

Jak dobrze wybrać fundusz stabilnego wzrostu

1. Jaka alternatywa wobec funduszy obligacji?

Sytuacja jaka panuje na polskim rynku kapitałowym w ostatnich miesiącach 2003 roku stanowi prawdziwe wyzwanie dla inwestorów lokujących wolne środki finansowe w aktywa finansowe. Trwający od czerwca wzrost rynkowych stóp procentowych, czego konsekwencją jest spadek cen polskich obligacji, znalazł odzwierciedlenie w wynikach funduszy obligacji lokujących środki na krajowym rynku finansowym. Dla ich uczestników minione pół roku okazało się okresem zawiedzionych nadziei, nic więc dziwnego, że wielu z nich decyduje się na wycofanie z nich swoich środków. W tej sytuacji należy sobie zadać pytanie, w jaki sposób najlepiej obecnie zagospodarować wolne środki na rynku funduszy inwestycyjnych.

Tak jak w przypadku każdej inwestycji finansowej, odpowiedź na nie zależy przede wszystkim od celów, jakie sobie stawiamy dokonując takiej inwestycji, a w konsekwencji od horyzontu czasowego, na jaki decydujemy się ulokować nasze środki. Zakładając, iż jesteśmy w stanie zaakceptować stosunkowo niewielkie ryzyko inwestycyjne w zamian za potencjalnie znacznie wyższe zyski od funduszy lokujących aktywa wyłącznie w papiery dłużne oraz że nasza inwestycja będzie miała charakter średnio- lub długoterminowy, wydaje się, iż godną polecenia alternatywą w stosunku do tracących gwałtownie na popularności funduszy obligacji mogą być fundusze stabilnego wzrostu.

2. Fundusze stabilnego wzrostu – zróżnicowana oferta i zróżnicowane wyniki

Pierwszy fundusz stabilnego wzrostu (PKO/CS Stabilnego Wzrostu) rozpoczął działalność blisko sześć lat temu, na początku 1998 r. Obecnie do tej kategorii zalicza się 13 funduszy mających formę prawną funduszy otwartych lub specjalistycznych otwartych zarządzanych przez 11 towarzystw funduszy inwestycyjnych. Prawie wszystkie fundusze tego typu adresowane są do klientów indywidualnych, jedynie SFIO TP SA ma ograniczone grono uczestników (mogą być nimi członkowie Pracowniczego Funduszu Emerytalnego Telekomunikacji Polskiej). Wartość aktywów netto funduszy stabilnego wzrostu wynosiła na koniec listopada 4,42 mld zł, co stanowiło 13,1% ogółu środków zarządzanych przez fundusze inwestycyjne w naszym kraju. Warta podkreślenia jest niezwykle dynamika, z jaką rośnie ich udział w polskim rynku – jeszcze w końcu ubiegłego roku wynosił on zaledwie 2,2%. Dzięki temu w bardzo krótkim czasie stały się one trzecią (po krajowych funduszach

papierów dłużnych i funduszach rynku pieniężnego) największą grupą funduszy działających w Polsce pod względem zgromadzonych środków. Szczególny wzrost zainteresowania funduszami stabilnego wzrostu widać zwłaszcza w ostatnich czterech miesiącach, czego potwierdzeniem jest fakt, iż począwszy od sierpnia notują one najwyższe dodatnie saldo wpłat i umorzeń spośród wszystkich kategorii funduszy dostępnych na rynku.

Większość działających obecnie funduszy stabilnego wzrostu ma za sobą ponad roczny staż na rynku, a połowa nawet ponad trzyletni. Pozwala to już na dokonanie rzetelnej oceny tych podmiotów i określenie tych, które najlepiej będą odpowiadały naszym potrzebom i oczekiwaniom. Jak istotna jest to decyzja, niech świadczą zestawienia obrazujące wyniki inwestycyjne funduszy w różnych przekrojach czasowych (tabela 1) oraz towarzyszące im ryzyko. Dane te pokazują wyraźnie, iż grupa funduszy stabilnego wzrostu jest grupą bardzo zróżnicowaną pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej, co znajduje odzwierciedlenie przede wszystkim w różnicach między stopami zwrotu najlepszych i najgorszych funduszy w poszczególnych okresach. Rozpiętość ta waha się od 1,41 pkt. proc. dla ostatniego miesiąca do 22,59 pkt. proc. w przypadku minionych trzech lat.

