

Podcast *Finanse Bardzo Osobiste*, odcinek 064

Data publikacji: 2018-12-17

link do opisu na blogu: <https://marciniwuc.com/fbo-064/>

FBO 064: Fundusze pieniężne i gotówkowe. Jak je analizować, by nie wpaść w pułapkę?

Cześć, witam Was bardzo serdecznie w 64. odcinku podcastu *Finanse Bardzo Osobiste*. Dzisiaj porozmawiamy o świadomym inwestowaniu, a konkretniej o funduszach pieniężnych i gotówkowych. To są fundusze najbardziej popularne wśród osób trzymających większość środków na lokatach, ale chcących stopniowo rozpocząć przygodę z inwestowaniem. Głównym powodem takiego właśnie wyboru jest fakt, że – co do zasady – są to produkty o najniższym ryzyku spośród wszystkich funduszy inwestycyjnych. I motywacja początkujących inwestorów, kiedy sięgają po taki fundusz jest prosta: chcą mieć zysk nieco wyższy od lokaty bankowej i jednocześnie móc spokojnie spać. Czy da się to jednak pogodzić?

Okazuje się, że grupa funduszy pieniężnych i gotówkowych jest bardzo niejednorodna. Można w niej znaleźć fundusze, po zainwestowaniu w które faktycznie możemy spać spokojnie, ale też takie, w których portfelach kryją się ryzyka, o których wielu inwestorów po prostu nie wie. Dzisiaj wspólnie z moim gościem postaramy się Wam podpowiedzieć jak analizować fundusze pieniężne i gotówkowe, aby dokonać świadomego wyboru. To bardzo ważne, bo właśnie w funduszach z tej grupy ulokowanych jest mnóstwo pieniędzy Polaków. Dowiedziecie się również o trwającej właśnie „rewolucji” w zmianach nazw funduszy i co z niej dla nas wynika.

A moim gościem jest Paweł Mizerski, Dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami / Wiceprezes Zarządu / Główny Ekonomista Grupy AXA w Polsce.

Odpowiada on obecnie za wyniki wszystkich funduszy inwestycyjnych AXA TFI, jest też laureatem wielu konkursów i plebiscytów, w tym dla najlepszego ekonomisty w Polsce organizowanego przez NBP. Posiada licencję doradcy inwestycyjnego nr 305.

Zanim jednak przejdziemy do głównego tematu naszego podcastu, pozwólcie że zacznę od krótkiego wyjaśnienia – a dla części z Was przypomnienia – genezy dzisiejszej publikacji. Otóż kilka miesięcy temu otrzymałem komercyjną propozycję, abym napisał na blogu artykuł o [IKZE w AXA TFI](#), czyli Indywidualnym Koncie Zabezpieczenia Emerytalnego, w ramach którego można obecnie inwestować przez Internet w 16 funduszy z oferty AXA TFI. Jedną z kluczowych zalet tego produktu jest znaczące obniżenie opłat za zarządzanie – przeciętnie o 50%! Ponieważ wpływ tych opłat na osiągnięte wyniki inwestycyjne jest w długim terminie ogromny, pomyślałem, że taka współpraca może być całkiem ciekawym pomysłem.

Nie chciałem jednak pisać standardowego artykułu o zaletach samego IKZE i możliwości obniżenia swojego podatku dochodowego, bo o tym możecie przeczytać już w innych miejscach na blogu, np. w artykule pt. [Oszczędzanie na podatkach dzięki IKE oraz IKZE](#). Natomiast, zgodnie z moją misją, postanowiłem wykorzystać tę współpracę do szerzenia edukacji finansowej – w tym konkretnym przypadku na temat funduszy inwestycyjnych.

Ja sam zrozumiałem działanie funduszy inwestycyjnych dzięki przepracowaniu sześciu lat w NN Investment Partners TFI – wtedy jeszcze noszącym nazwę ING TFI. Pomimo tego, że jeszcze przed rozpoczęciem tam pracy miałem zdane wszystkie trzy egzaminy CFA, dopiero poznając działanie funduszy od kuchni, zacząłem rozumieć, czego mniej więcej można się po nich spodziewać. Zacząłem rozumieć, jak ważne są niskie opłaty, jak ważna jest realizowana strategia zarządzania funduszem, jak ważna jest analiza składu portfela i co może się dzieć z wynikami funduszu, jeśli wystąpi taka a nie inna sytuacja na rynku. I, niestety, muszę stwierdzić, że wysnucie właściwych wniosków tylko na podstawie ogólnie dostępnych materiałów – jak prospekt, karta funduszu czy Kluczowe Informacje dla Inwestorów – dla przeciętnego inwestora jest bardzo trudne.

Dopiero osobiste rozmowy z osobami zarządzającymi konkretnymi funduszami otwierały mi oczy na to, co faktycznie warto brać pod uwagę analizując dany fundusz. Przeciętny inwestor nie ma praktycznie okazji, by porozmawiać bezpośrednio z zarządzającym, a nawet gdyby miał taką okazję, nie bardzo by wiedział, o co właściwie zapytać.

Dlatego właśnie pomyślałem, że taki cykl podcastów z zarządzającymi z różnych TFI – w którym mogliby oni opowiadać o swoich funduszach, a moi słuchacze i czytelnicy mogliby dzięki temu stopniowo nabywać wiedzę, pozwalającą podejmować bardziej świadome decyzje – to może być bardzo ciekawy i wartościowy projekt. Szczególnie jeśli z czasem uda się zrealizować sporo takich audycji na temat wielu różnych funduszy.

AXA TFI jako pierwsze przystało na taką formę współpracy i dzięki temu powstał mini-cykl trzech podcastów na temat funduszy zarządzanych przez zespół

inwestycyjny AXA. W [59. odcinku wspólnie z Grzegorzem Parosą omówiliśmy działanie funduszy stabilnego wzrostu](#), w [61. odcinku rozmawialiśmy o funduszu AXA Selective Equity](#), a dzisiejsza rozmowa jest poświęcona funduszom pieniężnym i gotówkowym.

Zanim jednak zaproszę Was do jej wysłuchania, pozwólcie, że przypomnę jeszcze tylko bardzo ważną sprawę. Moja audycja ma charakter edukacyjny i pod żadnym pozorem nie traktujcie jej jako rekomendacji inwestycyjnej, czy polecenia Wam konkretnego funduszu. To, że rozmawiam z moim gościem na temat konkretnego funduszu absolutnie nie oznacza, że ten konkretny fundusz polecam. Pytam o niego, drążę, sam staram się jak najlepiej zrozumieć jego działanie, ale to nie jest pod żadnym pozorem rekomendacja inwestycyjna, OK?

To Wy musicie sami ocenić, czy dana strategia Was przekonuje, czy jest spójna z Waszym apetytem na ryzyko, czy pasuje do Waszego portfela i Waszej indywidualnej sytuacji. Mi zależy przede wszystkim na tym, abyście dzięki takim audycjom mogli bardziej świadomie inwestować.

Aby wycisnąć dla Was z mojego spotkania z Pawłem Mizerskim jak najwięcej informacji, podzieliliśmy naszą rozmowę na trzy części:

- (1) Najpierw omawiamy ogólną zasadę działania funduszy pieniężnych i gotówkowych.
- (2) Następnie omawiamy kryteria, jakie należy wziąć pod uwagę analizując takie fundusze.
- (3) I wreszcie na końcu – na konkretnym przykładzie funduszu **AXA Lokacyjny** – pokazujemy, jak taką analizę przeprowadzić w praktyce.

W oparciu o naszą rozmowę przygotowałem też dla Was wygodną checklistę, którą znajdziecie na blogu. Pokazuje ona, na co zwrócić uwagę analizując takie fundusze i wierzę, myślę, że ułatwi Wam w przeprowadzaniu świadomej analizy tego typu funduszy na własne potrzeby.

Gdybyście po wysłuchaniu dzisiejszej audycji mieli jakiegokolwiek pytania do mojego gościa - zadawajcie je proszę śmiało w komentarzach. To unikalna okazja, aby zasięgnąć informacji bezpośrednio u zarządzającego, dlatego zdecydowanie warto ją wykorzystać.

A teraz już bardzo serdecznie zapraszam Was do wysłuchania naszej rozmowy!

Cześć, Paweł!

Cześć, Marcin!

We wstępie do dzisiejszego odcinka podcastu dość obszernie cię przedstawiłem. To wcale nie było proste, bo ta twoja notka biograficzna jest naszpikowana różnymi tytułami i osiągnięciami, ale i tak chciałbym cię poprosić, abys dał się bliżej poznać naszym słuchaczom. Powiedz: jak to się stało, że zostałeś zarządzającym?

Już 10 lat temu, jeszcze jako student, zdecydowałem się odpowiedzieć na ogłoszenie, które znalazłem na uczelni. Nawet nie wiedziałem, że wiąże się ono z tym, że zostanę kiedyś zarządzającym aktywami. Odpowiedziałem na nie i znalazłem się w firmie Winterthur. Zajmowałem się zarządzaniem środkami własnymi spółek ubezpieczeniowych tej grupy w Polsce. Została ona przejęta przez grupę AXA, która w pewnym momencie postanowiła stworzyć w Polsce TFI. I jakoś tak naturalnie znalazłem się tam jako osoba odpowiedzialna za strategię dłużne.

Czyli nie było tak, że od początku studiów wiedziałeś, że chcesz tylko i wyłącznie zarządzać funduszami? Jak to się potoczyło?

Nie było tak, że już w przedszkolu wiedziałem, że chcę zostać zarządzającym, natomiast zawsze bardzo interesowała mnie makroekonomia, analiza danych. Musiałem dokonać wyboru, czy część dłużna, czy akcyjna. Większość osób na początku swojej drogi marzy o tym, by wybrać tę część akcyjną, ja postawiłem na dłużną.

Część dłużna wbrew pozorom jest trudniejsza i bardziej powiązana z tym, co dzieje się w gospodarkach.

Z mojej perspektywy jest ciekawa.

Poza tym, że jesteś zarządzającym i wiceprezesem AXA TFI, pełnisz też funkcję głównego ekonomisty grupy AXA w Polsce. Na czym polega ta funkcja?

To jest funkcja reprezentacyjna. W naszej grupie nie ma osobnego działu analiz ekonomicznych, tak jak ma to miejsce w bankach. W moim przypadku wiąże się to z tym, że pozwala mi, być może mocniej niż z pozycji zarządzającego funduszami dłużnymi, opowiadać o tym, co dzieje się w gospodarce, ponieważ tworzymy też własne prognozy. Jakiś czas temu zdecydowaliśmy się brać udział w konkursach, głównie po to aby się sprawdzić. Bo jak zarządzasz funduszami, budujesz swoje prognozy, scenariusze na to, co się stanie, to czemu by nie sprawdzić się z prognozami innych? Skorzystamy z tych, które uznamy za cenne. Okazało się, że w niektórych przypadkach one są lepsze, w niektórych gorsze. I tak zostało. Te, które są lepsze, dalej wykorzystujemy jako nasze wewnętrzne *know-how* i naszą wewnętrzną przewagę.

