

W co inwestują krajowe fundusze indeksowe?

Polityka inwestycyjna funduszy indeksowych zakłada jak najdokładniejsze odwzorowanie wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) określonego indeksu rynku finansowego lub benchmarku. Może być ona jednak realizowana w rozmaity sposób – strategie krajowych funduszy indeksowych dość istotnie różnią się od siebie tym względem.

Fundusze akcyjne

W Polsce funkcjonuje obecnie 12 funduszy indeksowych dążących do odwzorowania stopy zwrotu indeksu akcyjnego, przy czym cztery z nich mają ekspozycję na rynek polski (naśladują wyniki indeksu obliczanego przez GPW Benchmark lub benchmarku złożonego z takich indeksów), zaś osiem posiada ekspozycję na rynki zagraniczne¹. Te ostatnie naśladują wyniki indeksów obliczanych przez czołowych dostawców indeksów na świecie (*index providers*) takich jak S&P Dow Jones Indices, MSCI, Qontigo oraz przez bank inwestycyjny Goldman Sachs (Tabela 1).

Tabela 1. Akcyjne fundusze indeksowe w Polsce

Fundusz	TFI	Replikowany indeks (na dzień 31.08.2021)	Struktura portfela inwestycyjnego na dzień 31.12.2020*	Udział ETF-ów w aktywach (liczba ETF-ów)
Fundusze z ekspozycją na rynek polski				
inPZU Akcje Polskie	PZU	70% WIG20 TR 30% mWIG40 TR	Akcje – 90,24% DPW – 5,76%	-
Ipopema m-Indeks FIO	Ipopema	mWIG40	Akcje – 94,04%	-
NN FIO Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania	NN Investment Partners	WIG-ESG	Akcje – 91,58%	-
PKO Akcji Rynku Polskiego	PKO	75% WIG20 25% mWIG40	Akcje – 69,52% DPW – 10,48%	-
Fundusze z ekspozycją na rynki zagraniczne				
inPZU Akcje CEEplus	PZU	CEEplus	Akcje – 87,49% DPW – 2,19% Certyfikaty inwestycyjne – 1,93%	-
inPZU Akcje Rynków Rozwiniętych	PZU	MSCI World Net Total Return	Akcje – 86,00% Tytuły uczestnictwa – 3,12% DPW – 2,51%	1,16% (2)
inPZU Goldman Sachs ActiveBeta Akcje Amerykańskich Dużych Spółek	PZU	Goldman Sachs ActiveBeta® U.S. Large Cap Equity	Tytuły uczestnictwa – 88,13% DPW – 2,74%	88,13% (1)
inPZU Goldman Sachs ActiveBeta Akcje Rynków Wschodzących	PZU	Goldman Sachs ActiveBeta® Emerging Markets Equity	Tytuły uczestnictwa – 87,64% DPW – 2,86%	87,64% (6)
PKO Akcji Rynków	PKO	MSCI Emerging	Tytuły uczestnictwa – 93,06%	58,31% (4)

¹ Fundusz inPZU Akcje CEEplus posiada ekspozycję zarówno na polski rynek akcji jak i na rynki akcji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Węgry, Rumunia, Słowacja, Czechy, Słowenia, Chorwacja).

Wschodzących		Markets USD	Instrumenty pochodne – 2,73%	
PKO Akcji Rynku Amerykańskiego	PKO	Standard & Poors 500 USD	Tytuły uczestnictwa – 91,96% Instrumenty pochodne – 2,70%	54,56% (3)
PKO Akcji Rynku Europejskiego	PKO	Euro Stoxx 50 EUR	Tytuły uczestnictwa – 86,93% Instrumenty pochodne – 3,52%	71,39% (4)
PKO Akcji Rynku Japońskiego	PKO	MSCI Japan JPY	Tytuły uczestnictwa – 90,86% Instrumenty pochodne – 3,27%	69,39% (4)

