

## **Fundusze akcji globalnych rynków wschodzących *versus* fundusze akcji europejskich rynków wschodzących – analiza porównawcza**

**Wojciech Krawiec\***

**Streszczenie:** Celem niniejszego artykułu jest dokonanie analizy porównawczej funduszy akcji globalnych rynków wschodzących i funduszy akcji europejskich rynków wschodzących. Ze względu na dużą różnorodność pomiędzy funduszami zaliczanymi do tych grup podjęto próbę wskazania podobieństw i różnic pomiędzy nimi i pomiędzy obiema grupami. Uzupełnieniem tej analizy jest także ocena efektywności funduszy inwestycyjnych w różnych przedziałach czasowych z wykorzystaniem wybranych mierników efektywności. W opracowaniu zastosowano analizę porównawczą oraz metodę statystyczną. W efekcie przeprowadzonych badań przedstawiono charakterystykę ww. funduszy ze szczególnym zwróceniem uwagi na stosowaną przez nie politykę inwestycyjną, ze wskazaniem różnic i podobieństw między tymi funduszami.

**Słowa kluczowe:** fundusze akcji globalnych rynków wschodzących, fundusze akcji europejskich rynków wschodzących, polityka inwestycyjna, efektywność

### **Wprowadzenie**

Wraz z rozwojem rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w ofercie towarzystw funduszy inwestycyjnych pojawiało się wiele nowych produktów, które miały urozmaicić ofertę powierników i jednocześnie zwiększyć ich konkurencyjność. Jednym z takich przykładów może być stałe urozmaicenie oferty w grupie funduszy akcji. W pierwszych latach istnienia rynku funduszy inwestycyjnych w ofercie krajowych powierników znajdowały się wyłącznie fundusze akcji krajowych, z czasem zaczęły pojawić się fundusze akcji europejskich, później amerykańskich czy azjatyckich. Wreszcie oferta funduszy akcji została rozszerzona o fundusze akcji emitentów pochodzących z krajów o określony stopniu rozwoju ekonomicznego. W ten sposób polscy inwestorzy zyskali możliwość pośredniego inwestowania na europejskich i globalnych rynkach wschodzących akcji.

Celem niniejszego artykułu jest dokonanie analizy porównawczej funduszy akcji globalnych rynków wschodzących i funduszy akcji europejskich rynków wschodzących. W ramach przeprowadzonej analizy przedstawiono charakterystykę ww. funduszy. Ze względu na dużą różnorodność pomiędzy funduszami zaliczanymi do tych grup podjęto także próbę wskazania podobieństw i różnic pomiędzy nimi i pomiędzy obiema grupami.

---

\* dr Wojciech Krawiec, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, e-mail: wojciech.krawiec@ue.wroc.pl

Analizę przeprowadzono na podstawie zapisów zawartych w prospektach informacyjnych, jak również na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych funduszy. Uzupełnieniem analizy jest ocena efektywności funduszy inwestycyjnych w różnych przedziałach czasowych z wykorzystaniem wybranych mierników efektywności. Do analizy wybrano aktywnie funkcjonujące krajowe fundusze inwestycyjne akcji zagranicznych globalnych i europejskich rynków wschodzących, wyceniające jednostki uczestnictwa w złotych polskich i funkcjonujące minimum 36 miesięcy, licząc od 31 sierpnia 2011 roku, zaliczane do powyższych grup według kryteriów Analiz Online.

## **1. Charakterystyka krajowych funduszy akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących**

Zgodnie z klasyfikacją funduszy inwestycyjnych opracowaną przez Analizy Online za fundusze akcji uważa się fundusze, których udział akcji lub innych udziałowych papierów wartościowych w aktywach wynosi co najmniej 66% lub które inwestują większość aktywów na rynku akcji i jednocześnie mają benchmark odwzorowujący portfel lokat z udziałem instrumentów udziałowych wynoszących co najmniej 80%.

Dodatkowo, aby fundusz akcji mógł być uznany za zagraniczny, powinien lokować ponad 34% aktywów w instrumenty emitowane przez podmioty, które mają siedzibę poza terytorium Polski. Jednocześnie aby uznano go za fundusz z określonego regionu geograficznego lub kraju o określonym stopniu rozwoju ekonomicznego (kraje rozwijające się i rozwinięte), fundusz taki powinien lokować przynajmniej 66% aktywów w danym regionie geograficznym lub krajach o określonym stopniu rozwoju ekonomicznego (4: 1–2).

Na koniec sierpnia 2014 roku powyższe kryteria według Analiz Online spełniło dziewięć funduszy akcji globalnych rynków wschodzących (AKZ\_EM) oraz 21 funduszy akcji europejskich rynków wschodzących (AKZ\_NE). Jednak w ostateczności analizie porównawczej, przeprowadzonej w niniejszym artykule, poddano wyłącznie fundusze inwestycyjne otwarte wyceniane w złotych polskich, funkcjonujące aktywnie przez pełne 36 miesięcy w okresie poprzedzającym 31 sierpnia 2014 roku. W związku z powyższym do analizy przyjęto 21 funduszy przedstawionych w tabeli 1, w tym sześć funduszy AKZ\_EM (Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących, ING (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących, MetLife Akcji Rynków Wschodzących, Pioneer Akcji Rynków Wschodzących, PKO Akcji Rynków Wschodzących, PZU Akcji Rynków Wschodzących) oraz piętnaście funduszy AKZ\_NE (Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy, Arka Prestiż Akcji Środkowej i Wschodniej Europy, Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej, AXA Equity Active Asset Allocation, BPH Akcji Europy Wschodzącej, Credit Agricole Akcji Nowej Europy, ING Akcji Środkowoeuropejskich, MetLife Akcji Nowa Europa, Pioneer Akcji Europy Wschodniej, PKO Akcji Nowa Europa, PZU Akcji Nowa Europa, PZU Akcji Spółek Dywidendowych, Skarbiec Akcji Nowej Europy, Skarbiec Spółek Wzrostowych, UniAkcje: Nowa Europa).

