
Awans Polski do grona rynków rozwiniętych a przepływ kapitału z funduszy pasywnych

Podjęta 29 września przez FTSE Russell decyzja o przekwalifikowaniu Polski z kategorii rynków zaawansowanych wschodzących (*advanced emerging*) do rozwiniętych (*developed*)¹ ma wymiar historyczny. Nie ma jednak tylko i wyłącznie charakteru symbolicznego, choć z pewnością ma istotne znaczenie z punktu widzenia postrzegania Polski w świecie – zwłaszcza w kontekście gospodarczym i cywilizacyjnym, o czym zapewne będziemy mogli się przekonać w dłuższym horyzoncie czasu. Awans naszego kraju do grona rynków rozwiniętych ma jednak przede wszystkim wymiar gospodarczy i finansowy. Spośród wielu aspektów, jakie wiążą się dla Polski z decyzją FTSE Russell, chciałbym skupić swoją uwagę na dwóch – potencjalnym wpływie na napływ/odpływ kapitału finansowego do/z naszego kraju (zagadnienie to jest przedmiotem niniejszego tekstu) oraz na ewentualnych skutkach dla rozwoju rynku produktów indeksowych (funduszy indeksowych i funduszy typu ETF) w Polsce i posiadających ekspozycję na polski rynek akcji (temat ten będzie przedmiotem tekstu, który zostanie wkrótce opublikowany).

Kim są dostawcy indeksów?

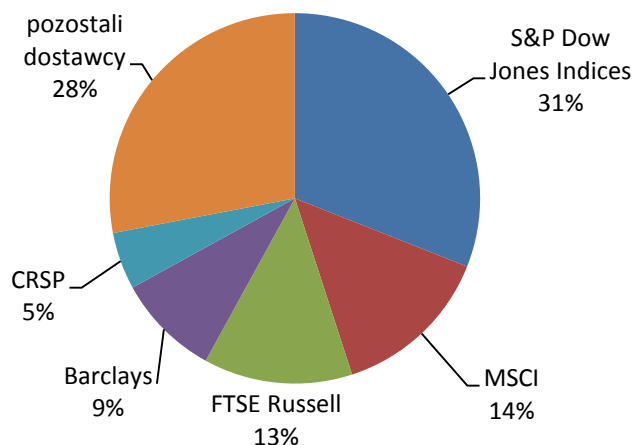
Analizę potencjalnych skutków decyzji FTSE Russell warto rozpocząć od spojrzenia na istotę działalności i rolę dostawców indeksów (*index providers*) na współczesnym rynku finansowym. Są to podmioty, których głównym zadaniem jest opracowywanie, konstruowanie, utrzymywanie i obliczanie wartości indeksów. Grupa ta jest bardzo zróżnicowana – obejmuje m.in. giełdy papierów wartościowych, instytucje finansowe (głównie banki inwestycyjne i firmy zarządzające aktywami) oraz wyspecjalizowane podmioty zajmujące się jedynie tego rodzaju działalnością lub firmy, których biznes jest zdywersyfikowany, a dostarczanie indeksów jedną z oferowanych usług (obok np. dostarczania i analizy danych finansowych).

FTSE Russell – spółka należąca do London Stock Exchange Group – jest obok MSCI oraz S&P Dow Jones Indices największym przedstawicielem tej ostatniej grupy podmiotów i jednym z najważniejszych dostawców indeksów na świecie. Spółki te są liderami biorąc pod uwagę wartość aktywów zarządzanych przez firmy asset management, które wykorzystują indeksy jako benchmarki swoich produktów (głównie funduszy inwestycyjnych) oraz wartość aktywów ETF-ów, które dążą do naśladowania wyników indeksów. Do indeksów FTSE Russell benchmarkują się fundusze zarządzające aktywami o wartości ok. 15 bln USD. W zestawieniu największych dostawców indeksów, których produkty są wykorzystywane przez

¹ Opis metodologii, którą posługuje się spółka FTSE Russell przy podejmowaniu decyzji odnośnie zakwalifikowania danego państwa do grupy krajów (rynków) o określonym statusie (rozwiniętych, zaawansowanych wschodzących, drugorzędnych wschodzących i granicznych) nie jest przedmiotem niniejszego tekstu. Szczegółową charakterystykę tego procesu można znaleźć w opracowaniu FTSE Russell „*FTSE Country Classification Process*” (http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf).

podmioty oferujące fundusze ETF, FTSE Russell zajmuje trzecią pozycję (por. wykres). Warto również dodać, iż w przypadku indeksów FTSE Russell wartość aktywów funduszy ETF do nich benchmarkowanych wzrasta ostatnio w bardzo szybkim tempie – od połowy 2016 r. do połowy 2017 wzrost ten wyniósł aż 36% i aktywa te sięgają obecnie 530 mld USD².