* - pominięto lokaty stanowiące poniżej 1% aktywów ogółem

DPW – dłużne papiery wartościowe

Tytuły uczestnictwa – tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą

W przypadku funduszy należących do pierwszej z omawianych grup ich portfel inwestycyjny jest wypełniony głównie akcjami spółek wchodzących w skład replikowanego indeksu lub indeksów (WIG20, mWIG40, WIG-ESG). Udział akcji w aktywach jest jednak mocno zróżnicowany – trzy fundusze ulokowały w końcu 2020 r. ponad 90% aktywów na rynku akcji, natomiast jeden miał alokację na poziomie niecałych 70%. Tak niski udział akcji z odwzorowywanego indeksu praktycznie uniemożliwia dokładną replikację stopy zwrotu indeksu bez stosowania innych działań, takich jak np. pożyczanie papierów wartościowych. Poza akcjami, w portfelach dwóch funduszy znalazły się także dłużne papiery wartościowe z kilkuprocentowym udziałem (były to polskie obligacje skarbowe) oraz instrumenty pochodne – kontrakty futures na indeksy WIG20 i mWIG40 (ich udział był jednak znikomy). Żaden z funduszy nie zainwestował w końcu ubiegłego roku w tytuły uczestnictwa ETF-ów na indeksy WIG20 lub mWIG40 notowane na GPW w Warszawie.

Fundusze inwestujące na rynkach zagranicznych charakteryzują się większym zróżnicowaniem składu portfeli inwestycyjnych. W przypadku sześciu z nich dominującym składnikiem aktywów w końcu 2020 r. były tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą posiadające ekspozycję zgodną z polityką inwestycyjną danego funduszu – są to zatem w praktyce fundusze funduszy. Były to przede wszystkim tytuły uczestnictwa funduszy ETF notowane głównie na europejskich parkietach (choć w kilku przypadkach była to także amerykańska NYSE Arca) odwzorowujące replikowany przez fundusz indeks, których dostawcami (*providers*) są przede wszystkim największe podmioty europejskiego rynku ETF-ów (BlackRock, DWS, Lyxor, Amundi, UBS); w dwóch funduszach składnikiem portfela były ETF-y banku Goldman Sachs. Warto podkreślić, iż we wszystkich tych funduszach to właśnie ETF-y były wykorzystane jako podstawowy (a czasami jedyny) instrument finansowy umożliwiający uzyskanie ekspozycji na określony indeks, bowiem ich udział w aktywach wahał się od 86,93% do 93,06%. W przypadku pięciu funduszy z tej grupy zarządzający lokują środki finansowe w kilka ETF-ów na ten sam indeks (od 3 do 6), co ma zapewne na celu ograniczenie ryzyka firmy zarządzającej. Tylko jeden zarządzający zdecydował się zainwestować cały kapitał przeznaczony na ETF-y w tytuły uczestnictwa jednego podmiotu. Poza ETF-ami, w portfelach tej grupy funduszy indeksowych znajdowały się również tytuły uczestnictwa tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (nie notowanych na giełdach) zarządzanych również przez renomowane firmy asset management (np. Fidelity); wśród nich były zarówno fundusze indeksowe, jak i fundusze aktywnie zarządzane.

Drugim najpopularniejszym składnikiem aktywów akcyjnych funduszy indeksowych są akcje. Stanowiły one przeważającą część aktywów w dwóch funduszach – ich udział przekraczał w końcu 2020 r. 85%. Są to głównie walory firm wchodzących w skład odwzorowywanego przez dany fundusz indeksu,

notowane na kilkunastu europejskich (w funduszu replikującym indeks CEEplus także na GPW w Warszawie), amerykańskich (NYSE, NASDAQ, Toronto SE), azjatyckich (Tokyo SE) i australijskich (Australian SE) giełdach papierów wartościowych.

Relatywnie często wykorzystywanymi instrumentami finansowymi przez fundusze indeksowe (w celach zabezpieczających) są instrumenty pochodne. Z reguły są to walutowe kontrakty forward (głównie na takie waluty jak USD, EUR, czy JPY, ale także na CZK, HUF i RON) pozwalające na zabezpieczenie ryzyka kursowego w przypadku inwestowania w instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych (tytuły uczestnictwa funduszy nie stosujących hedgingu oraz akcje). W portfelach niektórych funduszy obecne były także indeksowe kontrakty futures notowane na zagranicznych parkietach. Były to zarówno futuresy na indeksy odwzorowywane przez dany fundusz (Euro Stoxx 50, S&P 500, MSCI Emerging Markets), jak też futuresy na indeksy ze zbliżoną do replikowanego indeksu ekspozycją (Topix). Ponadto w aktywach kilku funduszy znalazły się swapy walutowe.