Ogromne wyzwanie związane z inwestowaniem polega na tym, że inwestując dziś, inwestujemy niejako w przyszłość, zakładając jakiś tam scenariusz rozwoju wypadków. Nie ma co kryć, nikt z nas nie ma szklanej kuli i nie jest w stanie przewidzieć przyszłości. Jak mawiał Niels Bohr: *Przewidywanie jest sztuką trudną, szczególnie jeśli chodzi o przyszłość*. Powiedz w paru słowach, jaki jest cel robienia tych prognoz, bo niektórzy mogą pomyśleć, że prognozujesz, jesteś tego pewny i już wszystko idzie w tym jednym kierunku. Jak wykorzystuje się takie prognozy w praktyce?

Prognozy ekonomiczne, modele, wyceny instrumentów finansowych nie służą temu, by określić w punkt to, co stanie się w przyszłości, albo to, jaka jest wartość spółki, wycena obligacji. One bardziej pokazują nam, w którą stronę idzie gospodarka, świat, gdzie się mylimy, a gdzie te nasze prognozy są właściwe. Pozwala nam się pozycjonować w otaczającej nas rzeczywistości. Nigdy raczej nie mają na celu stworzenia wrażenia tego, że wszystko się wie. Bo szczerze powiedziawszy, większość z tych prognoz po prostu się nie sprawdza.

Śp. redaktor Tadeusz Mosz z radia Tok FM często powtarzał anegdotę, że wpływ ekonomistów na gospodarkę jest taki, jak meteorologów na pogodę.

Ostatnio te prognozy pogody są nawet dobre. Pewnie lepsze niż prognozy tego, co się stanie w gospodarce. Wynika to z tego, że świat jest bardzo złożony. Jest wiele czynników, które wpływają na to, co dzieje się na świecie, i nie zawsze ten wpływ jest jednakowy w czasie. To oczywiście powoduje wrażenie takiego chaosu. Natomiast biorąc już konkretny przykład, prognozujemy inflację. Mówimy, że wydaje nam się, że inflacja w przyszłym roku wyniesie powiedzmy 2%. Okazuje się, że to nie 2%, tylko 2,5%. Wydaje się, że nie mieliśmy racji, ale analizując, dlaczego jest 2,5%, wychodzi na to, że ceny energii wzrosły bardziej, niż się spodziewaliśmy, ceny paliw i żywności wzrosły mniej, ale wzrosły za to ceny odzieży i obuwia. I to nam pozwala lepiej rozumieć zmieniającą się rzeczywistość.

A dzięki temu podejmować decyzje inwestycyjne w sposób bardziej świadomy. Bardzo mi zależy, aby jak największe grono moich słuchaczy i czytelników mojego bloga inwestowało w sposób świadomy, a nie w oparciu o to, że ktoś poklepie ich po ramieniu i powie: *Będzie pan zadowolony*. Dlatego właśnie dziś się spotykamy. Chciałbym, abyśmy przeszli do głównego tematu naszej rozmowy, a konkretnie do działania funduszy pieniężnych i gotówkowych. Jest teraz taka kategoria „pieniężne i gotówkowe”, powiemy też, że idą tu pewne zmiany. Na czym właściwie polega działanie tej grupy funduszy?

Jest to grupa funduszy, której celem są stopy zwrotu zbliżone albo nieco lepsze od lokat bankowych albo od oprocentowania kont oszczędnościowych. Stanowią one de facto trochę alternatywę dla tego rodzaju form oszczędzania. Oczywiście ta grupa, jak w zasadzie wszystkie fundusze w Polsce, jest niejednorodna. Są tam przedstawiciele bardzo różnych gatunków. Oczywiście powoduje to, że ten rozstrzał stóp zwrotu między funduszami jest dość duży jak na tę kategorię.

Jasne, bo są tam fundusze zarówno bardzo bezpieczne, jak i takie, które z bezpieczeństwem wiele wspólnego nie mają. Patrząc się na składy portfeli niektórych funduszy, trudno w ogóle używać w stosunku do nich określenia bezpieczeństwo.

My tak wewnętrznie trochę śmiejemy się z tego, że to jest taka kategoria, którą można porównać do wyścigu żółwi. Gdyby porównać ze sobą wszystkie fundusze, to różnice w stopach zwrotu w ciągu roku byłyby na pewno dużo mniejsze niż jeden punkt procentowy. To są raczej miejsca po przecinku. A tak nie jest, co de facto oznacza na koniec, że fundusze różnią się między sobą. Ważne, by być świadomym tych różnic.

Czyli mamy taki pierwszy sygnał ostrzegawczy: jeżeli któryś fundusz bije konkurencję na głowę, robiąc to przez dłuższy czas, to pewnie warto przyjrzeć mu się bliżej, a nie tylko zacierać ręce z radości, że mamy nasze pieniądze w takim właśnie funduszu.

We wszystkich dokumentach na temat takich funduszy można przeczytać, że inwestują one głównie na rynku pieniężnym. Czym właściwie jest rynek pieniężny?

Rynek pieniężny to taki rynek instrumentów, które obrazowo są powiązane z bieżącą stopą procentową ustalaną przez Bank Centralny. To znaczy, że ceny tych instrumentów nie powinny się drastycznie zmieniać w momencie, kiedy Bank Centralny podejmuje decyzję o tym, aby te stopy zmienić w górę lub w dół.

Jakie są przykłady takich instrumentów?

Tego rodzaju instrumentami mogą być np. bony skarbowe, pieniężne, ale też obligacje zmiennokuponowe. Tych obligacji jest całkiem sporo. Zresztą, szczerze powiedziawszy, większość rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest zbliżona do instrumentów rynku pieniężnego właśnie przez to, że są te obligacje oparte o zmiennym kuponie.

Co jeszcze oprócz instrumentów rynku pieniężnego możemy znaleźć w portfelach funduszy pieniężnych i gotówkowych?

Możemy znaleźć depozyty w różnych bankach oraz obligacje skarbowe stałokuponowe – to takie, których ceny w dużej mierze zależą od tego, jaki jest poziom stóp

procentowych i jak te stopy procentowe się zmieniają. Możemy znaleźć też w niewielkim stopniu domieszkę obligacji zagranicznych emitowanych bądź przez państwa, bądź przez korporacje. To są chyba główne klasy instrumentów, które można znaleźć w polskich funduszach, tzw. funduszach gotówkowych i pieniężnych. W dużej mierze to, co aktualnie wyróżnia tę kategorię w Polsce, to jest fakt, że znajdują się tam też całkiem spore udziały obligacji korporacyjnych.

I to jest swego rodzaju fenomen. Na dojrzałych rynkach zagranicznych fundusz, który posiada w swoim składzie dużo obligacji korporacyjnych, raczej nie byłby zaliczany do kategorii najbardziej bezpiecznych. Dlatego chciałbym, abyśmy chwilę porozmawiali o tych obligacjach korporacyjnych, bo ostatnio przy okazji obligacji GetBacku stały się bardzo głośne. Tak naprawdę wiele mieliśmy takich historii, w których te obligacje korporacyjne wyływały gdzieś na wierzch, a one cały czas są przez wielu inwestorów, takich szczególnie początkujących, postrzegane jako bardzo bezpieczna forma lokaty kapitału. Jest takie proste przełożenie: skoro w nazwie jest obligacja, to z tyłu głowy pojawia się myśl, że pewnie to jest bezpieczne. Jak wygląda w Polsce rynek obligacji korporacyjnych?

Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce w zasadzie jest cały czas w swojej początkowej fazie rozwoju. On się bardzo rozwinął w ostatnich paru latach, natomiast dalej jest to rynek skoncentrowany wyłącznie na kilku branżach. Mamy tam głównie przedstawicieli sektora deweloperskiego, windykacyjnego – to są dwa główne sektory, które można tam znaleźć. Nie jest to rynek łatwy, zwłaszcza z perspektywy inwestora indywidualnego. Głównie dlatego, że po pierwsze jest nie płynny. Jak już zdecydujesz się nabyć obligację korporacyjną, to bardzo trudno zbyć ją przed terminem jej wykupu. To znaczy, że jak już się raz ożenisz z takim instrumentem, to zostaniesz z nim do samego końca.

Czyli przez cały okres, kiedy spółka wyemituje obligację, musisz ją trzymać w portfelu, co oznacza, że bierzesz na siebie wszystkie ryzyka, które po drodze mogą wystąpić.

Tak, i to jest odpowiedni moment, by nawiązać do początku naszej rozmowy, gdy powiedzieliśmy o tym, że prognozowanie jest trudne i nie polega na tym, żeby wymyślić, co dokładnie się wydarzy, bo to jest praktycznie niemożliwe. I tu mamy do czynienia z takim przypadkiem. Trzeba naprawdę bardzo ostrożnie podchodzić do tego, co się kupuje, ze świadomością, że będziemy musieli z taką decyzją żyć przez parę lat. A to, co wydarzy się za parę lat, z tej wcześniejszej perspektywy jest praktycznie niewiadome. Oczywiście budujemy sobie wewnętrzne modele scoringowe, obserwujemy, jak dany emitent, dana branża zachowywali się w ramach całego cyklu, czy to jest branża cykliczna, czy nie, czy ma jakąś szczególną specyfikę, która powoduje, że akurat dzisiaj

wygląda na bardzo fajną, a takową nie jest. I jeśli na to wszystko nałożymy fakt, że nie mamy tam reprezentantów wszystkich branż, a tylko niektórych, to powoduje, że nawet z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych istnieje bardzo duży problem w tym, żeby sobie zbudować taki porządnie zdywersyfikowany portfel obligacji korporacyjnych, bo nie ma co ukrywać, że obligacja korporacyjna płaci więcej niż obligacja skarbową, niż depozyt bankowy, ale płaci za coś – za ryzyko kredytowe. I to, że od czasu do czasu zdarza się bankructwo albo niewypłacalność, nie jest niczym szczególnym. To jest raczej normalna sytuacja. Jeśli spojrzysz sobie na takie fundusze zachodnie – czy to z Europy Zachodniej, czy ze Stanów – to obligacji korporacyjnych w jednym portfelu potrafi być grubo powyżej tysiąca.

Czyli ten portfel jest bardzo rozproszony i, jak mówisz, z definicji zakłada się, że jakaś liczba tych spółek zbankrutuje. Pamiętam takie analizy na temat możliwych stóp zwrotu z funduszy obligacji korporacyjnych czy funduszy typu *high yield*, tam zawsze wychodziło się od poziomu kuponu, czyli oprocentowania obligacji, później było minus zakładana na portfelu stopa defaultu, czyli tego, że ileś tych firm zbankrutuje, dopiero później inne oczekiwania. A osoba indywidualna, która kupuje pojedynczą obligację, pakując w to dużą część swoich oszczędności, tak naprawdę zupełnie tego ryzyka nie rozprasza, nie bierze go pod uwagę.

