

## **ROZDZIAŁ 15**

### **DZIAŁALNOŚĆ LOKACYJNA FUNDUSZY EMERYTALNYCH W SYTUACJI BESSY NA GPW**

#### **Wprowadzenie**

Zadaniem otwartych funduszy emerytalnych jest pomnażanie środków finansowych gromadzonych na potrzeby wypłaty emerytur. OFE zarządzane są przez spółki akcyjne – Powszechnie Towarzystwa Emerytalne, które są w pełni komercyjnymi instytucjami. Funkcjonowanie na rynku kapitałowym wiąże się z ponoszeniem ryzyka różnorodnego rodzaju. W portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych znajdują się zarówno mniej jak i bardziej ryzykowne papiery wartościowe. Należy zaznaczyć, że OFE muszą stosować się do przepisów regulujących podstawowe zasady działalności lokacyjnej. Główne wytyczne dotyczące polityki inwestycyjnej zawarto w rozdziale 15 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. z 1997 r. nr 139, poz. 934 z późn. zm.). Natomiast dodatkowe wytyczne można odnaleźć w następujących aktach wykonawczych:

1. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. z 2004 r., nr 32, poz. 276) oraz rozporządzenia zmieniające jego zapisy<sup>1</sup>.
2. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz.U. z 2003 r. nr 229, poz. 2286).

Zgodnie z przepisami największy limit - w wysokości 40% sumy aktywów obowiązuje dla: lokat w listach zastawnych, zakupu na regulowanym rynku giełdowym akcji, praw do akcji i obligacji zamiennych na akcje, lokat w dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez JST, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa. Praktycznie nie istnieje ograniczenie dotyczące dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. (Bobrowska, Maciejasz-Świątkiewicz, 2008)

Do połowy 2007 r. obserwowano na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych trend wzrostowy. Pierwsze symptomy załamania rynku pojawiły się w lipcu 2007 r., ale na koniec września udało się indeksom giełdowym odrobić spadki. Od tego czasu notuje się długotrwałe odwrócenie trendu. Zarówno zakres czasowy jak i głębokość spadków wskazują na to, że jest to pierwsza tak poważna bessa na polskim rynku papierów wartościowych.

Celem opracowania jest analiza działalności lokacyjnej poszczególnych funduszy emerytalnych w sytuacji występowania bessy na giełdzie papierów wartościowych. Aby za-

---

<sup>1</sup> Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. z 2004 r., nr 175, poz. 1814) oraz Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 stycznia 2006 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. z 2006 r., nr 13, poz. 91)

prezentować zachodzące zmiany wzięto pod uwagę strukturę portfeli inwestycyjnych przed i w trakcie trwania załamania na rynku akcji (okres od 31.12.2006 r. do 31.12.2008 r.). Należy zauważyć, że fundusze emerytalne w swojej polityce inwestycyjnej powinny uwzględniać długi – kilkunasto lub nawet kilkudziesięcioletni horyzont czasowy. Jednak stałe monitorowanie ich wyników zmusza zarządzających portfelem do podejmowania decyzji nakierowanych na osiągnięcie na bieżąco jak największych stóp zwrotu.

Dane historyczne obejmujące lata 1802-1997 wskazują na to, że inwestując w akcje na rynku amerykańskim można było uzyskać średnio 7% zysk realny rocznie. Obligacje w tym okresie dawały realne stopy zwrotu na poziomie 2% rocznie (Wysokość emerytur..., 2003). Widać zatem, że największe zyski można osiągać inwestując w papiery wartościowe obciążone większym ryzykiem. Należy pamiętać, że lata 1802-1997 obejmują również okresy poważnych kryzysów finansowych.

