

Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

ANALIZA STRUKTURY PORTFELI INWESTYCYJNYCH OFE W OKRESIE BESSY I HOSSY

Streszczenie: Okresy bessy i hossy na rynkach finansowych powodują zmianę struktury portfeli inwestycyjnych OFE i wpływają na bieżącą wycenę ich aktywów. W związku z wydarzeniami, jakie miały miejsce na rynkach finansowych w 2008 roku, dyskusja na temat wpływu kryzysu finansowego na oszczędności emerytalne zgromadzone w OFE rozpoczęła się na nowo. W opracowaniu przedstawiono kształtowanie się głównych kategorii aktywów w portfelach OFE od początku ich działalności.

Słowa kluczowe: fundusze emerytalne, analiza portfela.

1. Wstęp

Głównym celem wdrożonej 1 stycznia 1999 roku reformy systemu emerytalnego było dostosowanie go do zachodzących niekorzystnych procesów demograficznych (wydłużanie się przeciętnego czasu trwania życia, spadek przyrostu naturalnego, a także wcześniejsze przechodzenie na emeryturę) oraz przyspieszenie rozwoju gospodarczego kraju.

Dotychczasowy system o zdefiniowanym świadczeniu przekształcono w system o zdefiniowanej składce. Część obowiązkowa systemu podzielona została na część finansową i niefinansową. Składkę emerytalną w celu dywersyfikacji ryzyka podzielono między dwa indywidualne konta.

W związku z wydarzeniami na rynkach finansowych w 2008 roku dyskusja na temat wpływu kryzysu finansowego na oszczędności emerytalne zgromadzone w otwartych funduszach emerytalnych rozpoczęła się na nowo. W październiku 2009 roku Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej opublikowało dokument pt.: Analiza wpływu kryzysu finansowego na wartość środków w otwartych funduszach emerytalnych, w którym starało się wykazać, iż członkowie funduszy są zagrożeni ciągłymi stratami w związku ze zmieniającą się sytuacją na rynkach finansowych, a bessa na giełdach pochłonie wypracowane we wcześniejszych latach zyski.

Celem niniejszego opracowania jest analiza struktury portfeli inwestycyjnych OFE w okresach bessy i hossy.

2. Polityka inwestycyjna OFE w latach 1999-2007

Otwarte fundusze emerytalne są inwestorami instytucjonalnymi, których politykę inwestycyjną determinują w dużym stopniu ograniczenia nałożone przez ustawodawcę. Ponadto fundusze są zobligowane do podawania na koniec okresu półrocznego stopy zwrotu z 3-letniej działalności inwestycyjnej. Ponieważ fundusze nie są nagradzane za osiąganie dobrych wyników, zabezpieczają się głównie przed osiągnięciem zbyt niskiej stopy zwrotu, która mogłaby spowodować wystąpienie niedoboru. Polityka inwestycyjna poszczególnych OFE jest zatem bardzo zbliżona i jest skoncentrowana na osiągnięciu odpowiedniej stopy zwrotu na koniec marca i września. Analizując główne składniki aktywów OFE na koniec roku w latach 1999-2007, można zauważyć niewielkie różnice w udziale poszczególnych kategorii aktywów w portfelach. Największą część aktywów stanowiły obligacje i bony skarbowe. Drugą kategorią lokat w analizowanym okresie były akcje notowane na krajowym regulowanym rynku giełdowym (wraz z akcjami NFI).

Udział akcji w portfelach OFE wahał się w przedziale 28-34%. Najniższy procentowo udział akcji w portfelach OFE przypadła na lata 2001-2002, kiedy to dużym zainteresowaniem cieszyły się obligacje ze względu na ich wysoką rentowność, a niewielkim akcje, co spowodowane było panującą na GPW dekoniunkturą. Widać zatem, że sytuacja na rynku finansowym znajdowała odzwierciedlenie w składzie portfeli inwestycyjnych OFE.

