundusze warte są rozważenia w kontekście zmniejszenia ryzyka całego portfela i możliwości zmniejszenia strat, a może nawet przyniesienia łącznego zysku w okresie bessy na warszawskim parkiecie.

Fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości działają w Polsce stosunkowo od niedawna (pierwszym był Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, który powstał we wrześniu 2004 roku). Najczęściej mają one charakter zamknięty. Oznacza to, że emitują certyfikaty inwestycyjne, które można nabyć podczas subskrypcji dla inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych. Po upływie określonego terminu (zazwyczaj jest to od 8 do 10 lat) certyfikaty są umarzane, a ich właścicielom wypłaca się ich aktualną wartość. Większość certyfikatów jest oczywiście papierem wartościowym i, podobnie jak akcje, są notowane na GPW. Dzięki temu możliwe jest zarówno wcześniejsze realizowanie zysków, jak i zakupienie certyfikatów już po okresie subskrypcji. Często jednak występują znaczne problemy z ich płynnością.

Fundusze rynku nieruchomości różnią się między sobą profilem inwestycyjnym Te mniej ryzykowne inwestują głównie w powierzchnie biurowe, handlowe i magazynowe. Te natomiast, które cechuje wyższy poziom ryzyka (ale i przy okazji wyższy potencjalny zysk) lokują swoje aktywa na rynku mieszkaniowym lub hotelarskim, albo też inwestują w dobrze usytuowane i perspektywiczne działki budowlane. W obu przypadkach zyski wypracowywane są zarówno dzięki wzrostowi wartości samej nieruchomości, jak i z różnego rodzaju rent i dzierżaw.

Podsumowując, ulokowanie kapitału na rynku nieruchomości może okazać się świetnym uzupełnieniem naszego portfela inwestycyjnego. Rynek ten pozwala, przy spełnieniu odpowiednich warunków, na stosunkowo bezpieczną alokację naszych funduszy, przy relatywnie wysokiej stopie zwrotu. Nie należy jednak zapominać, że i w tym segmencie gospodarki zdarza się odwrócenie trendu, a więc każda decyzja inwestycyjna powinna być oparta na dogłębnej i rzetelnej analizie. D

Piotr Grzeliński
Piotr.Grzelinski@skninwestor.com
Konsultancje: Marek Mirek
prezes zarządu MGM Development

skn INWESTOR
Uniwersytet Łódzki Wydział Ekonomiczno - Socjologiczny

SUN TZU SAID:
FIRST, MEASURE LENGTH.
SECOND, MEASURE VOLUME.
THIRD, COUNT.
FOURTH, WEIGH.
THE FIFTH IS
VICTORY.

www.skninwestor.com

www.skninwestor.com
PORTRET TWÓRCY

osobowość

PAUL A. STRASSMANN

Twórca programu modernizacji infrastruktury teleinformatycznej rządu amerykańskiego, reorganizator struktur informatycznych w NASA, zarządca wielomiliardowych budżetów związanych z informatyzacją dużych korporacji międzynarodowych... Nie bez powodu Paul A. Strassmann uznawany jest powszechnie za światowy autorytet w dziedzinie zarządzania kapitałem informacyjnym oraz oceny rentowności zastosowań informatyki. Na jego potencjał i doradztwo postawiły wiodące firmy ogólnoświatowe, m.in. IBM, General Electric, General Motors oraz SAIC.

SKAZANY NA SUKCES

Kariera Paula Strassmanna to pasmo następujących po sobie osiągnięć na szeroką skalę. Kiedy w 1969 roku rozpoczynał swą działalność w firmie Xerox, produkującej urządzenia kopiujące i drukujące, przedsiębiorstwo przeżywało pewne problemy. Strassmann przejął odpowiedzialność nad systemami informatycznymi i administracyjnymi. Jak się potem okazało, wprowadzone przez niego innowacje przyczyniły się do wzmocnienia firmy na płaszczyźnie strategicznej.

Duże zaangażowanie Strassmanna, zwieńczone kolejnym sukcesem, widoczne było podczas pracy w Departamencie Obrony USA, gdzie był odpowiedzialny za organizację i zarządzanie informacją. Ogromny wkład włożony w ulepszanie infrastruktury instytucji oraz znaczna redukcja kosztów zostały nagrodzone. Genialny strateg otrzymał najwyższe z cywilnych odznaczeń — The Defense Medal for Distinguished Public Service, czyli Medal Departamentu Obrony USA za Wybitne Zasługi.