W czterech funduszach indeksowych inwestujących na rynkach zagranicznych obecne były dłużne papiery wartościowe (krajowe obligacje skarbowe), jednak ich udział w aktywach był nieznaczny (nie przekraczał 3 procent). Ponadto w jeden fundusz zainwestował w certyfikaty inwestycyjne dwóch funduszy inwestycyjnych notowanych na giełdzie w Bukareszcie.

Fundusze dłużne

W Polsce działa 5 funduszy indeksowych dążących do odwzorowania stopy zwrotu indeksu rynku papierów dłużnych lub oprocentowania lokat na polskim rynku międzybankowym. Trzy z nich posiadają ekspozycję na rynek polski (dwa naśladują wyniki indeksu TBSP, jeden WIBID 1M), natomiast dwa oferują ekspozycję na zagraniczne rynki instrumentów o stałym dochodzie. Te ostatnie dążą do naśladowania wyników indeksów obliczanych przez bank inwestycyjny JPMorgan (Tabela 2).

Tabela 2. Dłużne fundusze indeksowe w Polsce

Fundusz	TFI	Replikowany indeks/benchmark (na dzień 31.08.2021)	Struktura portfela inwestycyjnego na dzień 31.12.2020*	Udział ETF-ów w aktywach (liczba ETF-ów)
Fundusze z ekspozycją na rynek polski				
inPZU Inwestycji Ostrożnych	PZU	WIBID 1M	DPW – 81,06% Depozyty – 6,18%	-
inPZU Obligacje Polskie	PZU	Treasury BondSpot Poland (TBSP)	DPW – 98,25%	-
NN Indeks Obligacji	NN Investment Partners	Treasury BondSpot Poland (TBSP)	DPW – 95,40%	-
Fundusze z ekspozycją na rynki zagraniczne				
inPZU Obligacje Rynków Rozwiniętych	PZU	JPMorgan GBI Global	DPW – 74,21% Tytuły uczestnictwa – 18,59%	18,59% (1)
inPZU Obligacje Rynków Wschodzących	PZU	JPMorgan EMBI Global Diversified	DPW – 92,31%	-

* - pominięto lokaty stanowiące poniżej 1% aktywów ogółem

DPW – dłużne papiery wartościowe

Tytuły uczestnictwa – tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą

Fundusze inwestujące na krajowym rynku długu posiadają w aktywach wyłącznie lub niemal wyłącznie dłużne papiery wartościowe. Jako że odwzorowują one indeks polskich obligacji skarbowych, to właśnie tego rodzaju instrumenty wierzycielskie dominują w ich aktywach. Są to z reguły obligacje o stałym oprocentowaniu, czasami także obligacje zerokuponowe, z rzadka obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Fundusze inwestują najczęściej w obligacje o terminie wykupu powyżej jednego roku, choć w ich portfelach znaleźć można także papiery o terminie wykupu do jednego roku (mają one jednak znikomy udział). Średnio w portfelach trzech funduszy znajdowało się w końcu 2020 roku 15 serii obligacji. Fundusz inPZU Inwestycji Ostrożnych – który dąży do zapewnienia rentowności porównywalnej wobec lokat bankowych opartych o stawkę WIBID 1M – niewielką część posiadanych środków finansowych ulokował na lokacie terminowej w Santander Bank Polska.