Równie istotne jest porównanie ryzyka inwestycyjnego, jakim obarczone są inwestycje w jednostki uczestnictwa funduszy stabilnego wzrostu. Jedną z najlepszych i najczęściej stosowanych miar ryzyka jest współczynnik beta, który wykorzystuje się do pomiaru ryzyka systematycznego inwestycji. Pokazuje on, w jakim stopniu stopa zwrotu funduszu reaguje na zmianę stopy zwrotu określonego portfela rynkowego (indeksu rynku), czyli o ile zmieni się stopa zwrotu portfela funduszu, gdy portfel rynkowy (indeks rynku) zmieni się o jednostkę. Współczynnik beta wykazuje duże zróżnicowanie zarówno dla okresu minionych 12 miesięcy (beta najbardziej defensywnego funduszu wynosi 0,68, a najbardziej agresywnego 1,49), jak i dla okresu trzykrotnie dłuższego (odpowiednio 0,65 i 1,78). Nie ulega więc wątpliwości, iż decyzja o zainwestowaniu w fundusz stabilnego wzrostu nie może być oparta wyłącznie o analizę wyników inwestycyjnych i ryzyka inwestycyjnego. Tak znaczące rozpiętości pomiędzy poszczególnymi funduszami nie mogą być bowiem tylko efektem mniej lub bardziej trafnego doboru spółek do części akcyjnej ich portfeli, ale są przede wszystkim pochodną strategii zarządzających odnośnie poziomu zaangażowania funduszy w akcje.

Tabela 1. Wyniki funduszy stabilnego wzrostu w okresie minionego miesiąca, sześciu miesięcy, roku i trzech lat (stan na 10 grudnia 2003 r.).

Fundusz	Stopa zwrotu (%) za okres minionego:			
	miesiąca	półrocza	roku	trzech lat
CU Stabilnego Inwestowania	- 0,05	9,71	23,67	*

ING Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus	- 0,53	7,83	13,03	43,29
Skarbiec – III Filar	- 1,15	4,02	11,85	48,66
PKO/CS Stabilnego Wzrostu	- 0,28	6,38	10,97	30,58
Arka Stabilnego Wzrostu	- 0,20	7,84	10,42	29,98
DWS Zabezpieczenia Emerytalnego	0,00	5,97	9,91	26,07
SEB 4 – Stabilnego Wzrostu	0,26	3,18	9,61	31,87
CitiSenior	0,00	4,83	9,22	34,31
Warta Trzeciofilarowy	- 0,61	7,61	9,18	*
PZU Stabilnego Wzrostu Mazurek	- 0,78	5,15	8,30	*
Lukas Stabilnego Wzrostu	- 0,34	2,41	*	*
Pioneer Stabilnego Wzrostu	- 0,51	*	*	*

* - brak danych gdyż fundusz funkcjonuje (lub prowadzi obecną politykę inwestycyjną) krócej niż wyróżniony okres.

3. Polityka inwestycyjna – deklaracje i rzeczywistość

W tej sytuacji konieczne jest przeanalizowanie deklarowanej polityki inwestycyjnej oraz faktycznego zaangażowania funduszy w instrumenty udziałowe. Ponieważ statutowe zapisy odnośnie prowadzonej strategii inwestycyjnej są zwykle bardzo ogólnikowe, analizę tę należy poszerzyć o benchmarki (wzorce odniesienia) stosowane przy ocenie wyników inwestycyjnych poszczególnych podmiotów, które znaleźć można w skrótach prospektów informacyjnych funduszy. Przyjęcie przez fundusz danego benchmarku pozwala na bardziej precyzyjne określenie zamierzonej polityki inwestycyjnej, a porównanie go z faktycznie realizowaną strategią umożliwia wychwycenie ewentualnych różnic między deklaracjami a rzeczywistością.

Z zaprezentowanych w tabeli 3 danych wynika, że większość funduszy stabilnego wzrostu deklaruje, iż maksymalny udział akcji w ich portfelach wyniesie 30% lub 40%. Wyjątkami są SEB 4 – Stabilnego Wzrostu, który chce lokować w akcje tylko do 20% aktywów oraz Warta Trzeciofilarowy, gdzie udział ten może sięgać nawet 50%. Z kolei większość benchmarków składa się w 20-30% ze zmiany indeksu WIG oraz w 70-80% z rentowności bonów skarbowych (część funduszy zamiast rentowności bonów skarbowych wykorzystuje indeksy obligacji). Nieco bardziej agresywny benchmark wybrał fundusz PZU Stabilnego Wzrostu Mazurek – udział indeksu giełdowego (WIG20) sięga w nim 40%, a bonów skarbowych 60%. Całkiem odmienny od pozostałych funduszy jest natomiast benchmark funduszu SEB 4 – Stabilnego Wzrostu, na który składa się wskaźnik rocznej inflacji sprzed dwóch miesięcy powiększony o 6% i pomniejszony o koszty funduszu.

Tabela 3. Deklarowany udział akcji w aktywach oraz benchmarki funduszy stabilnego wzrostu.

