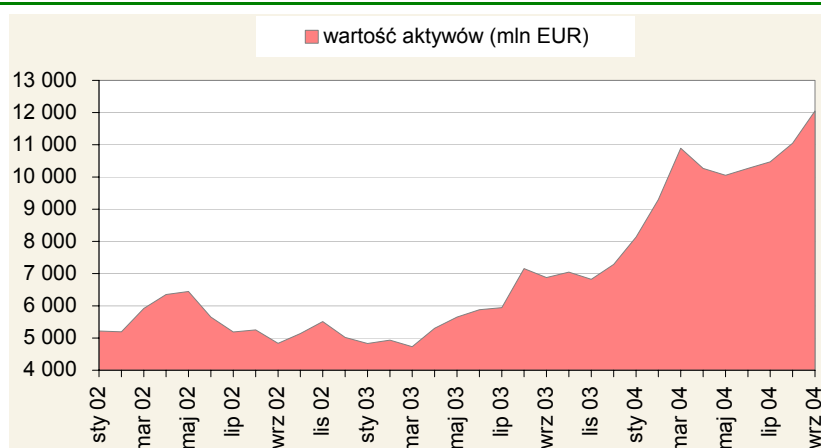


PRZEPŁYWY KAPITAŁU - zagraniczne fundusze inwestycyjne

4 kwartał 2004

Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami, aktywa funduszy EEREF (*Emerging Europe Regional Equity Funds*) osiągnęły w końcu 4 kwartału kolejną rekordową wartość. Według naszych obliczeń, środki zarządzane 31 grudnia przez 83 fundusze operujące w naszym regionie przekroczyły poziom 13,4 mld EUR. Oznacza to wzrost w 4 kwartale o +1,75 mld EUR, czyli o 15% w stosunku do stanu z końca września, a w całym 2004 roku dynamika wyniosła +85%. I chociaż część wzrostu pochodzi ze wzrostu liczby monitorowanych podmiotów (w grudniu 2003 były to 73 fundusze, a rok później ich liczba wzrosła do 83), dynamika liczona tylko dla funduszy monitorowanych w końcu 2003 roku wynosi prawie +80%, co jest równie imponującą wielkością.

Wartość aktywów funduszy EEREF



Źródło: Raporty firm zarządzających

Znaczne zainteresowanie inwestycjami na europejskich *emerging markets* wynikają ze stóp zwrotu, jakie można osiągnąć z inwestycji w tej części świata. Na ich poziom korzystnie wpływają przynajmniej dwa czynniki. Pierwszy to trwający, choć trudny do oszacowania w czasie i z punktu widzenia rozmiaru potencjalnych korzyści, proces konwergencji krajów naszego regionu i to zarówno tych, które do UE już przystąpiły jak i tych znajdujących się na początku tej ścieżki. Drugi zaś, to znaczna ilość dużych firm z sektorów energetycznych, surowcowych czy utilities, które w ostatnich kilkunastu miesiącach szczególnie łatwo zyskiwały na wartości wobec wydarzeń na rynkach ropy naftowej oraz innych surowców.

