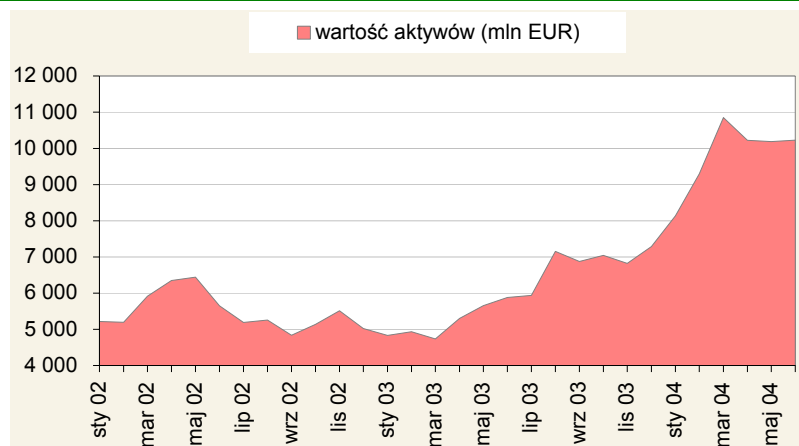


PRZEPŁYWY KAPITAŁU - zagraniczne fundusze inwestycyjne

2 kwartał 2004

Drugi kwartał nowego roku przyniósł stabilizację wartości aktywów monitorowanych przez nas funduszy EEREF (*Emerging Europe Regional Equity Funds*). Według stanu na koniec czerwca, wartość środków zarządzanych przez 82 podmioty operujące na regionalnych rynkach wschodzących przekroczyła 10,2 mld EUR. Oznacza to co prawda spadek w stosunku do końca pierwszego kwartału o -5,7%, jednak zmniejszenie zarządzanych środków w podobnym zakresie miało miejsce już w kwietniu 2004 i ich wartość w ciągu kolejnych dwóch miesięcy praktycznie nie uległa zmianie. Warto również pamiętać o tym, że ów spadek poprzedził bardzo imponujący przyrost, z jakim mieliśmy do czynienia w pierwszych miesiącach bieżącego roku, dzięki czemu osiągnięty na koniec czerwca poziom jest nadal wyższy od wartości aktywów z końca grudnia o ponad +40%.

Wartość aktywów funduszy EEREF



Źródło: Raporty firm zarządzających

Mimo nieznaczного spadku wartości aktywów netto, lider inwestycji w naszym regionie, *Baring Asset Management*, dysponował w końcu drugiego kwartału w dwóch funduszach aktywami przekraczającymi 1 mld EUR. Bardzo blisko tej granicy znalazły się cztery fundusze należące do *JPMorgan Fleming Asset Management*, dysponujące środkami o łącznej wartości 955,2 mln EUR. Na dalszym miejscu uplasowały się fundusze *Pictet & Cie*, zarządzające aktywami wartymi 728 mln EUR. Barię 500 mln EUR udało się pokonać jeszcze dwóm firmom: *Griffin Capital* 651 mln EUR oraz *Merrill Lynch Investment Managers* 577 mln EUR, dysponującej zaledwie jednym funduszem!

Ogromne powodzenie funduszy operujących w naszym regionie doprowadziło do dalszego spadku koncentracji aktywów. W końcu marca 2004, udział 10 największych spośród 65 monitorowanych przez nas firm zarządzających spadł z 60,9% do 57,9%.

Drugi kwartał na rynkach wschodzących naszego regionu stał pod znakiem korekty imponującego wzrostu, z jakim mieliśmy do czynienia w pierwszych miesiącach tego roku. Swoją pozycję z końca marca, wyrażony w lokalnej walucie, obronił jedynie węgierski BUX, który wzrósł do czerwca o +5%. Uwzględnienie zmiany relacji rodzimych walut do EUR obniżył ten zysk do +3,2%, a korzystna dla inwestorów zagranicznych zmiana kursu PLN/EUR pozwoliła im osiągnąć zyski również na polskim rynku (kwartałna zmiana WIG20 wyrażona w EUR wyniosła +2,9%). Gorsza koniunktura w drugim kwartale nie przekreśliła jednak dokonań z poprzednich miesięcy. Roczne zyski z inwestycji na poszczególnych rynkach (od +9% w Rosji do 55,9% na Węgrzech) nadal mogą stanowić dostateczną zachętę dla sporej grupy inwestorów.