Dłużne fundusze indeksowe posiadające ekspozycję na rynki zagraniczne lokują kapitał powierzony im przez inwestorów także głównie w dłużne papiery wartościowe. Są to również prawie wyłącznie obligacje skarbowe (pojedyncze instrumenty to obligacje korporacyjne), głównie o terminie wykupu powyżej 1 roku, których emitentem są kraje rozwinięte lub rozwijające się (w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej). Fundusz inPZU Obligacje Rynków Rozwiniętych posiadał w końcu minionego roku w swoich aktywach obligacje takich krajów-emitentów jak Australia, Belgia, Włochy, Niemcy, Dania, Francja, Holandia, Szwecja, Hiszpania, Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Z kolei w portfelu funduszu inPZU Obligacje Rynków Wschodzących znajdowały się obligacje takich państw (lub emitentów pochodzących z takich krajów) jak Kolumbia, Kostaryka, Namibia, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Azerbejdżan, Białoruś, Bahrajn, Boliwia, Brazylia, Chile, Chiny, Hongkong, Chorwacja, Dominikana, Egipt, Indie, Gwatemala, Węgry, Indonezja, Wybrzeże Kości Słoniowej, Jamajka, Jordania, Kazachstan, Kenia, Arabia Saudyjska, Litwa, Maroko, Meksyk, Mongolia, Oman, Panama, Paragwaj, Peru, Malezja, Filipiny, Polska, Katar, Rumunia, Rosja, RPA, Senegal, Brytyjskie Wyspy Dziewicze, Trynidad i Tobago, Turcja, Ukraina, Urugwaj, Uzbekistan i Irlandia. Stopień dywersyfikacji portfeli obu funduszy był znacznie większy niż w funduszach inwestujących na rynku polskim – znajdowało się w nich po kilkadziesiąt serii obligacji.

Poza obligacjami jeden z funduszy inwestujących za granicą ulokował część środków finansowych (18,6%) w notowane na rynku Xetra tytuły uczestnictwa funduszu ETF Xtrackers odwzorowującego indeks japońskich obligacji skarbowych. Oba fundusze niewielką część kapitału przeznaczyły także na inwestycje w instrumenty pochodne – w przypadku funduszu inPZU Obligacje Rynków Rozwiniętych były to swapy walutowe (na AUD, DKK, EUR, GBP, JPY, SEK i USD), natomiast w przypadku funduszu inPZU Obligacje Rynków Wschodzących były to walutowe kontrakty forward (na USD) i swapy walutowe (na USD).

Fundusze lewarowane i odwrotne (short)

Na polskim rynku funkcjonują 4 fundusze indeksowe odwzorowujące indeksy strategii oparte o indeks WIG20, w tym jeden naśladuje wyniki inwestycyjne indeksu WIG20lev, a trzy stopę zwrotu indeksu WIG20short (Tabela 3).

Tabela 3. Lewarowane i odwrotne (short) fundusze indeksowe w Polsce

Fundusz	TFI	Replikowany indeks/benchmark (na dzień 31.08.2021)	Struktura portfela inwestycyjnego na dzień 31.12.2020*	Udział ETF-ów w aktywach (liczba ETF-ów)
Fundusze lewarowane				
QUERCUS lev	Quercus	WIG20lev	DPW – 54,70%	-
Fundusze odwrotne (short)				
Altius short	BPS	WIG20short	DPW – 77,54%	-
Ipopema Short Equity	Ipopema	WIG20short	DPW – 75,74%	-
QUERCUS short	Quercus	WIG20short	DPW – 77,59% Jednostki uczestnictwa – 2,66%	-

* - pominięto lokaty stanowiące poniżej 1% aktywów ogółem

DPW – dłużne papiery wartościowe

Głównymi składnikami lokat tych funduszy są dłużne papiery wartościowe – w przypadku trzech podmiotów stanowią one ponad 75% aktywów, a w jednym prawie 55% aktywów. Wśród tych instrumentów przeważały w końcu 2020 r. polskie obligacje skarbowe, choć w portfelach obecne były również obligacje przedsiębiorstw, w tym renomowanych polskich firm (np. PKN Orlen, PZU, mBank, Alior Bank). W aktywach jednego z funduszy znalazły się także jednostki uczestnictwa funduszu Gamma zarządzanego przez PKO TFI inwestującego w instrumenty finansowe oparte na stopie procentowej.

Instrumentami finansowymi, dzięki którym fundusze tego rodzaju starają się osiągać cel inwestycyjny w postaci odwzorowania stopy zwrotu indeksu strategii, są instrumenty pochodne. W przypadku wszystkich czterech funduszy są to kontrakty terminowe na indeks WIG20 notowane na GPW w Warszawie, przy czym fundusz QUERCUS lev zajmuje na nich pozycję długą, a pozostałe pozycję krótką.