Lata 2003-2005 to okres, w którym możemy mówić o pewnym naśladownictwie strategii inwestycyjnych przez zarządzających OFE. Różnice między zaangażowaniem OFE na rynku akcji były bardzo niewielkie, a średnie zaangażowanie przekraczało nieco 30% wartości aktywów portfeli inwestycyjnych. Można zatem mówić o tendencji do ujednolicania się proporcji poszczególnych grup aktywów w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych. OFE inwestują głównie w akcje spółek notowanych na rynku podstawowym GPW. Dzieje się tak z kilku powodów. Przede wszystkim na rynku tym notowane są największe spółki, po drugie rynek ten charakteryzuje się większymi obrotami i wyższą płynnością walorów.

Należy zatem stwierdzić, że inwestycje na rynku akcji mają charakter alternatywny do inwestycji na rynku papierów dłużnych. W latach 2000-2002 zarządzający funduszami koncentrowali się głównie na rynku instrumentów dłużnych i pozostawali pasywni na rynku akcji. Małe fundusze zdawały się naśladować poczynania większych ze względu na funkcjonujący mechanizm obliczania minimalnej stopy zwrotu. Inwestycje OFE zaczęły odgrywać istotną rolę na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Na początku 2000 roku portfel akcji będący w posiadaniu OFE stanowił 0,5% kapitalizacji GPW, pod koniec 2002 roku akcje o wartości rynkowej przekraczającej 8 mld zł stanowiły ponad 7% kapitalizacji całej giełdy. Na rynku instrumentów dłużnych w latach 2000-2002 można było zaobserwować tendencję do zmniejszania udziałów instrumentów o okresie zapadalności poniżej

1 roku w portfelach inwestycyjnych oraz spadek udziału instrumentów długoterminowych. Konsekwentnie natomiast rósł udział instrumentów średnioterminowych (1 rok-5 lat). Warto jednak zauważyć, że nie był to efekt realizowanej przez fundusze strategii, a jedynie konsekwencja sytuacji na rynku polskim.

Dopasowanie struktury portfela do sytuacji na rynku finansowym było również widoczne w kolejnych latach. Znaczne zmiany na rynku finansowym przyniósł rok 2003, co poskutkowało wzrostem zaangażowania w obligacje skarbowe w pierwszej połowie roku. Natomiast w drugiej połowie roku rosnące indeksy GPW skłoniły zarządzających do większych inwestycji na rynku akcji. Akcyjna część portfeli podniosła rentowność całego portfela.

Na koniec 2004 roku sytuacja różniła się znacznie od sytuacji na koniec roku 2003. Rosnące stopy procentowe zniechęcały do dalszych zakupów obligacji, a znaczna poprawa koniunktury na giełdzie w drugiej połowie roku – do zwiększania zaangażowania w akcje.

W roku 2005 znowu można było zaobserwować stały i systematyczny wzrost udziału instrumentów dłużnych w portfelach. OFE, mimo dobrej koniunktury na rynku, zmniejszyły zaangażowanie w instrumentach udziałowych. W 2006 roku zaangażowanie na rynku akcji nieznacznie wzrosło, nie zmienił się natomiast procentowy udział obligacji w portfelu łącznym.

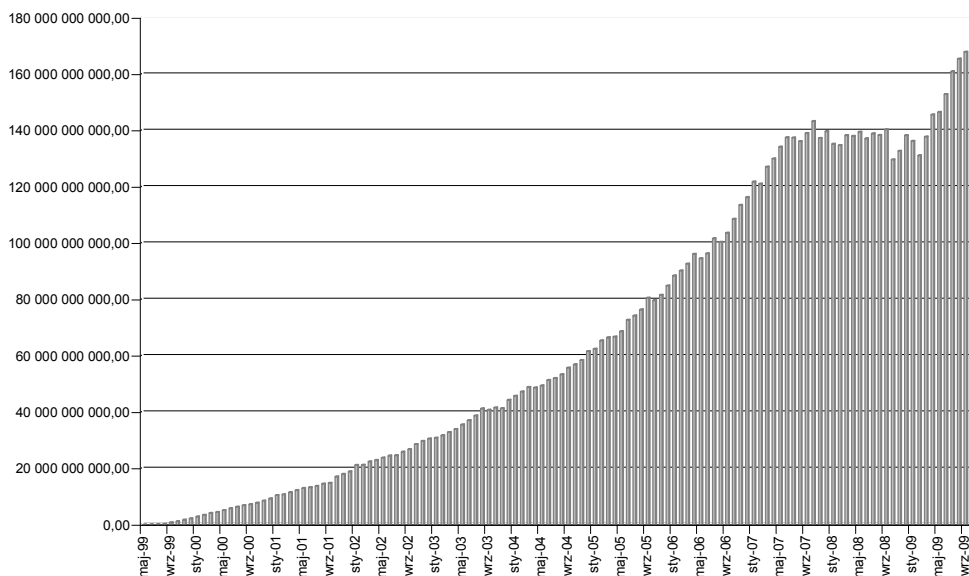
Fundusze realizują konsekwentnie swoje strategie inwestycyjne. Stabilny udział podstawowych kategorii inwestycyjnych w portfelach świadczy o strategii polegającej na realizacji zysków. Okresy zwyżek na rynku są przez zarządzających wykorzystywane do realizacji zysków, natomiast okresowe spadki stanowią moment do dokonywania nowych zakupów, co może świadczyć o dopasowywaniu składu portfela do zmian rynkowych. Fundusze, zarządzając dużymi portfelami, często stosują kombinację różnych strategii, co widać na przykładzie analizowanego okresu.

