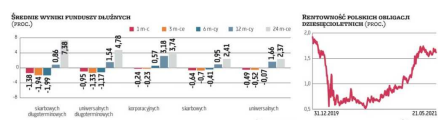


Czy klientów TFI można było uchronić od strat z obligacji?

Fundusze Wiele osób zainwestowało w fundusze dłużne w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Ich popularność osiągnęła szczyt w styczniu i lutym. Wówczas zaczęły się też spadki notowań, które trwają do dziś.



Andrzej Pałasz andrzej.palasz@parkiet.com

„Inflacja będzie w tym roku raczej spadać, niż rosnać”, „oczekujemy dalszego spadku rentowności obligacji skarbowych”, „wycenianie w tej chwili zaprzestania skupu aktywów przez banki centralne jest jeszcze przedwczesne”, „fundusze obligacji będą w tym roku dalej zarabiać, choć trudno będzie dorównać wynikom z 2020 r.” – to tylko część wybranych cytatów z prognoz czołowych polskich TFI na ten rok. Niestety, wielu zarządzających funduszami dłużnymi grubo się pomyliło w ocenie perspektyw rynku długu, a produkty, które w tym roku miały dać przynajmniej skromny zysk, zaczynają przynosić już bardzo poważne straty. Czy klienci, którzy posłuchali rad TFI i przez wiele miesięcy wcześniej kupowali fundusze dłużne, byli na to gotowi?

Duże zdziwienie klientów

Na rynku pojawiają się już głosy, że czekają nas odpływy z funduszy obligacji. Już kwiecień przyniósł bardzo duży spadek zainteresowania takimi produktami. To skutek fatalnych wyników funduszy dłużnych. Obecnie średnia strata funduszy skarbowych długoterminowych w tym roku sięga około 2 proc. Tymczasem według założeń samych TFI takie portfele miały przynieść od 0,5 do 2 proc. zysku w tym roku. Obligacje krótkoterminowe na wahania są oczywiście bardziej odporne, ale i tu przeciętna strata to 0,5 proc. (wyceny na 19 maja). Dla nich celem według jednego z TFI było 0,7–1 proc. zysku w 2021 r. Do całego obrazu sytuacji klientów należy jeszcze doliczyć inflację, która w kwietniu sięgnęła 4,3 proc. Fundusze obligacji od maja zeszłego roku regularnie przyciągały nowe wpłaty, niekiedy nawet po około 2,5 mld zł miesięcznie. W styczniu i lutym tego roku łącznie wpłacono do nich aż 6 mld zł. Był to też okres, w którym wśród zarządzających przeważała wiara w dobre perspektywy krajowych papierów dłużnych. Nawet lutowa przecena dla wielu była raczej okazją niż sygnałem ostrzegawczym. Z kolei klienci zapewne kierowali się historycznymi stopami zwrotu, które w 2020 r. były okazałe. Skoro dla większości samych zarządzających dzisiejsza sytuacja na rynku długu jest zaskoczeniem, to dla klientów zapewne też. – Wydaje mi się, że klienci nie do końca byli gotowi na takie spadki i muszą być mocno zdziwieni, gdy porównują stopy zwrotu z funduszy dłużnych w ostatnich miesiącach z tym, czego oczekiwali, kupując je – komentuje Marcin Materna, dyrektor działu analiz w Millennium DM. Jego zdaniem decyzja o zakupie funduszy dłużnych jeszcze w większym stopniu niż funduszy akcji jest motywowana historycznymi stopami zwrotu porównywanymi z obecnym oprocentowaniem lokat bankowych. – O ile po dłuższym spadku cen akcji i ujemnych stopach wzrostu funduszy agresywnych pojawiają się inwestorzy liczący na odbicie i dostrzegający, że akcje są tanie, o tyle w przypadku funduszy dłużnych taki mechanizm raczej nie działa – zauważa Materna. Jak przypomina Krzysztof Rożko, współnik zarządzający kancelarii Krzysztof Rożko i Wspólnicy, pogorszenie się stóp zwrotu z inwestycji w papiery dłużne w I półroczu 2021 r. było oczekiwane, a istotny wzrost napływów do funduszy z tej grupy w zeszłym roku powinien być ostrzeżeniem dla TFI. – Jeśli na powyższe oczekiwania nałożymy to, że istotną część portfeli tego typu funduszy stanowiły papiery skarbowe o stałej stopie procentowej, dające oczekiwaną w konstrukcji funduszu otwartego natychmiastową płynność, to jest to gotowy przepis na spadki nawet kilkuprocentowe i słuszne jest rozczarowanie ich uczestników – komentuje Rożko. Jak jednak podkreśla, nie można tutaj mówić o błędnym zarządzaniu tego typu funduszami przez zarządzających, a raczej o pewnej presji, którą właśnie powinni zarządzić. Rożko przypomina, że fundusze dłużne, inwestujące w obligacje czy bony skarbowe emitowane przez rządy lub banki centralne, są często błędnie postrzegane jako gwarantujące dodatnią stopę zwrotu. – Jednak tzw. bezpieczeństwo tego typu funduszu powinno być rozumiane jako mniejsze ryzyko z powodu możliwych mniejszych wahań wartości jednostki uczestnictwa niż w przypadku funduszy agresywnych, ale tego ryzyka nie są pozbawione, a przeszłe wyniki nie powinny stanowić gwarancji osiągnięcia podobnych w przyszłości. Żaden fundusz inwestycyjny – z założenia jego istoty – nie może gwarantować zrealizowania określonego zysku – zaznacza Rożko.