Dokładnie tak. Ja nie jestem przeciwnikiem nabywania przez osoby indywidualne obligacji korporacyjnych, pod warunkiem że stanowią one niewielką część portfela. Inwestycja w obligacje korporacyjne jednego emitenta nie powinna stanowić dużej części naszych oszczędności.

Mówiąc krótko, powinniśmy wziąć pod uwagę, że taka spółka może zbankrutować. Wtedy będzie strata na tej części naszej inwestycji. Co się dzieje, gdy taka spółka bankrutuje?

Zwykle już wcześniej wiadomo, że z danym emitentem dzieje się coś nie tak, z powodu tego, że albo sytuacja w gospodarce jest bardzo słaba, albo w branży jest bardzo słaba – tak jak zresztą w swoim czasie było w Polsce z branżą budowlaną, albo dlatego, że wyniki finansowe, które kwartalnie publikuje emitent, są słabe i już widać, że nie będzie w stanie obsługiwać swoich zobowiązań. Oczywiście większość emitentów podejmuje zawczasu próby ułożenia się z wierzycielami albo zaproponowania rozłożenia spłaty na raty. Zwykle pokazuje jakiś program naprawczy. A jeśli sytuacja jest już tak podbramkowa, że wierzyciele uznają, że program naprawczy nie jest do zaakceptowania albo że zaproponowany harmonogram spłat jest mało prawdopodobny, to dochodzi do upadłości. I wtedy w zasadzie wszyscy siadają do stołu i patrzą, co z danego emitenta jeszcze zostało. Trzeba mieć też świadomość, że posiadacze obligacji nie mają pierwszeństwa w zaspokajaniu swoich roszczeń

w stosunku do emitenta, więc w praktyce na koniec okazuje się, że jest to jakiś niewielki procent majątku, który po danej spółce zostaje.

10%, 20%? Jak to wygląda w przypadku bankructw, z którymi mieliśmy do czynienia?

Bywa różnie, trudno to ocenić. Wydaje mi się, zwłaszcza w przypadku inwestorów instytucjonalnych, że jeśli tylko widzą oni sens istnienia dalej danego biznesu, to pewnie większość woli, aby on dalej istniał. Bo jednak lepiej spłatać całości naszej wierzytelności rozłożyć sobie na raty, nawet na najbliższe parę lat, niż dzisiaj odzyskać 10% czy 20% – myślę, że więcej nie ma co oczekiwać.

Możemy pokusić się o stworzenie takiej ogólnej reguły inwestowania w obligacje korporacyjne dla klientów indywidualnych. Jeżeli już robisz to samodzielnie, to zadbaj o to, aby była tam odpowiednio niewielka część Twojego majątku. W miarę możliwości warto stworzyć sobie tam portfel, czyli mieć możliwie dużą liczbę emitentów, na których jakość też trzeba zwracać uwagę. Powiedziałeś o tym, że niektóre obligacje są oprocentowane bardzo atrakcyjnie – mówię o tych korporacyjnych – tylko z czym to wysokie oprocentowanie zwykle się wiąże?

Wysokie oprocentowanie zwykle wiąże się z wysokim ryzykiem kredytowym. Tu zasada jest dość prosta. Każdy może dokonać sobie takiej wstępnej oceny. Oczywiście nie można generalizować. To nie jest tak, że ta zasada sprawdza się w stu procentach przypadków. Niemniej jednak mamy jakiś poziom stóp procentowych. Z tego poziomu stóp procentowych, jaki dzisiaj jest, wynikają stopy na rynku pieniężnym, np. sześciomiesięczny WIBOR albo trzymiesięczny WIBOR, na którym jest oparty kupon takiej obligacji korporacyjnej. Ten trzymiesięczny czy sześciomiesięczny WIBOR zwykle jest wyższy o kilkanaście punktów bazowych od stopy referencyjnej, którą ustala Rada Polityki Pieniężnej.

WIBOR-y wielu naszych słuchaczy zna, chociażby z racji posiadania kredytów hipotecznych, które swoją drogą są podobnie oprocentowane jak obligacje korporacyjne, czyli WIBOR plus marża.

I dochodzimy do sedna sprawy. Można założyć, że im wyższa marża, tym większe prawdopodobieństwo, że dany emitent może mieć w przyszłości problemy. Jeśli taki poziom kuponu jest dużo wyższy niż WIBOR, to oczywiście inwestycja wydaje się atrakcyjna. Niemniej jednak należy uznać, że jest ona po prostu dużo bardziej ryzykowna i nikt po niższej cenie nie chce danemu emitentowi udzielić kredytu lub pożyczki albo nabyć obligacji.

Czy byłbyś w stanie pokusić się o jakieś przedziały, typu: do jakiego poziomu tej marży ponad WIBOR, przy oprocentowaniu obligacji, patrząc tylko na ten jeden

składnik, że emitent jest OK, byłby ten przedział dla średnich firm, a gdzie zaczynają się już takie oprocentowania, które powinny nam zapalać natychmiast czerwoną lampkę?

To trudne, bo każdy poziom marży wiąże się z jakimś prawdopodobieństwem bankructwa. Ono się zdarza, tylko rzadziej niż w tych przypadkach, gdzie to oprocentowanie jest wyższe. Należałoby podchodzić do tego bardzo indywidualnie. Ja osobiście uważam, że na dzisiaj, bo to jest trochę tak, że ten poziom marż nie jest stały w czasie.

Zmienia się w zależności od cyklu gospodarczego, od dostępności pieniądza.

Dzisiaj mamy taką sytuację na rynkach, gdzie tego pieniądza jest bardzo dużo, bo główne banki centralne świata zalały rynki pieniądzem. I to oprocentowanie jest bardzo niskie. Mogą zdarzyć się takie sytuacje, w których na rynku brakuje płynności, wtedy nawet dobry emitent jest w stanie zapłacić bardzo dużo. Na dzisiaj pewnie można powiedzieć, że taki emitent, który może nie ma ratingu nadanego przez agencję ratingową na poziomie inwestycyjnym, ale gdyby taki miał, to można byłoby powiedzieć, że ma on rating inwestycyjny, czyli taki bezpieczny z punktu widzenia inwestowania. Więc pewnie płaci do stu punktów bazowych, czyli jeden punkt procentowy powyżej WIBOR-u. Emitenci, którzy płacą proporcjonalnie więcej, są już mniej bezpieczni. Ja osobiście uważam, że taki poziom 200, 300 punktów bazowych, czyli 2-3 punktów procentowych powyżej WIBOR-u, to jest już absolutne maksimum, które w miarę przyzwoity emitent jest w stanie zapłacić.

Czyli gdy ktoś płaci więcej, to być może dlatego, że nigdzie indziej nie był w stanie pozyskać kapitału po niższej cenie, bo wszystkie inne podmioty po prostu oceniały jego ryzyko kredytowe jako zbyt wysokie.

Na pewno w takim przypadku należy się zastanowić parę razy i zadać sobie albo komukolwiek, kto ma o tym pojęcie, pytanie, czemu dany emitent chce tyle płacić.

Czyli jeśli coś jest zbyt piękne, aby było prawdziwe, to zwykle tak właśnie jest. Zwykłe oprocentowanie nie powinno budzić naszego dzikiego entuzjazmu, tylko sprawiać, że stajemy się bardziej ostrożni.

Jest jeszcze jeden element, który chciałbym poruszyć przy okazji obligacji korporacyjnych. Mianowicie to, że gdy wiele z nich trafia do portfeli funduszy pieniężnych i gotówkowych, to jest wycenianych w sposób liniowy, a nie rynkowy. To sprawia, że gdy patrzymy na wykres takiego funduszu, to widzimy piękną, prawie niepoząbkowaną linię i wydaje nam się, że tym bardziej jest to bezpieczna inwestycja. Z czego to wynika?

Wynika to głównie z tego, że rynek obligacji korporacyjnych jest rynkiem o bardzo niskiej płynności. Jeśli nie ma tej płynności, to nie ma żadnego rynkowego punktu odniesienia co do wartości danego instrumentu finansowego. Tym pierwotnym punktem odniesienia co do tej wartości jest moment emisji, kiedy dany instrument jest wart 100% swojej wartości, jeśli mówimy o obligacjach kuponowych. I zwykle jest tak, że większość instrumentów, która jest niepłynna, jest odnoszona do tego poziomu. Ale nawet w przypadku obligacji, które są notowane na rynku polskim, trzeba bardzo sceptycznie podchodzić do ich wyceny, bo naprawdę po dwóch stronach tego rynku jest bardzo niewielu kupujących i sprzedających. Więc bieżący poziom wyceny należy traktować z dużym dystansem.

Czyli fakt, że wykres nie jest pofałdowany, nie jest równoznaczny z tym, że nie mamy w takim funduszu ryzyka. Tam może być to ryzyko kredytowe, tyle tylko że ono nie jest widoczne w wynikach. Dopiero w sytuacji, gdy jedna, dwie czy trzy spółki w portfelu upadną na wykresie takiego funduszu, pojawia się ostry ząbek i to może oznaczać problemy.

Dokładnie tak. Wydaje mi się, że można sobie indywidualnie robić takie ćwiczenia, żeby znaleźć odpowiednik takiego lokalnego funduszu inwestującego w obligacje, czy to w ratingu inwestycyjnym, czy to w ratingu spekulacyjnym, czyli tzw. fundusz typu *high yield*, albo ze Stanów Zjednoczonych, albo z Europy Zachodniej. I porównać sobie wycenę takiego funduszu i funduszu polskiego. Oczywiście trzeba pamiętać, że na zachodzie mamy zwykle obligacje stałokuponowe, więc ta zmienność czasami wynika też ze zmiany tej bazowej stopy procentowej. Ale to też pozwala nieco inaczej spojrzeć na ryzyko takiej inwestycji, bo faktycznie zmienność, zwłaszcza w przypadku obligacji o niższym ratingu kredytowym, czyli obligacji *high yield*, jest bardzo duża i szczerze powiedziawszy, często porównywalna do zmienności funduszy akcyjnych.

I fakt, że taka zmienność występuje, nie powinien nas dziwić, nie jest też niczym złym. Po prostu tu jest zdecydowanie dużo bardziej realna wycena tych aktywów, które znajdują się w takich funduszach.

Zmienność jest normalnym zjawiskiem rynkowym. I z drugiej strony nie należy się jej bać, bo jeśli ta zmienność faktycznie występuje – jeśli oczywiście występuje z dużą częstotliwością, a nie tak jak wspominałeś, że ona jest w sytuacji, w której coś nam rośnie, rośnie tak jak od linijki, nagle spada i mamy taki poząbkowany wykres raz na kilka lat – jeśli ta zmienność jest widoczna na wykresie w takim cyklu dziennym, to jest to dobra informacja, bo to oznacza, że na danym rynku występuje płynność. A płynność zwykle jest krytyczna, bo ona pozwala wycofywać się z nietrafionych decyzji inwestycyjnych, a nietrafione decyzje inwestycyjne są czymś normalnym.