3. Polityka inwestycyjna w latach 2008-2009

Rok 2008 przyniósł załamanie na rynkach kapitałowych. Tempo przyrostu aktywów OFE zmniejszyło się. Na koniec 2007 roku wartość zagregowanego portfela inwestycyjnego wynosiła 139 594 335 424 zł, a po roku 138 205 722 550,98 zł. Kształtowanie się wartości aktywów OFE w kolejnych miesiącach przedstawia wykres na rys. 1.

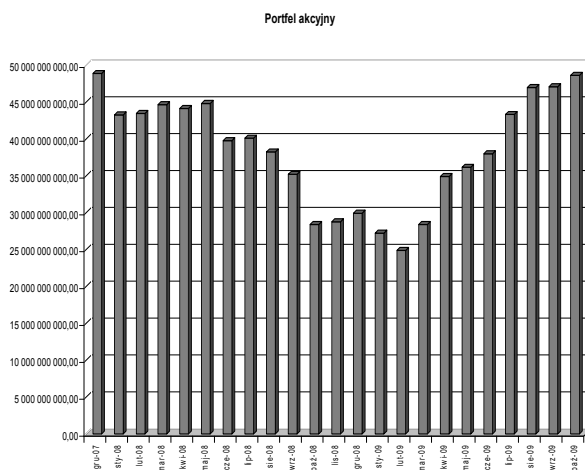
Zmniejszenie tempa przyrostu aktywów rozpoczęło się pod koniec 2007 roku i trwało do lutego 2009 roku. Sytuacja ulegała znacznej poprawie od marca 2009 roku.

W analizowanym okresie zmianom podlegała również struktura portfeli OFE. Na wykresach na rys. 2-5 zaprezentowane zostało kształtowanie się portfela akcyjnego i dłużnego w ujęciu wartościowym oraz procentowy udział poszczególnych kategorii aktywów.



Rys. 1. Wartość aktywów OFE w okresie maj 1999-październik 2009

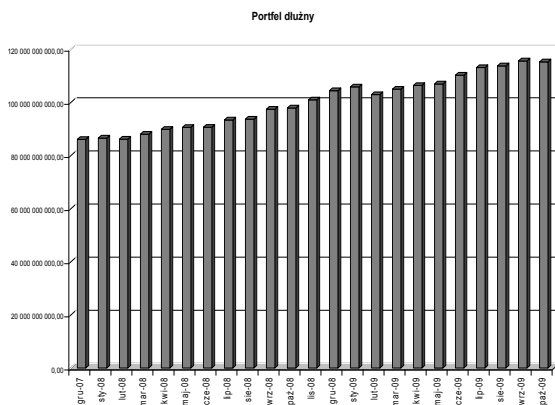
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 2. Wartość portfela akcyjnego OFE