Zgodnie z polityką inwestycyjną funduszy akcji europejskich rynków wschodzących (tabela 1) powinny one inwestować w instrumenty udziałowe od 50% do 100% wartości aktywów. W rzeczywistości na koniec czerwca 2014 roku udział tych instrumentów w aktywach funduszy kształtował się na poziomie od 68,09% do 96,85%, co świadczy o tym, że fundusze te prowadziły dość agresywną politykę inwestycyjną.

Warto dodać, że na 30 czerwca 2014 roku skład portfela lokat 13 z 14 funduszy w pełni zgadzał się założeniami ich polityki inwestycyjnej. Jedynym wyjątkiem był tu fundusz PKO Akcji Nowa Europa, który zgodnie ze swoim statutem powinien lokować nie mniej niż 60% wartości aktywów w akcję notowane na giełdach w Polsce, Czechach i na Węgrzech. W rzeczywistości – na koniec czerwca 2014 roku – wspomniany udział wynosił zaledwie 24,12%.

Jedynym wyjątkiem w grupie funduszy akcji europejskich rynków wschodzących był fundusz Pioneer Akcji Europy Wschodniej, polityka inwestycyjna tego zakładała bowiem inwestowanie w tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych.

W przeciwieństwie do funduszy akcji europejskich rynków wschodzących polityka inwestycyjna funduszy akcji globalnych rynków wschodzących zakłada inwestowanie większości ich aktywów w tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Tak więc fundusze te nie inwestują bezpośrednio aktywów w instrumenty udziałowe na poszczególnych rynkach, jak to ma miejsce w przypadku pierwszej grupy funduszy i są typowymi funduszami funduszy. Za przyczynę takiego stanu rzeczy można przyjąć fakt, że zarządzanie aktywami, ulokowanymi często na geograficznie bardzo odległych rynkach, jest utrudnione – chociażby na ograniczoną dostępność informacji czy niezajomość poszczególnych rynków – i może generować dodatkowe koszty. Dlatego zarządzający takimi funduszami często korzystają z wiedzy i doświadczenia innych funduszy już wyspecjalizowanych w inwestycjach na tego typu rynkach. Ponadto nie można wykluczyć sytuacji, że w niektórych przypadkach krajowe fundusze akcji globalnych rynków wschodzących nabywają tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych ze względu na stosowaną w obrębie ich grupy kapitałowej politykę sprzedaży. Wreszcie dodatkowym atutem przemawiającym za nabywaniem tytułów uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych mogą być osiągnięte przez nie korzyści skali.

Zgodnie z polityką inwestycyjną ww. funduszy udział tytułów uczestnictwa w ich portfelach lokat powinien mieścić się w przedziale od 50% do 100%. W rzeczywistości na koniec czerwca 2014 roku mieścił się w przedziale od 59,32% do 94,25%, co świadczy o tym, że skład portfeli lokat wszystkich analizowanych funduszy w pełni odzwierciedlał założenia ich polityki inwestycyjnej. Przeprowadzona analiza sprawozdań finansowych analizowanych funduszy dodatkowo wskazała, że w większości przypadków fundusze nabywały tytuły uczestnictwa funduszy należących do ich grup kapitałowych, co nie powinno być zaskoczeniem, ponieważ tak funkcjonuje większość funduszy funduszy.

Tabela 1

Polityka inwestycyjna i dywersyfikacja portfeli lokat funduszy akcji europejskich i globalnych rynków wschodzących na 30 czerwca 2014 roku

| Fundusz  | Liczba krajów pochodzenia emitentów | Minimalny udział udziałowych / tytułów uczestnictwa w % | 3 | 4  | 5                        | 6                   |
|--|-------------------------------------|---|---|--|--------------------------|---------------------|
|  |                                     |   |   | Zaangażowanie w instrumenty emitenta z danego kraju (pow. 5%)*                           | Akcje i kwity depozytowe | Tytuły uczestnictwa |
| 1  |                                     |   |   |  |                          |                     |
| Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy  | 11                                  | 50  |   | Polska (33,61), Turcja (22,11), Austria (15,62), Grecja (11,9)                           | 96,16                    | –                   |
| Arka Prestiż Akcji Środkowej i Wschodniej Europy | 8                                   | 66  |   | Turcja (40,84), Austria (26,37), Węgry (6,17), Grecja (6,2)                              | 87,60                    | 1,2                 |
| Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej         | 8                                   | 60  |   | Turcja (38,45), Polska (22,14), Rumunia (10,92), Austria (9,55), Ukraina (5,41)          | 90,86                    | –                   |
| AXA Equity Active Asset Allocation               | 6                                   | 70  |   | Turcja (32,05), Polska (25,14), Austria (14,09), USA (10,95), Kanada (7,75)              | 92,97                    | –                   |
| BPH Akcji Europy Wschodzącej                     | 5                                   | 70  |   | Polska (31,37), Turcja (29,7), Austria (26,51)   | 88,60                    | –                   |
| Credit Agricole Akcji Nowej Europy               | 6                                   | 66  |   | Polska (32,19), Turcja (25,88), Austria (10,48), Grecja (10,41), Czechy (5,45)           | 85,64                    | 1,14                |
| ING Akcji Środkowoeuropejskich                   | 8                                   | 70  |   | Polska (31,46), Turcja (27,09), Austria (7,40), Rumunia (5,01)                           | 75,73                    | –                   |
| MeLife Akcji Nowa Europa                         | 7                                   | 66  |   | Polska (46,27), USA (11,66), Turcja (8,8)  | 74,91                    | 9,24                |
| Pioneer Akcji Europy Wschodniej                  | 2                                   | 70  |   | Austria (2–64,06), Luksemburg (1–28,54)  | –                        | 92,60               |
| PKO Akcji Nowa Europa                            | 15                                  | 60  |   | Turcja (19,12), Polska (15,73), Rosja (14,82), Czechy (5,54)                             | 68,09                    | 2,73                |
| PZU Akcji Nowa Europa                            | 10                                  | bd  |   | Polska (38,69), USA (18,49), Turcja (11,91), Grecja (5,88), Węgry (5,68), Czechy (5,12), | 93,88                    | –                   |
| PZU Akcji Spółek Dywidendowych                   | 9                                   | 50  |   | Polska (94,3)  | 96,45                    | –                   |