Strassmann działał również w NASA. Po objęciu stanowiska szefa IT (Information Technology) otrzymał konkretną listę zadań do wykonania. Prawdziwym wyzwaniem było zmniejszenie kosztów przy jednoczesnym zachowaniu bezpieczeństwa lotów kosmicznych. On to jednak osiągnął. Zredukował wydatki na informatykę z 30% do 15% rocznego budżetu. Za poprawę struktury wydziału, jego bezpieczeństwa i jakości usług otrzymał odznaczenie za szczególne zasługi — The NASA Exceptional Service Medal.

Obecnie Paul A. Strassmann jest prezesem dobrze prosperującej firmy Strassmann, Inc., oferującej usługi konsultingowe.

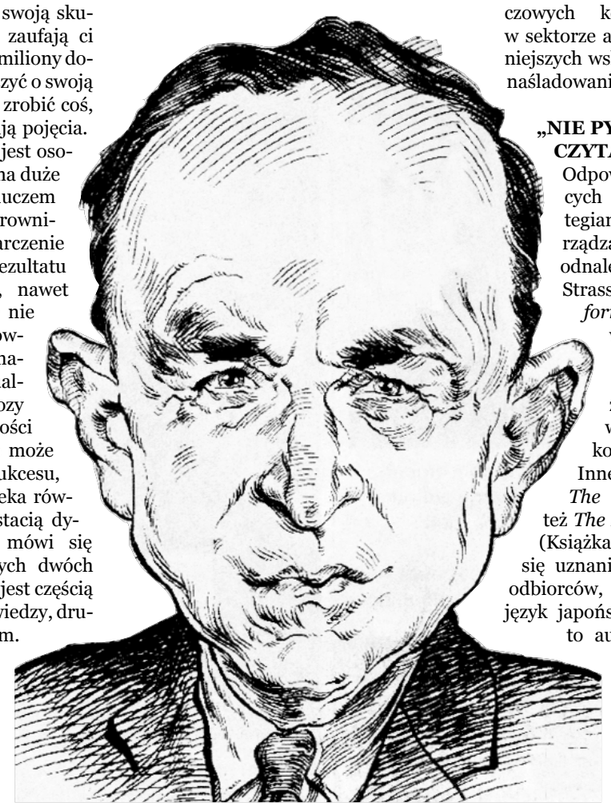
W CZYM TKWI FENOMEN?

Przez wiele lat swojej działalności Strassmann zdołał zgromadzić i uporządkować kluczowe dane finansowe dotyczące opłacalności inwestycji informatycznych w kilku tysiącach przedsiębiorstw na świecie, w tym w ponad pięćdziesięciu z Polski. Stworzył w ten sposób „Globalną Bazę Danych" (The Worldwide Database), dzięki której z łatwością może porównywać efektywność wykorzystania informatyki w jednej firmie bądź regionie z inną w dowolnym kraju lub sektorze. Ponadto, w swoich działaniach Strassmann powołuje się na własną metodę badawczą i odkrytą przez siebie prawidłowość nazwaną pierwszym paradoksem komputeryzacji. Paradoks ten brzmi: „Nie ma ewidentnych związków między wielkością wydatków na wdrożenie technologii informatycznych w przedsiębiorstwie, a wzrostem wydajności firmy". Nie oznacza to oczywiście, że inwestowanie w informatykę jest zupełnie nieopłacalne. Ważne jest korzystanie z niej w sposób strategiczny. Należy pamiętać, że informatyka jest jedynie środkiem do budowania sukcesu, kluczem natomiast pozostaje kapitał wiedzy. Jak mawia Strassmann — „Computers don't make money, only smart people do."

> „Informacja to broń. Wiedza to sposób jej użycia"

