

Coroczne święto finansistów

Ponad trzytysiąc uczestników, kilkunastu panelistów z całego świata – dziś w Warszawie finansisci spotykają się na CFA Investment Summit.

To już druga edycja konferencji organizowanej wspólnie przez CFA Society Poland i dziennik „Puls Biznesu”. Temat? Aktualny niezależnie od daty, szerokości geograficznej czy sytuacji politycznej – jak inwestować z zyskiem.

Goście naszej konferencji, wybitni ekonomiści i szefowie instytucji finansowych jak i przedstawiciele największych firm inwestycyjnych w Polsce odniosą się do sytuacji rynków wschodzących, wskażą kierunki rozwoju dla rynków finansowych, a także omówią pomysły inwestycyjne, które będą odpowiedzią na pytanie, gdzie szukać wzrostu.

O czym będziemy mówić?

► Kiedy Polska przestanie być traktowana jako rynek wschodzący – panel prowadzony przez Izbę Karierną, dziennikarkę „Financial Times” i Alphaville, z udziałem Petera Attard Montalto (Nomura International), Marca Ostwalda (ADM Investor Services International), Marka Rozkruta (EY) i Grzegorza Zielińskiego (EBOR).

► Świat niskich stóp procentowych. Nowe paradygmaty inwestycyjne – wykład Rafała Matulewicza (PKO TFI).

► Simeon Djankov, były prezes EBOR i minister finansów Bułgarii, opowie o luce szczęścia w Europie Wschodniej i jej wpływie na inwestycje.

► Czy to już koniec współzależności między rozwiniętymi i rozwijającymi się rynkami akcji – wykład Andrew Stotz (szef A. Stotz Investment Research) i prezes CFA Society Thailand).

► Wielkie zmiany na rynkach wschodzących skomentuje Bartosz Pawłowski (Finisterre Capital).

► O przyszłości rynku finansowego podyskutują Artur Szeski (Fitch Ratings), Krzysztof Pietraszkiewicz (Związek Banków Polskich), Wiesław Rozucki (GPW) i Andrzej Stawiński (NBP).

391

► Tylu członków liczy obecnie CFA Society Poland, działające od 11 lat stowarzyszenie członkowskie CFA Institute, zarządzającego programem nauczania Chartered Financial Analyst i dbające o najwyższe standardy etyczne w społeczności finansowej. W tym roku globalne władze instytutu przyznały polskiej organizacji „Society Excellence Award” nagrodę za wyjątkowe działania i zaangażowanie. © P

Więcej informacji na stronie cfasociety.org/poland

Banki będą mniej rentowne, ale bezpieczniejsze

Wzrost siły przetargowej klientów, bardziej rygorystyczne regulacje, ryzyko wprowadzenia podatku bankowego i niskie stopy procentowe – to najważniejsze wyzwania stojące przed sektorem bankowym, uważa Artur Szeski.

Zmiany w polskim sektorze bankowym będą w dużej mierze odzwierciedleniem globalnych tendencji, zapowiada Artur Szeski, dyrektor na region Europy Środkowej w dziale instytucji finansowych polskiego oddziału agencji Fitch Ratings. Po tym jak sektor finansowy dostał się w ogień krytyki za udział w spowodowaniu kryzysu finansowego, rządy zmierzają do poprawienia pozycji konsumentów w relacji z bankami, objęcia działalności bankowej bardziej restrykcyjnymi regulacjami, a często także nowymi podatkami. Na więcej szczegółów w kwestii restrukturyzacji kredytów frankowych oraz podatków bankowego i od

transakcji kapitałowych trzeba będzie poczekać do czasu pierwszych decyzji nowego rządu. Jednak faktem jest uznanie Bankowego Tytułu Egzekucyjnego za niezgodny z konstytucją, a także rosnące wymagania kapitałowe oraz nadchodząca zmiana sposobu obliczania składki na Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

– Wchodząc w życie od 1 stycznia 2016 r. regulacje pozwalające nakładać dodatkowe bufor kapitałowe ponad wymagane minimum regulacyjne mają poprawić zdolność banków do absorbowania potencjalnych strat. Sankcją za niespełnienie wymagań w tym zakresie będzie ograniczenie wypłat dywidendy – ocenia Artur Szeski.