| 1  | 2  | 3  | 4   | 5     | 6     |
|--|----|----|---|-------|-------|
| Skarbiec Akcji Nowej Europy                      | 8  | 66 | Turcja (48,2), Polska (35,42), Rosja (8,85)                 | 96,85 | 0,28  |
| Skarbiec Spółek Wzrostowych                      | 12 | 66 | Polska (28,33), Turcja (27,42), USA (10,77)                 | 93,70 | –     |
| UniAkcje: Nowa Europa                            | 4  | 60 | Turcja (57,68), Polska (26,5)                               | 88,12 | –     |
| Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących        | 1  | 60 | Luksemburg (5–59,32)  | –     | 59,32 |
| ING (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących | 1  | 70 | Luksemburg (1–91,70)  | –     | 91,70 |
| MetLife Akcji Rynków Wschodzących                | 2  | 75 | Luksemburg (2–42,57), Irlandia (1–42,97)                    | –     | 85,54 |
| Pioneer Akcji Rynków Wschodzących                | 1  | 50 | Luksemburg (3–94,25)  | –     | 94,25 |
| PKO Akcji Rynków Wschodzących                    | 3  | 60 | Luksemburg (12–59,09), Irlandia (2–20,69), Francja (1–4,76) | 1,38  | 84,54 |
| PZU Akcji Rynków Wschodzących                    | 3  | 70 | Luksemburg (2–9,41), Irlandia (1–2,23), Francja (10–70,84)  | –     | 82,48 |

\* W przypadku funduszy akcji globalnych rynków wschodzących podano nazwę kraju emitenta tytułów, liczbę funduszy oraz udział w wartości aktywów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych analizowanych funduszy (subfunduszy) za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2014 r.

Biorąc pod uwagę pochodzenie emitenta instrumentów finansowych nabywanych przez fundusze akcji europejskich rynków wschodzących, można stwierdzić, że największym zainteresowaniem cieszyły się walory emitentów z Austrii. Wszystkie z czternastu analizowanych funduszy nabywających akcje i udziały miały w portfelach instrumenty wyemitowane w tym kraju. Udział tych instrumentów w portfelach funduszy był różny i mieścił się w zakresie od 0,75% do 26,51%. Co ciekawe, rynek austriacki nie jest zaliczany do rynków wschodzących, ale należy podkreślić, że polityka ww. funduszy dopuszcza możliwość lokowania aktywów także poza rynkami wschodzącymi.

Kolejnymi krajami cieszącymi się dużym zainteresowaniem funduszy były Polska i Turcja. Aż trzynaście z analizowanych funduszy miało w portfelach instrumenty wyemitowane w tych krajach. Udział polskich instrumentów udziałowych w aktywach funduszy kształtował się w zakresie od 15,7% do 94,30%, a tureckich od 8,80% do 57,68%. Jedynym funduszem, który nie lokował aktywów na rynku krajowym, był Arka Prestiż Akcji Środkowej i Wschodniej Europy, ponieważ jego statut jasno stanowił o rezygnacji z inwestycji na rynku polskim. Natomiast jedynym funduszem, który nie miał akcji emitentów tureckich, był PZU Akcji Spółek Dywidendowych. Zaskoczeniem dla niektórych inwestorów może być duże zainteresowanie inwestycjami funduszy na rynku tureckim. Większość z analizowanych funduszy akcji europejskich rynków wschodzących zaznaczyło w swojej polityce inwestycyjnej, że będzie lokować aktywa w krajach regionu Europy Środkowej i Wschodniej, co w pewnym sensie – z geograficznego punktu widzenia – może wykluczać Turcję. Jednak wyjaśnieniem tego zjawiska powinien być fakt, że przez większość organizacji międzynarodowych, m.in. przez Morgan Stanley Capital International (5) czy Capital Economics (6), rynek turecki zaliczany jest jednak do europejskich rynków wschodzących.

Kolejnymi krajami cieszącymi się zaufaniem wśród zarządzających były Czechy – 9 funduszy (0,25–5,54%), Węgry – 7 funduszy (2,17–6,17%) oraz Stany Zjednoczone Ameryki – 5 funduszy (1,67–18,49%).