Największe firmy dostarczające indeksy dla podmiotów oferujących fundusze ETF (stan na koniec 2014 r.)



Źródło: London Stock Exchange Group – Annual Report December 2014, s. 10.

Rola firm dostarczających indeksy jest bardzo istotna i systematycznie rośnie. Wśród wielu przyczyn tego zjawiska dwie wydają się najważniejsze – dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych wykorzystujących indeksy do konstruowania benchmarków oraz gwałtowny wzrost popularności ETF-ów i funduszy indeksowych. Firmy zarządzające funduszami tego typu nie tylko wykorzystują już istniejące indeksy, ale tworząc nowe produkty często „wymuszają” kreowanie nowych indeksów posiadających potencjalnie interesującą dla inwestorów ekspozycję lub atrakcyjny sposób konstrukcji (np. w zakresie selekcji i ważenia uczestników indeksu w indeksach typu smart beta).

Wzrost znaczenia dostawców indeksów ma wiele konsekwencji. Jedną z najistotniejszych jest wpływ podejmowanych przez nich decyzji na alokację kapitału na poziomie spółek, branż gospodarki oraz państw. W ujęciu makro kluczowe znaczenie mają decyzje dotyczące włączenia danego kraju do grupy państw o wyższym statusie (jak obecnie w przypadku Polski) lub przesunięcia państwa w hierarchii o poziom niżej (jak miało to np. miejsce w przypadku Grecji w ubiegłym roku po decyzji FTSE Russell). Każda taka decyzja ma wpływ na alokację środków przez firmy asset management, zwłaszcza zaś te, które oferują ETF-y i fundusze indeksowe. Zarządzający tymi funduszami muszą bowiem w odpowiedni sposób zareagować na zmianę składu odpowiedniego indeksu. Nie należy jednak zapominać także o aktywnie zarządzanych podmiotach, z których część w sposób jawny (tzw. fundusze benchmarkowe), a część w sposób ukryty (tzw. ukryci indeksatorzy) wykorzystuje indeksy w swoich decyzjach inwestycyjnych.

² London Stock Exchange Group PLC Interim Results for the 6 months ended 30 June 2017, London Stock Exchange Group, s. 9.

Spójrzmy zatem, jakie implikacje dla napływu lub odpływu kapitału do/z Polski może mieć decyzja podjęta w końcu września przez spółkę FTSE Russell.

Jak zachowają się zarządzający funduszami?

Jakich mechanizmów można się spodziewać na rynku zarządzania aktywami po decyzji FTSE Russell? Awans Polski powinien mieć dwie kluczowe konsekwencje z punktu widzenia alokacji kapitału. Po pierwsze włączenie naszego kraju do portfeli indeksów akcyjnych FTSE Russell posiadających ekspozycję na rynki rozwinięte³ oznaczać będzie konieczność nabycia akcji wybranych polskich spółek przez akcyjne fundusze indeksowe i ETF-y dążące do odwzorowania wyników tych indeksów⁴. Wzrostu popytu z ich strony należy jednak spodziewać się dopiero we wrześniu 2018 r., kiedy decyzja FTSE Russell wejdzie w życie. Podmioty te muszą bowiem dostosowywać skład swoich portfeli do składu indeksu w momencie, w którym dochodzi do tejże zmiany (nie jest zatem możliwy front-running). Będzie to jednorazowe zdarzenie, po czym w długim okresie relacja popytu do podaży wynikać będzie ze zmian pozycji Polski w składzie tych indeksów podczas okresowych rewizji. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku funduszy akcyjnych zarządzanych aktywnie, które kierują się strukturą benchmarku. Mogą one z wyprzedzeniem dokupywać akcje polskich firm zanim dojdzie do faktycznej rewizji indeksów i czynić to w sposób uznaniowy. Mogą zatem przeważyć lub niedoważyć określone walory, a w przypadku tych o niewielkim znaczeniu (jak np. akcje polskich firm w indeksach krajów rozwiniętych) mogą wręcz zrezygnować z ich nabycia biorąc pod uwagę relację potencjalnych korzyści do kosztów oraz ryzyka (np. ograniczonej płynności). Jeżeli jednak część zarządzających tego typu funduszami zdecyduje się na włączenie akcji polskich firm do swoich portfeli, zakupy te będą zapewne rozciągnięte w czasie (aby nie wpłynąć istotnie na kurs giełdowy), nie należy się jednak spodziewać, aby nastąpiły one w najbliższych tygodniach.

