

**Zapis czatu dla inwestorów z udziałem Ludwika Sobolewskiego, Prezesa Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, który odbył się 10 września 2012 r. w związku z jego uczestnictwem w cyklu rozmów „Widziane z góry” prowadzonym przez Bankier.tv.**

**<Ludwik Sobolewski>**: Dzień dobry Państwu.

**<Moderator>**: **Chciałbym spytać o Pana reakcję po czwartkowej konferencji Mario Draghiego. Czy Pana zdaniem to wystąpienie wystarczy by uspokoić nastroje oraz by powróciły nam optymistyczne nastroje po ostatnich miesiącach niepewności na rynkach i w szczególności na polskim parkiecie?**

**<Ludwik Sobolewski>**: Skutek tych zapowiedzi był od razu widoczny, a odbiór oczywiście pozytywny. Po pierwsze dlatego, że Europejski Bank Centralny wykazuje aktywność, po drugie dlatego, że EBC zdecydował się na taką kurację, którą można określić jako kurację końską, ale zdaje się, że ma ona wielkie szanse być kuracją skuteczną przynajmniej w krótszym bądź średnim horyzoncie czasowym. Te czynniki wpłynęły na dobrą reakcję rynków, która prawdopodobnie została spowodowana przekonaniem, że ktoś postanowił wkroczyć z silnym i zdecydowanym sposobem działania. O taki sposób apelowali przedstawiciele administracji amerykańskiej już dawno, chyba ponad rok temu. Nawoływali niemalże, by Europa poszła tą drogą, na której znalazła się Ameryka. Sądząc po efektach wzrostu gospodarczego w Stanach, zwłaszcza ostatnie pół roku jest dobre dla Ameryki. Twierdzą tak nawet Amerykanie, z którymi mam przyjemność rozmawiać: inwestorzy i przedsiębiorcy, którzy działają również w Polsce. Wiążą to z wcześniejszymi działaniami, stąd nadzieja, że w Europie się to sprawdzi.

**<Moderator>**: **Skala obrotów trochę nas przeraża. Czy kapitał zagraniczny jeszcze się waha, czy być na Zachodzie, czy jednak już wejść w polski rynek? Czy inwestorzy indywidualni również ciągle obawiają się, że to jeszcze nie jest ten czas by wchodzić na giełdę?**

**<Ludwik Sobolewski>**: W tej kwestii chciałbym podzielić się kilkoma powiązаныmi ze sobą uwagami. Mianowicie obroty na rynku akcji w sierpniu były rzeczywiście bardzo przygnębiające. Gdyby popatrzeć jak się zmieniły w ujęciu procentowym w stosunku rok do roku o -46%, to ten wynik rzeczywiście działa na wyobraźnię w sposób bardzo pesymistyczny. Trzeba jednak zauważyć, że sierpień 2011 roku był czasem specjalnej aktywności inwestorów i wtedy obroty były bardzo wysokie. Tak więc w pewnym stopniu jest to efekt bazy, ale częściowo trzeba być również zdroworozsądkowym i powiedzieć, że obroty są faktycznie słabe od początku roku w stosunku do poprzedniego okresu. Już były i jeszcze narastają oznaki, że zagranica zaczyna myśleć o tym, żeby wejść na polski rynek. Dlatego raczej bym powiedział, że nie następuje odpływ, czy powstrzymanie się od inwestowania, ale przynajmniej werbalny wzrost zainteresowania. Jeżeli chodzi o inwestorów indywidualnych, spadki oraz wysoka zmienność rynku z pewnością działają w sposób łatwy do przewidzenia. Nawet na inwestorów profesjonalnych działają one w taki sposób, że zachowują daleko idącą ostrożność przed wejściem w rynek akcji. Czy to rynek ofert pierwotnych, czy to na rynek wtórny. W Polsce jest dużo kapitału, a ostatnie rozmowy, które przeprowadziłem na Forum Ekonomicznym w Krynicy upewniają mnie, że tego kapitału jest dużo, również zagranicznego. Kapitał zagraniczny dokonuje dość dużych transakcji na polskim rynku, tylko to są transakcje głównie pozagiełdowe – dotyczące aktywów, które nie są notowane na giełdzie. Dzieje się tak tylko z jednego powodu: kapitał boi się zmienności kursów, zmienności wycen w przypadku gdyby miał

przeprowadzać transakcje na giełdzie, i giełdach w ogóle – to jest zjawisko, które występuje nie tylko na GPW.