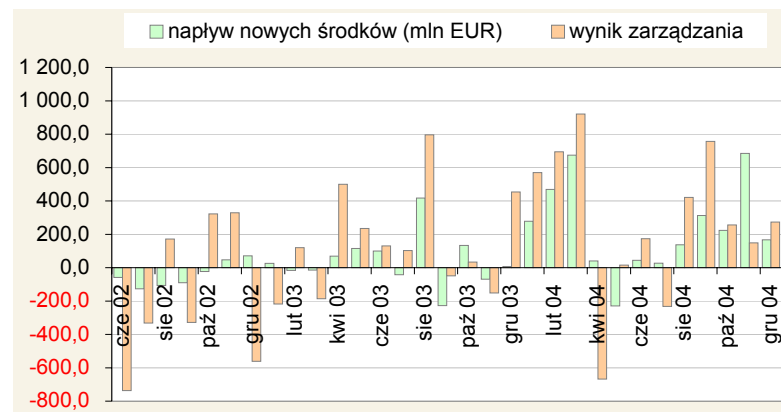
Zmiany wartości podstawowych indeksów

kraj	indeks	4 kwartał		2004	
		waluta	EUR	waluta	EUR
Czechy	PX50	17,9%	22,5%	56,6%	66,5%
Węgry	BUX	16,6%	17,1%	57,2%	67,6%
Polska	WIG20	8,5%	16,6%	24,6%	44,0%
Turcja	ISE 100	13,7%	15,3%	34,1%	29,2%
Rosja	RTS	-8,9%	-13,3%	0,7%	-2,0%

Źródło: GPW, RTS, BSE, PSE, ISE

Pod względem korzyści, jakie przyniosła obecność na rynkach naszego regionu, ostatni kwartał minionego roku nie odbiegał istotnie od rezultatów poprzednich okresów. Na wszystkich rynkach z wyjątkiem Rosji, gdzie swoje pokłosie zbierają próby rozwiązań zmierzających do częściowej nacjonalizacji majątku z przypadkiem Jukosu na czele, zarządzający mogli osiągnąć dwucyfrowe zyski

W przypadku Polski, nieco gorsza koniunktura na giełdzie została zrekompensowana silną aprecjacją złotego, co doprowadziło do wyrównania kwartalnych zysków rozliczanych w EUR. Jeszcze godniej prezentują się całoroczne „zdobycze” na poszczególnych rynkach. Dobrego samopoczucia inwestorów i zarządzających nie psuje nawet słabsza koniunktura w Rosji, czyli na największym z punktu widzenia geograficznej struktury aktywów rynku. Przeciętne wyniki uzyskane przez zarządzających funduszami EEREF były w czwartym kwartale ponownie lepsze od wyników indeksu *MSCI EM Eastern Europe Gross Index*, stanowiącego jeden z bardziej popularnych benchmarków w grupie. Wyrażony w EUR wzrost indeksu w czwartym kwartale wyniósł tylko +2,3% wobec średniej stopy zwrotu funduszy EEREF na poziomie +5,3%. W całym 2004 roku wyniki te wyniosły odpowiednio 25,3% oraz 22,1%.

Dekompozycja zmiany wartości aktywów


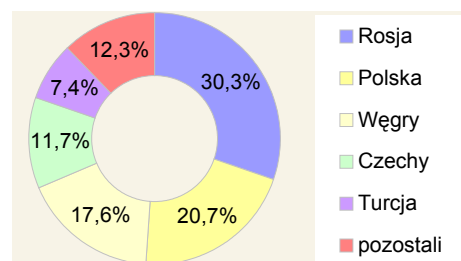
Źródło: Szacunki własne na podstawie informacji z firm zarządzających

Jednak o wysokości aktywów, jakimi zarządzały fundusze EEREF w końcu grudnia decydowały nie tylko dobre wyniki wypracowane przez poszczególnych zarządzających, przyczyniające się do wzrostu wartości powierzonych im środków, ale również korzystna relacja nowych inwestycji i umorzeń. Według naszych szacunków w ostatnim kwartale przewagę zakupów nad wartością wycofywanych środków była ponownie dodatnia i wyniosła 1,07 mld EUR. Nie udało się zatem pokonać dotychczas rekordowego wyniku odnotowanego w pierwszym kwartale 2004 roku (+1,4 mld EUR) choć rezultat z końca roku pozwolił podsumować łączne roczne saldo wpłat i umorzeń na +2,8 mld EUR. O wyniku czwartego kwartału zdecydowały rezultaty listopada, gdy według naszych szacunków do funduszy EEREF trafiło ponad +680 mln EUR. Rezultat ten jest nieco lepszy od wyniku z marca 2004 co oznacza, że mamy do czynienia z nowym miesięcznym rekordem napływu środków (przynajmniej w okresie prowadzonego przez nas monitoringu, trwającego już 3 lata).

