

„WSJ Polska”: Jeszcze pod koniec ubiegłego roku prognozy zarządzających na 2008 rok brzmiały dość optymistycznie. Czy po tych kilku miesiącach zweryfikował Pan swoje oczekiwania wobec rynku akcji i branży polskich funduszy?

Sebastian Buczek: W grudniu zakładaliśmy, że w 2008 roku WIG wzrośnie o 10-20 proc. Po ostatnich wydarzeniach, zwłaszcza z pierwszych trzech tygodni bieżącego roku, jesteśmy bardziej ostrożni. Na rynkach finansowych wiele się działo. Widać już, że gospodarka globalna zwalnia. Wciąż amerykański rynek nieruchomości ma spore problemy, które zaczynają się przenosić na inne kraje, np. Wielką Brytanię. Nie pomagają rosnące ceny surowców, co prowadzi do wzrostu inflacji i zacieśnienia polityki monetarnej w niektórych krajach, w tym w Polsce. To wszystko składa się na niekorzystny obraz rynku i wpływa na spadek cen akcji. U nas w szczycie rynkowej paniki – na przełomie drugiej i trzeciej dekady stycznia – ta zniżka sięgnęła 20 proc. Dlatego nasze prognozy zrewidowaliśmy w dół. Teraz prognozujemy wzrost WIG w 2008 roku na poziomie 0-10 proc.

Już styczeń pokazał, że część klientów TFI wcale nie wystraszyła się spadków. Wręcz przeciwnie – stali się one zachętą do inwestowania. W styczniu z funduszy wypłynęło 23 mld zł, ale jednocześnie wpłynęło 12,4 mld zł. Jak to pan interpretuje?

Ostrożnie podchodzę do takich danych. Jeśli uwzględniamy one konwersje, czyli przenoszenie środków między funduszami, oznacza to, że klienci dokonali znacznych przetasowań w swoich portfelach. To było także widać na rynkach akcji. Przy dużych wahaniami cen inwestorzy częściej dokonują transakcji. W lutym obroty na giełdach spadły, nastąpiło uspokojenie, umorzenia jednostek funduszy nie były duże.

W jakim stopniu same TFI są odpowiedzialne, za tak gwałtowne umorzenia jednostek na początku roku?

Kilkuletnia hossza uspiła czujność inwestorów, ale też instytucji finansowych. Nie da się ukryć, że część agresywnych reklam funduszy, które publikowano w ubiegłym roku, wywołała w niedoświadczonych klientach chęć nabycia tych produktów. Potem, w ciągu kilku miesięcy okazało się, że nie są one wcale tak dochodowe jak to prezentowano w reklamach. W ubiegłym roku sporo takiego „nieświadomego kapitału” trafiło do funduszy. To właśnie te środki w ostatnich miesiącach wycofywano z funduszy.

W pierwszej połowie roku sytuacja rynkowa była tak doskonała, że nikt nie spodziewał się załamania i paniki wśród inwestorów. I nikt nie przypuszczał, że zarządzający będą zmuszeni na początku 2008 roku sprzedawać akcje po cenach, które czasem wydają się absurdalne.

Absurdalnie niskie?

Niedawno spotkałem się ze spółką, która w apogeum styczniowej paniki notowana była przy wskaźniku cena do zysku wynoszącym 6. Od tamtej pory walory tej firmy urosły o kilkadziesiąt procent, co dowodzi, że to, co wówczas się działo było kierowane emocjami i miało niewiele wspólnego ze zdrowym rozsądkiem. Ale takie są rynki finansowe: w długim terminie rządzą fundamenty, w krótkim – emocje.

Kto w największym stopniu przyczynił się do tych spadków – inwestorzy indywidualni czy zagraniczni?

Głównym źródłem podaży była sprzedaż akcji ze strony funduszy inwestycyjnych. Klienci TFI, widząc, że rośnie ryzyko inwestowania, zaczęli obawiać się, że mogą ponieść dotkliwie straty. W przypadku funduszy akcyjnych zarządzający nie mają wyjścia – jeśli są umorzenia, muszą pozbywać się akcji. Przy funduszach z mniejszym udziałem akcji – np. zrównoważonych czy stabilnego wzrostu – spadek cen akcji jest amortyzowany przez część dłużną portfela. Natomiast dla funduszy emerytalnych może to być sygnał do akumulacji akcji. I OFE to czyniły, będąc głównymi kupującymi na GPW.