Globalną tendencją jest także naciskanie na banki, by wydłużyły strukturę swojego finansowania oraz ograniczyły działalność spoza obszaru tradycyjnej bankowości. Nie wszystkie zachodzące i oczekiwane zmiany są w równym stopniu niekorzystne dla sektora. Choć trudno znaleźć pozytywne dla banków strony dodatkowych zasilających budżet podatków, to wyższe



► **DOKĄD ZMIERZA RYNEK FINANSOWY?** Podczas CFA Investment Summit Artur Szeski będzie jednym z uczestników panelu, który zajmie się nowymi podatkami, regulacjami i kierunkami rozwoju systemu finansowego. Start o godzinie 10.40. [FOT. ARC]

wymagania kapitałowe zwiększają bezpieczeństwo systemu finansowego w dłuższym okresie.

– Z punktu widzenia agencji ratingowej zmiany w wymaganiach regulacyjnych są korzystne. Zapewniają utrzymanie wysokiej płynności banków, utrzymanie lub poprawę zdolności do absorpcji strat, popra-

wiają strukturę finansowania. Projekty restrukturyzacji ekspozycji banków na kredyty frankowe mogą okazać się kosztowne dla sektora. Trzeba jednak pamiętać o tym, że ten portfel stanowi potencjalne źródło trudnego do kontrolowania ryzyka, które może się zmaterializować w przyszłości – zauważa Artur Szeski.

Mimo korzyści dla stabilności skutkiem zmian będzie jednak spadek rentowności banków. Przyczyni się do tego toksyczna dla wyniku odsetkowego banków kombinacja niskich stóp procentowych i braku wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Aby przeciwdziałać spadkowi rentowności, banki będą kontynuować politykę ścisłej kontroli kosztów i kierować się w stronę produktów generujących relatywnie niższe wymogi kapitałowe oraz tych o wyższych marżach. Przykładem ostatnich są kredyty gotówkowe. Niższa rentowność może okazać się niewystarczającą z punktu widzenia akcjonariuszy i wymusić konsolidację. W mniej sprzyjającym otoczeniu trudno będzie się utrzymać bankom uniwersalnym o niewielkiej skali działalności.

– Za 10 lat będziemy mieli do czynienia z sektorem bankowym, który jest mniej rentowny i bardziej skoncentrowany. Zakres usług nie powinien zmienić się znacząco, jednak dzięki rozwojowi technologii i przeobrażeniom demograficznym będziemy obserwowali postępujące zmiany

w zakresie sposobu dostarczania produktów bankowych i zarządzaniu relacji z klientami – przewiduje Artur Szeski.

Zmiany technologiczne oznaczają ryzyko utraty części biznesu, np. w związku z nowymi sposobami obsługi płatności, jednak polskie banki są w czołówce europejskiej, jeśli chodzi o innowacje. Powinno to ułatwić im wyjście obronną ręką z rewolucji technologicznej.

– Od zmian w dotychczasowym modelu bankowości nie ma odwrotu. W Polsce będą one znacznie mniej odczuwalne niż w przypadku banków o zasięgu globalnym. Jednak kształt sektora ulegnie przekształceniu. Dynamika wzrostu bankowego tortu spadła, wymogi kapitałowe i inne obciążenia się zwiększają – cierpi na tym atrakcyjność sektora z punktu widzenia inwestorów kapitałowych. Zmiany są korzystne z punktu widzenia bezpieczeństwa deponentów i ograniczenia potencjalnych kosztów dla podatnika w przypadku restrukturyzacji lub upadłości banków – zauważa Artur Szeski. © P

Marek Wierciszewski

Organizatorzy:

Partner strategiczny:

Partnerzy główni:

Dywersyfikacja lekiem na kapryśny rynek

W otoczeniu podwyższonej zmienności na giełdach i wybuchających co chwilę geopolitycznych ogniskach zapalnych najlepszą receptą na zysk jest zróżnicowanie portfela — radzi Piotr Żochowski, prezes PKO TFI