CENNE WSKAZÓWKI DLA SZEFÓW IT

Słynny biznesmen chętnie dzieli się swoją wiedzą w wielu wywiadów, uczestnicząc w wykładach, seminariach i prezentacjach czy też tworząc własne publikacje. Niezależnie jednak, którą drogę wybiera, stara się znaleźć odpowiednie okoliczności, by wtrącić choć kilka zdań na temat działalności szefów IT (ang. CIO — Chief Information Officer). Wyraźnie widać, że tej grupie pracowników Strassmann poświęca szczególną uwagę, zaś dobrze wykwalifikowanego CIO traktuje jako jeden z ważniejszych elementów, jeśli nie fundament w budowaniu sukcesu przedsiębiorstwa. Na pytanie, co robi w pierwszej kolejności zostając szefem IT w firmie, inwestor odpowiada krótko: „Sprawdzam, gdzie są pieniądze". CIO powinien bowiem wiedzieć, jak lokowana jest każda złotówka, by móc sprawnie i efektywnie odbudować najsłabiej funkcjonujące gałęzie przedsiębiorstwa. Strassmann wielokrotnie powtarza, że pierwszym i najtrudniejszym egzaminem, jaki czeka nowego szefa pionu informatycznego, jest redukcja kosztów. Oczywiście, najbardziej żmudne i uciążliwe są pierwsze miesiące działalności, kiedy należy sprawdzić się w drobnych zadaniach i zbudować należyty kredyt zaufania. Później jest już coraz łatwiej, bo jak zapewnia światowy specjalista: „Jeśli udowodniłeś swoją skuteczność w małych sprawach, zaufają ci i w przypadku inwestycji wartej miliony dolarów." Ponadto, CIO musi walczyć o swoją pozycję i udowodnić, że potrafi zrobić coś, o czym inni pracownicy nie mają pojęcia. Powinien przekonać zarząd, że jest osobą, której pomysły przełożą się na duże zyski. Według Strassmanna, kluczem do zdobycia przychylności kierownictwa przez szefa IT jest dostarczenie rzeczowego, namacalnego rezultatu swoich poczynań. Co więcej, nawet w rozmowie z prezesem, CIO nie może być uległy, musi stanowczo wyrażać swoje zdanie, a nawet być gotowy do ewentualnego odejścia. Bez dużej dozy pewności siebie i umiejętności postawienia sprawy jasno, nie może być mowy o osiągnięciu sukcesu, tym bardziej, że na szefa IT czeka również „naturalny wróg" pod postacią dyrektora finansowego. Często mówi się o nieuniknionym konflikcie tych dwóch stanowisk, jako, że jedno z nich jest częścią gospodarki opartej na kapitale wiedzy, drugie zaś na kapitale finansowym. Strassmann niejednokrotnie znalazł się w podobnej sytuacji. „Pracowałem kiedyś dla dyrektora finansowego, który mnie uwielbiał (...). Ale był i taki, z którym nieustannie darliśmy koty" – zaznacza. W sytuacjach krytycznych najlepiej jest zaprzestać współpracy i wyraźnie podzielić obowiązki. Takich rad światowy autorytet udziela przyszłym i obecnym Chief Information Officers. Na pewno warto z nich skorzystać.



WZORZEC DLA POLSKI

W październiku 2003 roku Paul A. Strassmann był gościem honorowym podczas seminarium strategicznego organizowanego przez polską firmę konsultingową Infovide S.A. w Warszawie. Spotkaniu nadano motto: Information Superiority — Jak przetrwać w gospodarce wiedzy? i poruszono na nim temat e-government (podejście do zarządzania administracją publiczną związane z wykorzystaniem nowoczesnych technologii, a także z transformacją między społeczeństwem industrialnym, a społeczeństwem informacyjnym) oraz rozważano czy i jak inwestować w informatykę. Obecność Strassmanna pozwoliła nam zapoznać się bliżej z problematyką e-government'u niewzbudzającą dotąd szerszego zainteresowania polskich środowisk. Było to dla nas o tyle cenne, że Polska stała wówczas w przede dniu wprowadzenia w życie kluczowych kontraktów informatycznych w sektorze administracji publicznej. Trafniejszych wskazówek i lepszego wzorca do naśladowania nie mogliśmy otrzymać.

> „Computers don't make money, only smart people do"

„NIE PYTAJCIE MNIE, PRZECZYTAJCIE MOJE KSIĄŻKI"

Odpowiedzi na wiele nurtujących pytań związanych ze strategiami informatyzacji oraz z zarządzaniem informacją można odnaleźć w książkach autorstwa Strassmanna. Ostatnia z nich, *Information Productivity*, rozwija wątki dotyczące wydatków na inwestycje informatyczne oraz wskazuje, jak wdrożyć zarządzanie informacją w ogólne zarządzanie ukierunkowane na kontrolę kosztów. Inne słynne publikacje to m.in. *The Squandered Komputer* czy też *The Business Value of Computers* (Książka Roku 1999, która, ciesząc się uznaniem w coraz szerszym kręgu odbiorców, została przetłumaczona na język japoński). Strassmann jest ponadto autorem około 250 artykułów o podobnej problematyce. Jego cenne komentarze na temat inwestowania w IT pojawiają się na łamach magazynu Computerworld od 1994 roku.