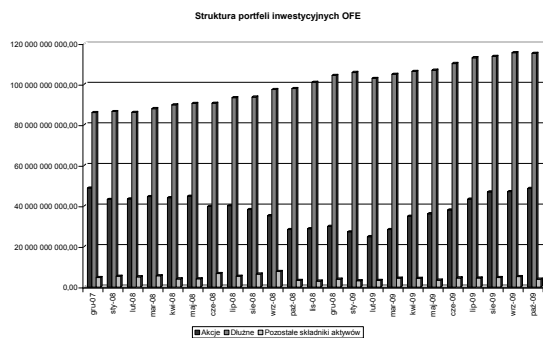
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Wartość portfela akcyjnego zmniejszała się od czerwca 2008 roku do lutego roku 2009. Był to czas, kiedy wartość indeksu WIG zmniejszyła się od poziomu 41 146,26 do 24 685,36. W tym okresie spadek wartości portfela akcyjnego OFE jest związany



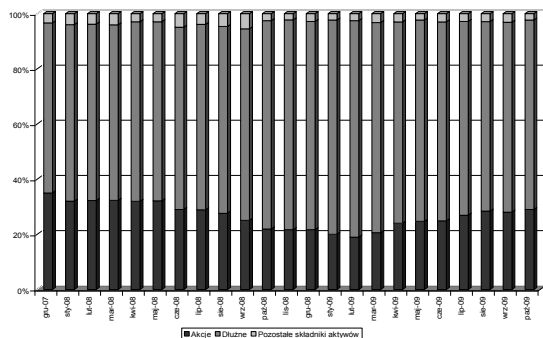
Rys. 3. Wartość portfela dłużnego OFE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 4. Struktura portfela inwestycyjnego OFE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 5. Procentowa struktura portfela inwestycyjnego OFE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

ze spadkiem cen na GPW w Warszawie, który spowodował zmianę bieżącej wyceny instrumentów finansowych. Jest to sytuacja naturalna w okresie dekonjunktury.

Od stycznia 2009 roku wartość indeksu WIG zwiększała się. Poprawa sytuacji na rynkach finansowych wpływała pozytywnie na aktywa OFE. Od lutego 2009 roku wartość aktywów OFE wzrosła z poziomu 131 088 045 149,57 do poziomu 167 732 804 907,14 na koniec października roku 2009. Wzrost wartości portfela akcyjnego był jednak spowodowany przez wzrost cen walorów. Analiza struktury portfeli inwestycyjnych poszczególnych OFE wskazuje, że zarządzający portfelami nie starali się zwiększać zaangażowania w akcje i kupować walorów za niższą cenę. Tańsze zakupy akcji stworzyłyby możliwość większego wzrostu aktywów OFE, gdy znów rozpocznie się koniunktura. Takie zachowanie może być spowodowane wymogami osiągnięcia odpowiedniej stopy zwrotu w krótkim okresie. Po latach krytyki co do zasadności pozostawienia środków ubezpieczonych w OFE zarządzający stosują bezpieczne strategie inwestycyjne, aby zapobiec dalszym spadkom wartości jednostki rozrachunkowej, i bardzo ostrożnie zwiększają zaangażowanie na rynku akcji.

4. Wnioski

Okresy bessy i hossy są zjawiskami naturalnymi, występującymi na przemian na rynkach finansowych. Inwestycje funduszy emerytalnych są inwestycjami długoterminowymi o horyzoncie 30-, 40-letnim. W tak długim okresie możemy liczyć na okresy konjunktury na rynkach finansowych, kiedy środki wpłacane na indywidualne konta zwiększają się, a efektywność całej branży emerytalnej jest wysoka. Równocześnie w tak długiej perspektywie należy oczekiwać, że wystąpią okresy dekonjunktury na rynkach, a przyrosty wartości jednostki rozrachunkowej będą mniejsze. Nie oznacza to jednak, że tracimy wpłacone wcześniej do systemu pieniądze, a w momencie przejścia na emeryturę otrzymamy zmniejszone środki pieniężne. Należy zatem podkreślić kilka istotnych kwestii.

