

Nowa Europa - wiele koncepcji na tą samą nazwę

W ciągu ostatnich 2 lat na polskim rynku kapitałowym pojawiło się 6 funduszy inwestujących w Europie rozwijającej się. Na koniec lipca 2007 roku, dzięki prowadzonej w ostatnim czasie z dużym nasileniem skutecznej promocji oraz dobrym wynikiem, wartość tego segmentu polskiego rynku wyniosła 2,1 mld PLN. Okazuje się jednak, że wykorzystywane w nazwie sformułowanie „Nowa Europa” często dla poszczególnych instytucji znaczy coś zupełnie odmiennego. Liczba różnic wzrosła, gdy w porównaniu uwzględnimy również zagraniczne fundusze inwestycyjne, dostępne u polskich dystrybutorów. Polski segment funduszy Emerging Europe, już dziś jest niezwykle różnorodny, a kolejne instytucje wciąż tworzą produkty dedykowane rynkom „Nowej Europy”. Instytucje zagraniczne, które znacznie wcześniej przewidziały koniunkturę w tym rejonie, nie są zaskoczone całym tym zamieszaniem.

Fundusze Emerging Europe mogą zaskoczyć niejednego inwestora. W składzie portfela takiego funduszu możemy znaleźć takie rodzynki jak Izrael, Kazachstan, Maroko oraz Egipt. Zaskoczenie może być tym większe, gdy okaże się, że nasz fundusz ma większą ekspozycję na giełdzie w Stambule, niż na warszawskim parkiecie. Wspomniane przykłady pokazują, że pod hasłem Europa rozwijająca się, kryje się znacznie więcej niż mogłoby się wydawać. Przyjrzyjmy się geograficznym możliwościom inwestycyjnym dwóch funduszy z grupy Emerging Europe. Zgodnie z deklaracjami, fundusz Arka Europy Środkowej i Wschodniej, może zainwestować kapitał klientów na tak małych rynkach jak Estonia i Łotwa, ale także na tak odległych jak Serbia i Macedonia. Zgodnie z odwzorowaniem benchmarku, Arka nie powinna inwestować na terenie Rosji. Fundusz Templeton Eastern Europe inwestuje głównie w Rosji, na Węgrzech i w Turcji. W skład jego portfela wchodzi między innymi Austria i Szwecja, które nie należą przecież do krajów Europy rozwijającej się.

Co zatem decyduje o alokacji geograficznej funduszy i dlaczego tak znacznie różnią się one w tym elemencie? Dużo zależy od podejścia inwestycyjnego, którego różnice uwidaczniają się pomiędzy polskimi, a zagranicznymi instytucjami. Zachodni menadżerowie definiują swoją politykę wyboru rynku w sposób jednorodny. W ich przypadku za wybór konkretnego kraju odpowiada analiza odgórna (top-down), natomiast za dobór spółek często odpowiada podejście oddolne (bottom-up). Indeks odniesienia (benchmarkiem) w funduszach zagranicznych są zazwyczaj MSCI Emerging Markets Europe Index lub MSCI Eastern Europe 10/40 Index, gdzie silna kapitałowo Rosja ma dominującą ekspozycję.

W polskich funduszach inwestujących na rynkach Europy rozwijającej się polityka wyboru rynku nie jest już taka jednorodna. W tej grupie funduszy nie znajdziemy dwóch zbliżonych do siebie benchmarków - a wręcz każdy z nich znacznie się różni. Oto wybrane przykłady:

fundusz	benchmark
Arka Europy Środkowej i Wschodniej	MSCI Emerging Europe ex Russie + Austria (EUR)
BPH Akcji Europy Wschodzącej	100% CECE eXTended Index
PKO/Credit Suisse Akcji Nowa Europa FIO	10% 13-tygodniowe bony skarbowe + 30% WIG20 + 30% PX50 (w PLN) + 30% BUX (w PLN);
PZU SFIO Nowa Europa	60% CECE EUR + 25% RDX EUR + 15% ISE National 30
UniFundusze FIO subfundusz UniAkcje Nowa Europa	MSCI EM Eastern Europe (10/40) w zł

Źródło: Analizy Online

W skład benchmarku funduszu PZU Akcji FIO Nowa Europa wchodzi spółki rosyjskie notowane na giełdzie w Londynie (25% RDX EUR). Z kolei fundusz Arka Akcji Europy Środkowej i Wschodniej w swoim benchmarku nie uwzględnia rynku rosyjskiego - podobnie zresztą jak fundusz PKO/Credit Suisse Akcji Nowa Europa FIO oraz BPH Europy Wschodzącej. Subfundusz UniAkcje Nowa Europa jako jedyny polski fundusz za benchmark wybrał popularny wśród zagranicznych funduszy MSCI EM Eastern Europe 10/40 Index.