Dlatego niewątpliwie z dużym zadowoleniem i dużą ulgą inwestorzy patrzą na te posunięcia Europejskiego Banku Centralnego, chociaż niewątpliwie mogą one wywoływać także dużą troskę u profesjonalnych ekonomistów, zwłaszcza makroekonomistów. Powstaje bowiem pytanie, skąd właściwie mają być brane pieniądze na finansowanie akcji zakupowej obligacji krajów zagrożonych nadmiernym deficytem. Tutaj właśnie jest pytanie, czy produkcja pieniądza doprowadza do trwałej sanacji gospodarczej, czy do odłożenia pewnych bolesnych konsekwencji na później? Niewątpliwie jest to jakaś strategia kupowania czasu, bo mogą w tym czasie tego względnego spokoju wystąpić jakieś procesy ekonomiczne, wydarzenia gospodarcze, które nam jeszcze bardziej poprawią nastroje w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Europie.

**<Moderator>: Czy w tych czasach niepokoju widać, że inwestorzy przesuwają jakoś swoje aktywa np. z giełdy na Catalyst, bo bezpieczniejszy, czy może też na NewConnect – ryzykowniejszy, kojarzony z kupowaniem nowego biznesu/idei?**

**<Ludwik Sobolewski>:** Rzeczywiście. Na pewno inwestorzy indywidualni stali się bardziej ostrożni na rynku małych spółek, co widać po niskich obrotach na NewConnect, aczkolwiek i tam zdarzają się bardzo duże skoki obrotów. W sierpniu mieliśmy taką sesję, gdzie zdarzyły się obroty dzienne o wartości 18 milionów złotych, są jednostronnie liczone – to jest bardzo dużo jak na rynek alternatywny. Jednak widać, że inwestorzy indywidualni są w wyraźnym stresie z tego powodu, że wiele spółek zostało bardzo istotnie przecenionych. Z drugiej strony wchodzi nowe ciekawe spółki, które często znajdują się w portfelach inwestorów instytucjonalnych typu fundusze np. z branży usług medycznych, czy z branży technologicznej. To się dzieje aktualnie, właśnie w tych tygodniach, kiedy mamy duże pogłębienie spadków w obrotach. Ciekawym przykładem niech będzie NewConnect: na podstawie ostatniego badania inwestorów za pierwsze półrocze 2012 widzimy, wzrost aktywności inwestorów z zagranicy.

Jeśli chodzi o Catalyst – tam rośnie liczba emisji i rośnie liczba emitentów oraz nie widać, żeby emitenci byli zrażeni niekorzystną sytuacją w gospodarce europejskiej, czy spowolnionym wzrostem gospodarczym w Polsce. Można powiedzieć, że wręcz przeciwnie. Ze względu na to, iż możliwości kredytowania raczej spadną niż będą się powiększać, a bankom kończą się już limity kredytowania w przypadku niektórych największych polskich przedsiębiorstw. Dlatego mamy taką dobrą sytuację na Catalyst, że tam się pojawiły w ostatnich miesiącach bardzo duże emisje bardzo dużych podmiotów takich jak PGNiG czy Orlen, a wcześniej Polkomtel i szereg obligacji bankowych. Tak więc obok małych emisji, rok 2012 jest bez wątpienia pod znakiem kilku znaczących przypadków dużych emisji. Ponieważ nasza uwaga jest skupiona na inwestorach indywidualnych, co również widać w Pana pytaniu, nie widzę niestety jakiejś dużej aktywności inwestorów indywidualnych na rynku Catalyst, co jest niezbędne dla jego jeszcze lepszego rozwoju. Mówiąc lepszy rozwój myślę o rozwoju nie w sensie ilościowym - tutaj nie narzekamy na podaż i tempo w jakim rynek się zwiększa - ale z pewnością wymaga to upowszechnienia, że Giełda dostarcza takiej alternatywnej formy lokowania oszczędności. Myślę, że to zaskoczy i mam nadzieję, że stanie się to prędzej niż później. Ludzie dziś szukają lokat stosunkowo bezpiecznych, ale dających zarazem przyzwoitą stopę zwrotu, co jest osiągalne na rynku Catalyst, gdzie jest sporo takich ofert. Trzeba jednak sobie zdać sprawę, że takie oprocentowanie jest

sygnałem ryzyka inwestycyjnego, jakie mamy, kiedy takie obligacje kupujemy. Jest jednak w czym wybierać i na co dzielić swój portfel.