Geograficzna struktura aktywów

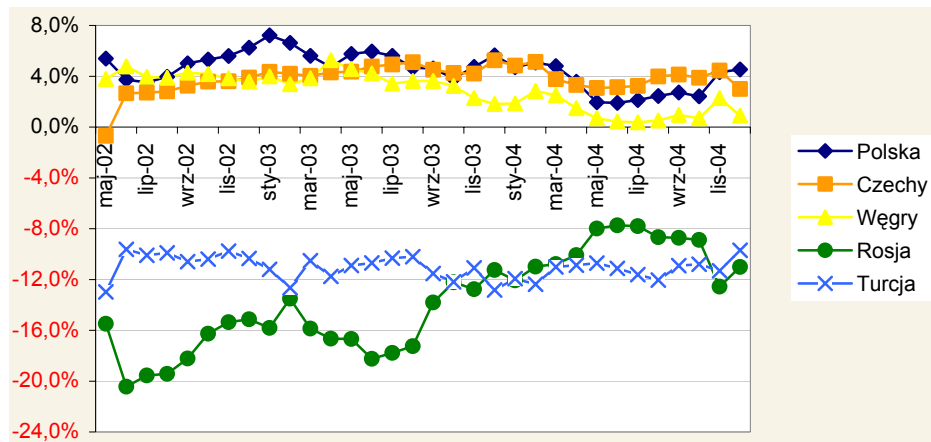
	wartość (mln EUR)		udział w aktywach	
	wrz 04	gru 04	wrz 04	gru 04
Rosja	4 355	4 076	37,2%	30,3%
Polska	2 094	2 784	17,9%	20,7%
Węgry	1 762	2 365	15,1%	17,6%
Czechy	1 360	1 571	11,6%	11,7%
Turcja	740	997	6,3%	7,4%
pozostali	1 381	1 653	11,8%	12,3%
EEREF	11 692	13 445	100,0%	100,0%

Źródło: Raporty firm zarządzających



Listopadowy rekordowy napływ zbiegł się w czasie z przyspieszeniem biegu zdarzeń w sprawie rosyjskiego Jukosu. Rosnące zainteresowanie inwestycjami w naszym regionie przypadło na okres, gdy w ciągu 20 dni rosyjski indeks RTS stracił 20% w ujęciu dolarowym. Wyprzedaż rozpoczęła się od ogłoszenia terminu licytacji firmy wydobywczej Jukosu - Jugańsknieftiegazu po cenie wywoławczej dwukrotnie niższej od wartości szacowanej przez specjalistów rynku naftowego. Koniec paniki wypadł

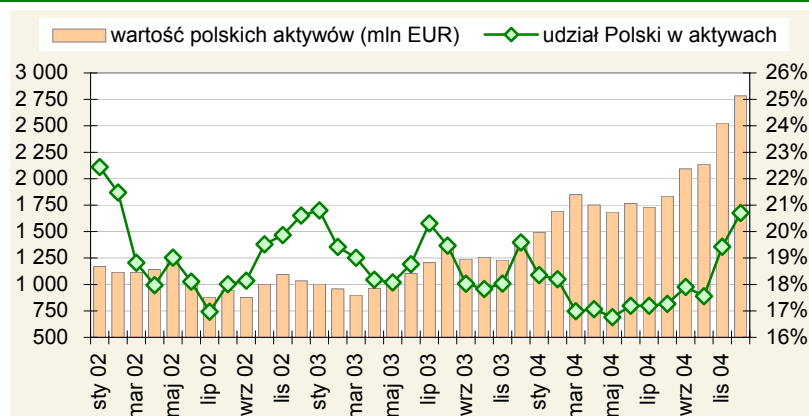
w momencie rozstrzygnięcia przetargu. Od tego czasu indeks rosyjskiego rynku zyskał już ponad 20%, po raz kolejny potwierdzając znane powiedzenie „kupuj, gdy leje się krew”. Jednak oprócz poważnych konsekwencji o charakterze geopolitycznym, sprawa Jukosu ma jeszcze jeden aspekt - wyraźną zmianę struktury alokacji aktywów dokonaną na przestrzeni ostatniego kwartału, szczególnie zaś w listopadzie. Wydarzenia na rynku rosyjskim, skutkujące między innymi kilkudziesięciokrotnym spadkiem wartości rynkowej Jukosu i obniżeniem przez S&P ratingu dla tej spółki do poziomu D, doprowadziły do znacznego spadku aktywów rosyjskich w indeksie MSCI EM Eastern Europe - jednym z najbardziej popularnych benchmarków dla funduszy EEREF. I o ile jeszcze w czerwcu 2003 udział rosyjskich aktywów w tym indeksie sięgał 60%, półtora roku później spadł on do 40%.