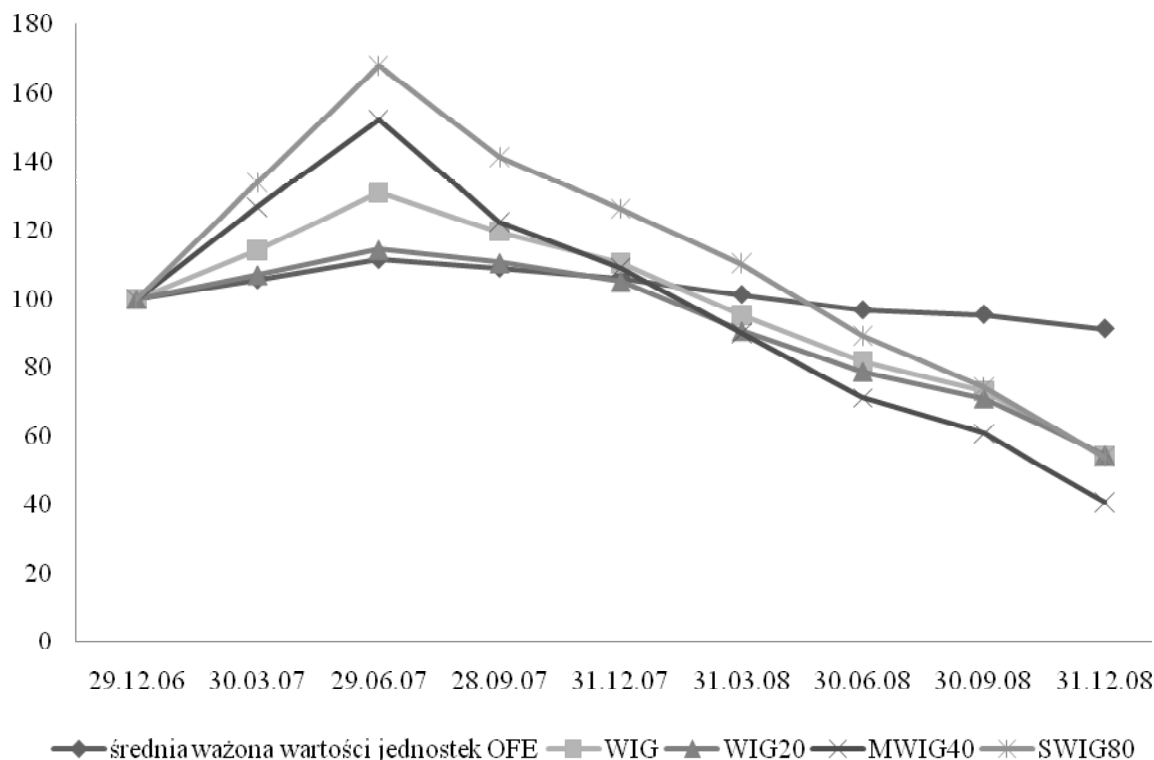
W sytuacji bessy na giełdzie fundusze emerytalne mają do wyboru dwie opcje zachowania. Pierwsza wiąże się ze znaczną wyprzedażą udziałowych papierów wartościowych. Druga polega na przeczekaniu gorszych czasów w nadziei, że późniejsze wzrosty zdołają pokryć starty spowodowane spadkiem kursów utrzymywanych w portfelu akcji. Taką politykę można zastosować, gdy fundusz nie spodziewa się w czasie bessy wypłaty swoim uczestnikom zgromadzonego kapitału. Ryzykuje większe obniżenie wartości swojej jednostki rozrachunkowej. Gorzej jeśli bessa utrzymać się będzie przez dłuższy okres czasu. Na przykład w Japonii zła sytuacja na giełdzie utrzymuje się praktycznie od blisko 20 lat.

Należy pamiętać, że funkcjonujące w Polsce fundusze emerytalne są stosunkowo „młodymi” instytucjami. Istnieją dopiero od 1999 r. i dotychczas (do końca 2008 r.) nie wypłacały jeszcze żadnych środków swoim uczestnikom. Niewątpliwie osoby, które przejdą na emeryturę w okresie bessy na giełdzie muszą się liczyć z niższym niż zakładały przed kryzysem poziomem świadczeń z II filara. Wiąże się to ze spadkiem wartości jednostek rozrachunkowych funduszy emerytalnych.