Puls Biznesu: W kapitalizmie recesja jest potrzebna, bo w naturalny sposób oczyszcza gospodarkę z ekscesów powstałych podczas boomeru. Tymczasem banki centralne sztucznie podtrzymują koniunkturę, a stymulacja monetarna osiągnęła już wartość 8 bln USD. Ten tani pieniądź pompowany w rynki sprawił, że politycy się rozleniwili i odraczają reformy, a firmy zapożyczają się, aby spłacać obligacje i wykupywać akcje, ale do inwestycji w realną gospodarkę się nie kwapią. Czy to nie osłabia perspektyw rozwoju globalnej gospodarki?

Piotr Żochowski, prezes PKO TFI: Znajdujemy się od kilku lat w cyklu, który nazywamy „cyklem regulatorów”. Banki centralne na rynkach rozwiniętych są bardzo zdeterminowane i od dłuższego czasu toczą pojedyncze bitwy ze słabnącą gospodarką, a efektem tego są właśnie wyższe cen wszystkich aktywów, nie tylko akcji, ale również nieruchomości. Trudno sobie wyobrazić inny scenariusz, bo skoro inwestor dostaje pieniądze niemal za darmo, to chce je gdzieś zainwestować. Ta olbrzymia ilość taniego pieniądza zaburza naturalny cykl koniunkturalny, ale jest to cena, jaką trzeba zapłacić za sztuczny bo sztuczny, ale jednak wzrost. A wzrost gospodarczy jest potrzebny. Bez niego bezrobocie rosnęło w szybkim tempie, co rozdziłoby niezadowolone społeczeństwo. Stanom Zjednoczonym udało się dźwignąć gospodarkę właśnie dzięki luzowaniu ilościowemu, choć trzeba też przyznać, że pomogły również inne zjawiska, jak np. rewolucja lupkowa, która sprawiła, że USA stały się największym na świecie producentem ropy. Europejski Bank Centralny zainspirowany przykładem Fedu postanowił zrobić coś podobnego. Czasami pojawiają się określenia, że jest to wielki eksperyment finansowo-społeczny, bo wiadomo, że stymulowanie nie może trwać wiecznie i w pewnym momencie trzeba się będzie zderzyć z rzeczywistością. Jakie będą tego skutki? Tego nikt nie wie.

Fed – co prawda mozolnie, ale jednak, przymierza się do pierwszej od dziesięciu lat podwyżki stóp. Ale w czasie trwającej przez dekadę ery taniego pieniądza zdążyło się wykształcić nowe pokolenie inwestorów, dla których podwyżka będzie zupełnym novum. Z tego punktu widzenia nieobliczalna jest ich reakcja. Czy to rodzi zagrożenie dla rynków kapitałowych?

Używając metafory, to, co działo się na rynku w ostatnich latach, przypomina procę, którą często bawią się dzieci. Im bardziej jest ona napięta, tym bardziej bolesne jest jej wystrzelenie. Wyceny indeksów giełdowych i nieruchomości w Europie czy USA poprzez dodruk pieniądza i rekordowo niskie stopy procentowe zostały wywindowane do tak wysokich poziomów, że gdy zacznie się z takiego pułapu podwyższać stopy procentowe, to musi to być bolesne dla inwestorów. Nagle okaże się bowiem, że ci, którzy

kupowali aktywa jako ostatni, nie pożyczają pieniędzy za przysłowiowe „10 bipsów”, tylko drożej, i muszą się tych zakupionych aktywów wyzybać, żeby spłacać zaciągnięte kredyty. Z tego punktu widzenia jest to spore zagrożenie dla rynków. Nie jest to zjawisko normalne i nigdy w przeszłości nie zachodziło. Być może właśnie dlatego Fed tak zwleka z rozpoczęciem cyklu podwyżek. Amerykańska rezerwa federalna liczy się ze skutkami zacieśniania polityki monetarnej i chce się na nie lepiej przygotować. Bardzo prawdopodobne jest jednak, że w przyszłym roku w końcu podejmie ryzyko.