Patrząc z perspektywy roku, dwóch lat udział środków klientów indywidualnych, czyli klientów TFI, w kapitalizacji polskiej giełdy jest, pańskim zdaniem, zbyt duży?

To głównie TFI stały za wzrostem cen akcji w 2006 roku i pierwszej połowie 2007, a w pierwszych dwóch dekadach stycznia to one były przyczyną tak dużej wyprzedazy. W połowie ubiegłego roku pod względem udziału w kapitalizacji giełdy udało im się wyprzedzić OFE. Fundusze inwestycyjne generalnie miały większe znaczenie na poziom cen aniżeli wynikałoby to z ich udziału w kapitalizacji GPW. Teraz przejmą stery.

Czy wpływ funduszy inwestycyjnych na polską giełdę będzie malał? Jakie znaczenie mają te podmioty dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie?

W ciągu ostatnich lat ich udział w kapitalizacji giełdy gwałtownie rósł, a zachowanie inwestorów posiadających jednostki funduszy miało duży wpływ na to, co się działo się na warszawskim parkiecie. W 2006 roku fundusze inwestycyjne kupiły na GPW akcje za około 20 mld zł, podczas gdy fundusze emerytalne, pomimo stałego napływu pieniędzy, nabyły ich za ok. 10% tej kwoty. W pierwszej połowie 2007 roku ta dysproporcja jeszcze się powiększyła. Ale w ostatnich miesiącach nastąpiła zmiana. Fundusze inwestycyjne generowały dużą podaż akcji, a fundusze emerytalne były po stronie kupujących.

Teraz przyszedł czas na stabilizację. Przewiduję, że inwestorzy indywidualni nadal będą obserwować, co się dzieje i zbyt szybko nie wrócą do inwestowania. Znaczenie funduszy inwestycyjnych na giełdzie zmniejszy się na rzecz OFE.

Z waszego punktu widzenia ten spadek cen akcji jest korzystny czy niekorzystny? Quercus TFI, tak jak i kilka innych towarzystw nastawia się na klienta zamożnego, często świadomego, że tanie akcje, to okazja do zainwestowania.

W ubiegłym roku zapowiedzieliśmy, że chcemy, żeby nasze aktywa po pierwszym roku funkcjonowania sięgnęły 500 mln zł. Tej prognozy nie zmieniamy, choć nie ukrywam, że w obecnych warunkach stała się ona ambitna. Wierzmy jednak, że jesteśmy w stanie ją zrealizować.

Trzeba przyznać, że zainteresowanie funduszami wyraźnie osłabło od lipca ubiegłego roku. W styczniu z funduszy odpłynęło ponad 11 mld zł, a spadek aktywów przekroczył 20 mld zł. To mniej korzystna dla nas sytuacja, bo będziemy musieli się mocno postarać, żeby zebrać z rynku pół miliarda złotych. Ale z drugiej strony patrząc z długoterminowej perspektywy dla klientów takie warunki rynkowe to dobry czas na budowanie pozycji.

Jednak startujecie ze swoją ofertą funduszy w momencie, kiedy rynek produktów inwestycyjnych błyskawicznie się rozrasta. Czy nie obawiacie się, że przegracie w tej rywalizacji?

Polski rynek jest pojemny. Nasze prognozy na najbliższe lata przewidują, że społeczeństwo polskie będzie się w dosyć szybkim tempie bogacić. Będziemy coraz więcej zarabiać, a w perspektywie 3-5 lat udział środków, którymi Polacy dysponują do oszczędzania będzie znacząco wzrastał. Ale nie będzie dominacji jednego sposobu lokowania środków – jak to było kiedyś z depozytami bankowymi, a potem – z funduszami. Sądzę, że wchodzimy w okres, kiedy polscy inwestorzy zaczynają lepiej dywersyfikować swoje oszczędności, kupując różne produkty inwestycyjne i oszczędnościowe.