### **Wartości jednostek rozrachunkowych OFE w okresie 31.12.2006-31.12.2008**

Słaba koniunktura na GPW wpłynęła ujemnie na wartości jednostek rozrachunkowych poszczególnych OFE. Na rysunku 1 zaprezentowano dynamikę zmian (w ujęciu kwartalnym) średnich ważonych wartości jednostek rozrachunkowych w okresie od końca 2006 r. do końca 2008 r. i zestawiono je z danymi dotyczącymi indeksów warszawskiej giełdy. Przyjęto, że początkowe wartości wszystkich wskaźników (na koniec 2006 r.) wynoszą 100. Przez cały 2007 r. zmiana średniej ważonej wartości jednostek OFE najbardziej skorelowana była z indeksem WIG20. Świadczy to o tym, że fundusze miały w swoich portfelach dużą ilość akcji spółek wchodzących w skład tego indeksu. W 2008 r., pomimo dalszych spadków na giełdzie, funduszom udało się ograniczyć (poprzez wyprzedaż akcji) uzależnienie ich wyników od wszystkich indeksów giełdowych. Na rysunku krzywa odpowiadająca średniej ważonej wartości jednostek OFE znalazła się znacznie powyżej krzywych wykreślonych dla poszczególnych indeksów.

Rysunek 1. Dynamika zmian średniej ważonej wartości jednostek rozrachunkowych OFE oraz wartości indeksów giełdowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF ([www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)) i danych WGPW ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl))

### Portfele inwestycyjne poszczególnych OFE w okresie 31.12.2006-31.12.2008

Na początku badanego okresu (29.12.2009 r.) przeciętny portfel funduszu emerytalnego składał się w 60,84% z obligacji, w 34,35% z akcji, w 2,24% z bankowych papierów wartościowych, w 1,99% z bonów skarbowych oraz w 0,59% z pozostałych kategorii lokat<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Informacja nt. kwalifikowania poszczególnych kategorii lokat do określonych grup:

- Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym – akcje NFI, akcje spółek notowanych na rynku podstawowym i równoległym GPW, akcje spółek notowanych na giełdach państw obcych
- Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe - bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe, depozyty w bankach krajowych, bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne, bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne
- Obligacje - inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych, inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe, obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczane przez SP, obligacje skarbowe zerokuponowe, zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu, zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu, zagraniczne obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu
- Inne lokaty - certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte, inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie krótkoterminowe papiery dyskontowe spółek publicznych, prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW, prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym, zdematerializowane hipoteczne listy zastawne, zdematerializowane publiczne listy zastawne

Pierwsza połowa 2007 r. była okresem wysokich zysków dla inwestorów giełdowych, dlatego też odnotowano wzrost udziału akcji w ogólnych aktywach OFE do 38,49%. Niektóre fundusze zbliżyły się do limitu określonego dla tego rodzaju papierów wartościowych. Jednocześnie mniejsze znacznie miały inwestycje w obligacje. Udział tych papierów w portfelu rynku OFE spadł poniżej 57%. Sytuacja uległa zmianie już w pierwszych miesiącach korekty na giełdzie. Aktywa OFE zaczęły się kurczyć wskutek spadku cen akcji i fundusze decydowały się na wyprzedaż tych walorów. Ich udział stopniowo zmniejszał się, aż w końcu 2008 r. osiągnął rekordowo niski poziom - 21,62%. Zwiększanie się udziału obligacji w portfelach może też być spowodowane spłatą długu ZUS wobec OFE<sup>3</sup>.

W dalszej części opracowania przedstawiono zmiany w strukturze portfeli poszczególnych OFE.

Tabela 1. Struktura portfela inwestycyjnego AEGON OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

AEGON OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0	32,49	0,82	2,66	62,82	1,22
30.03.2007	udział %	0	35,86	0,27	0,82	60,90	2,14
29.06.2007	udział %	0	38,37	0,26	3,38	56,05	1,93
28.09.2007	udział %	0,16	34,79	0,79	5,46	56,91	1,89
31.12.2007	udział %	0,15	34,12	2,17	3,73	57,91	1,92
31.03.2008	udział %	0,15	30,07	0,87	4,77	62,20	1,95
30.06.2008	udział %	0,14	25,52	0,91	4,33	67,09	2,01
30.09.2008	udział %	0,12	25,88	0,54	0,00	71,58	1,88
31.12.2008	udział %	0,08	21,97	0,25	0,99	75,89	0,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Komisji Nadzoru Finansowego ([http://www.knf.gov.pl/system\\_emerytalny/Dane\\_o\\_ryнку/Dane\\_kwartalne/dane\\_kwartalne.html](http://www.knf.gov.pl/system_emerytalny/Dane_o_ryнку/Dane_kwartalne/dane_kwartalne.html))

