

**Wolimy pomóc...**  
dokończenie ze str. 8

Niemniej te przemiany są nadal kryzysogenne i wymagają koordynacji zwłaszcza z Chinami, po to, aby mogły być skuteczne. Prezes BlackRock, który ostatnio dokonywał znaczących inwestycji na rynku amerykańskim, a który kontroluje aktywa o łącznej wartości 3 bln USD, zwrócił uwagę na fakt, że ze względu na panującą płynność nadal można oczekiwać pewnej inflacji cen aktywów. Jednakże jeśli chodzi o perspektywy gospodarcze, to są one bardzo ograniczone i mniejsze, niż można by było oczekiwać po tak znaczącej recesji. Przyczyną upatruje on w spadku konkurencyjności USA jako kraju i przeciwstawia to polityce chińskiej, która olbrzymi, blisko 700-mld, pakiet stymulacyjny przeznaczyła na inwestycje strukturalne, które będą polepszały perspektywy kreowania biznesu w przyszłości.

**Chińska potęga**

Wzrost gospodarczy w Chinach z powodu tych działań doprowadził do wzrostu PKB w I kw. o 7,1 proc. ale powszechnie się uważa, że nastąpi dalsze jego przyspieszenie do 8,3 proc. w całym 2009 r. oraz do 9,4 proc. w 2010 r. W efekcie w przyszłym roku, nawet jeśli wziąć pod uwagę ceny rynkowe, Chiny formalnie staną się drugą największą gospodarką po USA. Zgodnie z wyliczeniami Economist Intelligence Unit wzrost ten jest zasługą przyrostu popytu krajowego o 11,5 proc. w ujęciu realnym. Równie szybkiego przyrostu konsumpcji o 9,3 proc. i jeszcze szybszego wzrostu w inwestycjach, które były lokomotywą i wzrosły o 14,8 proc. W efekcie nastąpiła bardzo silna ekspansja podaży pieniądza M2 i udzielonych kredytów. Z drugiej strony nastąpiło znaczące przeorientowanie się na rynek krajowy i skokowe zmniejszenie deficytu bilansu płatniczego i handlowego.

Przy czym eksport spadł bardziej niż import. Mimo tego nadwyżki akumulowane w latach poprzednich doprowadziły do tego, że rezerwy chińskie wynoszą 2 bln 132 mld USD, stanowiąc ponad 40 proc. chińskiego PKB. Ich szybki wzrost był spowodowany faktem, że o ile konsumpcja w Chinach wynosiła zaledwie 35 proc. PKB w 2007 r., to aż 11 proc. PKB polegało na inwestycjach walutowych zagranicznych o niskiej rentowności. Poziom tych inwestycji zagranicznych był bliski 1/3 konsumpcji prywatnej. Taka agresywna polityka wspierająca produkcję krajową, działania interweniujące na rynku walutowym powiązane ze sterylizowaniem efektu monetarnego, wspierały ekspansję eksportową. W tym roku mimo tak znaczącego załamania popytu globalnego Chinę skutecznie przeciwstawiły się recesji poprzez stworzenie warunków do powiększenia bazy kredytowej. Od początku roku do sierpnia łącznie wzrost kredytów wyniósł łącznie aż 31 proc. krajowego PKB, a więc ponad 8 bln juanów, czyli znacznie więcej, niż było w Japonii pod koniec lat 80., a nawet w USA podczas pęcznienia aktywów bankowych za czasów Greenspana. Dlatego mimo że kredyty zagrożone spadają systematycznie w Chinach od 5 lat z poziomu prawie 17 proc. do poziomu 1,8 proc. pod koniec czerwca, to zastosowana inżynieria finansowa na tle utrzymującej się nierównowagi na rynku światowym również wymaga opracowania strategii wyjścia.

Analizując powyższe procesy i działania antykryzysowe wspierające produkcję krajową, za przynębiające należy uznać niedocenianie skuteczności prowadzenia aktywnej polityki gospodarczej w naszym kraju. W sytuacji gdy cały świat stara się uzdrowić system bankowy, by był bardziej oparty na konserwatywnych zasadach, a z drugiej strony chce znaleźć strategię wyjścia z nadpłynności, która obecnie istnieje na rynku, a która może się przełożyć na przyspieszenie procesów inflacyjnych, my przewrotnie ogłaszamy za sukces naszych działań zatwierdzenie przez KE 25 września programu pomocy dla sektora finansowego. Podczas gdy jego głównym elementem są gwarancje Skarbu Państwa na nowo emitowany dług i wsparcie płynności. W sytuacji kiedy Polska nie może otrzymać zgody na pomoc dla polskich stoczni i utrzymanie miejsca pracy w kraju, za niepokojące należałoby uznać przyspieszone zatwierdzenie pomocy dla zagranicznych inwestorów dominujących w polskim systemie bankowym, a której koszty będą ponosić krajowi podatnicy. Należy w końcu zauważyć olbrzymie zagrożenia związane z utratą miejsc pracy i przenoszeniem ich za granicę, jak i też konsekwencje gospodarcze emigracji 2,2 mln Polaków do organizacji gospodarczych w krajach zachodniej Europy. Jest to olbrzymie zagrożenie dla finansów publicznych, pogłębiane przez przyspieszony proces starzenia się naszego społeczeństwa. Korzystając z najlepszych wzorów zagranicznych, powinniśmy się tym negatywnym procesom przeciwstawić, inicjując powstanie polityki prorodzinnej i energicznie wspierając powstawanie miejsc pracy w kraju.