Fundusz	Deklarowane zaangażowanie w akcje	Benchmark
---------	-----------------------------------	-----------

Arka Stabilnego Wzrostu	od 0% do 30%	20% WIG + 80% 52 BS
CU Stabilnego Inwestowania	od 0% do 40%	20% WIG + 80% WIBID 3M
CitiSenior	do 40%	20% WIG + 80% 52 BS
DWS Zabezpieczenia Emerytalnego	zgodne z ustawą o OFE	100% ŚA OFE
ING Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus	średnio 30%	30% WIG + 60% MLGFPL + 10% AMC 0,5
Lukas Stabilnego Wzrostu	do 30%	20% WIG + 80% 52 BS
PKO/CS Stabilnego Wzrostu	do 30%	17,5% WIG + 82,5% 13 BS
PZU Stabilnego Wzrostu Mazurek	do 40%	40% WIG20 + 60% BS 52
Pioneer Stabilnego Wzrostu	od 15% do 35%	25% WIG + 75% POIRP
SEB 4 – Stabilnego Wzrostu	do 20%	100% wskaźnik rocznej inflacji za miesiąc M-2 plus 6% minus koszty
Skarbiec – III Filar	30%	30% WIG + 70% RPOS minus koszty
Warta Trzeciofilarowy	do 50%	30% WIG + 70% 52 BS

Objaśnienia:

52 BS – 52-tygodniowe bony skarbowe; 13 BS – 13-tygodniowe bony skarbowe

WIBID 3M – oprocentowanie trzymiesięcznych depozytów na rynku międzybankowym

ŚA OFE – średnia arytmetyczna wzrostu wartości jednostek rozrachunkowych otwartych funduszy emerytalnych

MLGFPL – indeks Merrill Lynch GFPL Polish Governments.

AMC 0,5 - ?

POIRP – indeks polskich obligacji i instrumentów rynku pieniężnego składający się w 75% z indeksu polskich obligacji Banku Handlowego i w 25% z WIBID

M-2 – miesiąc poprzedzający obecny miesiąc o dwa miesiące

RPOS – Indeks Reutera Polskich Obligacji Skarbowych (typu total return ważony outstandingiem)

Choć powyższe informacje mogą stanowić już wskazówkę przybliżającą strategię inwestycyjne poszczególnych funduszy stabilnego wzrostu, to jednak dopiero analiza rzeczywistego zaangażowania w instrumenty udziałowe na przestrzeni minionych dwóch lat pozwala ocenić poznać realną politykę inwestycyjną prowadzoną przez zarządzających oraz zweryfikować statutowe deklaracje. Dane zawarte w tabeli 4 wyjaśniają również pokazane wcześniej różnicowanie wyników inwestycyjnych i ryzyka inwestycyjnego poszczególnych podmiotów oraz pokazują, jakie fundusze powinny być najlepsze dla określonego grona inwestorów (lub jakie fundusze sprawdzą się najlepiej w okresie dobrej oraz złej koniunktury giełdowej). Wynika z nich, iż zdecydowanie najostrożniejszą politykę inwestycyjną w ostatnich latach prowadzi konsekwentnie fundusz SEB 4 – Stabilnego Wzrostu, którego zaangażowanie w akcje (według czterech ostatnich sprawozdań finansowych) oscylowało przeważnie pomiędzy 5% a 10% aktywów. Jest to więc najbezpieczniejszy spośród funduszy stabilnego wzrostu, najlepiej sprawdzający się w okresie gorszej koniunktury giełdowej, który można polecić inwestorom cechującym się bardzo niskim poziomem akceptacji ryzyka. Do grona stosunkowo bezpiecznych funduszy można zaliczyć również Arkę Stabilnego Wzrostu i CitiSenior. Wynika to zarówno z udziału akcji w ich portfelach (poniżej 20 procent), jak i bardzo niewielkich wahań poziomu ich zaangażowania na rynku akcji (poniżej 5 pkt. proc.).

Druga grupa funduszy to podmioty, które angażowały w ostatnich dwóch latach średnio 20% aktywów na rynku akcji, ale równocześnie cechowały się dużą zmiennością portfeli (na przestrzeni minionych dwóch lat różnice w udziale akcji w ich aktywach wahały

się od 5 do ponad 17 pkt. proc). Do tego grona zaliczyć można fundusze DWS Zabezpieczenia Emerytalnego, PKO/CS Stabilnego Wzrostu, Skarbiec-III Filar, Warta Trzeciofilarowy, a także PZU Stabilnego Wzrostu Mazurek (mimo iż jego średnie zaangażowanie na rynku akcji jest niższe niż wcześniej wymienionych podmiotów). Są to więc podmioty, które w umiarkowanych sposób reagują na zmiany sytuacji na rynku akcji, ale jednocześnie trudno od nich wymagać nadzwyczajnych wyników.