**<Moderator>: Czy indeksy takie jak WIG-DEWELOPERZY i WIG-BUDOWNICTWO to już tylko źródło sygnałów ostrzegawczych?**

**<Ludwik Sobolewski>:** Dlaczego tylko sygnałów ostrzegawczych? To jest źródło sygnałów wszelkich, jakie indeks jest w stanie odzwierciedlić. W pytaniu bardziej jest chyba zawarta niewiara w przyszłość tych dwóch branż. Nie będę tego komentował, bo doskonale wiemy jaka jest sytuacja w branżach deweloperskiej i budowanej. Wiele na ten temat ostatnio czytamy i trudno byłoby mi na ten temat coś dodać. Jedna mała uwaga tylko – ta branża jest bardzo zróżnicowana, w niej są podmioty, które wpadły w pewnego rodzaju pułapkę tam, gdzie były zamówienia publiczne. Są też spółki takie, które działają na rynku prywatnym. W tej branży panuje raczej dekoniunktura, co widzimy po cenach mieszkań, czynszach powierzchni biurowych, cenach powierzchni przemysłowych i niewątpliwie sytuacja nie jest łatwa. Wracając do pytania – tę niełatwą sytuację pokazują nasze sektorowe indeksy, po to właśnie one są.

**<Moderator>: Czy nie boi się Pan, że dodruk w strefie Euro i ewentualne QEIII zaleją europejskie – w tym polską – giełdy stosem spekulacyjnego kapitału, który rozreguluje notowania?**

**<Ludwik Sobolewski>:** Nie, nie sądzę. Jest tak duży deficyt zaufania i tak duża ostrożność inwestorów, że nie spodziewam się, żebyśmy przeżywali coś w rodzaju nadmiaru gotówki do zainwestowania.

**<Moderator>: Coraz częściej mówi się, że możliwe są kolejne regulacje, które dotkną OFE. Z jednej strony część tych pieniędzy już nie trafia na Giełdę. Czy nie ma obawy, że jeśliby jeszcze więcej zabrano z Giełdy to będzie skutkowało to solidnym spadkiem obrotów. Zabranie kolejnego kapitału odbieram jednak jako cios w rynek kapitałowy.**

**<Ludwik Sobolewski>:** To co teraz będzie z OFE jest znakiem zapytania, ale nie zgodziłbym się z poglądem, że odebrano pieniądze Giełdzie, ponieważ zmiany wdrożone do tej pory oceniam jako neutralne, albo nawet korzystne dla Giełdy z uwagi na to, że następuje podwyższenie limitów do inwestowania w akcje, czy instrumenty rynku kapitałowego i to jest rzecz kluczowa. Mniej korzystne z mojego punktu widzenia jest to, że został aktywowany proces mający na celu podwyższenie limitu inwestowania w akcje zagraniczne, ale tutaj nie było wyjścia ze względu na orzeczenie Europejskiego Trybunału. Limity są i pozwalają alokować OFE aktywa, którymi zarządzają w dużej części – to już jest prawie połowa, limit wynosi 45%, a jego wykorzystanie jest na znacząco niższym poziomie: 32-33%, tak więc OFE, gdyby były do tego motywowane przez odpowiednie regulacje, które opierałyby ocenę efektywności zarządzania na benchmarku zewnętrznym a nie na benchmarku wewnętrznym - czyli zależnie od tego jak performują, tak wyznaczają sobie benchmark - to wtedy zapewne stopień alokacji w akcje byłby wyższy. Jeżeli można mówić o tym, że potencjał OFE jest nie w pełni wykorzystywany dla Giełdy, to właśnie raczej z tego powodu. Giełdzie jako spółce giełdowej się z tego powodu krzywda nie dzieje, bo udział OFE w obrotach był zawsze niewielki. Jednak ma to znaczenie w kontekście ofert, które przygotowuje Skarb Państwa i w ogóle w kontekście ofert publicznych – rzeczywiście widać osłabienie jeśli chodzi o OFE. Dla mnie osłabienie to jednak wynika nie z tego, że OFE otrzymały potężne ciosy regulacyjne, ale z tego, iż same OFE prowadzą taką politykę zarządzania

oraz z tego, że OFE nie dostają odpowiednich motywatorów w postaci bardziej wymagających regulacji, które by wymusiły zachowanie innego rodzaju – bardziej agresywne.