*Powyższy tekst stanowi wyraz osobistych opinii i poglądów autora i nie odzwierciedla stanowiska instytucji, z którą jest związany zawodowo*

*Autor jest byłym prezesem UNFE i podsekretarzem stanu w Ministerstwie Finansów*

**PLAY bez wyników**

**Zainteresowanie rynku wynikami finansowymi P4 – wzmocnione ostatnimi wydarzeniami wokół operatora – doczekało się odpowiedzi w postaci artykułu „Play może dostać więcej pieniędzy od właścicieli” („Parkiet” 18.09.09.). Wniosek zawarty w tytule artykułu wydaje się nadzwyczaj optymistyczny, powinien raczej brzmieć: Play musi dostać więcej pieniędzy od właścicieli.**

Jarosław Supłacz – Informacje dotyczące danych finansowych PLAY za 2008, jakie uzyskał „Parkiet”, nie pochodzą z KRS, w dniu 25 września 2009 r. można się było zapoznać w sądzie rejestrowym z ostatnim sprawozdaniem finansowym za rok 2007. W tej branży, w szczególności dla nowego podmiotu, to już prehistoria.

Zadłużenie operatora na koniec I półrocza 2009 r. to 1,85 mld zł, przy kapitałach własnych na poziomie 614 mln zł i stracie netto w wysokości 326 mln. Zakładając generowanie strat o porównywalnej wartości w najbliższym okresie, kapitałów własnych wystarczyłoby na zaledwie niecały rok. Jest natomiast oczywiste, że przy tak wysokim zadłużeniu żaden niezależny podmiot udzielający finansowania nie zgodzi się bez zewnętrznych gwarancji i zabezpieczeń na dalszy znaczący ubytek kapitałów własnych. Na koniec czerwca 2009 r. zadłużenie przekraczało już 75 proc. sumy bilansowej, należy więc przypuszczać, że warunki kredytowania P4 zahaczają właśnie o bariery brzegowe i spółka w szybkim czasie będzie musiała zwiększyć kapitały własne.

**Znaczenie wyniku operacyjnego**

Mógłby ktoś tłumaczyć wysokie straty operacyjne P4 kosztami wejścia na rynek, inwestycjami w infrastrukturę, kreowaniem marki, budową sieci sprzedaży, etc. Wszystko pięknie można tłumaczyć, tylko co znaczy EBIT (wynik operacyjny)? Jest to wynik przed przychodami/kosztami finansowymi i przed opodatkowaniem. Ważne przy tym jest co stanowi koszt (danego okresu). EBIT ma określone znaczenie i płynie za nim jasny przekaz – wynik uży-

skany na bieżącej działalności operacyjnej. Wszelkie wydatki, które wykraczają poza koszty danego okresu, powinny się znaleźć w aktywach, pomijając inwestycje, pozostałe pozycje to przede wszystkim rozliczenia międzyokresowe i wartości niematerialne i prawne.



**W sytuacji, w jakiej znalazł się Play, prawdopodobne stają się zmiany właścicielskie**

Natomiast EBIT z natury rzeczy ma odnosić się do kosztów i przychodów prowadzonej działalności, firma chcąc prawidłowo rejestrować operacje, nie powinna ujmować w koszty bieżącego okresu wydatków, z których wartość (przychody) będzie realizowana w przyszłości.

**Wydatki to nie zawsze koszty**  
Stąd nie tłumaczyłbym wysokich strat operacyjnych jakiegokolwiek podmiotu inwestycjami w infrastrukturę, budowaniem marki i sieci sprzedaży. Tylko do pewnego stopnia wydatki związane z „wejściem na rynek” są przynależne do kosztów ponoszonych w początkowym stadium działalności. Znaczna część takich wydatków jest przypisana do pozycji w aktywach, jako inwestycje, wartości niematerialne i prawne (koncesje, licencje), rozliczenia międzyokresowe. Jest oczywiście ważne, jaką strategię rozliczania kosztów przyjęła spółka, niemniej w głównej mierze rozstrzyga o tym ustawa o rachunkowości, nakazująca tak księgować transakcje, by oddawały sens przeprowadzonych operacji (w tym wynik operacyjny).