I ta płynność okazuje się również krytyczna w sytuacji, gdy pojawiają się jakieś zawirowania rynkowe, ludzie nieco bardziej panikują, zaczynają składać zlecenia odkupienia z takiego funduszu i trzeba te zlecenia zrealizować. A w momencie gdy mamy zlecenia pod kurek w takim funduszu obligacji korporacyjnych, to może być z tym problem.

Tak, zwłaszcza że trudno znaleźć drugą stronę na tym rynku, i to niezależnie od tego, czy mówimy o kupującym, czy o sprzedającym.

Sporo już powiedzieliśmy o obligacjach korporacyjnych i o związanym z tym ryzykiem kredytowym. Ryzyko kredytowe, mówiąc wprost, to jest prawdopodobieństwo, że emitent nie odkupi obligacji, bo nie będzie mógł lub nie będzie chciał. Tu różnie może być.

Jakie jeszcze ryzyka, poza kredytowym, wiążą się z inwestowaniem w fundusze pieniężne i gotówkowe?

W pewnym stopniu, chociaż na pewno w mniejszym, niż miało to miejsce w przypadku funduszy klasycznych, funduszy obligacji skarbowych, istnieje też tzw. ryzyko stopy procentowej. Jak wspomnieliśmy, te fundusze inwestują także w obligacje skarbowe stałokuponowe, a obligacje skarbowe stałokuponowe i ich ceny zależą w dużym stopniu od tego, jaki jest bieżący poziom stóp procentowych i jak ten poziom stóp procentowych będzie wyglądał w przyszłości albo jak rynek ocenia kierunek zmian stóp procentowych w przyszłości. Mówiąc w skrócie, jeśli inwestorzy uważają, że stopy procentowe wzrosną, ceny obligacji spadają. Jeśli inwestorzy uważają, że stopy procentowe spadną, to ceny obligacji rosną. Czyli zależność jest odwrotnie proporcjonalna. To znaczy, że jeśli rynek uważa, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe, wtedy inwestycja w obligacje stałokuponowe jest opłacalna. Natomiast jeśli stopy procentowe rosną, to ceny tych obligacji mogą spadać. Oczywiście w przypadku tzw. funduszy gotówkowych i pieniężnych ta wrażliwość na zmianę tych stóp procentowych jest nieporównywalnie mniejsza niż w przypadku obligacji skarbowych.

Warto byłoby wspomnieć tu jeszcze o takim pojęciu, które trudno tłumaczyć się na język polski i raczej wszyscy posługują się jego angielską nazwą, czyli *duration* – jest to właśnie wrażliwość obligacji na zmianę stóp procentowych. Im wyższy ten wskaźnik, tym ta wrażliwość jest większa, czyli tym bardziej ceny obligacji reagują na zmianę stóp procentowych.

To nie jest dokładna definicja *duration*. W dużym uproszczeniu, jeżeli stopy procentowe wzrosną o 2%, a mamy portfel z *duration* 2, to można wtedy założyć, że wartość naszego portfela spadnie o cztery punkty procentowe. Jeżeli to było *duration* 1, to by

spadła o tyle, ile wzrosły stopy procentowe. Jeżeli *duration* 3, to trzy razy mocniej. Czyli to jest trochę taka miara możliwości portfela na ruch na stopach procentowych.

Tak. W przypadku tych funduszy gotówkowych i pieniężnych ta wrażliwość zwykle znajduje się w przedziale między 0 a 1. Czyli reagują one mniej na zmianę stóp procentowych, ale reagują. I część funduszy wykorzystuje właśnie aktywnie poruszanie się w tym przedziale od 0 do 1, żeby budować sobie jakąś ekspozycję na scenariusz makroekonomiczny, w który wierzymy. I jeśli on się realizuje, to generować dodatkowe stopy zwrotu.

Przejdźmy teraz do rozmowy o zyskach. Jakich wyników inwestycyjnych można racjonalnie oczekiwać od tego typu funduszy? Co na nie wpływa i co decyduje o wysokości takiego wyniku?

Trochę już o tym powiedzieliśmy, mówiąc ogólnie: wynik tzw. funduszy gotówkowych i pieniężnych powinien być zwykle zbliżony albo nieco wyższy niż poziom bieżących stóp procentowych czy stopy referencyjnej Banku Centralnego. Ten poziom wynosi dzisiaj 1,5%. Czyli pewnie można założyć, że stopa zwrotu z takiego funduszu powinna znaleźć się gdzieś w przedziale 1,5% a 2%. Czasami jest to trochę więcej, czasami mniej. To zwykle jest jakieś miejsce po przecinku, jeśli chodzi o punkt procentowy, czyli jedna i dwie dziesiąte punktu procentowego więcej czy mniej. W takim przedziale powinny poruszać się fundusze z tej kategorii. Jeśli ta stopa jest drastycznie mniejsza albo drastycznie większa, to znaczy, że te fundusze inwestują w coś, co zmienia profil danego funduszu. I warto wtedy sięgnąć po dokumenty, po sprawozdania finansowe, żeby zorientować się, o co chodzi. Bo to nie świadczy o tym, że dany fundusz jest zły, tylko o tym, że reprezentuje on być może inną kategorię niż ta, w której się znalazł.

Wyobraźmy sobie przeciętnego słuchacza, który idzie do banku i widzi, że ma konto oszczędnościowe w promocji oprocentowane na 2,7%, a tu ma alternatywę – fundusz pieniężny lub gotówkowy i może zarobi na nim 1,5%, może 2%, jak będzie dobrze. Dlaczego miałby decydować się na tego typu rozwiązanie?

Wydaje mi się, że to jest trochę tak, że jak patrzymy sobie na bieżące oprocentowanie lokat bankowych, to faktycznie z punktu widzenia oprocentowania tzw. lokat promocyjnych albo dla nowych środków, zwykle te lokaty biją oprocentowaniem stopy zwrotu z funduszy gotówkowych i pieniężnych. Ale trzeba pamiętać o tym, że jeśli faktycznie chcemy cały czas mieć tak wysokie oprocentowanie, trzeba aktywnie podchodzić do przerzucania swoich środków z banku do banku, cały czas patrzeć na to, gdzie aktualnie to oprocentowanie jest najwyższe. Zwykle jest to trudne. I szczerze powiedziawszy, podejrzewam, że większość osób po pewnym czasie zapomina o tym, co się z danymi środkami dzieje, i one sobie gdzieś tam leżą. Z drugiej strony jest też tak, że

to, jakie oprocentowanie dany bank nam proponuje, jest również pochodną tego, jaka jest cena kredytowa tego banku. Tu mamy dokładnie do czynienia z tym samym mechanizmem, o którym mówiliśmy wcześniej w przypadku obligacji korporacyjnych. Im wyższe oprocentowanie, tym prawdopodobnie trudniej danemu bankowi pozyskać środki od inwestorów.

Paweł, ty jak mówisz o tych funduszach, to używasz określenia *tak zwane fundusze pieniężne i gotówkowe*. Wiele TFI zmienia nazwy swoich funduszy zaliczanych dotąd do tej kategorii. Z czego to wynika i co to oznacza dla osób inwestujących w takie fundusze?

Taką najczystsza kategorią funduszu, najbardziej płynną, najbezpieczniejszą, stworzoną przez ustawodawcę, jest kategoria funduszu rynku pieniężnego. To jest fundusz, który prowadzi bardzo restrykcyjną politykę inwestycyjną, bo ma bardzo wąski zakres instrumentów finansowych, w które może inwestować. W Polsce jeszcze jest tak, że część z tych instrumentów w ogóle nie jest dostępna, a rentowność tych, które są, z różnych przyczyn jest dużo poniżej jakiegokolwiek lokaty bankowej. Dlatego takich funduszy nie ma, bo to są fundusze zwykle poszukiwane przez duże podmioty, duże korporacje albo duże podmioty instytucjonalne, które same mają bardzo duże nadwyżki płynnościowe i szukają konkretnego rozwiązania, nie chcą trzymać wszystkich środków w banku albo trzymają je już w każdym banku i muszą trzymać je już gdzie indziej, więc wybierają tego rodzaju fundusze.

Natomiast z punktu widzenia inwestora indywidualnego na dzisiaj to są fundusze, które byłyby zupełnie nieatrakcyjne, więc one w Polsce praktycznie nie występują. Pojawiła się więc kategoria funduszy podobnych do funduszy rynku pieniężnego, ale funduszy, które nie są takimi funduszami *sensu stricto*. Te fundusze występują w Polsce pod kategorią funduszy gotówkowych i pieniężnych. Jak sama nazwa wskazuje, to już nie są fundusze rynku pieniężnego. Natomiast fakt jest taki, że Parlament Europejski stwierdził – niejako jest to pokłosiem ostatniego kryzysu z 2008 r., po upadku Lehman Brothers, kiedy okazało się, że fundusze, które powinny być bezpieczne i które powinny być płynne, wtedy płynne być przestały – że nie można wprowadzać inwestorów w błąd i jeszcze bardziej dokręcił śrubę funduszom rynku pieniężnego, bardzo rygorystycznie określając katalog lokat, w które mogą one inwestować swoje środki. Ale jednocześnie określił, że pewne nazwy mogą być używane tylko i wyłącznie przez tego rodzaju fundusze. I stąd w Polsce mamy do czynienia z takim gremialnym zmienianiem nazw przez fundusze gotówkowe i pieniężne. Okazało się, że nazwy: *depozytowy, gotówkowy, skarbowy, pieniężny, płynnościowy, lokacyjny*, są zarezerwowane lub powinny być zarezerwowane tylko i wyłącznie dla funduszy rynku pieniężnego. Ponieważ w Polsce to nie są fundusze rynku pieniężnego, więc te fundusze muszą

zmienić swoje nazwy, wymyślając jakieś podobne, aczkolwiek niezakazane przez ustawodawcę czy wprost niezakazane teraz przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Pojawiają się nazwy typu *fundusz dochodowy*, inne zmieniają nazwę na *fundusze obligacji krótkoterminowych*, bo też takie przykłady widziałem. W waszym przypadku macie fundusz AXA Lokacyjny. Czy tutaj również będziecie mieli do czynienia ze zmianą nazwy?

Tak, określenie *lokacyjny* też znalazło się w gronie tych nazw zakazanych, prawdopodobnie dokonamy zmiany nazwy, mamy na to czas do 21 stycznia. Prawdopodobnie dokonamy tej zmiany w styczniu, żeby teraz, jeszcze w tym gorącym grudniowym okresie, nie wprowadzać zamieszania, jeśli chodzi o nazwę funduszy. My z kolei idziemy w stronę funduszu, który prawdopodobnie będzie nazywał się Funduszem Ostrożnego Inwestowania.

Pewnie zmieni się cała kategoria, już nie będą to fundusze gotówkowe i pieniężne, tylko także Analizy Online, które zwykle dokonują klasyfikacji porównań funduszy, zastosują pewnie jakąś nową nazwę.