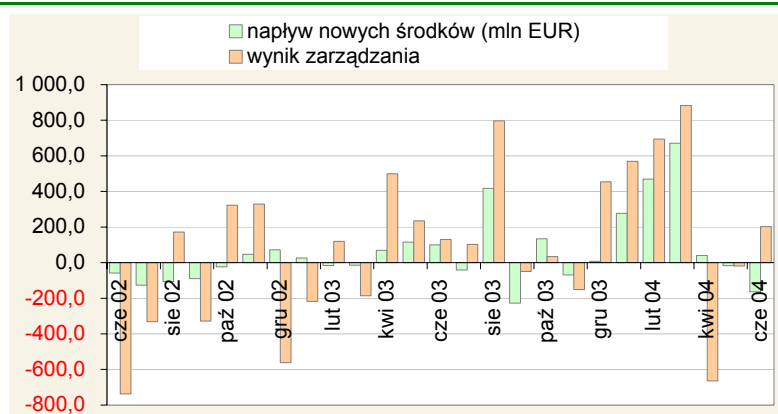
Zmiany wartości indeksów (2 kw 2004)

kraj	indeks	w walucie lokalnej	w EUR
Węgry	BUX	5,0%	3,2%
Polska	WIG20	-5,1%	2,9%
Czechy	PX50	-3,7%	-0,4%
Turcja	ISE 100	-11,0%	-20,7%
Rosja	RTS	-21,0%	-22,1%

Źródło: GPW, RTS, BSE, PSE, ISE

Jednak w skali drugiego kwartału większość funduszy przyniosła zaangażowanym w nie inwestorom straty, których średni poziom szacujemy na -7,2%. W osiemnastu przypadkach spadek wartości jednostki był głębszy niż -10% i dotyczyło to funduszy ze znacznym zaangażowaniem na rynku rosyjskim. Zaledwie ośmiu *fund managerów* zdołało wypracować w skali trzech miesięcy dodatnie stopy zwrotu w przedziale +0,2% do +4,4%. Przeciętne wyniki uzyskane przez zarządzających funduszami EEREF były nieco lepsze od wyników indeksu *MSCI EM Eastern Europe Gross Index*, stanowiącego jeden z bardziej popularnych benchmarków w grupie. Wyrażony w EUR spadek indeksu w drugim kwartale wyniósł -11,2%, roczna zmiana w okresie 12 miesięcy kończących się 30 czerwca była dodatnia i wyniosła +27,9%.

Dekompozycja zmiany wartości aktywów



Źródło: Szacunki własne na podstawie informacji z firm zarządzających

Drugi kwartał przyniósł wyhamowanie napływu nowych środków do funduszy inwestujących na rynkach *emerging markets* w naszym regionie. Z dekompozycji zmiany wartości zarządzanych przez te fundusze aktywów jednoznacznie wynika, iż głównym powodem spadku środków jest strata wypracowana przez zarządzających w kwietniu 2004. Oba pierwsze miesiące drugiego kwartału stały pod znakiem zbilansowanych umorzeń i napływu nowych środków, a większy ruch po stronie podaży przyniósł dopiero czerwiec (-163 mln EUR). Mimo tego, pierwsza połowa roku prawdopodobnie zapadnie zarządzającym głęboko w pamięć, głównie dzięki gremialnym wpłatom z trzech pierwszych miesięcy (+1,4 mld EUR). Na razie brak symptomów wskazujących na możliwość pobicia tego rekordu, choć nie ma również przesłanek wskazujących na większą aktywność podaży. Być może poza znakomitymi wynikami funduszy EEREF z końca zeszłego oraz początku bieżącego roku, głównym powodem dodatniego salda wpłat i umorzeń było poszerzenie Unii Europejskiej, a gra pod procesy z tym związane może mieć nieco dłuższy horyzont.

Geograficzna struktura aktywów

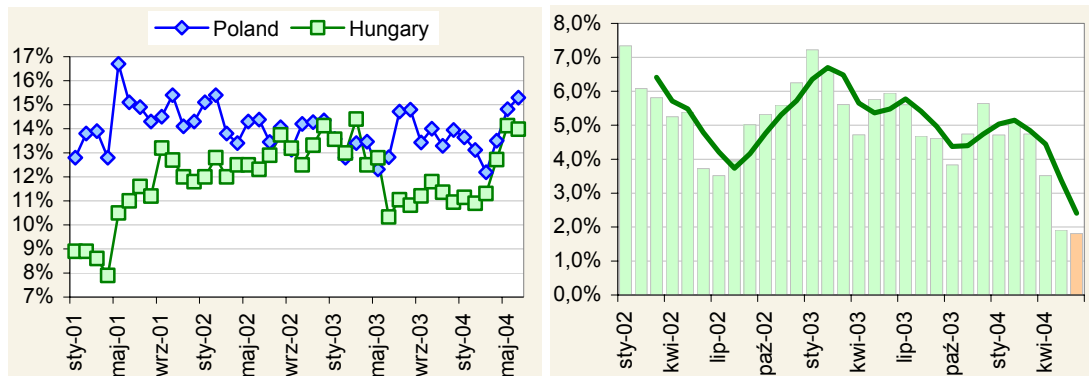
	wartość (mln EUR)		udział w aktywach	
	mar 04	cze 04	mar 04	cze 04
Rosja	4 657	4 081	42,9%	39,9%
Polska	1 837	1 749	16,9%	17,1%
Węgry	1 495	1 461	13,8%	14,3%
Czechy	1 116	1 037	10,3%	10,1%
Turcja	591	493	5,4%	4,8%
pozostali	1 153	1 406	10,6%	13,7%
EEREF	10 850	10 228	100,0%	100,0%

Źródło: Raporty firm zarządzających

Drugi kwartał przyniósł troszeczkę zmian w geograficznej strukturze aktywów. Przede wszystkim daje się zauważyć, wyrażony zarówno wartością środków jak i ich udziałem w ogólnych aktywach, spadek ekspozycji na rynku rosyjskim (-3 pkt. procentowe). Nieznacznie rósł udział inwestycji polskich i węgierskich, choć praktycznie cały spadek wynikający ze zmniejszenia udziału rosyjskich akcji został skompensowany wzrostem zaangażowania na rynkach spoza wymienionej piątki.