I co wtedy?

Podwyżki stóp procentowych za oceanem ostudzą koniunkturę niemal na każdym rynku, ale w najgorszej sytuacji będą kraje wschodzące, dla których silny dolar oznacza droższy koszt finansowania zewnętrznego dla deficytu fiskalnego oraz na rachunku obrotów bieżących. Jest niemal pewne, że z tych krajów nastąpi odpływ kapitału, a to oznacza przecenę aktywów. Polska w mniejszym stopniu odczuje zacieśnianie polityki monetarnej, bo my nie jesteśmy już postrzegani jako typowy emerging market. Podążamy raczej za krajami strefy euro. Poza tym, wyceny na GPW są dużo niższe. Trzeba pamiętać, że rynki rozwinięte są po siedmiu latach hossy, której z różnych powodów na warszawskiej giełdzie nie było. W tej chwili indeksy amerykańskie i europejskie są na poziomie wyraźnie wyższym niż przed upadkiem Lehman Brothers. Polski WIG20 przed kryzysem miał wartość na poziomie 3800 pkt., a dziś sięga 2100 pkt. Ponadto w Europie będzie też kontynuowany cykl luzowania ilościowego, bo wzrost gospodarczy jest niemiary, więc EBC zechce go wciąż pobudzać, a to wesprze koniunkturę w Europie Zachodniej.

Czy można więc zakładać kontynuację zwyżek na giełdach Europy Zachodniej w przyszłym roku? I jak na tym tie zachowają się polski rynek?

Można, ale trzeba brać pod uwagę, że poziomy wycen na rynkach są bardzo wysokie. Dlatego też nie liczyłbym na zwyżki rzędu 25 proc., jak tuż po uruchomieniu programu skupu aktywów przez EBC. W Polsce dużą rolę odegra moda na nasz rynek wśród globalnych graczy. A może się ona pojawić, bo pod względem wskaźników makroekonomicznych jesteśmy postrzegani pozytywnie. Prognozowany wzrost gospodarczy Polski wynosi 3,5 proc., co jest bardzo dobrym wynikiem w zestawieniu z rynkami rozwiniętymi. Nasze spółki płacą też solidne dywidendy. Poza tym notujemy duże napływy z funduszy unijnych, które poniekąd zastępują luzowanie ilościowe. Trzeba jednak pamiętać, że dla inwestorów zagranicznych kluczowa jest płynność, dlatego ewentualny strumień kapitału skierują oni raczej do dużych spółek. Z drugiej strony wciąż kluczowa pozostaje polityka i nie chodzi o to, who wygra wybory. Jeżeli okazałyby się, że rząd



► WYŻSZE STOPY:

W Polsce rekordowo niskie stopy procentowe nie zostaną na zawsze. Oczywiście bardziej głębokie nastawienie RPP muszą się też liczyć z tym, że inflacja w końcu się pojawi. Scenariusz bazowy jest więc taki, że raczej czeka nas cykl podwyżek — mówi Piotr Żochowski, prezes PKO TFI. [FOT. ARC]

będzie mniejszościowy, a więc słabo decyzyjny, to jest to równoznaczne z niepewnością giełdowych graczy przed wchodzeniem na nasz rynek.

To oznacza, że polskie obligacje nie będą raczej preferowaną klasą aktywów. Dodatkowo na świecie nie brakuje zagrożeń również wpływających na zachowania inwestorów. I nie chodzi tu tylko o problemy gospodarcze Chin, z którymi rynki nauczyły się już powoli żyć. Mowa o ryzyku geopolitycznym. O bliską nam Ukrainę, Syrię czy falę imigrantów. Do tego dochodzą różnego rodzaju afery, np. silnikowa z udziałem Volkswagena. Jak inwestować w dobie tych wybuchających co chwila politycznych i gospodarczych ognisk zapalnych, których owocem jest podwyższona zmienność na giełdach?