Trudno jednym słowem czy nawet jednym zdaniem podsumować, kim jest Paul Strassmann. Najogólniej rzecz biorąc, jest to specjalista w dziedzinie szeroko pojętej informatyzacji. Czy takie określenie nie wydaje się jednak zbyt ubogie jak na człowieka, który jest źródłem sukcesu wielu międzynarodowych korporacji i o osiągnięciach którego mówi się niemal na całym świecie? Kim zatem jest? Nazwijmy go ojcem. Ojcem nowej, innowatorskiej myśli informatycznej. Nie ulega wątpliwości, że w pełni zasłużył na taki tytuł. D

Ewelina Goss
Ewelina_Goss@wp.pl

PROCAD S.A.

Sektor IT, lider sprzedaży komputerowego wspomagania projektowania

Procad S.A. jest małą spółką o kapitalizacji 38 mln zł. Działa na szeroko rozumianym rynku IT, oferuje systemy komputerowego wspomagania projektowania oraz specjalistyczny hardware na bazie, którego systemy te mogą działać. Ponadto, świadczy szeroki wachlarz usług, poczynając od szkoleń i wdrażania dedykowanych rozwiązań w oparciu o systemy CAD, a kończąc na serwisie sprzętowym. Niedawno została zakwalifikowana do indeksu TECHWIG.

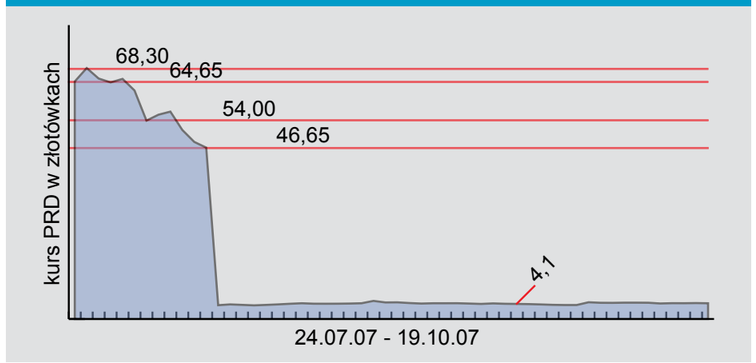
PERSPEKTYWY ROZWOJU

15.01.2007 spółka zadebiutowała na giełdzie. Pozyskane 15 mln zł przeznaczy na dalszy rozwój sieci produktowej, sieci swoich oddziałów oraz przejęcia. PROCAD rozwija się niesamowicie dynamicznie. A wszystko dzięki bardzo dobrym perspektywom aplikacji CAD amerykańskiego producenta Autodesk, z których sprzedaży spółka czerpie największe profity (51% wszystkich przychodów ze sprzedaży). Duża uniwersalność oprogramowania Autodesk stwarza spółce możliwości przystosowania produktów do norm i przyzwyczajeń polskich projektantów. Dzięki rozwojowi własnych produktów spółka może osiągać znacznie wyższe marże. Ze sprzedaży samych towarów jest to nie więcej niż 4% na poziomie operacyjnym. Dodatkowo dzięki pieniądzom pozyskanym z emisji akcji, spółka zakłada przejęcie 2-3 podmiotów z terenów Polski, gdzie jeszcze nie trafia ze swoją ofertą, co znacznie zwiększy zasięg oraz możliwości działania. Obecnie działa w 6 większych miastach w Polsce. Jak do tej pory udało się przejąć tylko jeden podmiot — Projekt Biz spółkę z o.o. z Wrocławia. Dzięki temu przejęciu Procad będzie mógł trafiać ze swoimi produktami na obszar Dolnego Śląska. Trwają rozmowy z kolejnymi potencjalnymi kontrahentami. W grę wchodzą tylko rentowne podmioty o rocznych przychodach wynoszących minimum 2 mln zł. Dodatkowym warunkiem stawianym przez zarząd jest komplementarność prowadzonej działalności w stosunku do Pracad S.A. Spółka bardzo dba o zatrudnianie wysoko wykwalifikowanego personelu, co daje jej solidną przewagę konkurencyjną.