Paweł, korzystając z twojej wiedzy i doświadczenia, przekazujmy tę wiedzę na takie bardzo praktyczne wskazówki dla naszych słuchaczy. Załóżmy, że chciałbyś zainwestować swoje środki w któryś fundusz z grupy gotówkowych i pieniężnych. Jak krok po kroku zabrałbyś się za takie zadanie? Stwórzmy taki algorytm dla słuchacza, inwestora, jak powinien analizować tego typu fundusze.

Pewnie na początek warto znaleźć sobie jakąś porównywarke, w której będziemy mogli znaleźć wszystkie tego rodzaju fundusze – pewnie najlepszym przykładem będzie właśnie serwis Analiz Online. Tam wybrać sobie dzisiaj istniejącą jeszcze kategorię funduszy gotówkowych i pieniężnych. Jak już mamy tę kategorię, to wtedy ujawnia nam się całkiem spora liczba funduszy, która jest dostępna pod tą kategorią, bo nie ma co ukrywać, 2/3 oszczędności Polaków znajduje się w tych funduszach najbezpieczniejszych, właśnie w funduszach gotówkowych i pieniężnych albo w funduszach obligacji. Więc z drugiej strony tam jest największa konkurencja i najwięcej funduszy można tam znaleźć. Wtedy pewnie warto sobie posegregować te fundusze względem stopy zwrotu, którą można tam znaleźć. Tak jak wspomnieliśmy na początku, te stopy zwrotu w przypadku tej kategorii powinny być zbliżone do siebie. Jeśli któryś fundusz jakoś odstaje znacząco od pozostałych, to zwykle to jest znak, że wymaga on większej uwagi i dogłębnej analizy.

A za jakie okresy bada ci wyniki i jak je interpretować?

Ja jestem generalnie bardzo dużym przeciwnikiem dobierania funduszy po historycznych stopach zwrotu, bo to, co prawdopodobnie może znaleźć w dokumentach każdego funduszu, to takie okrągłe zdanie, że historyczne wyniki nie są gwarancją wyników na przyszłość, i jest to prawda. Natomiast w tym konkretnym przypadku nie mówię o tym, żeby wybierać fundusze po najwyższych stopach zwrotu, ale żeby je segregować po stopach zwrotu tylko i wyłącznie dlatego, aby znaleźć te fundusze skrajne. Jeśli chcemy się interesować tymi skrajnymi, to będą wymagały od nas pogłębionej analizy, bo to znaczy, że one tworzą dodatkową wartość albo jej nie tworzą, jeśli to są fundusze z samego dołu, jeśli chodzi o stopę zwrotu.

Czyli odnieść te wyniki do tego, jakie były stopy rynkowe i jak mniej więcej wygląda taka przeciętna stopa zwrotu z tej grupy funduszy.

Wydaje mi się, że tak. Uważam, że to jest łatwe do sprawdzenia. Jeśli widzimy, że stopy procentowe w Polsce od roku są na poziomie 1,5%, to należałoby zakładać, że taki porządny fundusz z tej kategorii powinien mniej więcej tyle zarobić. Jeśli zarabia dwa razy więcej albo dwa razy mniej, to wtedy warto pochylić się głębiej nad tym, czemu tak jest.

Jeśli jest dwa razy mniej, to pewnie od razu taki fundusz sobie kasujemy.

Ja bym tak do tego nie podchodził, bo wierzę, że nie ma głębszego sensu podejmowanie decyzji na przyszłość na podstawie historycznych wyników. Co jest trudne, bo jednak większość osób tak robi, natomiast ja zwykle to odradzam. Oczywiście jeśli jakiś fundusz ma ekstremalnie niskie stopy zwrotu w porównaniu z konkurencją, to pewnie nie świadczy dobrze o prowadzonej polityce inwestycyjnej. Natomiast z drugiej strony to nie jest tak, że jak jakiś fundusz ma te wyniki ekstremalnie dobre, to tak musi być w przyszłości.

Bardzo wiele osób, nawet jak już wejdzie na te Analizy Online, popatrzy na te fundusze, na tę konkretną grupę, pofiltruje tam, poselekcjonuje, to zwykle w tym momencie się zatrzymuje, czyli wybiera fundusze z najlepszymi wynikami. Ty mówisz, że to jest tylko punkt wyjścia, początek. Co powinniśmy robić dalej?

Wydaje mi się, że w przypadku tej najbezpieczniejszej kategorii funduszy, czyli funduszy, które mają bardzo podobne wyniki albo powinny mieć bardzo podobne wyniki, prowadzić podobną politykę inwestycyjną, najbardziej istotnym elementem, jeśli chodzi o ocenę, są opłaty. Nie ma co ukrywać, opłaty w funduszu to jest ta rzecz, która na pewno w przyszłości będzie miała wpływ na wynik, o ile historyczne wyniki się powtórzą, ale z całą pewnością wiemy, ile będziemy musieli zapłacić za zarządzanie albo przynajmniej za zarządzanie danego TFI. Im niższe opłaty, tym większa szansa, że ta wypracowana stopa zwrotu będzie lepsza przy tym samym ryzyku. Czyli

z perspektywy takiego inwestora w tej kategorii funduszu, który jak miemam poszukuje bezpieczeństwa, to powinien być jeden z najbardziej istotnych elementów.

Czyli patrzymy na wyniki, na opłaty. Co dalej?

Opłaty są różne, np. tych za zarządzanie nigdy nie widzimy, bo one są zaszyte w wycenie jednostki funduszu, ale mają wpływ na to, jakie stopy zwrotu fundusz generuje. Oczywiście w przypadku tej kategorii te opłaty powinny być jak najniższe. Z drugiej strony w ogóle nie wyobrażam sobie, żeby w takiej kategorii funduszu występowały jakiegokolwiek inne opłaty, zwłaszcza gdy stopy procentowe są niskie, bo one w zasadzie zabijają rentowność takiej inwestycji. Pewnie warto zwrócić jeszcze uwagę na renomę towarzystwa, które zarządza danym funduszem, na wyniki inwestycyjne innych funduszy danego towarzystwa.

Jak oceniać tę renomę?

Dziś dostęp do informacji jest w miarę prosty. Raczej większość z nas cierpi na nadmiar informacji. Wydaje mi się, że taka krótka prasówka, która obejmuje nazwę danego towarzystwa, to, co się o nim pisze, czy cokolwiek się o nim pisze, jakie aktywa łącznie ma pod swoim zarządzaniem. To nie są krytyczne rzeczy, ale pozwalają nabrać dodatkowej wiedzy o tym, czy mamy do czynienia z bardzo małym TFI, czy z dużym TFI, które posiada wiele różnych strategii, a dodatkowo jeszcze te strategie nie generują jakichś ryzyk, które się ujawniają np. w postaci jakichś publikacji prasowych, kar nadzorczych. To ma znaczenie z perspektywy osoby, która poszukuje naprawdę bezpiecznej inwestycji, którą powinien być fundusz w tej kategorii.

To, co jeszcze ma znaczenie, to profil zarządzającego danym funduszem, czyli już konkretnej osoby, która takim funduszem zarządza. Trudniej jest to sprawdzić, natomiast powinniśmy zwiększyć naszą czujność w przypadku, gdyby okazało się, że mamy do czynienia ze zmianą albo częstymi zmianami zarządzającego danym funduszem. To nie musi od razu świadczyć o tym, że dzieje się coś złego, natomiast jest taką przesłanką do tego, że być może coś jest nie tak. Jeśli mamy do czynienia z funduszem, którym od 10 lat zarządza jedna i ta sama osoba, wtedy też możemy wiedzieć, czego spodziewać się po tego rodzaju funduszu, patrząc na jego wyniki w całym tym okresie.

Problem jest niemały, bo wiele towarzystw pokazuje cały zespół inwestycyjny, który zarządza danym funduszem. Czy masz jakiś sposób, aby dotrzeć do informacji, kto faktycznie siedzi za sterami?

To jest często problem autorskich funduszy, takich bardziej agresywnych, w których faktycznie jest tak, że dana osoba ma gigantyczny wpływ na wyniki i na politykę

inwestycyjną, jaką prowadzi dany fundusz. W przypadku funduszu inwestycyjnego tu czasami wystarczy nawet informacja o zmianach w samym zespole, bo jeśli zespół jest stabilny, zmiany są rzadkie, bo zawsze jakieś mogą być, to wtedy mamy ten komfort, że faktycznie w danym podmiocie nic wielkiego się nie dzieje, a jak wiemy nie od dziś, pieniądze lubią spokój, więc jest lepiej, gdy skład zespołu, który zarządza naszymi środkami, jest stabilny.

Czyli mamy wyniki, sprawdziliśmy opłaty, reputację zarządzającego danym funduszem, widzimy, że zespół inwestycyjny jest w miarę stabilny. Co robimy dalej?

Wtedy warto wejść nieco głębiej w badanie tego, co znajduje się w środku tego funduszu. I tu możemy zacząć od takich najprostszych dokumentów, z jakimi możemy mieć do czynienia, czyli z kartą funduszu. Są w niej zwykle takie podstawowe informacje o tym, w co dany fundusz inwestuje, czyli jakie kategorie lokat możemy mieć i jaki jest ich udział. To nie są informacje bardzo szczegółowe, ale pozwalają nam przynajmniej określić, czy dany fundusz inwestuje głównie w obligacje skarbowe, czy w korporacyjne, czy w depozyty. Wydaje mi się, że to są takie główne kategorie, które możemy tam znaleźć.

To, co możemy jeszcze znaleźć w takiej karcie funduszu, to informacja o tym, czy ten fundusz inwestuje w Polsce, czy zagranicą. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, to pewnie może być informacja o tym, które sektory są reprezentowane w ramach tej kategorii. To nie są informacje wystarczające do tego, żeby podjąć już konkretną decyzję, ale pozwalają przefiltrować nam te fundusze. Jeśli chcemy wejść głębiej, a zwykle powinniśmy, to wówczas czas na analizę sprawozdania finansowego.

To już wyższa szkoła jazdy. Ale moim zdaniem w przypadku tych funduszy to krok wręcz niezbędny.