Często się zdarza, że spółki wkładają w aktywa znacznie więcej, niż powinno się tam znaleźć, w szczególności spółki prezentujące bardzo słabe wyniki i wysoki poziom zadłużenia. Takim podmiotom bardziej zależy na podrasowaniu wyników i usatysfakcjonowaniu w ten sposób właścicieli i kredytodawców. Mając powyższe na uwadze, trzeba powiedzieć, że wynik operacyjny Play (ostatni podany za 2008 r.) to wynik operacyjny, ani mniej, ani więcej. Nie tłumaczyłbym (w tym momencie) wysokiej straty EBIT wydatkami związanymi z inwe-

stycjami w infrastrukturę, budowaniem sieci sprzedaży czy nakładami na markę; ani z drugiej strony nie doszukiwałbym się zawyżania wyniku (w tym przypadku zmniejszania strat) działaniami obliczonymi na sztuczne kreowanie wartości w aktywach. Należy przyjąć za dobrą monetę, że wynik operacyjny oddaje to, co powinien. Natomiast z pewnością warto będzie zaznaczyć się ze sprawozdaniami finansowymi Play i notami do poszczególnych pozycji, by być jeszcze bliżej rzeczywistości. Pomimo określonych wymagań odnośnie ujmowania zdarzeń w księgach rachunkowych, spółkom pozostaje pewne pole manewru, które w szczególnych przypadkach staje się obszarem wirtualnej kreacji.

Jeśli finansowanie, to... Czasem warto wrócić do aksjomatu i przypomnieć sobie, że pozyskiwanie środków wiąże się z przepływami także w drugą stronę. Podmioty, które były skłonne udzielić finansowania, po pierwsze liczą (lub przynajmniej dobrze udają, że liczą) na spłatę w przyszłości, po drugie monitorują sytuację dłużnika i przy pewnych warunkach (w tym umownych) zabiegają o natychmiastowe uregulowanie przez spółkę zobowiązań. Przy tym kontrahenci niefinansowi, często niezabezpieczeni, obok prób szybkiego zwrotu swoich należności mogą zaprzestać dalszego finansowania, rezygnując z dostaw z odroczonej płatnością. Finansowanie spółek/projektów jest więc drogą dwukierunkową, gdzie skłonność do pożyczania pieniędzy może przerodzić się w odwrotną potrzebę po stronie kredytodawcy.

**Cząstkowe wyniki**

Pomimo dobrych relacji redaktor „Parkietu” z doradcą Play, zostały w dzienniku przywołane cząstkowe dane za I półrocze 2009. W wyżej wymienionym numerze „Parkietu” możemy zapoznać się z kapitałami własnymi, zadłużeniem i stratą netto spółki, jednak brakuje informacji o wyniku operacyjnym i przychodach za I półrocze br. Jest to niezrozumiałe podejście, ponieważ jeśli podaje się stratę netto, to znaczy, że są znane zarówno przychody, jak i wynik operacyjny. Ważne pozycje, pierwsza mówiąca o udziale w rynku, druga o efektywności operacyjnej. Szkoda, że zabrakło interesujących danych.

**Droga dwukierunkowa**

Zwiększenie kapitałów własnych Play wydaje się być ko-

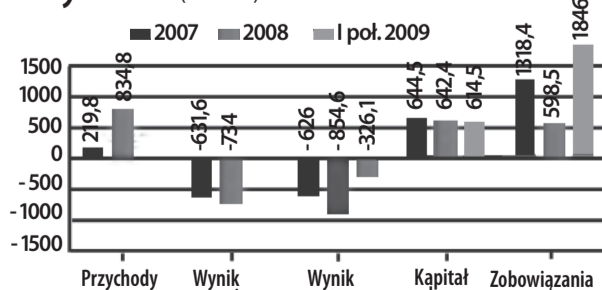
Przetrasowania  
W sytuacji, w jakiej znalazł się Play, prawdopodobne stają się zmiany właścicielskie, być może znajdzie się kolejny (większy) optymistą, który będzie wiedział jak dalej robić biznes. Wówczas oczekiwałbym radykalnej zmiany we władzach spółki, szczególnie wymiany osób odpowiedzialnych za strategię i marketing.

*Autor jest analitykiem*

*Polandsecurities.pl*

*Również redakcja „Gazety Finansowej” próbowała zdobyć pełne wyniki finansowe operatora. Niestety e-mail w tej sprawie PLAY pozostawił bez odpowiedzi*

**Wyniki P4 (MLN Zł)**



Źródło: spółka, KRS/Parkiet