

Materiał opublikowany w Rzeczpospolitej z 22 kwietnia 2004 roku

Fundusze zagranicznych papierów dłużnych

Polski rynek funduszy inwestycyjnych, oprócz standardowych produktów obejmujących fundusze pieniężne, obligacji, hybrydowe i akcyjne, oferuje szereg bardzo ciekawych instrumentów, które zasługują na zainteresowanie inwestorów. Jednym z nich są bez wątpienia **fundusze zagranicznych papierów dłużnych (ZPD)**, które mimo stosunkowo krótkiej obecności na naszym rynku (pierwszy fundusz tego typu został uruchomiony w lutym 2001 roku), znalazły już szerokie grono uczestników. Świadczą o tym przede wszystkim systematycznie rosnące aktywa tej kategorii funduszy, które od początku 2003 r. przyrastają w tempie od 100 do 500 mln zł miesięcznie, co plasuje je w czołówce, jeśli chodzi o fundusze notujące największy napływ netto środków. W efekcie 11 funkcjonujących obecnie w Polsce otwartych funduszy ZPD zarządza aktywami o wartości blisko **czterech miliardów złotych** (3,98 mld zł), a ich udział w rynku sięga już 11,3% (dla porównania rok temu rynkowy udział pięciu funduszy z tej kategorii wynosił zaledwie 3,7%).

Specyfika funduszy ZPD

Podstawową cechą wyróżniającą fundusze ZPD spośród innych dostępnych produktów na rynku funduszy inwestycyjnych jest lokowanie pozyskanych od klientów środków w instrumenty dłużne (skarbowe, komercyjne i komunalne) denominowane w walutach obcych. Oznacza to, że wartość nominalna papierów znajdujących się w portfelach tych funduszy oraz wartość kuponów (odsetek) jest wyrażona w walutach obcych. Najczęściej są to walory denominowane w dolarach amerykańskich i euro, są też jednak fundusze, które posiadają w swoim portfelu papiery denominowane w innych walutach (np. w koronie szwedzkiej). Rodzaj waluty, w której denominowane są instrumenty dłużne nabywane przez fundusz, pozwala podzielić te podmioty na dwie grupy: **fundusze inwestujące w papiery dłużne denominowane w euro** oraz **fundusze inwestujące w papiery dłużne denominowane w dolarach**. Pierwsza z ww. grup obejmuje obecnie pięć funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych (DWS Polska Euroobligacji, Skarbiec-Euro Obligacja, Pioneer Obligacji Europejskich Plus, CA IB Europejskich Obligacji i Arka Obligacji Europejskich), natomiast druga sześć (Skarbiec-Dolarowa Obligacja, Pioneer Obligacji Dolarowych, Pioneer Obligacji Dolarowych Plus, CA IB Dolarowych Obligacji, Millennium Dolarowa Lokata,

DWS Polska USD Obligacji). Poza ww. podmiotami w zagraniczne instrumenty dłużne inwestują też niektóre fundusze mieszane (np. CitiObligacji Dolarowych, KB Dolar), przy czym nie lokują one posiadanych środków bezpośrednio w papierach wierzycielskich, lecz nabywają denominowane w walutach zagranicznych tytuły uczestnictwa zagranicznych instytucji wspólnego inwestowania, których strategia inwestycyjna oparta jest o papiery dłużne.

Inwestowanie przez fundusze ZPD w instrumenty wyceniane w walucie innej niż krajowa sprawia, iż wynik inwestycyjny (osiągana przez uczestnika stopa zwrotu) jest w znacznej mierze zależny od wahań kursowych. Zagraniczne papiery dłużne obecne w portfelach tych funduszy wycenia się bowiem w walucie kraju, gdzie są notowane (a w przypadku instrumentów nie notowanych na rynku zorganizowanym – w walucie, w której dany papier wartościowy jest denominowany), a następnie przelicza się ich wartość na walutę polską, zazwyczaj według średniego kursu ustalonego dla danej waluty przez NBP w danym dniu wyceny. W tej sytuacji, przy założeniu że wartość inwestycji walutowych funduszu pozostaje bez zmian, umocnienie się (aprecjacja) złotego wobec innych walut skutkuje spadkiem wartości portfela (a tym samym niższą wyceną jednostki), natomiast osłabienie się (deprecjacja) naszej waluty wobec innych walut powoduje wzrost wartości portfela, a więc przyczynia się do wzrostu wartości jednostki.