Nadchodzące lata to będzie bardzo dobry czas dla klientów – to coraz większy wybór i coraz większe możliwości dywersyfikacji, nie tylko geograficznej. Rynek funduszy wkracza w kolejną fazę rozwoju – fazę zmian jakościowych. Liczyć się będzie jakość usług, rodzaje produktów oferowanych klientom, proklientowskie podejście i przede wszystkim osiągnięcie stopy zwrotu.

Co się zmieni z punktu widzenia inwestora indywidualnego?

Można sobie zadać pytanie czy w przypadku niektórych polskich funduszy poziom opłat nie jest za wysoki, zwłaszcza patrząc na nienajlepsze stopy zwrotu funduszy w ostatnich miesiącach. Kolejnym problemem jest dystrybucja produktów TFI, mocno zmonopolizowana przez największe polskie banki. Tak zwana otwarta architektura, czyli sprzedawanie obok własnych, także funduszy z konkurencyjnych firm, która w Europie Zachodniej jest standardem, w Polsce jest mocno ograniczona. To nie sprzyja konkurencyjności ani tendencji do obniżania opłat. Myślę jednak, że w ciągu kilku najbliższych lat czekają nas spore zmiany, bo będzie to okres walki o klienta.

Czy to dobrze, że dystrybutorzy nie zostaną objęci unijnymi regulacjami, czyli tzw. MiFID-em, który wprowadza lepszą ochronę interesów klienta?

Wszystkie przepisy, które poprawiają bezpieczeństwo klientów są korzystne. Jestem zwolennikiem tego, aby doradcy finansowi podlegali egzaminom, tak jak np. maklerzy papierów wartościowych. Tego typu działalność powinna być regulowana na ogólnokrajowym poziomie. Dlaczego? Ponieważ poziom merytoryczny doradców bywa różny. Zdarza się, że klienci są namawiani do inwestycji przez osobę, które nie do końca zdaje sobie sprawę z czynników ryzyka, którymi obarczona jest dana inwestycja.

Czy tak jest na Zachodzie?

Nie zawsze. Ale przecież nie wszystkie rozwiązania, właściwe dla dojrzałych rynków, sprawdzają się w naszych warunkach. Doświadczenie i wiedza inwestorów jest tam o wiele większe niż w Polsce. U nas boom na fundusze inwestycyjne rozpoczął się w listopadzie 2001 roku. Sześć lat doświadczeń to niewiele.

Mam świadomość tego, że wprowadzenie egzaminów dla doradców mogłoby wzbudzić sprzeciw instytucji finansowych. Ale z drugiej strony jestem pewien, że klient czułby się bardzo komfortowo, gdyby osoba, która mu doradza, w jaki sposób inwestować pieniądze, miała „państwowy” certyfikat.

O pieniądze zamożnego klienta ściga się coraz więcej firm, tworząc coraz bardziej wyrafinowane produkty. Czym będziecie się wyróżniać?

Idziemy w dwóch kierunkach. Pierwszy to tworzenie produktów typu absolute return (całkowitego dochodu), gdzie przede wszystkim stawiamy na nominalną stopę zwrotu, czyli dających pozytywne stopy zwrotu nawet przy niekorzystnych warunkach na rynkach finansowych. Chcemy także rozwijać produkty o wysokim ryzyku, bardziej agresywnie zarządzane niż klasyczne fundusze akcji. Uruchamiamy także fundusz regionalny – bałkańsko-turecki.

Tworząc te produkty staraliśmy się, żeby były one jak najbardziej przyjazne dla klientów. Przykładem jest powiązanie poziomu opłat z osiąganymi wynikami (*success fee*). Każdy subfundusz QUERCUS ma ustalony limit aktywów (*cap*) na poziomie 1 mld zł, po osiągnięciu którego nie będziemy przyjmować wpłat od klientów. Zarządzający Funduszami są akcjonariuszami Quercus TFI S.A., a ich premie mocno powiązane z *success fee*.

Dlaczego akurat 1 mld zł?