**<Moderator>: Jak z perspektywy czasu ocenia Pan sytuację na Catalyst, czy Polska przekonała się do korporacyjnych papierów dłużnych?**

**<Ludwik Sobolewski>:** Jeżeli chodzi o przekonanie ze strony emitentów to jesteśmy w trakcie – Polska jest ciągle w ogonie jeśli chodzi o wartość papierów korporacyjnych do PKB, choć wskaźnik podwoił się w ciągu ostatnich 3 lat od startu Catalyst – jest to 5-6% PKB aktualnie. Pokazuje to też jak wiele miejsca jest jeszcze dla rynku obligacji nieskarbowych w Polsce. Kiedy to się zmieni, będziemy mogli z pełnym przekonaniem mówić o polskich rynkach kapitałowych a nie o polskim rynku kapitałowym, bo zasilanie przedsiębiorców, czy inwestowanie w papiery dłużne różni się od rynku akcji istotnie. Liczymy na to, że będziemy w tym kierunku ewoluować, ale tak jak zostało powiedziane wcześniej, bardzo byśmy chcieli, żeby popyt ze strony inwestorów indywidualnych się umacniał i zwiększał. Tutaj w sukurs nam przychodzą niektórzy emitenci. Przypomnę tylko, że jak sądzę byliśmy tutaj jako GPW pionierami, kiedy postanowiliśmy transzę 75 milionów złotych obligacji w oparciu o prospekt emisyjny skierować tylko do inwestorów indywidualnych, żeby promować ten sposób pozyskiwania kapitału, który jest bardzo ważny jeśli chodzi o późniejsze obroty. W przypadku rozproszenia na rynku pierwotnym empirycznie widzimy, że przekłada się to później na sporo transakcji w obrocie wtórnym. W roku 2012 pojawiły się zapowiedzi dużych wspomnianych wcześniej emitentów, którzy przygotowują emisje kilkusetmilionowe, na przykład Orlen, skierowane do inwestorów indywidualnych. Sądzę, że kiedy już dojdzie do zamknięcia tych transakcji, wtedy będę mógł z większą dozą przekonania powiedzieć, że rynek obligacji na trwałe stał się elementem polskich rynków kapitałowych.

**<Moderator>: Zapowiadał Pan „czyszczenie” indeksu NewConnect. Jak mają się tam sprawy?**

**<Ludwik Sobolewski>:** Sprawy postępują, została wprowadzona mocna i rozległa reforma jeśli chodzi o regulacje na rynku w czerwcu, prowadzone są działania ustalające jeśli chodzi o kilkanaście firm notowanych na NewConnect, które mają na celu dociec, czy nie mamy do czynienia z udawaniem wobec inwestorów, że spółki te prowadzą swój biznes. Postępowanie zostanie doprowadzone do końca, co nie oznacza, że te nasze przypuszczenia muszą się potwierdzić. Jeżeli jednak się potwierdzą, będziemy działać zdecydowanie, łącznie z delistingiem takich spółek. Czyli im NewConnect jest większy, im więcej pieniędzy przez niego przepływa - a to już są setki milionów złotych - tym rygor będzie większy, ponieważ każdy poważny problem reputacyjny na tym rynku zagraża wielu podmiotom, dla których ten rynek jest czymś ważnym. Na pewno nie będziemy pobłażać i ta nasza polityka regulacyjna i nadzorcza będzie się bardziej zacieśniać niż rozluźniać, zarazem pilnując tego, by nie przesadzić. Nie jest to też tak, że wszystkie problemy gospodarcze można rozwiązywać za pomocą regulacji – czasami regulacje mogą być zupełnie nieefektywne jeśli chodzi o skutek, który chcielibyśmy osiągnąć, ale mogą być bardzo produktywne jeśli chodzi o złe skutki, których wcale nie chcielibyśmy osiągnąć. Dlatego środki powinny być tak ważne, by nie wyhamować tempa rozwoju tego rynku. Być może z czasem ten zbiór inwestorów będzie imitował strukturę właściwą dla Rynku Głównego.

**<Moderator>: Jakie są wyzwania dla GPW jako spółki na najbliższe miesiące?**

**<Ludwik Sobolewski>**: Najważniejszym wyzwaniem jest zmiana systemu transakcyjnego z WARSET na UTP, czyli wdrożenie nowej technologii na GPW, co da nowe szanse jeśli chodzi o uczestnictwo w światowym obiegu kapitału. Data ostatecznej premiery zostanie jeszcze wyznaczona, ale liczę, że odbędzie się ona jeszcze w tym roku.

**<Moderator>**: Dziękuję za odwiedzenie studia **Bankier.tv**

**<Ludwik Sobolewski>**: Dziękuję Państwu