Czy na sprzedaż funduszy dłużnych ma wpływ MiFID II? Zdaniem Materny MiFID II trochę namieszał w sprzedaży takich produktów, natomiast głównym problemem jest to, że drobni klienci nie korzystają z usługi doradztwa. Wskutek tego kupują produkty dopasowane do ich profilu, jednak nie zawsze w dobrym momencie. – Z jednej strony MiFID II wymusza ujawnianie, czy dany fundusz jest właściwy dla profilu danego klienta, wymaga wskazywania ryzyka funduszy mierzonego według jednolitych kryteriów. Niestety, inne regulacje uniemożliwiają poinformowanie klienta, czy w ogóle przy obecnym stanie rynkowym powinien w ten fundusz inwestować, o ile nie podpisał on umowy na usługę doradztwa, co wśród tzw. klientów detalicznych (z których większość nabywa fundusze dłużne) jest stosunkowo rzadkie – szacuje Materna. – Czym innym jest dopasowanie funduszu do profilu klienta, czym innym kwestia, czy w danej sytuacji rynkowej fundusz w ogóle należy kupować, czy raczej poczekać na lepszy okres. Tu bez doradztwa się nie obejdzie, ale kolejne regulacje ograniczyły możliwość prostej pomocy w wyborze funduszu przez sprzedawcę – twierdzi ekspert Millennium DM.

Jego zdaniem, by uniknąć niewielkiego procentu przypadków, gdy sprzedawca działał nieetycznie i polecał klientom fundusze niedostosowane do ich profilu (czy wręcz słabej jakości produkty inwestycyjne), pozostawiło się większość klientów w zasadzie bez jakiegokolwiek wsparcia, jednocześnie nie eliminując wcale z rynku nieefektywnych produktów inwestycyjnych. – Skutkiem powyższego był w ostatnich latach duży popyt na produkty obligacyjne (w założeniu bezpieczne), które jednak przy obecnych stopach nie mogą zaoferować zadowalającego wyniku – zauważa Materna. – Największa niekonsekwencja MiFID II to pozostawienie większości klientów właściwie samym sobie, jeśli chodzi o decydowanie o inwestycjach, podczas gdy nawet najprostsza darmowa porada od sprzedawcy byłaby bardzo pomocna – podsumowuje Materna.

Zmiana sposobu wyceny

Jest jednak jeszcze jedna kwestia, która w ostatnim czasie mocno oddziałuje na fundusze dłużne. Ich zmienność w ostatnim czasie może rosnąć (widać to po wskaźnikach SRRI) z powodu zmian w sposobie wyceny aktywów i odejścia od metody liniowej. – Część z tych spadków to po prostu urealnienie wycen. Przypomnijmy, że w końcu weszły w życie nowe przepisy o wycenach obligacji przez fundusze inwestycyjne, które dotychczas były wyceniane zawsze w oderwaniu od ryzyka ich niewypłacalności aż do czasu, gdy następował default, bo były wyceniane wyłącznie efektywną stopą procentową, nieważne czy to były obligacje Orlenu, czy świeżo założonej spółki bez majątku! – mówi Grzegorz Boguski, adwokat Kancelarii Matczuk Wieczorek i Wspólnicy.

A tych urealnień w związku z tymi przepisami spodziewam się jeszcze wiele w najbliższym czasie – dodaje Boguski. Jego zdaniem MiFID II na fundusze dłużne wpłynął tak jak na wszystkie produkty z rynku kapitałowego. – De facto praktyka i założenia ich oferowania nie zmieniły się aż tak bardzo mimo wdrożenia ogromu nowych regulacji wewnętrznych w instytucjach finansowych – twierdzi Boguski. Jak zaznacza, fundusze dłużne, a zwłaszcza te, które inwestują w obligacje niepubliczne, absolutnie nie są dla każdego.