Pomiędzy poszczególnymi funduszami występowała również duża rozbieżność w dywersyfikacji geograficznej portfela lokat. I tak, najbardziej urozmaicony portfel lokat pod względem geograficznym miał PKO Akcji Nowa Europa. W aktywach tego funduszu znajdowały się instrumenty emitentów pochodzących z aż piętnastu krajów. W portfelu funduszu Skarbiec Spółek Wzrostowych znalazły się walory emitentów z dwunastu krajów, a w aktywach funduszu Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej instrumenty udziałowe z jedenastu krajów. Najślabszą dywersyfikacją geograficzną charakteryzowały się: BPH Akcji Europy Wschodzącej (5) oraz UniAkcje: Nowa Europa (4). Jednak, co zostanie później wskazane, różnice te nie miały większego wpływu na wyniki analizowanych funduszy.

Pod względem dywersyfikacji geograficznej statuty funduszy akcji europejskich rynków wschodzących przewidywały najczęściej inwestowanie w instrumenty emitentów pochodzących z Europy Środkowej i Wschodniej albo Europy Środkowej lub Centralnej. Niektóre z funduszy jednoznacznie wskazywały kraje pochodzenia emitentów i najczęściej były to: Polska, Austria, Czechy, Węgry, Turcja ale także Rumunia, Bułgaria, Chorwacja, Słowacja, Słowenia, Estonia, Grecja, Łotwa, Litwa, Estonia, Rosja, Ukraina, Serbia, Bośnia

i Hercegowina. W rzeczywistości na 30 czerwca 2014 roku oceniane fundusze miały instrumenty udziałowe emitentów z aż trzydziestu krajów świata, w tym m.in. z Chin, Kanady, Stanów Zjednoczonych. Co ciekawe, żaden z funduszy nie miał akcji emitentów bułgarskich, słowackich, łotewskich oraz z republik dawnej Jugosławii.

Powyższa analiza nie jest możliwa do przeprowadzenia dla funduszy akcji globalnych rynków wschodzących, ponieważ – jak już wspomniano – wszystkie wybrane do analizy fundusze były funduszami funduszy i nabywały tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Na podstawie sprawozdań finansowych krajowych funduszy akcji globalnych rynków wschodzących można jedynie wskazać, że nabywały one tytuły uczestnictwa funduszy luksemburskich, irlandzkich oraz francuskich. Natomiast na podstawie charakterystyki wymienionych funduszy luksemburskich, irlandzkich czy francuskich można wnioskować, że wymienione fundusze lokowały aktywa na wszystkich rynkach wschodzących świata, w tym także na europejskich rynkach wschodzących.

## 2. Efektywność funduszy akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących

W celu dokonania oceny efektywności funduszy akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących aktywnej alokacji przyjęto 12-, 24-, 36-miesięczne stopy zwrotu przedstawione w tabeli 2. Dodatkowo analizę efektywności uzupełniono o powszechnie stosowane mierniki ryzyka takie jak odchylenie standardowe, Tracking Error, Information Ratio, wskaźnik Sharpe'a oraz informacje dotyczące poziomu kosztów całkowitych i opłat za zarządzanie.

Analiza stóp zwrotu funduszy przedstawionych w tabeli 2 wskazuje, że:

- w okresie 36 miesięcy najwyższe stopy zwrotu osiągnęły następujące fundusze: Skarbiec Spółek Wzrostowych (62,90%), ING Akcji Środkowoeuropejskich (42,55%), AXA Equity Active Asset Allocation (30,68%), Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących (23,99%) oraz Skarbiec Akcji Nowej Europy (23,89%);
- w okresie 24 miesięcy najwyższe stopy zwrotu wypracowały natomiast fundusze: AXA Equity Active Asset Allocation (45,51%), Skarbiec Spółek Wzrostowych (36,14%), ING Akcji Środkowoeuropejskich (34,46%), ING (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących (17,31%) oraz Skarbiec Akcji Nowej Europy (15,10%);
- w okresie 12 miesięcy najwyższe zyski przyniosły: ING (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących (22,53%), AXA Equity Active Asset Allocation (19,31%), Skarbiec Spółek Wzrostowych (16,96%), PZU Akcji Rynków Wschodzących (14,00%) oraz PKO Akcji Rynków Wschodzących (12,26%);
- najgorsze wyniki w okresie 36 miesięcy odnotowały: MetLife Akcji Nowa Europa (–9,55%), Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej (–3,97%), BPH Akcji Europy Wschodzącej (–3,52%), PZU Akcji Spółek Dywidendowych (0,70%) oraz Pioneer Akcji Rynków Wschodzących (0,37%);

- w 24-miesięcznym okresie najgorzej wypadły: BPH Akcji Europy Wschodzącej (–9,57%), Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej (–7,18%) Pioneer Akcji Europy Wschodniej (–6,62%), MetLife Akcji Nowa Europa (–3,21%) oraz Credit Agricole Akcji Nowej Europy (–2,07%);
- w ciągu ostatnich 12 miesięcy najgorsze wyniki odnotowały: Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej (–9,28%), PZU Akcji Spółek Dywidendowych (–5,52%), Pioneer Akcji Europy Wschodniej (–2,26%), Credit Agricole Akcji Nowej Europy (–1,50%) oraz MetLife Akcji Nowa Europa (0,72%).

Z przeprowadzonej analizy stóp zwrotu wynika, że w badanym okresie najlepsze wyniki spośród funduszy akcji europejskich rynków wschodzących wypracowały: Skarbiec Spółek Wzrostowych, AXA Equity Active Asset Allocation oraz ING Akcji Środkowoeuropejskich. Fundusze te w zdecydowanej większości miały w swoich portfelach instrumenty finansowe emitentów z Polski, Turcji, Austrii, a także Stanów Zjednoczonych Ameryki. W przypadku funduszu AXA Active Asset Allocation warto zwrócić uwagę, że jest to fundusz aktywnej alokacji aktywów, co w przeciwieństwie do typowych funduszy akcji może stawiać go w uprzywilejowanej pozycji. Najgorzej spośród funduszy akcji europejskich rynków wschodzących wypadły MetLife Akcji Nowa Europa oraz Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej, których skład portfeli pod względem struktury geograficznej był podobny do funduszy wymienionych powyżej.