To, co powiem, będzie banałem, który powtarzamy klientom od lat. Jest to jednak klucz do sukcesu, zwłaszcza w otoczeniu podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Portfel musi być odpowiednio zdywersyfikowany. Nie można wszystkich jaj wrzucać do jednego koszyka. Inwestor nie powinien zapominać o akcjach, bo to jest jedyna klasa aktywów, która przy obecnym poziomie stóp procentowych na świecie może przynieść solidny zarobek. Ale równocześnie nie należy rezygnować z obligacji tylko dlatego, że może nam się wydawać, że nadchodzą dla nich gorsze czasy. Nigdy do końca nie da się przecisnąć przewidzieć koniunktury. W przypadku realizacji wyżej wspomnianego scenariusza dalszego cięcia stóp procentowych nastąpi dalszy spadek rentowności obligacji. Jest to oczywiście scenariusz mniej prawdopodobny, ale to nie znaczy, że zupełnie nierealny. PKO TFI oferuje szeroki zakres możliwości inwestycyjnych zarówno pod względem geograficznym, jak i dostępnych instrumentów finansowych, co daje klientom możliwość skomponowania bardzo dobrze zdywersy-

fikowanego portfela dostosowanego do potrzeb, możliwości finansowych, akceptowalnego ryzyka i oczekiwanego zysku.

Również wasze fundusze są solidnie zdywersyfikowane. W zasadzie byliście pierwszymi TFI, które zaczęło budować portfele na podstawie zagranicznych aktywów. Dziś nie ma w ofercie PKO TFI strategii w 100 proc. polskiej.

W 2008 r. fundusze akcji polskich małych i średnich spółek straciły po kilkadziesiąt procent, co wywołało lawinę umorzeń, a zarządzający mieli problem z ich obsługą. Mając w pamięci te wydarzenia, w 2010 r. przyjęliśmy zasadę, że w takim TFI jak nasze, o tak dużych aktywach, należy większy nacisk położyć na płynność portfeli. Tym bardziej że naszym dystrybutorem jest duży bank, którego klienci potrafili w krótkim czasie umieścić sporo aktywów w funduszach, ale też w równie szybkim tempie mogą te pieniądze przesunąć z powrotem na lokaty. W tym kontekście płynność nabiera jeszcze większego znaczenia. Na polskim rynku płynność jest stosunkowo niska, dlatego postanowiliśmy poszukać jej za granicą. Poza tym w czasie bessy fundusz zdywersyfikowany geograficznie traci po prostu mniej. Można powiedzieć, że koniunktura w ostatnich latach nam sprzyjała, bo akcje na rynkach europejskich czy amerykańskim zachowywały się lepiej, przez co i nasze fundusze dystansowały konkurencję, plasując się w pierwszym kwartyle stóp zwrotu. Dziś większość TFI dywersyfikuje portfele za granicą, ale już nie tylko z przyczyn płynnościowych, ale przede wszystkim ze względu na lepsze perspektywy do zarobku. Prawdę mówiąc, nie wiem, czy którekolwiek z towarzystw oferuje obecnie czysto polskie fundusze.

Na krajowym rynku wykształciła się w ostatnim czasie moda na fundusze global macro. Jest to pewnie pokłosie zawirowań na rynku oraz kapryśnej koniunktury. Czego można w dzisiejszym otoczeniu oczekiwać od takich strategii? W naszej ofercie mamy dwa fundusze tego typu. Strategia typu „global makro” to pewien rodzaj strategii absolutnej stopy zwrotu polegającej na zajmowaniu zarówno krótkich, jak i długich pozycji na rozmaitych instrumentach pochodnych dotyczących indeksów giełdowych, walut, stóp procentowych i surowców. Ich wyniki inwestycyjne są lepsze w warunkach dużej zmienności wspomnianych instrumentów bazowych. Zachowanie tych funduszy jest zatem nie tyle powiązane z kierunkiem ruchu ich cen, ile z gwałtownością ich zmian. Niska korelacja tych funduszy z zachowaniem indeksów giełdowych sprawiają, że stanowią one dobry element dywersyfikacji inwestycji. W tym kontekście zawsze warto je mieć w swoim portfelu, gdyż wzrost zmienności na rynkach zwykle pojawia się nagle. © © Rozmawiała: Jagoda Fryc