Najbardziej komfortowo będziemy się czuć zarządzając funduszami o aktywach od kilkudziesięciu do kilkuset mln zł. Miliard to dla nas granica rozsądku w efektywnym zarządzaniu.

Jakie wnioski należy wyciągnąć z doświadczenia spadków na rynkach akcji wywołanych kryzysem subprime?

Niepokojące jest to, że instytucje finansowe, dążąc do coraz większej innowacyjności i prześcigając się w zdobywaniu zainteresowania klientów, sięgają po instrumenty, których wartości nie są w stanie do końca oszacować.

Na przykład?

Na przykład fundusze hedgingowe albo inne instrumenty, które wykorzystują bardzo wysoką dźwignię finansową, często inwestując w egzotyczne aktywa. Na rynkach finansowych zawsze obowiązuje reguła: oczekiwana stopa zwrotu jest skorelowana z poziomem ryzyka. Im wyższego zysku oczekujemy, tym większe ryzyko musimy zaakceptować.

W jakie aktywa nie zainwestowałby pan w tym momencie?

Jestem raczej ostrożny i patrzę na fundamenty, dlatego raczej nie ulokowałbym pieniędzy w instrumenty, co do których nie mam poczucia, ile mogą być warte. Prawdziwe inwestowanie to lokowanie pieniędzy na dłuższy czas, lokowanie w znany nam instrument finansowy i z konkretnymi oczekiwaniami. Reszta to spekulacja.

II CZĘŚĆ

Do rywalizacji o pieniądze inwestorów włączyły się także firmy i banki, które tworzą produkty strukturyzowane. Nie obawiacie się porażki w czasie, gdy nastala moda na produkty strukturyzowane?

Zainteresowanie produktami strukturyzowanymi jest zrozumiałe. Problem w tym, że większość z nich ma w Polsce 3-4 -letni okres trwania. Z doświadczenia wiem, że dobry produkt strukturyzowany musi być długoterminowy – siedmio-, dziesięcioletni. Wówczas odpowiednio duża część aktywów może być zainwestowana w opcje lub inne instrumenty dające ekspozycje na dany instrument bazowy. Natomiast w 3-4 -letnich produktach ten komponent nie jest duży. Im dłuższy okres zapadalności produktu strukturyzowanego, tym lepiej. Tyle, że w Polsce nie ma zwyczaju długoterminowego inwestowania.

Za to firmy oferujące struktury chwalą się brakiem opłat, np. za zarządzanie, które pobierają fundusze inwestycyjne.

Jednak w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych, gdzie wszystkie opłaty są klientowi znane, produkty strukturyzowane mają „poukrywane” koszty. Tutaj oprócz opłaty dystrybucyjnej inwestor nie wie, jakie faktycznie prowizje pobierają instytucje, które są zaangażowane w tworzenie tych produktów. Moim zdaniem klienci zawsze powinni wiedzieć, jakimi opłatami są obciążani.

Czy Polacy będą rozczarowani produktami strukturyzowanymi z kilka lat, kiedy zakończą się pierwsze „struktury”?

To zależy od sytuacji na rynkach. Część z tych produktów z pewnością pokaże dobre stopy zwrotu. Przy czym trzeba zaznaczyć, że 10-proc. roczny zysk ze „struktury” trwającej 3-4 lata, to będzie dobry wynik. Często klienci nie zdają sobie sprawy z tego, że nie ma możliwości zawarcia w tak krótkim produkcie 100-proc. gwarancji kapitału i jednocześnie potencjału nieograniczonych zysków.

Czy pańskim zdaniem można bez obaw kupować produkty strukturyzowane? Czy gwarancja kapitału jest w tym przypadku bezwzględna?

Gwarancji kapitału zwykle udziela duży renomowany bank.

Trzeba jednak wziąć pod uwagę, że w obecnej sytuacji nawet banki mogą mieć kłopoty z płynnością. Pewnie jest to chwilowe i instytucje te wyjdą z obecnych problemów wzmocnione. Historycznie takie sytuacje zdarzały się bardzo rzadko, więc ryzyko jest niewielkie. Ale powinno się pamiętać, że niekiedy nawet gwarancja nie daje 100-procentowej pewności zwrotu środków.