W ramach samego sprawozdania finansowego nie chodzi nawet o to, by zajmować się każdą pozycją z osobna, zanalizować sytuację finansową każdego emitenta, bo to jest oczywiście niemożliwe. Natomiast z punktu widzenia oceny ryzyka danego funduszu wydaje mi się, że ważne są dwa elementy. Pierwszy z nich to maksymalny udział danego emitenta w portfelu. Takie informacje są w każdym sprawozdaniu. Możemy sobie przejść i zobaczyć, jaki to jest udział. Ten udział w dobrze zdywersyfikowanym portfelu nie powinien być duży. Jeśli on jest duży, to powinien dotyczyć takich bardzo bezpiecznych emitentów. To bardzo relatywne pojęcie, bo pewnie każdy może mieć tu swój poziom. Natomiast wewnętrznie uważam, że nawet najbezpieczniejszy emitent, który uważamy, że absolutnie nigdy nie może upaść, nie powinien przekraczać w portfelu trzech punktów procentowych, a jeśli to jest emitent dobry, ale co do którego trudno jednoznacznie ocenić, jak on będzie zachowywał się w ramach całego

cyklu, to na pewno ten udział powinien być niższy niż jeden punkt procentowy. Jeśli udział danego emitenta jest wyższy, to wtedy musimy mieć świadomość tego, że jeśli zdarzy się kiedyś problem, który dotknie taki podmiot, to ten problem rozleje się dokładnie w takim udziale na cały fundusz. Więc z punktu widzenia zarządzającego tym trudniej będzie zarządzić tym problemem.

Czyli patrzysz na sprawozdanie, szukasz emitentów o najwyższych wagach, widzisz 3%. Po prawej stronie widzimy, że taka jest waga. Patrzymy w lewo, widzimy, że to jest PKN Orlen, więc nie musimy się jakoś bardzo martwić. Ale jeżeli w tym miejscu jest jakaś inna spółka o bardzo wysokim kuponie, to już wygląda to trochę inaczej.

Dokładnie tak, bo kolejną informacją, którą możesz w sprawozdaniu znaleźć i odczytać, jest wysokość kuponu. Im wyższy kupon, tym wyższe ryzyko, więc ten udział czy wysokość tego udziału z wysokością kuponu bardzo łatwo powiązać.

Bardzo ważna sprawa, o której nie wspomnieliśmy: wysokość kuponu to wysokość oprocentowania obligacji.

Jeśli mamy do czynienia w sprawozdaniu z taką sytuacją, że mamy wysokie udziały, czyli powyżej jednego punktu procentowego emitentów, których kupony też są bardzo wysokie, czyli na dzisiaj powyżej np. pięciu punktów procentowych, to znaczy, że wtedy mamy do czynienia z sytuacją, w której dany fundusz bierze wysokie ryzyko kredytowe. To nie znaczy, że to jest zły fundusz. To znaczy, że to jest fundusz, który bierze wysokie ryzyko kredytowe. I wtedy musimy sobie odpowiedzieć na pytanie, czy właśnie tego szukamy. Jeśli ufamy towarzystwu, ufamy zarządzającemu, jeśli dane towarzystwo ma dobre wyniki w zarządzaniu tego rodzaju ekspozycją, to oczywiście możemy dalej taką inwestycję rozpatrywać, tylko musimy mieć w pełni świadomość podejmowanego ryzyka.

Przed naszą rozmową wspomniłeś o takim wskaźniku, który sobie wyliczasz, jakim jest średni poziom kuponu w danym funduszu. Jak to policzyć?

Na poziomie sprawozdania finansowego to pewnie trzeba wziąć wszystkie udziały, bo wszystkie te udziały w sprawozdaniu finansowym znajdziemy w ramach poszczególnych emitentów. Obok wypisać sobie wszystkie wysokości kuponów. Policzyć z tego jakąś średnią ważoną, czyli przemnożyć ten udział przez wysokość kuponu. I zobaczyć, jaki właśnie ten średni poziom kuponu jest. Jeśli on jest dużo wyższy niż wskaźnik referencyjnej stopy, WIBOR plus jeden czy dwa punkty procentowe, to znaczy, że w ramach danego funduszu ta ekspozycja na ryzyko kredytowe emitentów jest po prostu wyższa.

Czyli prześwietlasz tę część, która jest związana z ryzykiem kredytowym, część, która ulokowana jest w obligacjach korporacyjnych, bo tam kryje się największe potencjalne ryzyko.

Tak, w tej kategorii na dzisiaj, w ramach Analiz Online w funduszach gotówkowych i pieniężnych, udział części korporacyjnej na pewno nie powinien przekraczać połowy portfela, czyli powinien być niższy niż połowa portfela. Jeśli mamy taką wiedzę i taką możliwość, to pewnie też warto zwrócić uwagę na branże, które są reprezentowane w ramach tej części. Bo mamy też wiele podmiotów bankowych, które emitują obligacje. I pewnie z zupełnie innej perspektywy można spojrzeć na obligację, która jest wyemitowana przez duży bank, a zupełnie inaczej na obligację, która jest wyemitowana przez podmiot, którego nazwa z niczym nam się nie kojarzy.

A nawet jak się kojarzy, to też nie jest gwarancją bezpieczeństwa, bo widać, jakie jest zamieszanie wokół akcji, obligacji Getin Banku. Zobaczymy, jak się sprawa rozegra. Można wejść na notowania na rynku Catalyst i zobaczyć, jak inwestorzy reagują na tego typu doniesienia prasowe, jak mocno takie obligacje wyemitowane przez bank potrafią być przecenione.

Tak jest i to jest najlepszy dowód na to, że nawet emitent, który na dany moment wydaje nam się bardzo atrakcyjny i bezpieczny, może za jakiś czas już takim nie być. To, na co warto zwrócić uwagę, to jak zmienia się wysokość aktywów danego funduszu w czasie: czy one rosną, czy maleją, czy są stabilne. Może zdarzyć się tak, że pomimo tego, że dokonamy bardzo wnikliwej analizy, to jednak przeoczymy jakiś istotny aspekt, który dostrzegają inni. I może okazać, że fundusz doświadcza bardzo dużych odpływów. Jeśli fundusz doświadcza bardzo dużych odpływów, to wtedy udział części nie płynnej albo niedostatecznie płynnej zaczyna gwałtownie rosnać. Wtedy zarządzający tym funduszem stoi przed takim bardzo trudnym wyborem: czy sprzedawać aktywa mimo wszystko po jakiegokolwiek cenie, jaką na rynku dostrzeże, czy też podejmować jakiegokolwiek inne kroki.

Jeśli fundusz stracił 50% swoich aktywów, to już uważałbym, że jest to bardzo dużo – warto podkreślić, że nie mówimy tu o konkretnej wartości, tylko bardziej odnosiłbym tę wielkość aktywów do wielkości aktywów, które fundusz posiadał rok wcześniej albo dwa lata wcześniej. To oznacza, że to, co pozostało w portfelu tego funduszu, może być dużo mniej płynne, niż było, a my mamy przed sobą historyczne sprawozdanie tego funduszu, więc ta sytuacja mogła się diametralnie zmienić, właśnie w odróżnieniu od historycznego sprawozdania, czyli pewnie sprzed pół roku. Wielkość aktywów to jest taka liczba, która podawana jest na bieżąco. W każdym miesiącu mamy dostęp do tej informacji.

Czy jest jeszcze coś, co ty sprawdzasz, analizując takie fundusze?

Wydaje mi się, że na potrzeby takiej analizy to już dostatecznie dużo, co można zrobić. Oczywiście skupiliśmy się na tej części korporacyjnej, pewnie warto jeszcze zwrócić uwagę na dodatki w ramach takich funduszy, które mogą się pojawiać. Oczywiście poza częścią korporacyjną i częścią skarbową te fundusze mogą inwestować np. w obligacje denominowane w walucie obcej, w niewielkim stopniu w obligacje skarbowe innych krajów rozwijających się.

Czyli takie dopalacze.

Tak, tzw. dopalacze, które w tym tzw. wyścigu żółwi w ramach tej kategorii mogą mieć istotne znaczenie.

Jaki poziom tych dopalaczy uznajesz za akceptowalny?

Na pewno poniżej 10 punktów procentowych.

Proponuję, żebyśmy sobie tak praktycznie przepuścili przez te wszystkie zasięki i kryteria, które stworzyłeś. Wymienię je: wyniki, opłaty, reputacja TFI, stabilność zespołu zarządzającego. Należy popatrzeć na kartę funduszu i w co ten fundusz może inwestować. Następnie rzucić okiem na sprawozdanie – i tu patrzymy się na wagi największych emitentów. I chwilę potem również na średni poziom kuponu. Wreszcie na zmiany aktywów i na końcu na dopalacze. Dałem ci laptop, odpalamy fundusz AXA Lokacyjny i widzimy punkt pierwszy: wyniki.

Te wyniki widzimy nawet nie tyle w ramach samego funduszu AXA Lokacyjny, zresztą w ramach samego funduszu AXA Lokacyjny pewnie też te wyniki w Analizach Online można sobie zobaczyć.

Ale co ty wnioskujez, patrząc na te tabele w Analizach Online?

Mamy stopy zwrotu i pozycję w grupie. To jest taka pozycja w ramach tych wszystkich dostępnych tu ram czasowych, czyli od 1 miesiąca aż do 36 miesięcy, gdzieś powyżej średniej, powyżej mediany. To nie jest fundusz, który jest pierwszy czy ostatni.

Nagrywamy tę rozmowę 10 grudnia 2018 r., jesteśmy na stronie Analiz Online i przeglądamy fundusze z kategorii pieniężne. Wynik za trzy lata, za rok, jak to wygląda?

Czyli tu wynik za 12 miesięcy, stopa zwrotu funduszu to 1,66, obok jest średnia 1,16.

Czyli mamy za jeden rok powyżej średniej. W analizach Online jest domyślnie ustawiona kategorię A, czyli ta, która zwykle jest najdroższa. Ile wynosi opłata w funduszu AXA Lokacyjny w przypadku kategorii A?

Tak, w przypadku kategorii A to jest opłata na poziomie 0,8%.

Natomiast przy okazji IKZE oferujecie inne jednostki.

To są jednostki kategorii E. Zresztą w ramach Analiz można sobie wybrać inne kategorie jednostek. I w przypadku jednostki kategorii E ta opłata jest na poziomie 0,5%.

Warto też dodać, że przy interpretacji wyników, jeśli mamy tylko informację o jednostce A, ale my tak naprawdę inwestujemy w jednostkę o niższej opłacie za zarządzanie, to w dużym przybliżeniu możemy sobie spokojnie założyć, że ta jednostka tańsza wypracuje wyższą stopę zwrotu dokładnie o różnicę w opłacie.

Dokładnie tak. Czyli w tym przypadku jednostka kategorii A w ostatnich 12 miesiącach zarobiła 1,66%. Jednostka kategorii E – nie mam jej przed sobą, ale pewnie należałoby założyć, ponieważ jest to jednostka tańsza o 0,3% – zarobiłaby 1,96%.

Badamy ten konkretny fundusz, widzimy, że on jest nieco powyżej średniej. Nie odbiega bardzo ani w górę, ani w dół. Trzymamy się tych kryteriów, o których mówiłeś, że są dla ciebie trudne, czyli dotyczących reputacji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Jeśli chodzi o reputację, to pewnie w ramach samych Analiz Online można wejść w kategorię wiadomości i wyszukać sobie informacje dotyczące AXA TFI. Wydaje mi się, że nic ciekawego tam się nie znajdzie. Można tych informacji szukać też szerzej.