W tym roku dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży powinna wynieść przynajmniej 60%. Tak znakomity wynik spółka osiąga przede wszystkim dzięki atrakcyjności oferowanych produktów (coraz więcej firm wykorzystuje systemy informatyczne jako narzędzia w pracy nad różnymi projektami), intensywnym działaniom promocyjnym oraz przede wszystkim profesjonalnej obsłudze posprzedażowej oferowanego oprogramowania (tzw. support). Użytkowanie systemów wspomagających wymaga specjalistycznej wiedzy inżyniersko-informatycznej i dlatego merytoryczne wsparcie już po dostarczeniu oprogramowania jest bardzo ważne i buduje trwałe relacje. Kolejnym czynnikiem, który zwiększa wiarygodność, a tym samym siłę spółki jako dostawcy, jest fakt bycia notowanym na giełdzie.

Dynamika wzrostu dla rynku IT wynosi obecnie 14%. Rynek CAD w Polsce (na którym działa Procad S.A.), rozwija się jeszcze bardziej dynamicznie. Wartość tego segmentu rynku IT, szacowana w 2006 roku na około 60 mln zł, wynosi obecnie ponad 100 mln zł. Oznacza to wzrost o około 67%. Procad S.A. od lat ma na nim bardzo silną pozycję o czym świadczą liczne nagrody od firmy Autodesk za najwyższą sprzedaż oprogramowania tego producenta w Polsce. Szacunki na rok 2008 są nie mniej optymistyczne. Zarząd szacuje wzrost rynku nawet o 40%. Za tak szybki wzrost rynku CAD w naszym kraju odpowiedzialne jest zacofanie technologiczne odbiorców tego typu oprogramowania O rosnącym popycie na produkty firmy Autodesk świadczą także wyniki niemieckiej firmy Mensch und Maschine (notowanej na giełdzie we Frankfurcie, zajmującej się dystrybucją tych samych produktów w Niemczech oraz zagranicą), której wyniki

Notowania spółki Procad S.A. w okresie 24.07.07 - 19.10.07
Źródło: Opracowanie własne



w pierwszym półroczu 2007 były najlepsze w historii (dynamika wzrostu r/r wyniosła 34%).

WYNIKI FINANSOWE

Po 3 kwartałach tego roku wiadomo, że spółce z pewnością nie uda się zrealizować prognozy na rok 2007. Przychody ze sprzedaży po 3 kwartałach wynoszą nieco ponad 23 mln zł. Przy założeniu stałej sezonowości (od wielu lat 1/3 wszystkich przychodów w danym roku spółka osiąga w 4 kwartale) powinny one na koniec roku wynieść około 36 mln zł (prognoza na ten rok zakładała 42 mln zł). Jest to i tak 60% więcej niż w roku ubiegłym. Biorąc pod uwagę dynamikę rynku CAD w Polsce oraz potencjalne możliwości spółki (Procad nadal posiada 13 mln zł gotówki ze styczniowej emisji) wyniki te mają szansę być dalej poprawiane. Obecnie marża netto wynosi 4,5%. W najbliższych latach powinniśmy jednak obserwować systematyczny jej wzrost, ze względu na coraz większy udział w strukturze przychodów, wysoko marżowych własnych produktów. Obecnie przychody z własnych produktów oraz szkoleń stanowią 12,5% wszystkich przychodów. Zysk netto na koniec tego roku powinien ukształtować się w granicach 1,5–2,0 mln zł (w poprzednim roku było to 1 mln zł).

KRÓTKA WYCENA DCF

Ponieważ, że ten artykuł nie ma charakteru rekomendacji, nie podam jednej konkretnej wyceny. Pokuszę się natomiast o wskazanie wrażliwości wyników finansowych na wycenę spółki oraz na ogólne wskazanie czy może być ona niedowartościowana, przewartościowana czy dobrze wyceniona przez rynek.

Jak wiadomo najlepsza inwestycja to taka o której jeszcze nikt nie wie. Czy Procad S.A. jest taką spółką?