Udział akcji w portfelu OFE AEGON rósł do połowy 2007 r. i od tamtego czasu obserwuje się trend spadkowy. Wyraźnie widać wzrost zainteresowania bezpieczniejszymi papierami wartościowymi (w połowie 2007 r. wartość obligacji stanowiła ponad 56% portfela, natomiast na koniec 2008 r. już blisko 76%).

Tabela 2. Struktura portfela inwestycyjnego AIG OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

AIG OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,02	33,67	0,00	1,81	63,48	1,02
30.03.2007	udział %	0,03	35,28	0,00	4,03	59,60	1,07
29.06.2007	udział %	0,02	37,63	0,00	5,13	56,40	0,81
28.09.2007	udział %	0,01	34,16	0,47	5,81	58,71	0,85
31.12.2007	udział %	0,008	33,99	3,40	3,72	57,63	1,25
31.03.2008	udział %	0,04	32,25	1,66	3,65	60,68	1,73
30.06.2008	udział %	0,03	28,42	7,49	4,41	58,20	1,45
30.09.2008	udział %	0,05	25,01	0,00	2,86	70,67	1,41
31.12.2008	udział %	0,03	22,49	0,00	2,97	73,14	1,36

Źródło: jak w tabeli 1

<sup>3</sup> Spłatę w formie obligacji zobowiązań ZUS wobec OFE określa ustawa z dnia 23 lipca 2003 r. o przejęciu przez Skarb Państwa zobowiązań Zakładu Ubezpieczeń Społecznych z tytułu nieprzekazanych składek do otwartych funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2003r. nr 149, poz. 1450)

Do połowy 2007 r. stopniowo wzrastał udział akcji w portfelu AIG OFE. Od tego czasu obserwowano systematyczny spadek tego udziału (do końca 2008 r. o ponad 15 punktów procentowych). Na koniec czerwca 2007 r. odnotowano najniższy w całym badanym okresie udział obligacji w portfelu. W ostatnich dwóch kwartałach 2008 r., przy trwającej nadal bessie na rynku kapitałowym, znacznie wzrosło zainteresowanie obligacjami. Ich udział na koniec 2008 r. wyniósł powyżej 73%.

Tabela 3. Struktura portfela inwestycyjnego Allianz Polska OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Allianz Polska OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,00	34,29	2,23	2,83	60,44	0,21
30.03.2007	udział %	0,00	37,23	1,58	1,24	59,77	0,18
29.06.2007	udział %	0,00	38,05	0,28	1,26	60,08	0,33
28.09.2007	udział %	0,00	35,19	0,29	0,96	63,55	0,01
31.12.2007	udział %	0,00	32,11	0,29	2,21	65,36	0,03
31.03.2008	udział %	0,00	29,10	0,29	3,29	67,30	0,02
30.06.2008	udział %	0,00	25,59	1,50	5,61	67,30	0,00
30.09.2008	udział %	0,00	21,97	1,60	6,08	70,35	0,00
31.12.2008	udział %	0,00	18,52	1,61	2,08	77,79	0,00

Źródło: jak w tabeli 1

Jeszcze w połowie 2007 r. udział akcji w portfelu Allianz Polska OFE oscylował wokół 38% - blisko limitu wyznaczonego dla tego rodzaju lokat. Do końca 2008 r. spadł o 19,53 punktów procentowych i na tle innych funduszy był to najbardziej znaczący spadek. Świadczy to o tym, że zarządzający portfelem stopniowo, lecz dość mocno wyzbywali się akcji nisko notowanych na GPW. Aktywa funduszu były natomiast w coraz większym zakresie inwestowane w obligacje. Warto podkreślić, że fundusz ten, jako jeden z nielicznych w całym badanym okresie nie posiadał akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

Tabela 4. Struktura portfela inwestycyjnego AXA OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