Już na pierwszy rzut oka widać, że polscy zarządzający odmiennie postrzegają inwestycje na rynku rosyjskim. Jedynie fundusze UniAkcje Nowa Europa, PZU Akcji Nowa Europa oraz DWS Polska Top 50 Średnich i Małych Spółek posiadają w swoich benchmarkach rynek rosyjski. Jej udział w tych funduszach wynosi odpowiednio 53%, 25%, 10%. Takiej niejednorodności nie ma wśród funduszy zagranicznych, gdzie ekspozycja na rynku rosyjskim jest obowiązkowa i często - dominująca.

Duża ekspozycja na moskiewskim parkiecie w gronie zagranicznych instytucji wynika z jej dużej płynności i poziomu kapitalizacji. Wystarczy wspomnieć, że Rosja stanowi około 57% w benchmarku MSCI EM Europe 10/40. Odrębnym przypadkiem jest fundusz World Investment Opportunity Fund Eastern European Equity, który nie posługuje się benchmarkiem i którego zarządzający ulokował w Rosji niespełna 9% kapitału. W tym przypadku główne składniki portfela to Austria (około 25%) oraz Węgry (około 14%).

Czy jesteś już naszym subskrybentem? To najprostszy i najszybszy sposób otrzymywania naszych raportów. Bezpłatnie.
<http://www.analizy.pl/subskrypcja.shtml>

www.analizy.pl

Znaczący udział rynku rosyjskiego w funduszach zagranicznych nikogo nie dziwił w przeszłości. Szczególnie w latach 2005 - 2006, kiedy indeksy rosyjskie wzrastały po kilkadziesiąt procent rocznie. W tym roku sytuacja jest nieco inna - ze wszystkich znaczących rynków wschodzących to właśnie Rosja odnotowywała od stycznia do końca lipca 2007 najstabsze wyniki. Obok niej - jeszcze tylko małe kapitałowo Jordan oraz mająca kłopoty Argentyna, miały negatywną stopę zwrotu na globalnej mapie gospodarek rozwijających się. Zarządzający z zagranicy konsekwentnie przyznają, że ciągła ekspozycja na rynku rosyjskim w długim okresie czasu korzystnie wpływa na strukturę portfela funduszy Emerging Europe. Hipotetyczne znaczące niedowarzenie Rosji, albo przeważenie rynku polskiego, według nich, znacznie zwiększyłyby ryzyko odchylenia wyników funduszu od średniej rynkowej. Ich filozofia pozostaje niezmienna nawet w obliczu przejściowych załamań i lokalnych korekt (te również mają swoje podłoże we wcześniejszych silnych wzrostach). Ci, którym w poprzednich latach udało się w Rosji znacznie zarobić, wyczekują poprawy sytuacji. Ich argumentem jest utrzymująca się silna pozycja finansowa Rosji oraz ogromny potencjał związany z zasobami. Nie bez znaczenia są też rosnący sektor usług i oraz wewnętrzna konsumpcja.

Alokacja geograficzna w funduszach zagranicznych dystrybuowanych w Polsce				
Kraje	BlackRock MLIIM Emerging Europe	Fortis L Fund Europe Emerging	Franklin Templeton Eastern Europe	Reiffeisen Akcje Europa Wschodnia
Rosja	49,90%	52,70%	24,10%	53,06%
Turcja	12,80%	14,30%	22,40%	14,06%
Polska	13,10%	14,90%	13,91%	13,26%
Węgry	11,60%	7,20%	22,56%	11,31%
Czechy	1,10%	1,40%	4,36%	4,76%
inne	11,50%	9,50%	12,67%	3,55%

Źródło: Analizy Online

W przypadku produktów zagranicznych nieustająca i konsekwentna dywersyfikacja ma głębokie znaczenie. Punktem odniesienia jest dla nich szeroki benchmark wszystkich rynków Europy rozwijającej się. Z wchodzących w jego skład państw wybierają trzy, czasem cztery kraje, które stanowią reprezentację całego regionu. Wybór tych silniejszych kapitałowo, zapobiega nadmiernemu rozwodnieniu portfela, a także zmniejsza ryzyko ograniczenia płynności. Podejście inwestycyjne zagranicznych grup kapitałowych opiera się na szerokiej wielofunkcyjnej dywersyfikacji połączonej z bezwzględną dyscypliną oraz filozofią cierpliwości.

Wydaje się, że polscy zarządzający mają nieco inną filozofię. Inwestują oni znaczną część portfela krajowych funduszy Emerging Europe na krajowym rynku, a poprzez dobór spółek z Węgier, Słowacji i Czech zwiększają poziom lokalnej dywersyfikacji portfela.