Drugą konsekwencją decyzji FTSE Russell będzie wykluczenie naszego kraju z portfeli indeksów rynków wschodzących⁵. Skutkować to będzie sprzedażą akcji polskich firm we wrześniu przyszłego roku przez ETF-y i fundusze indeksowe replikujące ich wyniki. Będzie to jednorazowy, krótkookresowy wzrost podaży polskich akcji. Wcześniej można się natomiast spodziewać sprzedawania polskich akcji przez

³ Najważniejszym indeksem o takim charakterze jest stworzony w czerwcu 2000 r. FTSE Developed Index, który obejmuje obecnie 2099 spółek z 24 krajów o łącznej kapitalizacji 38 368 mld USD (stan na koniec sierpnia 2017 r.). Oprócz tego do tego grona zaliczyć można m.in. obliczane w czasie rzeczywistym indeksy należące do serii FTSE Global Equity Index Series takie jak: FTSE Developed All-Cap Index, FTSE Developed All-Cap ex US Index, FTSE Developed All-Cap ex North America Index, FTSE Developed All-Cap ex UK Index, FTSE Developed All-Cap ex Japan Index, FTSE Developed Europe All-Cap Index oraz FTSE Developed Europe All-Cap ex UK Index.

⁴ Podkreślić należy, że dotyczy to wyłącznie funduszy ETF stosujących replikację fizyczną (tj. faktycznie nabywających do portfela akcje spółek z określonego indeksu), nie zaś replikację syntetyczną.

⁵ Najważniejszym indeksem o takim charakterze jest stworzony w czerwcu 2000 r. FTSE Emerging Index, który obejmuje obecnie 991 spółek z 23 krajów o łącznej kapitalizacji 4 114 mld USD (stan na koniec sierpnia 2017 r.). Oprócz tego do tego grona zaliczyć można m.in. takie indeksy jak: FTSE Emerging All-Cap Index, FTSE Emerging Large Cap Index, FTSE Emerging Mid Cap Index, FTSE Emerging Small Cap Index, FTSE Emerging Latin America All-Cap Index, FTSE Emerging Asia Pacific All-Cap Index, FTSE Advanced Emerging All-Cap Index i FTSE Secondary Emerging All-Cap Index.

aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne posiadające ekspozycję na rynki wschodzące. Nie powinien być to jednak proces gwałtowny, zarządzający mają bowiem blisko rok na tego rodzaju działania.

Dotychczasowe rozważania dotyczyły wyłącznie indeksów akcyjnych posiadających ekspozycję wyłącznie na rynki rozwinięte lub rynki wschodzące, należy jednak pamiętać, iż FTSE Russell oblicza również indeksy akcyjne o charakterze globalnym zawierające w portfolio zarówno akcje spółek z rynków rozwiniętych, jak i wschodzących. Decyzja o włączeniu Polski do grupy krajów (rynków) rozwiniętych zapewne znajdzie odzwierciedlenie także w przypadku funduszy mających na celu odwzorowywanie wyników inwestycyjnych tego rodzaju indeksów.

Zarówno w przypadku nabywania akcji polskich firm przez fundusze z ekspozycją na rynki rozwinięte, jak też sprzedawania tychże walorów przez podmioty oferujące ekspozycję na rynki wschodzące należy podkreślić, iż zdarzenia tego rodzaju mogą wystąpić, ale wcale nie muszą. Pamiętać bowiem należy, iż decyzja o zakwalifikowaniu Polski do krajów rozwiniętych została podjęta na razie przez FTSE Russell – tylko jedną z trzech największych firm dostarczających indeksy. Dwaj pozostali dostawcy indeksów akcyjnych zorientowanych na kraje (rynków) o różnym stopniu rozwoju – MSCI i S&P Dow Jones Indices – nadal klasyfikują nasz kraj wśród rynków wschodzących. Duża część zarządzających funduszami rynków wschodzących (innymi niż indeksowe i ETF-y naśladujące indeksy FTSE Russell) pozostawi zatem polskie akcje w swoich portfelach, zaś zarządzający funduszami rynków rozwiniętych nie zakupią ich. W rezultacie, wpływ decyzji FTSE Russell będzie znacznie mniejszy niż początkowo sądzono.