AXA OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,08	33,72	0,00	1,15	64,20	0,84
30.03.2007	udział %	0,12	35,46	0,00	1,09	62,63	0,71
29.06.2007	udział %	0,14	37,72	0,00	1,37	60,09	0,69
28.09.2007	udział %	0,12	34,13	0,00	1,86	63,33	0,56
31.12.2007	udział %	0,29	32,56	1,13	2,78	62,67	0,58
31.03.2008	udział %	0,30	30,37	0,00	2,55	66,08	0,70
30.06.2008	udział %	0,38	27,36	1,51	2,61	67,54	0,60
30.09.2008	udział %	0,37	24,84	1,32	3,23	69,83	0,41
31.12.2008	udział %	0,24	20,37	0,59	1,34	76,89	0,56

Źródło: jak w tabeli 1

W portfelu AXA OFE w całym badanym okresie udział obligacji przekraczał 60%. W połowie 2007 r., pod koniec hossy, kształtował się na poziomie blisko 61%. Stosunkowo dużą część portfela stanowiły akcje. Załamanie rynku giełdowego spowodowało znaczącą zmianę w strukturze portfela inwestycyjnego. Na koniec 2008 r. udział akcji osiągnął trochę ponad 20%, za to blisko 77% aktywów znajdowało się w obligacjach.

Tabela 5. Struktura portfela inwestycyjnego Bankowy OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Bankowy OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,04	32,33	0,00	2,45	63,83	1,34
30.03.2007	udział %	0,06	32,17	0,00	3,27	63,32	1,18
29.06.2007	udział %	0,11	35,29	0,00	3,14	60,25	1,20
28.09.2007	udział %	0,11	32,22	0,00	2,80	63,99	0,88
31.12.2007	udział %	0,10	30,83	0,94	1,21	65,88	1,05
31.03.2008	udział %	0,14	28,40	0,00	2,62	67,44	1,40
30.06.2008	udział %	0,14	25,55	3,76	4,62	64,28	1,66
30.09.2008	udział %	0,11	22,00	5,85	4,32	66,27	1,45
31.12.2008	udział %	0,07	19,25	0,24	2,96	75,94	1,54

Źródło: jak w tabeli 1

W całym badanym okresie udział akcji w portfelu OFE Bankowy kształtował się na stosunkowo niskim poziomie (w porównaniu do innych funduszy). Do połowy 2007 r. stopniowo rósł, ale od czasu rozpoczęcia bessy na GPW fundusz wyprzedawał sukcesywnie posiadane akcje. Na koniec 2008 r. akcje stanowiły już niespełna 20% - połowę limitu wyznaczonego dla tego rodzaju lokat. W ostatnim kwartale 2008 r. w największym stopniu wzrósł udział obligacji – o 9,67 punktu procentowego.

Tabela 6. Struktura portfela inwestycyjnego CU OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Commercial Union OFE BPH CU WBK		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,21	34,77	2,15	3,48	59,18	0,21
30.03.2007	udział %	0,38	38,27	1,26	6,16	53,76	0,18
29.06.2007	udział %	0,50	38,13	1,82	6,95	52,36	0,23
28.09.2007	udział %	0,54	35,88	1,71	6,17	55,55	0,15
31.12.2007	udział %	0,56	35,22	4,13	3,49	56,28	0,33
31.03.2008	udział %	0,56	31,12	1,23	5,33	61,34	0,42
30.06.2008	udział %	0,51	28,03	6,69	3,76	60,51	0,50
30.09.2008	udział %	0,40	24,20	4,50	4,41	66,05	0,44
31.12.2008	udział %	0,27	20,26	1,02	2,82	75,19	0,45

Źródło: jak w tabeli 1

Commercial Union OFE do połowy 2007 r. utrzymywał udział akcji w swoim portfelu na poziomie zbliżonym do 40%. Załamanie rynku giełdowego spowodowało zmianę dotychczasowego podejścia. Kolejne półtora roku przyniosło znaczne obniżenie udziału akcji w portfelu – o ponad 18 punktów procentowych. Dbalosc o aktualną wartość jednostki rachunkowej zmusiła do zwiększonych zakupów bezpieczniejszych papierów wartościowych.