Spoglądając na polską i zagraniczną ofertę funduszy Emerging Europe widać dużo istotnych różnic. Najbardziej oczywista to brak jednolitej nazwy dla polskich funduszy inwestujących w tym rejonie geograficznym. Przyjęcie potocznej nazwy „Nowa Europa” dla całej tej grupy jest nieadekwatne do alokacji geograficznej w poszczególnych funduszach. Fundusze zagraniczne używają różnych odmian nazwy Emerging Europe (lub Eastern Europe), dzięki czemu polityka inwestycyjna funduszy jest instynktownie kojarzona z właściwym regionem geograficznym. Drugą istotną różnicą jest polityka inwestycyjna, a w jej kontekście dobór benchmarku. Instytucje zagraniczne wykorzystują dwa indeksy, które oddają charakter całego regionu. W polskich produktach panuje duża różnorodność i praktycznie każdy fundusz ma inny benchmark, a zatem i odmienną alokację geograficzną.

Wzrastająca potrzeba dywersyfikacji oraz powiększająca się rynkowa luka oraz narastająca konkurencja ze strony instytucji zagranicznych wywołała potrzebę wprowadzenia na rynek nowych niepowtarzalnych produktów. Rodzime instytucje wykreowały w tym zakresie produkty o całkowicie odmiennym, w porównaniu do ich zagranicznych konkurentów, charakterze. Są one często autorskimi pomysłami polskich TFI. Zagraniczne fundusze Emerging Europe działają w ramach globalnych strategii i dlatego ich oferta wydaje się być bardziej jednorodna i zrozumiała.

Fundamentalnych różnic pomiędzy obiema grupami funduszy jest sporo, nie oznacza to, że jedna lub druga grupa wypracowała bardziej skuteczny model inwestycyjny. Chociaż oboje polskich i zagranicznych zarządzających inwestują zupełnie inaczej, to z biegiem lat różnice w alokacji geograficznej będą się zacierać.

Michał Duniec
Tomasz Publicewicz

Czy jesteś już naszym subskrybentem? To najprostszy i najszybszy sposób otrzymywania naszych raportów. Bezpłatnie.
<http://www.analizy.pl/subskrypcja.shtml>

www.analizy.pl

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych). W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

Zakres działalności firmy obejmuje również monitoring zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.

Opis grup

grupa	opis	Konstrukcja i skład indeksu
RPP	Fundusze pieniężne i gotówkowe, inwestujące zebrane aktywa w depozyty bankowe lub instrumenty rynku pieniężnego	IRFU rpp - indeks funduszy pieniężnych i gotówkowych, oparty na stawce WIBID 1M, skonstruowany i obliczany przez Analizy Online
PDP	Fundusze polskich papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe	IRFU pdp - indeks funduszy papierów dłużnych, oparty na Indeksie Rynku Obligacji Skarbowych (IROS), skonstruowanym i obliczanym przez Analizy Online
SWP	Fundusze stabilnego wzrostu, inwestujące od 0 do 50% wartości zgromadzonych aktywów na krajowym rynku akcji	IRFU swp - indeks funduszy stabilnego wzrostu, oparty na Warszawskim Indeksie Giełdowym (20%) oraz indeksie IROS (80%)
MIP	Fundusze mieszane, inwestujące od krajowym rynku akcji średnio połowę zgromadzonych aktywów (zarówno 0-100% jak i 40-60%)	IRFU mip - indeks funduszy mieszanych, oparty na Warszawskim Indeksie Giełdowym (50%) oraz indeksie IROS (50%)
AKP	Fundusze polskich akcji, dla których inwestycje na krajowym rynku akcji nie powinny być niższe niż 66% wartości aktywów	IRFU akp - indeks funduszy polskich akcji, oparty na Warszawskim Indeksie Giełdowym (75%) oraz indeksie WIBID 1M (25%)
AKZ	Fundusze akcji zagranicznych, dla których inwestycje na zagranicznych giełdach nie powinny być niższe niż 66% wartości aktywów	Brak wspólnego indeksu
PDU	Fundusze dolarowych papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w USD	Brak wspólnego indeksu
PDE	Fundusze „eurowych” papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w EUR	Brak wspólnego indeksu
NIE	Fundusze nieruchomości	Brak wspólnego indeksu
ALT	Fundusze alternatywne, inwestujące w bardzo szerokie spektrum instrumentów finansowych	Brak wspólnego indeksu
SEK	Fundusze sekurytyzacyjne	Brak wspólnego indeksu
PDX	Fundusze zagranicznych papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w innej walucie niż USD lub EUR	Brak wspólnego indeksu
MIZ	Fundusze mieszane inwestujące aktywa w instrumenty udziałowe i dłużne denominowane w walutach obcych	Brak wspólnego indeksu

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online Sp. z o.o. za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny.

Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online Sp. z o.o., które mogą odbiegać od danych rzeczywistych.

Spółka Analizy Online Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłączonego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online Sp. z o.o., którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online Sp. z o.o.

Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online Sp. z o.o.