Jeśli chodzi o fundusze akcji globalnych rynków wschodzących, najlepiej wypadły Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących oraz PKO Akcji Rynków Wschodzących. Najgorzej wypadł zaś fundusz Pioneer Akcji Rynków Wschodzących.

Przedstawioną powyżej analizę efektywności, opartą wyłącznie na stopach zwrotu poszczególnych funduszy akcji europejskich i globalnych rynków wschodzących, warto rozszerzyć o porównanie ich miar ryzyka. Jako miary ryzyka dla analizowanych funduszy przyjęto wymienione wcześniej: wskaźnik błędu odwzorowania (Tracking Error), wskaźnik informacyjny (Information Ratio) oraz wskaźnik Sharpe'a.

Tracking Error to miara ryzyka definiowana jako odchylenie standardowe między stopą zwrotu uzyskaną przez fundusz inwestycyjny a stopą zwrotu benchmarku. Innymi słowy – jest to odchylenie standardowe dodatkowej stopy zwrotu (Shein 2000: 18). Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym fundusz jest bardziej ryzykowny, ponieważ jego wyniki w większym stopniu odbiegają od wzorca odniesienia. Oczywiście w interpretacji tego wskaźnika istotne jest przyjęcie odpowiedniego wzorca odniesienia. Dla porównania kilku funduszy o podobnej polityce inwestycyjnej najlepszym wzorcem odniesienia zdaje się np. średnia dla grupy. Taki też benchmark przyjęły Analizy Online, obliczając wartości tego miernika oraz pozostałych mierników przedstawionych w tabeli 2.



**Tabela 2**

Wybrane mierniki efektywności funduszy akcji europejskich i globalnych rynków wschodzących na 31 sierpnia 2014 roku

| Nazwa funduszu                            | Grupa  | 12M (%) | 24M (%) | 36M (%) | SD (%) | TE (%) | IR    | Sharpe'a | TER (%) | Oplata za zarządzanie (%) |
|---|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|----------|---------|---------------------------|
| Arka BZ WBK Akcji Środk. i Wsch. Europy   | AKZ_NE | 1,62    | 3,32    | 9,21    | 4,19   | 5,13   | -0,00 | -0,01    | 4,16    | 4,00                      |
| Arka Prestiż Akcji Środk. i Wsch. Europy  | AKZ_NE | 2,13    | 4,77    | 14,47   | 4,23   | 7,47   | 0,07  | 0,03     | 4,22    | 3,00                      |
| Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej  | AKZ_NE | -9,28   | -7,18   | -3,97   | 4,44   | 6,31   | -0,00 | -0,09    | 4,60    | 4,00                      |
| AXA Equity Active Asset Allocation        | AKZ_NE | 19,31   | 45,51   | 30,68   | 4,28   | 10,22  | 0,44  | 0,11     | 4,91    | 4,00                      |
| BPH Akcji Europy Wschodzącej              | AKZ_NE | 1,52    | -9,57   | -3,52   | 4,33   | 6,58   | -0,00 | -0,10    | 4,51    | 4,00                      |
| Credit Agricole Akcji Nowej Europy        | AKZ_NE | -1,50   | -2,07   | 8,35    | 4,12   | 5,13   | -0,00 | -0,01    | 4,85    | 3,95                      |
| ING Akcji Środkowoeuropejskich            | AKZ_NE | 11,52   | 34,46   | 42,55   | 3,97   | 5,66   | 1,41  | 0,18     | 3,98    | 3,50                      |
| MetLife Akcji Nowa Europa                 | AKZ_NE | 0,72    | -3,21   | -9,55   | 4,06   | 5,28   | -0,00 | -0,15    | 3,89    | 3,50                      |
| Pioneer Akcji Europy Wschodniej           | AKZ_NE | -2,26   | -6,62   | 5,02    | 5,82   | 12,20  | -0,00 | -0,02    | 3,53    | 3,50                      |
| PKO Akcji Nowa Europa                     | AKZ_NE | 4,14    | 6,90    | 6,93    | 3,71   | 5,26   | -0,00 | -0,04    | 4,00    | 4,00                      |
| PZU Akcji Nowa Europa                     | AKZ_NE | 1,84    | 4,58    | 9,84    | 3,93   | 6,33   | -0,00 | -0,02    | 3,33    | 4,00                      |
| PZU Akcji Spółek Dywidendowych            | AKZ_NE | -5,52   | 3,48    | 0,70    | 3,95   | 9,66   | -0,00 | -0,08    | 5,19    | 3,00                      |
| Skarbiec Akcji Nowej Europy               | AKZ_NE | 8,55    | 15,10   | 23,89   | 4,56   | 5,58   | 0,39  | 0,06     | 4,88    | 4,00                      |
| Skarbiec Spółek Wzrostowych               | AKZ_NE | 16,96   | 36,14   | 62,90   | 4,02   | 7,69   | 1,47  | 0,24     | 5,56    | 4,00                      |
| UniAkcje: Nowa Europa                     | AKZ_NE | 11,41   | 5,15    | 12,67   | 5,09   | 8,58   | -0,00 | 0,01     | 3,93    | 4,00                      |
| Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących | AKZ_EM | 8,56    | 11,84   | 23,99   | 1,95   | 9,48   | 0,35  | 0,13     | 2,51    | 4,00                      |
| ING (L) Spółek Dywid. Rynków Wschodzących | AKZ_EM | 22,53   | 17,31   | 6,45    | 5,15   | 7,51   | -0,00 | -0,02    | 2,41    | 2,50                      |
| MetLife Akcji Rynków Wschodzących         | AKZ_EM | 11,45   | 12,55   | 10,37   | 3,75   | 5,63   | -0,00 | -0,02    | 3,39    | 3,00                      |
| Pioneer Akcji Rynków Wschodzących         | AKZ_EM | 9,93    | 10,53   | 0,37    | 5,25   | 8,51   | -0,00 | -0,04    | 3,50    | 3,50                      |
| PKO Akcji Rynków Wschodzących             | AKZ_EM | 12,26   | 13,35   | 22,55   | 2,79   | 7,08   | 0,41  | 0,08     | 3,90    | 4,00                      |
| PZU Akcji Rynków Wschodzących             | AKZ_EM | 14,00   | 7,10    | 12,31   | 4,00   | 5,78   | 0,06  | 0,00     | 4,15    | 3,00                      |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Analiza AKZ\_NE; Analiza AKZ\_EM.