Fundusze ZPD są obok funduszy akcji zagranicznych jedyną grupą podmiotów, które poza wyceną jednostek uczestnictwa w złotówkach dokonują także wycen w głównych walutach swoich inwestycji, czyli w euro i USD. Informacje te podawane są przez same fundusze, można więc samemu sprawdzić, w jakim stopniu osiągnięty przez nas wynik z inwestycji jest rezultatem umiejętności zarządzającego, a w jakim zmian relacji kursowych złotego wobec innych walut. Ponieważ wahania kursowe są zazwyczaj znacznie większe od wahań notowań instrumentów dłużnych wchodzących w skład portfela, czynnikiem który obecnie w większości przypadków najsilniej wpływa na wynik inwestycyjny (a więc nie tylko wysokość osiągniętego zysku bądź straty, ale wręcz to czy wyszliśmy w danym okresie na plus czy na minus) jest sytuacja na rynku walutowym.

Powyższe uwagi odnoszą się do sytuacji, kiedy inwestujemy w jednostki funduszy ZPD w złotówkach. Większość funduszy umożliwia jednak inwestorom nabywanie jednostek za euro lub dolary; w tej samej walucie następuje też wypłata środków w momencie umarzania jednostek. Taki sposób inwestowania uniezależnia nas od wahań kursowych – wynik inwestycyjny jest w tym wypadku wyłącznie pochodną koniunktury na rynku papierów dłużnych (i oczywiście efektów zarządzania). Co więcej, niektóre fundusze (np. CA IB

Europejskich Obligacji i CA IB Dolarowych Obligacji) ustaliły dla inwestorów „walutowych” preferencyjne warunki nabywania jednostek – np. wpłaty w euro lub dolarach są obciążone niższą opłatą manipulacyjną niż przy wpłatach złotówkowych (czasami jednak korzyść ta jest ograniczona poprzez wyższy poziom początkowej minimalnej wpłaty).

Cechą charakterystyczną funduszy ZPD jest również fakt, iż są one często „klonami” funduszy zagranicznych, znajdujących się w ofercie zagranicznych instytucji zarządzających aktywami. Oznacza to, że w swojej polityce inwestycyjnej odzwierciedlają politykę inwestycyjną funduszy zarejestrowanych poza Polską, działających na europejskim lub amerykańskim rynku już od pewnego czasu. W praktyce więc fundusze te są zarządzane przez tamtejszych zarządzających, posiadających ogromne doświadczenie i wiedzę dotyczącą inwestowania w papiery dłużne na tych rynkach, co z pewnością jest z korzyścią także dla polskich inwestorów. Przykładem takiego rozwiązania są chociażby fundusze ZPD zarządzane przez Pioneer Pekao TFI – np. fundusz Pioneer Obligacji Europejskich Plus jest klonem europejskiego funduszu Pioneer Funds – Euro Corporate Bond Sub-Fund, zaś Pioneer Obligacji Dolarowych i Pioneer Obligacji Dolarowych Plus są klonami amerykańskich funduszy Pioneer Bond Fund oraz Pioneer High Yield Fund.