Przeważenie poszczególnych krajów względem 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

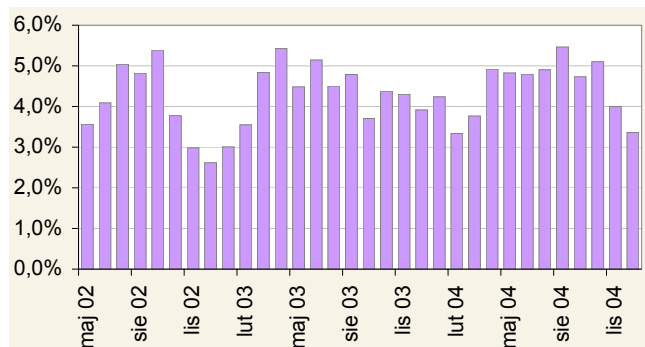
Dodatkowo, w wyniku wzrostu ryzyka inwestycyjnego, fund managerowie zwiększyli dyskonto dla spółek rosyjskich, żądając niemal z dnia na dzień, dodatkowych 350 punktów bazowych. Grudniowe dane pokazały, że ta reakcja była troszkę paniczna i korzyści, jakie wyniosły z tego zdarzenia inne kraje, zostały częściowo zniwelowane. Z jednym wszakże wyjątkiem - swoją zdobycz utrzymały aktywa polskie. A stało się to głównie dzięki giełdowemu debiutowi banku PKO BP, którego akcje przez wielu zarządzających były traktowane jako papier benchmarkowy i jako takie trafiły do portfeli wielu funduszy EEREF.

Zaangażowanie EEREF w Polskę


Źródło: Raporty firm zarządzających

Dzięki tym rosyjskim zawirowaniom, grudniowa wartość akcji i GDR-ów polskich spółek, znajdująca się w portfelach funduszy EEREF w końcu grudnia 2004 przekroczyła poziom 2,75 mld EUR.

To o ¼ więcej, niż mogliśmy znaleźć 31 grudnia 2004 roku w portfelach rodzimych funduszy inwestycyjnych (we wrześniu analogiczna relacja wynosiła 14%). Według naszych szacunków, czwarty kwartał przyniósł ponownie nadwyżkę nowych inwestycji nad wyprzedażą polskich składników. Według naszych danych zarządzający funduszami EEREF skierowali do polskich spółek około 230 mln EUR „świeżego” kapitału. W całym roku saldo inwestycji w polskie spółki przekroczyło 470 mln EUR i było czterokrotnie wyższe niż w roku 2003.

Udział gotówki (i jej ekwiwalentów) w aktywach

Źródło: Szacunki własne na podstawie informacji z firm zarządzających

Wydarzenia pierwszych kilku tygodni 2005 roku pokazują, że zapał zagranicznych funduszy do inwestycji w spółki naszego regionu nie słabnie. Co prawda, odnotowany na koniec grudnia poziom gotówki w portfelach spadł do jednego z najniższych poziomów, jednak wystarczy przytoczyć przykład z pierwszego kwartału ubiegłego roku aby przekonać się, że nie musi to wywoływać spadku aktywności. Zdają się to potwierdzać również wstępne wyniki stycznia, zgodnie z którymi fundusze wypracowały w pierwszym miesiącu relatywnie wysokie zyski (średnio około +6%) co ponownie przyciągnęło do nich nowy kapitał.

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.