Czyli AXA jest jedną z największych grup finansowych na świecie. Znana jest w Polsce głównie poprzez biznes ubezpieczeniowy. Ale macie to, co nazywa się takim *reputation at stake*, czyli że gdybyś ty położył reputację AXA na stole i zaszкодził jej, to miałbyś spore problemy.

Dokładnie tak jest.

Mówię o tym, gdyż przez szereg lat pracowałem w czymś, co obecnie nazywa się NN Investment Partners TFI, gdzie były duże, grupowe, globalne ograniczenia, jeśli chodzi o podejmowanie ryzyka, właśnie dlatego, że gdyby jakiś mały biznes w Polsce zaszкодziłby reputacji całej grupy, to byłby problem. Jak u was to wygląda?

Można powiedzieć, że jest podobnie. Wiadomo, że każda taka duża grupa musi dbać o to, żeby nie zdarzały się jakieś problemy reputacyjne, nawet na mniejszych rynkach. Akurat nie mam tu na myśli Polski, ale na takich mniejszych rynkach. Akurat dzisiaj dostęp do informacji jest tak prosty i szybki, że na reputację i wiarygodność pracuje się latami. Dzięki temu też buduje się przewagi konkurencyjne, a zniszczyć reputację jest

bardzo łatwo. Wiadomo, że duże grupy muszą dbać o to, żeby mieć kontrolę nad działaniami, które się podejmuje nawet lokalnie, aby unikać tego rodzaju sytuacji.

Wspomniałeś o stabilności zespołu zarządzającego. Jak długo zarządzasz AXA Lokacyjnym?

To ciekawa informacja z tego punktu widzenia, że w Analizach mamy zarówno informację o tym, kiedy w ogóle fundusz został uruchomiony po raz pierwszy, jak i o tym, kiedy dany zarządzający dołączył do składu zarządzających, jeśli jest więcej niż jedna osoba i zarządza danym funduszem. I akurat w tym przypadku w Analizach można dowiedzieć się, że ja zarządzam tym funduszem od samego początku jego istnienia, czyli od lipca 2010 r. Trochę z sentymentem powiem, że od samego początku obserwuję, jak ten fundusz się rozwija i rośnie. Oczywiście to bardzo fajna sprawa, że możesz od samego początku budować dany fundusz, jego portfel, politykę i prowadzić go po swojemu.

Wspomniałeś, żeby zajrzeć też do karty funduszu i znaleźć tam ważne informacje. Jak w tym przypadku zinterpretowałbyś je?

Mamy tu informację o poziomie ryzyka, którą zresztą wcześniej też można było znaleźć. Poziom ryzyka od 1 do 7. W tej kategorii nie powinien przekraczać dwa. On świadczy o tym, czy jednostka danego funduszu charakteryzuje się dużą, czy małą zmiennością. W przypadku tego funduszu to jeden, czyli najniższa z możliwych kategorii.

Wydaje mi się, że trzeba zrobić to zastrzeżenie, że często ta zmienność jest zaniżona w funduszach z tej kategorii.

Tak, oczywiście zmienność nie powinna być z naszego punktu widzenia krytycznym wskaźnikiem, bo jeśli fundusz inwestuje w coś, co nie jest wyceniane przez rynek, to wtedy tej zmienności też nie będzie, więc żeby uniknąć tego rodzaju ryzyka, to oczywiście nie jest jedyna wartość, na którą warto spojrzeć. Warto pewnie spojrzeć na to, jaki poziom aktywów w danym funduszu występuje. Akurat w przypadku funduszu AXA Lokacyjny na dzień 31 października 2018 r. było 356 mln zł.

Czy pamiętasz, jak kształtował się ten poziom aktywów w czasie?

Szczerze powiedziawszy nie pamiętam, jaka była dokładnie wartość aktywów rok temu. Skoro nie pamiętam, to pewnie ona się jakoś drastycznie nie zmieniała, bo to znaczy, że fundusz prowadzi swoją normalną politykę bez konieczności nabyć ani nadmiernych umorzeń.

Co jeszcze wycytujesz z tej karty funduszu?

Mamy tu informację o strukturze aktywów. Ta struktura pokazuje nam, że mamy 60% skarbowych instrumentów dłuższych, 30% innych instrumentów dłużnych, które trzeba czytać jako obligacje korporacyjne, 3% certyfikatów depozytowych i 4% gotówki, czyli depozytów.

Co jeszcze sprawdzasz w karcie funduszu? Czy czytasz ją od dechy do dechy?

To, na co warto zwrócić uwagę, co nie jest jakoś szczególnie istotne z punktu widzenia inwestorów, ale jest zwykle istotne z punktu widzenia zarządzających, to są wyniki do benchmarku, czyli do takiego wskaźnika referencyjnego, który daje nam trochę obraz tego, jaką politykę inwestycyjną dany fundusz prowadzi. Jeśli fundusz nie ma benchmarku, to takiej informacji nie mamy. A jeśli ma benchmark, to zwykle należałoby oczekiwać, że ta polityka inwestycyjna będzie do tego benchmarku zbliżona. Oczywiście zarządzający ma zawsze za zadanie ten benchmark pobić, ale też nigdy nie należy oczekiwać, żeby te odchylenia od benchmarku były bardzo duże.

Co jest tu benchmarkiem?

Tu benchmarkiem w stu procentach jest trzymiesięczny WIBID, który jest pomniejszony o opłatę za zarządzanie, głównie z tego względu, aby tak na czysto pokazać, czy zarządzający na poziomie portfela ten benchmark bije, czy nie, czy dany portfel jest lepszy od takiego wskaźnika referencyjnego. Tu na dole mamy informację o tym, że na koniec października benchmark dla tego funduszu zarobił 0,7%. Teraz przechodzimy na stronę nr 2, to jest informacja o alokacji walutowej, czyli dowiadujemy się, czy fundusz inwestuje w jakiegokolwiek instrumenty notowane w innej walucie niż polski złoty. I mamy tu informacje o tym, że blisko 96% aktywów jest denominowana w złotym, a 4% w euro.

Po przejrzaniu karty funduszu czas na sprawozdanie finansowe. Otwieramy sprawozdanie. Zawsze skroluję do tabeli, która pokazuje skład portfela, widzę, że ty również. Co w przypadku tego sprawozdania AXA Lokacyjnego możemy wyczytać?

W przypadku tego funduszu możemy wyczytać, pewnie po zsumowaniu tych pozycji bardziej dokładnie, że jeśli chodzi o tę część skarbową, inwestuje on w obligacje o zmiennym kuponie. Te informacje mamy w kolumnie, która nosi tytuł *warunki oprocentowania*. Pokazują one poziom kuponu oraz informacje, czy jest to kupon stały, czy zmienny. Tak jak mówiliśmy wcześniej, tego rodzaju fundusze często inwestują w zmienny kupon, którego wartość zmienia się raz na sześć miesięcy. I zwykle odzwierciedla bieżący poziom stopy procentowej. I to są wszystkie obligacje skarbowe, tzw. obligacje WZ o różnych terminach zapadalności. W portfelu mamy także obligacje

skarbowe stałokuponowe, np. obligacja PS0421 o kuponie 2%, terminie zapadalności w kwietniu 2021 r.

Czyli bardzo dokładnie możemy zobaczyć skład całego portfela, ile ważą największe pozycje i co to jest. W tym przypadku to są przede wszystkim obligacje skarbowe.

Mamy informacje o wszystkich emitentach korporacyjnych, których obligacje znajdują się w portfelu. Jest tu parę stron tych emitentów, co bez wnikliwej analizy pewnie świadczy o tym, że jest to portfel bardzo silnie zdywersyfikowany. Mamy wiele podmiotów bankowych, możemy znaleźć tu mBank, Alior Bank, Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski. Mamy inne podmioty z sektora finansowego, Powszechny Zakład Ubezpieczeń, Santander Consumer Bank, ING Bank Śląski. Mamy też niewielkie udziały innych emitentów korporacyjnych, np. spółek typu CCC czy Unibep, Inter Cars albo Dom Development.

Czyli są to raczej stosunkowo duże korporacje. Ile wynosi udział największego emitenta?

Ten udział największego emitenta z poziomu analizy tego na poziomie samego sprawozdania może być o tyle utrudniony, że żeby go dobrze ocenić, musielibyśmy zsumować wszystkie emisje danego emitenta. Bo może być tak, jak w przykładzie, który podam. W przypadku naszego portfela mamy wiele emisji Alior Banku, więc to nie jest tak, że widzimy procentowy udział w aktywach ogółem tego banku. W pierwszej pozycji, jaką widzę przed oczami, która zapada w kwietniu 2021 r., jest 0,13%, ale na kolejnej stronie znowu pojawia się Alior Bank zapadający w październiku 2022 r. i jest to 0,2%. Czyli żeby tak z ręką na sercu dobrze zrobić to ćwiczenie, trzeba by sobie tych emitentów po nazwach posegregować i dodać każde udziały po danym emitencie, żeby sprawdzić, który z emitent stanowi w portfelu najwięcej. A tak z pamięci zakładam, że największe udziały będą miały podmioty bankowe, typu Alior Bank, mBank, PKO BP, PKO SA.

Tak to właśnie krok po kroku wygląda. Najlepiej wrzucić to do Excela, co pomoże zarówno te udziały zsumować i podliczyć, ale także policzyć to, o czym mówiłeś o średnim poziomie kuponu w portfelu funduszu. Czy pamiętasz, jak to u was wygląda?

Szczerze powiedziawszy, nie pamiętam. Patrząc po tych kuponach, to nie spodziewałbym się, żeby on przekraczał trzy punkty procentowe.

I tak właśnie krok po kroku można analizować każdy fundusz. To chyba najbardziej rozsądny sposób podejścia, czyli w oparciu o te informacje, które są publicznie dostępne, można sobie rzetelnie przeanalizować dany fundusz. Jak można to

podsumować? Jakie z tego płyną wnioski? Dla kogo jest to fundusz, jak interpretować to ryzyko, czego można się po nim spodziewać?

To będzie taki fundusz, który buduje wartość dodaną przez to, że posiada ekspozycje na ryzyko kredytowe mniej więcej pewnie w jednej trzeciej portfela. To ryzyko kredytowe jest budowane w taki bardzo konserwatywny sposób, czyli jest tu bardzo duży udział emitentów bankowych dużych banków albo innych emitentów z sektora finansowego, z małymi udziałami innych emitentów.

Jest tam Getin Bank i Idea Bank?