Fundusze surowcowe

Obecnie w Polsce działają dwa surowcowe fundusze indeksowe. Nie deklarują one wprost replikowania określonego indeksu, lecz mają za zadanie odwzorowywanie zmian cen na rynku złota/srebra inwestycyjnego (Tabela 4).

Tabela 4. Surowcowe fundusze indeksowe w Polsce

Fundusz	TFI	Cel inwestycyjny	Struktura portfela inwestycyjnego na dzień 31.12.2020	Udział ETF-ów w aktywach (liczba ETF-ów)
QUERCUS Gold	Quercus	Odwzorowywanie zmian cen na rynku złota inwestycyjnego	DPW – 81,00%	-
QUERCUS Silver*	Quercus	Odwzorowywanie zmian cen na rynku srebra inwestycyjnego	-	-

* - fundusz rozpoczął działalność 30 grudnia 2020 r.

DPW – dłużne papiery wartościowe

W portfelu funduszu QUERCUS Gold (drugi fundusz – QUERCUS Silver – rozpoczął działalność dzień przed końcem ubiegłego roku, stąd w jego portfelu w dniu 31 grudnia 2020 r. nie było jeszcze

żadnych instrumentów finansowych²) w końcu ubiegłego roku obecne były głównie dłużne papiery wartościowe (81% aktywów). Były to zarówno polskie obligacje skarbowe, jak i obligacje korporacyjne (m.in. PKO Bank Hipoteczny, PKN Orlen, PZU, Alior Bank). Ponadto, dążąc do realizacji celu inwestycyjnego, zarządzający funduszem ulokował część kapitału w kontrakty terminowe na złoto znajdujące się w obrocie na giełdzie COMEX wchodzącej w skład CME Group.

Podsumowanie

Krajowe fundusze indeksowe, choć zasadniczo mają ten sam cel inwestycyjny – jest nim jak najdokładniejsze odwzorowanie wyniku inwestycyjnego określonego indeksu, benchmarku lub innego parametru rynku finansowego – realizują go w rozmaity sposób. Wbrew zapewne powszechnemu przekonaniu, nie wszystkie lokują większość pozyskanych od uczestników środków finansowych w klasyczne papiery wartościowe, takie jak akcje lub obligacje. Część funduszy – dotyczy to w szczególności funduszy akcyjnych z ekspozycją na rynki zagraniczne – chętnie wykorzystuje w swojej polityce inwestycyjnej tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy ETF. Wpisuje się to w szerszy trend obserwowany zarówno na świecie, jak i na rynku polskim polegający na rosnącym zaangażowaniu w ETF-y wśród klasycznych funduszy inwestycyjnych³.

Wydaje się, że w przyszłości strategie zarządzających portfelami polskich funduszy indeksowych nie ulegną istotnym zmianom. Fundusze posiadające ekspozycję na rynek polski – zarówno akcyjne jak i dłużne – będą zapewne nadal inwestowały głównie w akcje i obligacje wchodzące w skład replikowanych indeksów. Z kolei fundusze indeksowe inwestujące za granicą, będą w coraz większym stopniu decydowały się na korzystanie z ETF-ów lub innych funduszy zagranicznych (choć część nadal preferować będzie bezpośrednie inwestycje w papiery wartościowe). W dłuższej perspektywie zarządzający krajowymi funduszami (nie tylko zresztą zarządzanymi pasywnie, ale także tymi zarządzanymi aktywnie) będą zapewne coraz chętniej dokonywać tego rodzaju lokat, z uwagi na rozliczne korzyści (w tym zwłaszcza kosztowe) związane z inwestowaniem w tytuły uczestnictwa funduszy ETF.

Tomasz Miziołek

www.etf.com.pl

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte 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.

² Według opublikowanego już sprawozdania na koniec I półrocza 2021 r. fundusz QURECUS Silver zainwestował w dłużne papiery wartościowe 62,87% aktywów. W jego portfelu obecne były również kontrakty terminowe na srebro notowane na giełdzie COMEX.

³ Dla przykładu, w końcu 2020 r. według obliczeń Analiz Online krajowe fundusze ulokowały w tytuły uczestnictwa ETF-ów ok. 3,2 mld zł, podczas gdy rok wcześniej było to ok. 2,5 mld zł, a w końcu 2018 r. ok. 1,6 mld zł.