Po pierwsze, system emerytalny w części obowiązkowej (tzw. I i II filar) korzysta z mechanizmu dywersyfikacji ryzyka. Część składki trafia do instytucji zarządzanej publicznie – Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, część – do OFE. W niefinansowej części systemu (ZUS) stopa zwrotu zależy od wzrostu gospodarczego. W okresach dekonjunktury (np. w sytuacji wysokiej inflacji) składki podlegają wyższej waloryzacji, co powoduje rekompensatę strat czy mniejszego przyrostu kapitału w OFE. Gdy składki zgromadzone w ZUS nie podlegają wysokiej waloryzacji, fundusze zarabiają na giełdowych wzrostach. Tak skonstruowany system pozwala na zmniejszenie ryzyka i zwiększa bezpieczeństwo środków emerytalnych. Wystarczy spojrzeć na okres od początku istnienia funduszy do końca grudnia 2007 roku, kiedy składki w OFE zostały zwiększone o 144%, a środki w ZUS – do 120%¹. Rok 2008

¹ Tak wynika z analiz IGTE zamieszczonych na stronie www.igte.com.pl.

był zapewne najgorszy dla OFE w ich dotychczasowej działalności, ale zadziałał mechanizm równoważenia strat – składki zgromadzone w ZUS podlegały w tym okresie wyższej waloryzacji. Po drugie, poruszana od początku istnienia funduszy kwestia poszerzenia dopuszczalnych kategorii aktywów znowu szczególnie zyskuje na znaczeniu. Brak możliwości np. zabezpieczania pozycji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych powoduje wyższe ryzyko działalności OFE, a ograniczenia ustawowe pozbawiają zarządzających OFE możliwości szybkiego i elastycznego reagowania na zmiany zachodzące na rynkach kapitałowych. Po trzecie, może należałoby powrócić do pomysłu podziału funduszy na fundusze typu A i B. Pomysł taki powstał w początkowym etapie funkcjonowania systemu i został szybko porzucony. Idea polegała na tym, że każde PTE mogłoby zarządzać dwoma funduszami o zróżnicowanej polityce inwestycyjnej. Fundusze typu A inwestowałyby w bardziej ryzykowne papiery wartościowe, a ich oferta skierowana byłaby przede wszystkim do ludzi młodych, rozpoczynających aktywność zawodową. Fundusze typu B tworzyłyby portfele złożone w większości z instrumentów bezpiecznych, jak np. skarbowe papiery dłużne, a ich potencjalnymi członkami byłyby osoby będące kilka lat przed emeryturą. Ubezpieczony posiadałby możliwość przenoszenia środków między funduszami, co umożliwiałoby dodatkowe zabezpieczenie kapitałów przed dekonstrukcją na rynkach kapitałowych na kilka lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego.

5. Zakończenie

Opublikowany we wrześniu 2009 roku raport przygotowany przez zespół Analizy Online pokazuje, że nawet w okresie dekonstrukcji panującej na rynkach finansowych „średni wynik uzyskany przez OFE przewyższa rezultaty, które w analogicznym okresie mógł wypracować przeciętny fundusz stabilnego wzrostu” [*Analiza opłacalności...* 2009]. Ponadto przeprowadzona analiza pokazuje, że „efektywność zarządzania w funduszach emerytalnych zdecydowanie przewyższa inflację”. Należy zatem raz jeszcze podkreślić, że okresy bessy i hossy są naturalnym stanem na rynkach finansowych i nie stanowią zagrożenia dla długoterminowych inwestycji OFE. System został tak skonstruowany, że straty bądź niższe zyski w części finansowej są rekompensowane przez wyższą waloryzację składek w części niefinansowej. I to właśnie okres bessy pokazuje, że ograniczenia nałożone przez ustawodawcę na zarządzających portfelami wpływają na obniżenie wartości jednostki rozrachunkowej i ograniczają OFE w realizacji strategii inwestycyjnej, która pozwoliłaby na efektywne pomnażanie środków w długim okresie.

Literatura

- Analiza opłacalności inwestycji w ramach Otwartych Funduszy Emerytalnych*, Analizy Online, 2009.
- Analiza wpływu kryzysu finansowego na wartość środków w otwartych funduszach emerytalnych*, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Warszawa, październik 2009.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997 nr 139, poz. 934).

THE ANALYSIS OF OFE PORTFOLIO STRUCTURE IN TIMES OF BULL AND BEAR MARKET

Summary: The paper presents a study on structure of OFE portfolios. Investment policy and valuation of pension funds portfolio assets change in times of bull and bear market. In the face of international financial crisis, the discussion on security of the second pillar of the new pension system in Poland started again. This study examines the structure of the main assets of OFE portfolios between 1997 and 2009.