Do najbardziej agresywnych funduszy stabilnego wzrostu należą ING Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus i Commercial Union Stabilnego Inwestowania, które lokowały w akcjach przeważnie ok. 30% aktywów (ten drugi charakteryzował się też znaczną zmiennością udziału akcji w portfelu). Ich uczestnicy mogą liczyć na najwyższe zyski w tej grupie funduszy w okresie korzystnej koniunktury giełdowej, co potwierdzają najlepsze wyniki tych funduszy w minionych sześciu i dwunastu miesiącach. Równocześnie jednak narażeni są oni na wyższe od przeciętnej dla całej grupy straty w czasie bessy. Z uwagi na krótki okres funkcjonowania trudno na razie ocenić politykę inwestycyjną funduszy Lukas Stabilnego Wzrostu i Pioneer Stabilnego Wzrostu (jedyną wskazówką w ich przypadku mogą być na razie wyniki inwestycyjne). Należy też zaznaczyć, iż powyższe wnioski mogą rozminąć się z rzeczywistością w przypadku funduszy zarządzających niewielkimi aktywami, które nawet wbrew deklarowanej polityce inwestycyjnej mogą w przeciągu stosunkowo krótkiego czasu znacznie ograniczyć lub zwiększyć (w zależności od sytuacji panującej na rynku) swoje zaangażowanie na giełdzie.

Tabela 4. Rzeczywisty udział akcji w aktywach funduszy stabilnego wzrostu.

Fundusz	Udział (%) akcji w aktywach według stanu na dzień:				
	31.12.01	30.06.02	31.12.02	30.06.03	Średnio
Lukas Stabilnego Wzrostu	*	*	*	3,8	3,8
SEB 4 – Stabilnego Wzrostu	10,2	5,5	6,7	4,3	6,7
Arka Stabilnego Wzrostu	12,4	17,4	14,3	13,9	14,5
PZU Stabilnego Wzrostu Mazurek	9,3	10,3	20,0	21,5	15,3
CitiSenior	17,4	17,6	18,5	18,6	18,0
DWS Zabezpieczenia Emerytalnego	16,2	26,5	18,7	18,3	19,9
Warta Trzeciofilarowy	*	13,4	16,6	31,6	20,5
Skarbiec – III Filar	19,5	19,8	21,7	25,2	21,6
PKO/CS Stabilnego Wzrostu	19,4	19,3	24,6	24,4	21,9
ING Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus	21,3	29,6	27,9	26,3	26,3
CU Stabilnego Inwestowania	*	31,8	37,3	24,6	31,2
Pioneer Stabilnego Wzrostu	*	*	*	*	-
Średnio	15,7	19,1	20,6	19,3	18,7

* - fundusz nie prowadził jeszcze działalności w danym okresie, prowadził odmienną politykę inwestycyjną lub nie przedstawił sprawozdania finansowego za dany okres.

4. Podsumowanie

Decyzja odnośnie inwestycji w otwarte i specjalistyczne otwarte fundusze stabilnego wzrostu musi być poprzedzona analizą nie tylko parametrów inwestycyjnych (stopy zwrotu, miary ryzyka) osiąganych przez poszczególne podmioty w różnych horyzontach czasowych oraz kosztów uczestnictwa (które w tym opracowaniu zostały celowo pominięte), ale także prowadzonej przez te fundusze polityki inwestycyjnej. Tylko taka wszechstronna analiza pozwoli na wybór funduszu najlepiej spełniającego nasze oczekiwania. Mając świadomość możliwych do osiągnięcia potencjalnie wysokich zysków (w porównaniu do funduszy inwestujących wyłącznie w instrumenty dłużne oraz lokat bankowych), nie powinniśmy jednocześnie zapominać, iż narażeni jesteśmy także na znacznie większe ryzyko, tym większe im bardziej agresywną politykę prowadzi dany fundusz. Powinniśmy o tym pamiętać teraz, kiedy fundusze stabilnego wzrostu mają swoje „pięć minut”, co skrzętnie starają się wykorzystać TFI oferując obecnie inwestorom nie tylko fundusze otwarte, ale także antypodatkowe fundusze mieszane stabilnego wzrostu. Znacznie ważniejsze jednak, abyśmy pamiętali o tym w przyszłym roku, kiedy TFI obok domów maklerskich, zakładów ubezpieczeń (i być może banków) staną w szranki o pieniądze, które trafią na Indywidualne Konta Emerytalne. Można bowiem domniemywać, iż to właśnie fundusze stabilnego wzrostu staną się najsilniej promowanym produktem przez TFI, przede wszystkim z uwagi na fakt, iż ich polityka inwestycyjna jest najbardziej zbliżona do inwestycji OFE. Błędne decyzje wówczas podjęte mogą się więc okazać bardzo kosztowne, zaś dobry wybór będzie procentował przez lata.

Tomasz Miziołek
Analizy Online