W analizowanym okresie największym ryzykiem mierzonym wskaźnikiem błędu odwzorowania charakteryzowały się fundusze, które w ostatnich 36 miesiącach uzyskały zarówno jedne z najwyższych, jak i jedne z najniższych stóp zwrotu. Sytuacja nie powinna zaskakiwać, skoro za wzorzec odniesienia przyjęto średnią dla każdej z grup w okresie 36 miesięcy. Dlatego lepszym miernikiem ryzyka w takim przypadku jest wskaźnik informacyjny, który określa, jaka wielkość dodatkowej stopy zwrotu przypada na jednostkę ryzyka względnego, mierzonego jako wskaźnik błędu odwzorowania (Shein 2000: 18).

Zgodnie ze sposobem obliczania wskaźnika informacyjnego im większa wartość tego wskaźnika, tym lepiej, gdyż oznacza to większą wartość dodatkowej stopy zwrotu przypadającej na jednostkę miary ryzyka. Tym samym wskaźnik informacyjny „pozwała odpowiedzieć na pytanie, czy podjęte przez zarządzającego ryzyko, wynikające z odstępstwa od wiernego odwzorowania indeksu jest wynagradzane przez zwiększoną stopę zwrotu” (Dzielnicki i in. 2005: 13).

Spośród wszystkich analizowanych funduszy najwyższe wartości wskaźnika informacyjnego odnotowały dwa fundusze, które także w okresie 36 miesięcy wypracowały najwyższe stopy zwrotu. Były to Skarbiec Spółek Wzrostowych oraz ING Akcji Środkowoeuropejskich. Oba charakteryzowały się wartością wskaźnika powyżej 1,00, co należy uznać za szczególnie korzystne. Funduszem wartym rozpatrzenia okazał się w szczególności ten drugi, charakteryzował się bowiem jednym z najniższych ryzyk mierzonych wskaźnikiem błędu odwzorowania i jednocześnie dość wysoką stopą zwrotu. Niestety, większość analizowanych funduszy odnotowała wartości wskaźnika informacyjnego poniżej 0,5, co należy uznać za wartości niekorzystne. Nie wspominając już o tych funduszach, które odnotowały wartości ujemne tego wskaźnika, co świadczy o tym, że ich portfele w badanym okresie odnotowały przeciętnie niższe stopy zwrotu od średniej dla każdej z grup.

Powyższe wyniki analizy ryzyka mierzonych wskaźnikiem informacyjnym potwierdzają także wartości wskaźnika Sharpe’a. Wskaźnik Sharpe’a mierzy atrakcyjność funduszu jako stosunek dodatkowego zwrotu, jaki osiąga portfel funduszu ponad stopę zwrotu wolną od ryzyka, do ryzyka mierzonych odchyleniem standardowym stopy zwrotu portfela funduszu. Innymi słowy – wskaźnik Sharpe’a wskazuje, jaka wielkość premii za ryzyko przypada na jednostkę ryzyka całkowitego mierzonego odchyleniem standardowym. Wskaźnik ten różni się od wskaźnika informacyjnego sposobem liczenia dodatkowej stopy zwrotu, która w tym wypadku jest definiowana jako nadwyżka zysku ponad stopę wolną od ryzyka (Krawiec 2002: 136). W danych przedstawionych w tabeli 2 dla wyliczenia wskaźnika Sharpe’a za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnią rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych.

I tak, najwyższe wartości wskaźnika Sharpe’a odnotowały fundusze Skarbiec Spółek Wzrostowych oraz ING Akcji Środkowoeuropejskich. Dobrym wynikiem mógł się pochwalić także fundusz Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących, który cechował się dość wysoką 36-miesięczną stopą zwrotu i najniższym spośród wszystkich funduszy odchyleniem standardowym. Natomiast wszystkie fundusze, które odnotowały ujemne wartości wskaźnika informacyjnego, również odnotowały ujemne wartości wskaźnika Sharpe’a.