Spróbujmy więc oszacować, jaki może być odpływ i napływ kapitału na/z Giełdę(y) Papierów Wartościowych w Warszawie z pasywnie zarządzanych podmiotów replikujących indeksy FTSE Russell.

Jaki może być odpływ i napływ kapitału z/do funduszy ETF?

Potencjalny napływ jak i odpływ kapitału do/z funduszy inwestujących na rynkach rozwiniętych i na rynkach wschodzących zdeterminowany jest przede wszystkim skalą ich działalności na globalnym rynku finansowym. Należy zatem określić, ile funduszy wykorzystuje indeksy rynków wschodzących i rozwiniętych FTSE Russell, jakie są ich aktywa oraz jaki udział mają w ich portfelach polskie spółki. Ponieważ najbardziej transparentny pod tym względem jest rynek funduszy ETF, stąd też w dalszej części analizy uwaga skupiona zostanie właśnie przede wszystkim na tych podmiotach (choć nie wyłącznie) działających na rynku amerykańskim i europejskim.

Na giełdach europejskich i amerykańskich funkcjonuje obecnie 6 ETF-ów odwzorowujących indeksy rynków wschodzących FTSE Russell. Zarządzają one aktywami o wartości 57,1 mld USD, przy czym 99,9% tej sumy przypada na amerykański Vanguard FTSE Emerging Markets ETF (VWO) i europejski Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF (VFEM) (tabela 1). W funduszach tych udział polskich akcji wynosi 1,6-1,7%, a zatem ich łączna wartość to ok. 0,91 mld USD. Ponadto pierwszy z ww. ETF-ów działa także jako tradycyjny fundusz indeksowy, w którego jednostkach (*Admiral Shares* i *Investor Shares*) zgromadzono blisko 30 mld USD, stąd też wartość polskich akcji można szacować dodatkowo na ok. 0,48 mld USD.

Tabela 1. Fundusze ETF rynków wschodzących odwzorowujące wyniki indeksów FTSE Russell

Fundusz	Firma zarządzająca	Replikowany indeks	Giełdy, na których jest notowany ETF	Aktywa (mln USD/euro)*
Europa				
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	Vanguard	FTSE Emerging Index	LSE, SIX Swiss Exchange, Euronext Amsterdam	1 212
PowerShares FTSE Emerging High Dividend Low Volatility UCITS ETF	Invesco	FTSE Emerging High Dividend Low Volatility Net TR Index	Borsa Italiana, LSE, Six Swiss Exchange, Deutsche Boerse, Euronext Paris	16
Lyxor FTSE Emerging Minimum Variance UCITS ETF	Lyxor	FTSE Emerging Minimum Variance Index**	Borsa Italiana, LSE, Euronext Paris	28
Stany Zjednoczone				
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	Vanguard	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion Index	NYSE Arca	55 647
KraneShares FTSE Emerging Markets Plus ETF	Krane Shares	FTSE Emerging including China Overseas non-R/QFII GDP Weighted Index	BATS	2
Deutsche X-trackers FTSE Emerging Comprehensive Factor ETF	Deutsche AM	FTSE Emerging Comprehensive Factor Index	NYSE Arca	12

* - aktywa w USD dla funduszy funkcjonujących na rynku amerykańskim oraz w euro dla funduszy funkcjonujących na rynku europejskim; stan na 30 czerwca 2017 r.

** - replikacja syntetyczna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ETF Directory Europe. Q2 2017*, *ETF + Quarterly Directory United States. Q2 2017 ETPs* (oba opracowania Deutsche Bank Research) oraz informacji emitentów funduszy ETF.