Fundusze ZPD można także podzielić ze względu na zróżnicowaną strategię inwestycyjną odnośnie ryzyka kredytowego (ryzyka niewypłacalności emitenta). Większość funkcjonujących na polskim rynku podmiotów to fundusze, w przypadku których podstawowym kryterium doboru lokat (dotyczy to papierów wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez podmioty inne niż państwa) jest inwestowanie aktywów w papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez podmioty posiadające rating nadany przez co najmniej jedną z uznanych międzynarodowych agencji ratingowych (Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch) na poziomie inwestycyjnym („investment grade” rating) lub nie niższym niż rating państwa, na terytorium którego mają siedzibę. Fundusze te inwestują zatem w papiery podmiotów o wysokiej wiarygodności kredytowej, cechujące się minimalnym ryzykiem niespłacenia przez emitenta swoich zobowiązań. Jak dotąd tylko nieliczne fundusze ZPD (Pioneer Obligacji Dolarowych Plus, Pioneer Obligacji Europejskich Plus) stosują agresywniejszą politykę inwestycyjną, polegającą na inwestowaniu w instrumenty dłużne emitentów o tzw. ratingu nieinwestycyjnym. Inwestowanie w jednostki takich funduszy jest obarczone większym ryzykiem kredytowym i rynkowym (w tym także ryzykiem negatywnej percepcji rynków obligacji „śmieciowych”) niż w przypadku wcześniej opisanych podmiotów, z drugiej jednak strony powinno ono przynieść potencjalnie wyższą stopę zwrotu.

Zalety i wady funduszy ZPD

Wśród szeregu zalet inwestowania w fundusze ZPD najistotniejszą wydaje się możliwość osiągnięcia potencjalnie wysokich stóp zwrotu, znacznie przewyższających oprocentowanie lokat walutowych w bankach. Zarówno dla przedsiębiorców jak i osób prywatnych posiadających euro lub dolary nabycie jednostek takiego funduszu może być więc atrakcyjną alternatywą wobec utrzymywania środków na bardzo nisko oprocentowanych depozytach walutowych. W sytuacji, kiedy oprocentowanie rachunków bieżących w euro wynosi obecnie ok. 0,2%, a w dolarach ok. 0,1%, zaś rocznych depozytów odpowiednio 1,1% i 0,4%, stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze ZPD (w euro i USD) są niezwykle atrakcyjne (więcej informacji na ten temat będzie można znaleźć w drugiej części artykułu poświęconego funduszom ZPD, gdzie m.in. zostaną przeanalizowane dotychczasowe wyniki tych podmiotów).

Kolejną zaletą tych funduszy jest możliwość realizowania zysków nawet w sytuacji, kiedy na krajowym rynku papierów dłużnych notuje się wzrost rentowności i spadek cen obligacji. Z sytuacją taką mieliśmy do czynienia w II półroczu ubiegłego roku, kiedy to fundusze inwestujące w instrumenty dłużne denominowane w złotych ponosiły straty, zaś notowania jednostek większości funduszy ZPD rosły (w euro i USD). Co więcej, inwestorzy którzy świadomie „wystawiają się” na ryzyko kursowe i nabywając jednostki inwestują w walutę, mogą w sprzyjających okolicznościach osiągać znacznie lepsze rezultaty niż uczestnicy „polskich” funduszy papierów dłużnych. Można wręcz postawić tezę, iż takie negatywne czynniki makroekonomiczne i polityczne jak widmo kryzysu finansów publicznych, zawirowania na scenie politycznej, czy też wysoki deficyt budżetowy, które powodują pogorszenie nastrojów na rynku długu i w konsekwencji spadek wycen krajowych funduszy obligacji, równocześnie przyczyniają się do osłabienia naszej waluty, a więc do wzrostu notowań funduszy inwestujących w papiery dłużne denominowane w dolarach lub euro (czego dowodem była chociażby druga połowa 2003 r.).