Nie ma. Poza obligacjami zmiennokuponowymi, które zwykle się znajdują się w tego rodzaju funduszach, można tu znaleźć także obligacje stałokuponowe. I to, co mogę powiedzieć jako zarządzający tym funduszem, to to, że ten udział obligacji akurat w naszym przypadku istotnie się zmienia. Czyli w ramach tego dopuszczalnego przedziału wrażliwości na zmianę stóp procentowych, o której mówiliśmy od początku, pomiędzy zero a jeden, my się faktycznie staramy bardzo aktywnie do tego podchodzić. Czyli jeśli uważamy, że stopy procentowe będą rosnąć, to wtedy ta wrażliwość jest bardzo mała, a jak uważamy, że stopy procentowe będą spadać albo rentowności obligacji będą spadać, to wtedy ta wrażliwość na zmiany stopy procentowej w ramach tego funduszu i w ramach dopuszczalnego przedziału jest większa, bo też trudno znaleźć inne elementy, którymi fundusze w tej kategorii miałyby się szczególnie wyróżniać. Zadaniem tego rodzaju funduszu, jak powiedziałem na początku, jest walka o taką stopę zwrotu, która będzie konkurencyjna do oprocentowania konta oszczędnościowego w banku.

Myślę, że warto przy tego typu funduszach zwrócić uwagę na to, że kiedy przynosimy pieniądze z depozytu na depozyt, każdorazowo płacimy też podatek Belki, czyli jedną piątą wypracowanych zysków natychmiast oddajemy. Natomiast kiedy te pieniądze leżą w funduszu, to nawet kiedy ten wynik jest nieznacznie niższy, to jednak podatek jest odroczony. Dopóki z tego funduszu nie wyjdziemy, cały czas cała kwota pracuje. A jeśli robimy to w ramach IKZE?

Jeśli robimy to w ramach IKZE, to mamy dodatkowy bonus w postaci tej niższej opłaty za zarządzanie, czyli rocznie daje nam to 0,3%, co, jak już sobie powiedzieliśmy, w przypadku tych najbezpieczniejszych funduszy jest już bardzo dużo i to już de facto sprawia, że stopa zwrotu tego funduszu wygląda bardzo konkurencyjnie w stosunku do takich bezpiecznych inwestycji. A jeśli robimy to na czystych jednostkach funduszu, to zaletą jest też to, że w porównaniu np. do lokaty bankowej tu dostępność tych środków jest praktycznie natychmiastowa. Czyli od umorzenia po dwóch dniach mamy już środki. W przypadku lokat bankowych wysokooprocentowanych nie zawsze to

oprocentowanie jest gwarantowane w momencie, gdy zdecydujemy się na zerwanie lokat.

Czyli jak możemy opisać ryzyko płynności tego funduszu?

Ja osobiście zakładam, że to ryzyko jest bardzo niskie. Oczywiście tu zawsze mogą pojawić się zarzuty tego rodzaju, że nie mówimy, że nie ma ryzyka płynności, że ten fundusz jest superpłynny. Nie możemy tak powiedzieć, bo nigdy nie wiemy, co się wydarzy w przyszłości. To ryzyko zawsze jest. Bardziej odnosimy je do jakiegoś relatywnego poziomu. Fundusz charakteryzuje się tym, że inwestuje zawsze w jakieś aktywa, akurat w tym przypadku w aktywa bardzo płynne, w dużej mierze w obligacje skarbowe. Ale musielibyśmy założyć, że zawsze w każdych warunkach rynek obligacji skarbowych będzie superpłynny i znajdzie się druga strona, która będzie chciała od nas te obligacje odkupić. W przypadku tego rodzaju funduszy to, co jest jeszcze istotne i co powinno podnosić komfort inwestorów, to jest też fakt, że duża część z tych inwestycji nie jest na bardzo długi termin. Jak nie ma drugiej strony na rynku, to i tak po pewnym czasie ten instrument zapada. Emitent spłaca swoje zobowiązania, czy to jest emitent korporacyjny, czy skarbowy. Wtedy te środki w stu procentach są dostępne, bo tak też działają obligacje. Jeśli tylko emitent jest wypłacalny, to my dzisiaj wiemy dokładnie, kiedy dostaniemy ten kupon oraz kiedy zostanie nam zwrócona cała kwota, którą danemu emitentowi pożyczaliśmy.

Dla kogo tego typu fundusz może stanowić dobrą inwestycję?

Wydaje mi się, że dla wszystkich, którzy zaczynają swoją przygodę z rynkiem funduszy. Dla wszystkich, którzy cechują się dość znaczną awersją do ryzyka. A patrząc na to, jak wygląda struktura oszczędności w Polsce, to wydaje mi się, że mimo wszystko dla większości osób. Trzymam się takiej zasady, żeby najpierw zawsze zastanowić się, ile można stracić, a nie ile można zarobić. Jeśli rynek funduszy jest dla nas atrakcyjny, chcemy faktycznie nauczyć się inwestowania, to jest to dobry krok, bo na tego rodzaju funduszu raczej ciężko popełnić jakieś kardynalne błędy, jeśli chodzi o nabywanie jednostek. Tu zwykle stopy zwrotu są dodatnie.

Paweł, bardzo ci dziękuję za to podsumowanie. Fakt, że mogłeś poświęcić mi i moim słuchaczom tyle czasu, związany jest z tym, że właśnie trwa promocja prowadzona przez AXA TFI. Jest to promocja produktu, którym jest IKZE w AXA TFI, czyli możliwość inwestowania w już 16 w tej chwili funduszy dostępnych w ramach waszej oferty, z opłatą za zarządzanie obniżoną tak przeciętnie o 50%. Ale ta obniżka opłaty to nie wszystko, bo do końca grudnia trwa jeszcze specjalna akcja promocyjna 200 zł za 2 tys. Na czym ona polega?

200 zł za 2 tys. polega na tym, że w przypadku nowych klientów IKZE, którzy zdecydują się na swoją przygodę z oszczędzaniem na emeryturę razem z nami, oferujemy wypłatę 200 zł, w takim charakterze, w jakim nasz klient wpłaca na dowolnie wybrany przez siebie fundusz, czyli również w AXA Lokacyjny. A potem my wypłacamy to 200 zł w formie jednostek uczestnictwa tego samego funduszu, czyli otwieramy rejestr klientowi na rejestr podstawowy w ramach kategorii funduszu, który sobie wybierze. Jeśli ktoś dzisiaj wpłaci – dziś jest 2018 r. – to do końca pierwszego kwartału 2019 r. wypłacimy pierwsze 100 zł w jednostkach tego funduszu, do końca pierwszego kwartału 2020 r. drugie 100 zł dla tych, którzy pozostaną z nami do tego czasu. Te 100 zł można oczywiście od razu umorzyć i sobie wypłacić, zostawić w jednostkach tego funduszu, przekonwertować na inny fundusz z naszej oferty. Postanowiliśmy, aby były to jednostki uczestnictwa, bo raz, że chcieliśmy dać coś od siebie, czyli uznaliśmy, że skoro ktoś chce z nami oszczędzać, to dajemy mu jeszcze dodatkowy bonus w tej samej formie w innym produkcie, takim podstawowym, jeśli chce, może sobie te 200 zł wypłacić, jeśli nie, to może uczyć się inwestowania, naszych produktów.

Jaka jest twoja osobista opinia na temat tego, co się dzieje obecnie w gospodarkach, na rynkach finansowych na dzień 10 grudnia 2018 r.?

Ten rok jest dość specyficzny i bardzo trudny z punktu widzenia rynków finansowych, bo już od niepamiętnych czasów nie było takiego okresu, w którym większość kategorii instrumentów finansowych nie była na plusie. Z punktu widzenia polskiego inwestora jest o tyle dobrze, że akurat polskie obligacje skarbowe zachowały się całkiem w porządku. Zarówno te fundusze gotówkowe i pieniężne, jak i fundusze obligacji i polskich obligacji skarbowych mają dodatnie stopy zwrotu. Moim zdaniem jednak rynki cierpią w dużej mierze przez zmianę, która dotyka największych banków centralnych. Banki centralne powoli wycofują się z drukowania pieniądza. Ta masa pieniądza pozwalała wszystkim klasom aktywów rosnać, nawet w sytuacjach, w których wzrost gospodarczy nie był jakoś szczególnie wysoki, jak to miało miejsce w ostatnich latach. A teraz po prostu tego pieniądza – przynajmniej tak rynki finansowe antycypują – będzie mniej. Czy będzie mniej, to się okaże. I trochę to tak jest, że znowu prawdopodobnie banki centralne zdecydują o tym, czy inwestorzy na rynkach finansowych będą się cieszyć, czy nie, bo już dzisiaj wiadomo, że część inwestorów zakłada, że FED wycofa się z podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, że być może EBC nie zakończy tak szybko, jak mówił, programu luzowania ilościowego. To też nie świadczy za dobrze o kondycji gospodarki globalnej, bo jeśli tak jest, że ta gospodarka cały czas potrzebuje kroplówki, to nie jest to najlepszy sygnał. Na pewno z punktu widzenia naszej lokalnej gospodarki ten rok był bardzo dobry, bo wzrost gospodarczy był bardzo wysoki, ale patrząc na to, co się dzieje na świecie, i to, w jakim

miejsu jesteśmy dzisiaj lokalnie, trudno oczekiwać, żeby wzrost na tym poziomie był do utrzymania w kolejnych latach.

Wszystko w rękach banków centralnych, miejmy nadzieję, że będzie dobrze. Twój prywatny portfel jest bardziej ofensywny czy defensywny?

Nie lubię odpowiadać na to pytanie, głównie dlatego, że tego rodzaju odpowiedź sugeruje, że ten portfel będzie tak wyglądał za miesiąc, dwa albo za rok, a to tak nie jest. Mam oczywiście część portfela, którą próbuję dynamicznie zmieniać w ramach tego, co mi się wydaje, że się na świecie wydarzy. Może odpowiem na to pytanie nieco inaczej, niż byś się spodziewał. Mój portfel mam w stu procentach w instrumentach albo inwestycjach płynnych. Wydaje mi się, że dzisiaj krytyczne jest to, żeby niezależnie od tego, jaka klasa aktywów by to była, to mimo wszystko, by była taka, z której jestem w stanie wyjść w ciągu paru tygodni.

Dziękuję serdecznie za rozmowę i za spotkanie. Moim gościem był Paweł Mizerski, dyrektor departamentu zarządzania aktywami, wiceprezes zarządu, główny ekonomista grupy AXA w Polsce. Pawle, serdeczne dzięki!

Dziękuję bardzo.

To była długa i bardzo merytoryczna rozmowa, dlatego dzisiejsze zakończenie będzie iście ekspresowe. Jak widzicie – dobra analiza funduszu przed zainwestowaniem pieniędzy to absolutna podstawa i wierzę głęboko, że dzięki zdobytej dziś wiedzy będzie Wam znacznie łatwiej to zrobić.

Pamiętajcie koniecznie o dwóch sprawach:

- pobierzcie sobie z bloga check-listę, opisującą kryteria i pomagającą w świadomym analizowaniu funduszy,
- wykorzystajcie również możliwość zadawania pytań mojemu gościowi, które pomogą Wam jeszcze lepiej zrozumieć zasady inwestowania.

To tyle na dziś, dziękuję Wam serdecznie za wspólnie spędzony czas i z całej siły trzymam kciuki za Wasze dobre, świadome i zyskowe decyzje inwestycyjne. Wszystkiego dobrego, cześć!