Niestety wzrost zaangażowania w Polsce przyjął symboliczny wymiar (z 16,9% do 17,1%) co oznacza, że zarządzający nadal utrzymują ekspozycję na polskie papiery udziałowe w granicach dwuletniego minimum. Co gorsza dzieje się to przy istotnej zmianie udziału Polski w modelowym portfelu jakim jest indeks *MSCI EM Eastern Europe Gross Index*, do którego doszło dzięki dekonstrukcji na rynku rosyjskim. Oznacza to gwałtowny spadek premii, jaką udzielali zarządzający polskim papierom w ciągu ostatniego półtora roku. W tym czasie przeważenie spadło z ponad 7% w styczniu 2003 do 1,8% w końcu czerwca 2004. Niewielkim pocieszeniem pozostaje fakt, że podobny los spotkał rynek węgierski (spadek premii w analogicznym okresie z poziomu 4% do 0,3%).

Udział i przeważenie Polski względem udziału w MSCI Eastern Europe Gross (Free) (*)

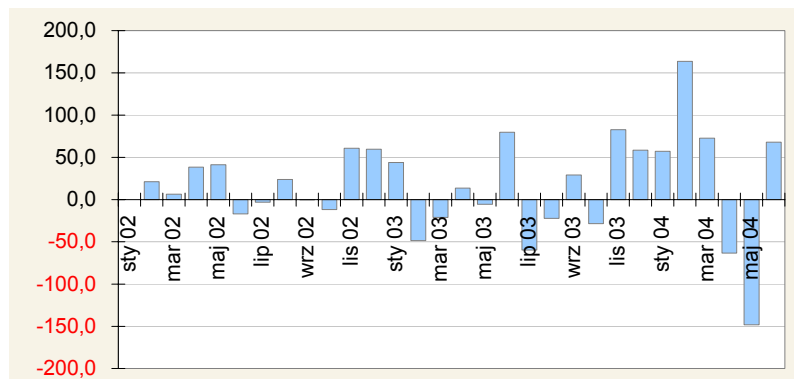


Źródło: Raporty firm zarządzających, Morgan Stanley Capital International Inc.

(*) ponieważ indeks MSCI EM Eastern Europe Gross Index stanowi benchmark tylko dla niektórych funduszy EEREF, dane te mają wyłącznie informacyjny charakter

Mimo braku szczególnie pozytywnego sentymentu w stosunku do polskiego rynku, wartość akcji spółek notowanych na GPW, znajdujących się w portfelach funduszy EEREF nadal oscyluje w granicach 1,7 mld EUR, czyli na poziomie o ponad 1/3 wyższym niż w okresie zeszłorocznej letnio-jesiennej stabilizacji. Szacowany przez nas udział funduszy w kapitalizacji polskiej giełdy spadł w końcu drugiego kwartału do poziomu 4,83% (bez uwzględnienia kapitalizacji notowanego na GPW Banku Austria Creditanstalt AG, który w geograficznej strukturze portfeli funduszy przypisany jest Austrii).

Saldo inwestycji funduszy EEREF w polskie papiery udziałowe



Źródło: Szacunki własne na podstawie informacji z firm zarządzających

Według naszych szacunków, w drugim kwartale zarządzający ulokowali w akcjach spółek notowanych na giełdach naszego regionu prawie 200 mln EUR. Niestety środki te tym razem nie trafiły do Polski, z której wycofano w ciągu trzech miesięcy drugiego kwartału ponad -140 mln EUR. Tym razem, według naszych szacunków, zarządzający wybierali na miejsce swoich inwestycji Rosję (+460 mln EUR) oraz Turcję (25 mln EUR), pozbywając się akcji polskich, węgierskich oraz czeskich spółek.

Przypomnijmy, że polskie fundusze inwestycyjne w tym samym czasie skierowały na rynek popyt przekraczający podaż o 715 mln PLN, a saldo inwestycji zarządzających OFE wyniosło +400 mln PLN. Tym samym po raz kolejny znajdujemy potwierdzenie dla dość potocznej opinii o tym, że dobra koniunktura na GPW jest w dużej części uzależniona od popytu generowanego na polskie papiery ze strony zagranicznych inwestorów instytucjonalnych.

Tomasz Publicewicz

tp@analizy.pl

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną działającą od maja 2000 roku, zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz analizą rynku polskich papierów dłużnych.

W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

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 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 wyłącznego, 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.