Tabela 7. Struktura portfela inwestycyjnego Generali OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Generali OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,10	30,64	0,00	7,11	61,59	0,57
30.03.2007	udział %	0,12	31,48	0,00	7,28	60,37	0,75
29.06.2007	udział %	0,12	36,24	0,00	3,00	60,17	0,48
28.09.2007	udział %	0,22	32,99	0,00	9,12	57,26	0,41
31.12.2007	udział %	0,41	32,82	0,00	4,77	61,71	0,28
31.03.2008	udział %	0,35	29,87	0,00	1,31	68,00	0,47

30.06.2008	udział %	0,28	26,24	0,00	7,38	65,27	0,82
30.09.2008	udział %	0,71	23,67	0,91	8,50	65,58	0,63
31.12.2008	udział %	0,52	22,23	0,90	2,96	72,81	0,59

Źródło: jak w tabeli 1

W portfelu OFE Generali pod koniec 2006 i na początku 2007 r. akcje stanowiły maksymalnie 31,5% łącznych aktywów. W porównaniu do innych funduszy był to niewielki udział. W II kwartale 2007 r. (szczyt hossy) fundusz zainwestował dużo większe środki w zakup akcji, co spowodowało, że udział akcji wzrósł do ponad 36%. W czasie trwania trendu spadkowego na giełdzie, fundusz stopniowo zmniejszał udział najbardziej ryzykownych papierów w swoim portfelu (z wyjątkiem akcji NFI) i inwestował coraz większe środki w zakup obligacji oraz depozytów bankowych i bankowych papierów wartościowych.

Tabela 8. Struktura portfela inwestycyjnego ING OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

ING OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,04	35,40	5,08	0,19	58,83	0,45
30.03.2007	udział %	0,06	38,91	0,00	0,05	60,61	0,37
29.06.2007	udział %	0,07	39,21	0,00	0,58	59,64	0,50
28.09.2007	udział %	0,05	37,00	0,00	0,29	62,30	0,35
31.12.2007	udział %	0,05	35,26	0,00	0,46	63,74	0,48
31.03.2008	udział %	0,16	33,63	0,00	1,32	64,32	0,57
30.06.2008	udział %	0,14	30,13	0,00	5,03	63,88	0,82
30.09.2008	udział %	0,11	25,66	0,71	7,18	65,65	0,68
31.12.2008	udział %	0,07	21,58	0,00	1,21	76,47	0,67

Źródło: jak w tabeli 1

Obligacje w portfelu ING OFE stanowiły do połowy 2007 r. około 60% ogółu aktywów. Od tego momentu stopniowo wzrastał ich udział – do końca 2008 r. do poziomu blisko 76,5%. Jednocześnie fundusz wyprzedawał akcje. Ich udział zmalał o 17,63 punktu procentowego. Inwestowano też większe środki w inne rodzaje lokat (m.in. emitowanych przez banki).

Tabela 9. Struktura portfela inwestycyjnego Nordea OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Nordea OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,10	34,77	0,00	1,77	62,98	0,38
30.03.2007	udział %	0,13	36,70	0,00	2,65	60,32	0,20
29.06.2007	udział %	0,25	38,34	0,00	5,15	56,11	0,15
28.09.2007	udział %	0,52	36,52	0,00	3,71	59,15	0,10
31.12.2007	udział %	0,60	34,30	0,00	5,30	59,80	0,00
31.03.2008	udział %	0,70	30,77	0,00	7,24	61,00	0,29
30.06.2008	udział %	0,62	28,50	0,00	9,92	60,91	0,06
30.09.2008	udział %	0,51	24,57	0,00	10,47	64,43	0,02
31.12.2008	udział %	0,39	21,56	0,00	6,88	70,77	0,40

Źródło: jak w tabeli 1

OFE Nordea posiadał (w połowie 2007 r.) akcje o wartości stanowiącej ponad 38% jego portfela inwestycyjnego. W późniejszym okresie obserwowano stopniowy spadek tego udziału. Natomiast w porównaniu do innych funduszy utrzymywał stosunkowo niewielki

udział obligacji – na koniec 2008 r. stanowiły niespełna 71% portfela, oraz ponad przeciętny udział bankowych papierów wartościowych (nawet do 10,47%).