Lista europejskich i amerykańskich ETF-ów naśladowujących wyniki indeksów rynków rozwiniętych FTSE Russell liczy siedem podmiotów. Ich łączne aktywa wynoszą 57,6 mld USD, przy czym 99,4% tej kwoty przypada na amerykański Vanguard FTSE Developed Markets ETF (VEA) i europejskie Vanguard FTSE Developed Europe ex UK UCITS ETF (VERX) i Vanguard FTSE Developed Europe UCITS ETF (VEUR) (tabela 2). Zakładając iż w portfelach tych ETF-ów udział polskich akcji sięgnie 0,15-0,4%, ich łączna wartość wyniesie zaledwie ok. 89 mln USD. Ponieważ pierwszy w wymienionych ETF-ów funkcjonuje także jako fundusz indeksowy o aktywach wartych prawie 40 mld USD, dodatkowy popyt można szacować na ok. 59 mln USD. W sumie zatem ww. fundusze mogą zainwestować w polskie akcje jedynie ok. 150 mln USD.

Tabela 2. Fundusze ETF rynków rozwiniętych (bez funduszy z wyłącznie pozaeuropejską ekspozycją) odwzorowujące wyniki indeksów FTSE Russell

Fundusz	Firma zarządzająca	Replikowany indeks	Giełdy, na których jest notowany ETF	Aktywa (mln USD/euro)*
Europa				
Vanguard FTSE Developed Europe ex UK UCITS ETF	Vanguard	FTSE Developed Europe Ex UK Index	LSE, Euronext Amsterdam	522
Vanguard FTSE Developed Europe UCITS ETF	Vanguard	FTSE Developed Europe Index	LSE, SIX Swiss Exchange, Euronext Amsterdam	977
Vanguard FTSE Developed World UCITS ETF	Vanguard	FTSE Developed Index	LSE, SIX Swiss Exchange, Euronext Amsterdam	74
db x-trackers FTSE Developed Europe Ex UK Property UCITS ETF DR	Deutsche AM	FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Ex UK Capped Net Index	SIX Swiss Exchange	76
Lyxor FTSE Europe Minimum Variance UCITS ETF	Lyxor	FTSE Developed Europe Minimum Variance Index**	Borsa Italiana, LSE, Euronext Paris	124
Stany Zjednoczone				
Vanguard FTSE Developed Markets ETF (VEA)	Vanguard	FTSE Developed All Cap ex-US Index	NYSE Arca	55 615
Deutsche X-trackers FTSE Developed Ex-US Comprehensive Factor ETF	Deutsche AM	FTSE Developed Ex-US Comprehensive Factor Index	NYSE Arca	7

* - aktywa w USD dla funduszy funkcjonujących na rynku amerykańskim oraz w euro dla funduszy funkcjonujących na rynku europejskim; stan na 30 czerwca 2017 r.

** - replikacja syntetyczna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ETF Directory Europe. Q2 2017*, *ETF + Quarterly Directory United States. Q2 2017 ETPs* (oba opracowania Deutsche Bank Research) oraz informacji emitentów funduszy ETF.

Jak wynika z powyższych szacunków, potencjalny popyt na akcje polskich firm generowany tylko przez ETF-y (plus największy fundusz indeksowy) odwzorowujące indeksy rynków rozwiniętych FTSE Russell może okazać się ponad dziewięciokrotnie mniejszy od podaży tych akcji ze strony podmiotów naśladowujących indeksy rynków wschodzących. Przy zbliżonej obecnie wartości aktywów zarządzanych przez obie grupy ETF-ów obecny udział polskich akcji w indeksach rynków wschodzących jest bowiem znacznie większy od prawdopodobnego ich przyszłego udziału w indeksach rynków rozwiniętych. Ponieważ indeksy akcyjne rynków wschodzących i rozwiniętych FTSE Russell są mniej popularne na rynku pasywnych instrumentów finansowych od indeksów konkurencji, decyzja ta jednak wywoła znacznie mniejsze ujemne przepływy kapitału, niż gdyby decyzję taką podjęła np. spółka MSCI⁶.

⁶ Według danych MSCI aktywa benchmarkowane do rodziny indeksów MSCI Emerging Markets wynoszą ok. 1,5 biliona USD.

Tomasz Miziołek

Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, Uniwersytet Łódzki

www.etf.com.pl

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte w niej treści stanowią wyraz osobistych poglądów autora, nie mają charakteru rekomendacji, porady inwestycyjnej i nie są związane ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa. Serwis etf.com.pl nie ponosi odpowiedzialności z tytułu ewentualnych szkód wynikających z wykorzystania informacji zamieszczonych w raporcie.

Publikowanie niniejszej analizy w Internecie, prasie i innych mediach, w całości lub w części, wymaga pisemnej zgody autora serwisu etf.com.pl.