Oceniając efektywność funduszy, warto zwrócić uwagę na koszty związane z inwesto-

waniem za pośrednictwem analizowanych funduszy. Można w tym przypadku posłużyć się dwoma wskaźnikami określającymi poziom kosztów tych funduszy. Pierwszy z nich to pobierana przez fundusz opłata za zarządzanie, zwana także wynagrodzeniem za zarządzanie (Krawiec 2003: 192–193). W całej badanej grupie funduszy wysokość tej opłaty kształtowała się w zakresie od 2,50% do 4,00%. Oczywiście, najniższymi opłatami za zarządzanie charakteryzowały się trzy fundusze akcji globalnych rynków wschodzących, co nie powinno być zaskoczeniem, ponieważ wszystkie z nich to fundusze funduszy, jednak wśród tej grupy znajdowały się także fundusze, które pobierały za zarządzanie najwyższą stawkę. Wśród funduszy akcji europejskich rynków wschodzących najniższą stawkę (3,00%) charakteryzował się fundusz Arka Prestiż Akcji Środkowej i Wschodniej Europy.

Wskaźnikiem lepiej odzwierciedlającym koszty obciążające aktywa funduszy jest wskaźnik kosztów całkowitych (Total Expense Ratio – TER). Wskaźnik ten odzwierciedla udział kosztów niezwiązanych bezpośrednio z działalnością inwestycyjną funduszu w średniej wartości aktywów netto funduszu za dany rok. Zasady wyliczania TER zostały określone w Rozporządzeniu Ministra Finansów z 22 maja 2013 roku w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy (DzU 2013, poz. 673).

Najwyższy poziom kosztów całkowitych odnotowały fundusze, które mogły także pochwalić się najlepszymi wynikami i były to: Skarbiec Spółek Wzrostowych (5,56%), AXA Equity Active Asset Allocation (4,91%) oraz Skarbiec Akcji Nowej Europy (4,48%). Niestety, wysokie koszty całkowite obciążły także fundusze, które nie mogły pochwalić się najlepszymi stopami zwrotu, czyli PZU Akcji Spółek Dywidendowych (5,19%), Credit Agricole Akcji Nowej Europy (4,85%), Aviva Investors Akcji Nowej Europy (4,60%) oraz BPH Akcji Europy Wschodzącej (4,51%). Oczywiście w większości przypadków (16 na 21) poziom kosztów całkowitych był wyższy bądź równy z poziomem opłat pobieranych za zarządzanie.

## Uwagi końcowe

Przeprowadzona analiza porównawcza funduszy akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących pozwala wyciągnąć następujące wnioski:

- obie grupy funduszy akcji rynków wschodzących różnią się między sobą przede wszystkim tym, że fundusze europejskich rynków wschodzących to typowe fundusze akcji, natomiast fundusze globalnych rynków wschodzących to typowe fundusze funduszy;
- zarządzający funduszami z obu grup zakładają, że od 50% do 100% aktywów będzie lokowane w instrumenty udziałowe lub tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych. W rzeczywistości zaangażowanie w ww. instrumenty jest w pełni realizowane nawet na wyższym poziomie;
- nie można jednoznacznie wskazać, że któraś z analizowanych grup charakteryzuje się wyższą efektywnością czy niższym poziomem kosztów. W obu grupach występują

bowiem fundusze, które charakteryzują się wyższymi lub niższymi stopami zwrotu, wyższymi lub niższymi kosztami czy lepszymi lub gorszymi wartościami miar ryzyka. Jedyne, czego można by było się spodziewać po funduszach akcji globalnych rynków wschodzących jako funduszach funduszy, to niższe opłaty za zarządzanie. Niestety, część z nich charakteryzuje się opłatami o maksymalnej wysokości 4,00%, czyli na poziomie typowych funduszy akcji;

- w obu grupach znajdują się fundusze, które w różnym stopniu, pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej, pasują do charakterystyki funduszy akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących. Potencjalni inwestorzy powinni jednak pamiętać, że przynależność do danej grupy funduszy w jakimś stopniu jest umowna;
- w obu grupach funduszy występuje duża różnorodność pod względem dywersyfikacji geograficznej nabywanych lokat, jednak przeprowadzona analiza nie daje jednoznacznej odpowiedzi, aby miało to większy wpływ na osiągnięte przez fundusze wyniki;
- większość funduszy z obu grup nabywa bezpośrednio lub pośrednio instrumenty finansowe emitentów z Austrii, Polski, Czech, Węgier i Turcji;
- w obu grupach można wskazać fundusze, które w ostatnich trzech latach charakteryzowały się wysoką efektywnością, co w jakimś stopniu powinno determinować wybór tych funduszy przez potencjalnych inwestorów. I tak, w grupie funduszy AKZ\_NE najlepiej wypadły: Skarbiec Spółek Wzrostowych, AXA Equity Active Asset Allocation oraz ING Akcji Środkowoeuropejskich, a w grupie funduszy AKZ\_EM fundusze: Aviva Investors Akcji Rynków Wschodzących oraz PKO Akcji Rynków Wschodzących.

Reasumując, fundusze akcji globalnych i europejskich rynków wschodzących są ciekawym uzupełnieniem palety produktów oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jednak w porównaniu do innych funduszy akcji charakteryzują się dużą różnorodnością i ze względu na zaangażowanie aktywów na wielu rynkach powinny być raczej przeznaczone dla bardziej doświadczonych uczestników. Ponadto, decydując się na ten rodzaj funduszy, warto wstępnie przeanalizować ich dotychczasową działalność, a także z góry zaakceptować wyższy poziom ryzyka.