Tabela 10. Struktura portfela inwestycyjnego Pekao OFE w okresie 29.12.2006-31.12.2008

Pekao OFE		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,42	35,62	0,27	3,66	58,70	1,33
30.03.2007	udział %	0,86	35,83	0,24	4,20	57,67	1,20
29.06.2007	udział %	0,86	35,24	0,00	8,45	53,92	1,53
28.09.2007	udział %	0,74	32,42	0,00	8,99	56,82	1,02
31.12.2007	udział %	0,87	31,57	0,00	8,50	58,14	0,91
31.03.2008	udział %	0,75	29,70	0,00	5,90	62,86	0,80
30.06.2008	udział %	0,54	28,04	0,87	7,24	62,35	0,96
30.09.2008	udział %	0,55	24,18	0,86	5,21	67,97	1,23
31.12.2008	udział %	0,53	20,40	0,88	1,66	75,48	1,06

Źródło: jak w tabeli 1

Udział akcji w portfelu Pekao OFE utrzymywał się do połowy 2007 r. średnio na poziomie ponad 35%. W kolejnych kwartałach stopniowo malał, aż na koniec 2008 r. osiągnął niewiele ponad 20%. Fundusz zatem próbował ograniczyć negatywne skutki bessy, pozbywając się dużej części akcji. Większe środki zostały skierowane na zakup obligacji i bankowych papierów wartościowych.

Tabela 11. Struktura portfela inwestycyjnego OFE Pocztynion w okresie 29.12.2006-31.12.2008

OFE Pocztynion		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,03	33,18	0,00	2,44	62,32	2,03
30.03.2007	udział %	0,04	34,49	0,00	7,48	56,35	1,63
29.06.2007	udział %	0,17	37,57	0,00	7,23	53,53	1,50
28.09.2007	udział %	0,16	33,13	0,00	1,61	63,69	1,41
31.12.2007	udział %	0,14	30,41	3,55	4,30	60,18	1,42
31.03.2008	udział %	0,14	28,98	0,00	2,40	66,90	1,58
30.06.2008	udział %	0,13	27,99	0,00	1,50	69,54	0,84
30.09.2008	udział %	0,10	22,15	0,00	3,66	73,43	0,67
31.12.2008	udział %	0,07	22,35	0,00	2,18	74,80	0,60

Źródło: jak w tabeli 1

W OFE Pocztynion, podobnie jak w wielu innych funduszach, od momentu pojawienia się pierwszych oznak bessy stopniowo ograniczano udział akcji w portfelu inwestycyjnym, przesuując większe środki na zakup obligacji. Na koniec 2008 r. obligacje stanowiły prawie 75% wartości całego portfela.

Tabela 12. Struktura portfela inwestycyjnego OFE Polsat w okresie 29.12.2006-31.12.2008

OFE Polsat		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,00	37,38	6,37	1,04	54,85	0,36
30.03.2007	udział %	0,00	39,47	6,83	1,92	51,40	0,38
29.06.2007	udział %	0,00	39,67	8,37	1,54	50,18	0,24
28.09.2007	udział %	0,00	37,98	9,01	2,03	50,49	0,50
31.12.2007	udział %	0,00	37,57	7,38	0,99	53,52	0,54



31.03.2008	udział %	0,00	38,14	6,05	2,12	53,13	0,57
30.06.2008	udział %	0,00	38,29	7,32	2,55	51,57	0,28
30.09.2008	udział %	0,00	38,72	3,58	2,05	55,48	0,18
31.12.2008	udział %	0,00	37,69	2,37	1,23	58,69	0,02

Źródło: jak w tabeli 1

Polityka inwestycyjna OFE Polsat diametralnie różni się od pozostałych funduszy. W całym badanym okresie udział akcji w portfelu utrzymywał się na wysokim poziomie (powyżej 37%). Może to świadczyć o tym, że zarządzający portfelem przyjęli jako priorytet politykę inwestycyjną o dalekim horyzoncie czasowym. Środki gromadzone w funduszu emerytalnym są pomnażane przez kilkadziesiąt lat, więc można założyć, że spadek cen akcji trwający nawet kilka lat może zostać całkowicie zniwelowany dzięki późniejszym wzrostom. Należy przypuszczać, że w wieloletniej perspektywie na polskiej giełdzie utrzymywać się będzie trend wzrostowy. OFE Polsat jest jedynym funduszem, w którego portfelu udział obligacji w całym badanym okresie nie przekroczył 60%.