Model DCF — czyli, spółka jest warta tyle, ile będzie w stanie wygenerować przepływów dla właścicieli. Jak wiadomo model ten opiera się na wielu założeniach. Załóżmy więc, że: dynamika wzrostu przychodów na przyszły rok wyniesie 40% (jest to szacowane tempo rozwoju rynku CAD w Polsce). Na lata 2009–2010 załóżmy konserwatywnie spadek dynamiki przychodów do poziomów porównywalnych ze wzrostem całego segmentu IT, czyli 10–15%. W kolejnych latach przyjmijmy bezpiecznie wzrost przychodów na poziomie długoterminowej inflacji, czyli 3%. Jest to podejście silnie konserwatywne, zważywszy na fakt średniego tempa wzrostu przychodów niemieckiej firmy — Mensch und Maschine w latach 1997–2006, wynoszącego 14%. Marże EBIT dla towarów Autodesk oraz własnych produktów zostały ustalone na średnich potencjalnych poziomach osiąganych przez Mensch und Machine przez ostatnie 11 lat.

Dla towarów jest to 4%, natomiast dla własnych produktów 20%. Średni udział w strukturze przychodów dla własnych produktów i szkoleń wynosi obecnie 12,5%. Ze względu na intensywny rozwój własnych produktów, załóżmy, także, że udział ten będzie rósł o 2 pp rocznie. Dla współczynnika beta równego 1,2 średni ważony koszt kapitału wynosi 11,65%. Nominalna stopa wzrostu rezydualnego niech wyniesie 3%. Przy tych konserwatywnych założeniach, nie uwzględniających poważniejszych akwizycji innych spółek, wycena DCF kształtuje się w granicach 5,2–5,5 zł.

W chwili pisania tego artykułu cena jednej akcji wynosi 4,1 z. Tak więc powyższa wycena oferuje ponad 30% dyskonta w stosunku do obecnej ceny rynkowej. Co więcej, należy dodać, że powyższe założenia są założeniami względnie konserwatywnymi, co oznacza, że spółka może być warta znacznie więcej!

PODSUMOWANIE

Jak wiadomo najlepsza inwestycja to taka o której jeszcze nikt nie wie. Czy Procad S.A. jest taką spółką? Firma jest obecnie notowana z wyraźnie niższymi wskaźnikami C/Z, EV/EBIT czy EV/EBITDA niż inne mniejsze spółki z sektora IT. Przy realizacji powyższych prognoz finansowych wskaźnik C/Z na przyszły rok wyniósłby 13,4 a to naprawdę niewiele jak na nasze polskie warunki. Ponadto producent oprogramowania, którego dystrybucją zajmuje się Procad S.A., jest od lat notowany na amerykańskiej giełdzie ze wskaźnikiem C/Z powyżej 30.

Należy pamiętać, jednak, że na giełdzie firma jest warta tyle, ile inwestorzy skłonni są za nią zapłacić. Czy zauważą potencjał Procad-u? Chciałbym zwrócić także uwagę na jeszcze jeden czynnik. Podczas silnych korekt na giełdzie, na największe spadki narażone są zwłaszcza małe spółki (ze względu na małą płynność), a do tych z pewnością należy Procad. Przekonało się o tym zapewne wielu akcjonariuszy tej spółki podczas sierpniowej korekty w 2007. D

Powyższy artykuł nie ma charakteru rekomendacji giełdowej!

Bartosz Dębowski
Bartek.Debowski@skninwestor.com

Zostań finansowym strategiem firmy wartej 70 miliardów dolarów

Zapraszamy na:

Europejskie Seminarium Finansowe
Genewa 4 – 9 maja, 2008

Weź udział w Europejskim Seminarium Finansowym, które pozwoli Ci zmierzyć się z wyzwaniami biznesu. Zdobędziesz wiedzę oraz doświadczenie tworząc strategie finansowe we współpracy z najlepszymi ekspertami P&G. Wraz z innymi studentami z całej Europy będziesz miał okazję uczestniczyć w spotkaniach.

Praktyczna wiedza, świetna zabawa - przeżyj niezapomniane chwile ze studentami z całej Europy.

Jesteś studentem/-tką 3, 4 lub 5 roku?

ZAAPLIKUJ!

www.kariera.procter.pl

ROZWIŃ SWÓJ TALENT, POZNAJ P&G

SHAPE A NEW EUROPE

EUROACADEMY 2008

Share your vision on how to shape a new Europe:

- Meet top students from 20 countries across Europe
- Discuss your views with leading "architects of Europe" from business, academia and politics
- Enjoy an exciting setting in the Tyrolean Alps and take part in a "fire and ice" event
- Join the EuroAcademy 2008 from February 21–24 in Kitzbühel, Austria

For 3rd, 4th and 5th year students with outstanding achievements from any academic discipline.
Apply by November 30, 2007 at www.passion-wanted.mckinsey.com

McKinsey&Company