## Literatura

- Analiza AKZ\_NE, [www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/notowania/firma/--/produkt/--/grupa/AKZ\\_NE/nazwa/--/typ-jednostki/podstawowe/typ/last/data/--/limit/30/strona/1/sort/--/sort\\_dir/ASC/](http://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/notowania/firma/--/produkt/--/grupa/AKZ_NE/nazwa/--/typ-jednostki/podstawowe/typ/last/data/--/limit/30/strona/1/sort/--/sort_dir/ASC/) (29.08.2014).
- Analiza AKZ\_EM, [www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/notowania/firma/--/produkt/--/grupa/AKZ\\_EM/nazwa/--/typ-jednostki/podstawowe/typ/last/data/--/limit/30/strona/1/sort/--/sort\\_dir/ASC/](http://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/notowania/firma/--/produkt/--/grupa/AKZ_EM/nazwa/--/typ-jednostki/podstawowe/typ/last/data/--/limit/30/strona/1/sort/--/sort_dir/ASC/) (29.08.2014).
- Dzielnicki A., Gudaszewski W., Hnatiuk M., Stefanoff J. (2005), *Pomiar wyników działalności inwestycyjnej*, „Rynek Terminowy”, nr 3, s. 13.
- Jednostkowe półroczne sprawozdanie finansowe Pioneer Akcji Europy Wschodniej za okres półroczny kończący się 30 czerwca 2014 roku (s. 1–3).
- Jednostkowe półroczne sprawozdanie finansowe Pioneer Akcji Rynków Wschodzących za okres półroczny kończący się 30 czerwca 2014 roku (s. 1–4).

- Jednostkowe sprawozdanie finansowe Aviva Investors Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 3–5).
- Jednostkowe sprawozdanie finansowe Aviva Investors Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz Akcji Rynków Wschodzących za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 3–4).
- Jednostkowe sprawozdanie finansowe PKO Akcji Rynków Wschodzących za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 5–7).
- Jednostkowe sprawozdanie finansowe Subfundusz Skarbiec Akcji Nowej Europy za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 4–10).
- Jednostkowe sprawozdanie finansowe Subfundusz Skarbiec Spółek Wzrostowych za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 4–10).
- Krawiec W. (2002), *Metody oceny efektywności funduszy inwestycyjnych*, w: *Zarządzanie i Marketing 20*, red. T. Orzeszko, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 934, Wrocław, s. 136.
- Krawiec W. (2003), *Koszty uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, w: *Finanse i rachunkowość – teoria i praktyka*, red. G. Borys, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 982, Wrocław, s. 192–193.
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe ING (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 3–5).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe ING Subfundusz Akcji Środkowoeuropejskich za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 4–6).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe AXA Funduszu Inwestycyjnego Otwartego AXA Subfundusz Equity Active Asset Allocation za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 5–7).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe PZU Akcji Nowa Europa za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–7).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe PZU Akcji Rynków Wschodzących za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–5).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe PZU Akcji Spółek Dywidendowych Europa za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–9).
- Półroczne jednostkowe sprawozdanie finansowe subfunduszu UniAkcje: Nowa Europa obejmujące okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 2–8).
- Shein J. L. (2000), *Is it more than just performance: Tracking Error and the Information Ratio*, „The Journal of Investment Consulting”, June, vol. 2, nr 2, s. 18.
- Sprawozdanie finansowe Credit Agricole Akcji Nowej Europy Subfundusz w Credit Agricole Funduszu Inwestycyjnym Otwartym okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–5).
- Sprawozdanie finansowe Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–6).
- Sprawozdanie finansowe Arka Prestiż Akcji Środkowej i Wschodniej Europy za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 3–5).
- Sprawozdanie finansowe BPH Akcji Europy Wschodzącej za okres od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 5–9).
- Sprawozdanie finansowe MetLife Akcji Rynków Wschodzących za okres obrotowy od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 7–8).
- Sprawozdanie finansowe MetLife Subfundusz Akcji Nowa Europa za okres obrotowy od 1 stycznia 2014 do 30 czerwca 2014 roku (s. 6–8).
- Sprawozdanie finansowe PKO Akcji Nowa Europa Fundusz Inwestycyjny Otwarty za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2014 roku (s. 6–10).
- [www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/9090/zmiany-w-klasyfikacji-funduszy-analiz-online.html#articleTop](http://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/9090/zmiany-w-klasyfikacji-funduszy-analiz-online.html#articleTop) (29.08.2014).
- [www.capitaleconomics.com/emerging-european-economics.html](http://www.capitaleconomics.com/emerging-european-economics.html) (29.08.2014).
- [www.mscci.com/products/indexes/country\\_and\\_regional/em/](http://www.mscci.com/products/indexes/country_and_regional/em/) (29.08.2014).

## **GLOBAL EMERGING MARKETS EQUITY FUNDS VERSUS EUROPEAN EMERGING MARKETS EQUITY FUNDS – COMPARATIVE ANALYSIS**

**Abstract:** The main aim of this article is making of comparative analysis of global emerging markets equity funds and European emerging markets equity funds. Moreover the attempt will be made to indicate the differences and resemblance between those groups of funds and also between funds belonging to each group. The supplementing of this analysis will be also an evaluation of the effectiveness of these investment funds in different time periods with the application of chosen measures of the effectiveness.

Analysis of the investment policy will be conducted on the basis of regulations resolving these issues, included in their information brochures, as well as on the basis of compositions of their investment portfolios, described in financial reports. The assess of global emerging markets equity funds and European emerging markets equity funds effectiveness will be effected on the basis of their 12-, 24-, 36-monthly rate of return, Tracking Error, Information Error, Sharpe Ratio, Total Expense Ratio and management fees.

In this study the following research methods will be applied: comparative analysis and the statistical method.

The describing characteristics of funds mentioned above with special taking into account their investment policy and differences and resemblances between these funds will be findings of conducted examinations.

**Keywords:** global emerging markets equity funds, European emerging markets equity funds, investment policy, effectiveness