Fundusze ZPD można wykorzystywać nie tylko jako instrument służący oszczędzaniu, ale także jako narzędzie zabezpieczające przed niepożądanymi zmianami na rynku walutowym. Przykładem może być zakup jednostek funduszu inwestującego w instrumenty denominowane w euro w sytuacji, gdy w tej samej walucie zaciągnęliśmy kredyt w banku (np. kredyt hipoteczny). Wówczas niekorzystne z punktu widzenia naszej sytuacji kredytowej osłabienie się złotego względem euro (konieczność spłaty wyższych odsetek) będzie neutralizowane wzrostem wartości naszej inwestycji w funduszu ZPD.

Do negatywnych konsekwencji związanych z inwestowaniem w fundusze ZPD należy przede wszystkim zaliczyć opisaną już wcześniej ekspozycję na ryzyko walutowe. Oprócz tego lokowanie środków w tych podmiotach obarczone jest wieloma innymi rodzajami ryzyka inwestycyjnego, typowymi dla wszystkich funduszy papierów dłużnych, niezależnie od tego w jakie instrumenty (denominowane w PLN, euro czy USD) inwestują. Do najważniejszych z nich należą ryzyko kredytowe (szczególnie w przypadku funduszy inwestujących w obligacje o ratingu nieinwestycyjnym) oraz ryzyko stopy procentowej (polegające na wrażliwości kursów papierów dłużnych na zmiany rynkowych stóp procentowych – ich wzrost oznacza spadek notowań papierów o stałym oprocentowaniu; ten rodzaj ryzyka wzrasta wraz z wydłużaniem duration portfela (okresu do terminu wykupu)). Ponadto fundusze te mogą być narażone na ryzyko przedpłaty polegające na możliwości wcześniejszej od założeń spłaty kapitału przez emitenta podczas okresu spadających stóp procentowych, co zmusi fundusz do inwestowania środków w instrumenty o niższej rentowności, ryzyko „wydłużenia” polegające na możliwości późniejszej od założeń spłaty rat kapitałowych przez emitenta podczas okresu rosnących stóp procentowych, co uniemożliwi funduszowi inwestowanie środków w dostępne na rynku instrumenty o wyższej rentowności oraz na ryzyko rynku akcji (w sytuacji gdy w portfelu funduszu znajdują się obligacje zamienne na akcje).

Z punktu widzenia inwestora inwestującego w fundusze ZPD niezwykle istotne jest również ryzyko podatkowe. Ponieważ zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych księgi rachunkowe funduszy muszą być prowadzone w walucie polskiej, w związku z tym dochód uczestnika w chwili umorzenia jednostek jest ustalany w złotych, niezależnie od tego czy wpłata do funduszu została dokonana w walucie polskiej czy obcej. Powoduje to ryzyko powstania sytuacji, w której przy aprecjacji waluty obcej wobec złotego, osoba fizyczna będzie musiała przy umorzeniu jednostek zapłacić podatek od dochodów kapitałowych, mimo iż wartość jednostek w walucie obcej nie zmieni się lub nawet spadnie w porównaniu do ich wartości w momencie nabycia (dotyczy to zwłaszcza krótkiego okresu).

Pewną niedogodnością dla osób zamierzających ulokować swoje oszczędności walutowe w funduszach ZPD mogą być także stosunkowo wysokie minimalne początkowe wartości inwestycji dla wpłat w euro lub dolarach (sięgające w niektórych podmiotach nawet 5 tys. euro lub USD).

Reasumując – fundusze zagranicznych papierów dłużnych mogą być z pewnością atrakcyjnym instrumentem inwestycyjnym zarówno dla osób inwestujących w danej walucie,

jak też dla osób, które „grają” na walutach. W tym drugim przypadku zyski mogą być bardzo znaczące, ale ryzyko spadku wartości naszego portfela na skutek niekorzystnych zmian na rynku walutowym będzie równie wysokie. Inwestując w ten sposób trzeba więc wykazać się wysoką odpornością na ryzyko walutowe, które zwłaszcza obecnie na polskim rynku w krótkim okresie może okazać się dla wielu inwestorów zbyt duże.

Tomasz Miziołek

Analizy Online