Tabela 13. Struktura portfela inwestycyjnego OFE PZU w okresie 29.12.2006-31.12.2008

OFE PZU „Złota Jesień”		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,11	33,29	0,61	2,60	62,49	0,91
30.03.2007	udział %	0,14	37,58	0,56	4,12	56,77	0,82
29.06.2007	udział %	0,17	39,01	1,29	1,14	57,74	0,65
28.09.2007	udział %	0,24	36,81	0,77	2,20	59,48	0,50
31.12.2007	udział %	0,21	36,73	0,77	3,95	57,86	0,47
31.03.2008	udział %	0,37	33,52	0,79	3,42	61,42	0,49
30.06.2008	udział %	0,34	30,39	0,00	1,90	67,03	0,34
30.09.2008	udział %	0,14	25,44	1,74	2,35	69,69	0,65
31.12.2008	udział %	0,13	22,71	0,00	1,63	74,94	0,58

Źródło: jak w tabeli 1

Analiza zawartości portfela OFE PZU „Złota Jesień” w okresie trwającej na GPW bessy wskazuje na przenoszenie ciężaru z bardziej na mniej ryzykowne papiery wartościowe. O ile w połowie 2007 r. akcje stanowiły ponad 39% portfela, to na koniec 2008 r. ich udział spadł aż do niespełna 23%.

Tabela 14. Struktura portfela inwestycyjnego OFE Skarbiec-Emerytura w okresie 29.12.2006-30.09.2008<sup>4</sup>

OFE Skarbiec-Emerytura		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,17	32,95	0,00	1,92	64,88	0,08
30.03.2007	udział %	0,03	35,87	0,00	2,69	61,40	0,00
29.06.2007	udział %	0,04	39,19	0,00	0,71	59,94	0,13
28.09.2007	udział %	0,02	31,70	0,00	2,36	65,80	0,13
31.12.2007	udział %	0,02	32,94	0,00	0,57	66,46	0,00
31.03.2008	udział %	0,01	31,68	0,00	1,09	67,22	0,00
30.06.2008	udział %	0,00	26,19	0,00	1,90	71,90	0,00
30.09.2008	udział %	0,00	25,33	0,00	0,00	74,65	0,02

Źródło: jak w tabeli 1

<sup>4</sup> 7.11.2008 r. nastąpiło zakończenie likwidacji OFE Skarbiec-Emerytura i przeniesienie jego aktywów do AE-GON OFE

W szczycie hossy na warszawskiej GPW udział akcji w portfelu OFE Skarbiec-Emerytura oscylował wokół górnej granicy 40%. Jednak późniejsze gwałtowne i głębokie spadki cen akcji wymusiły dokonanie zmian w strukturze portfela. Stopniowo coraz większego znaczenia nabierały obligacje, jako papiery o pewniejszej stopie zwrotu.

Tabela 15. Struktura portfela inwestycyjnego OFE Warta w okresie 29.12.2006-31.12.2008

OFE WARTA		Akcje NFI	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Inne lokaty
29.12.2006	udział %	0,36	34,55	0,00	1,53	63,49	0,08
30.03.2007	udział %	0,32	35,79	0,00	1,44	62,16	0,29
29.06.2007	udział %	0,25	37,50	0,00	1,96	60,05	0,24
28.09.2007	udział %	0,21	31,39	0,00	0,87	67,30	0,23
31.12.2007	udział %	0,19	35,15	0,00	5,80	58,29	0,57
31.03.2008	udział %	0,19	31,40	0,00	7,06	61,35	0,00
30.06.2008	udział %	0,18	26,88	6,44	8,69	56,74	1,08
30.09.2008	udział %	0,17	24,24	1,10	6,15	67,34	1,00
31.12.2008	udział %	0,15	21,73	0,24	1,19	75,71	0,98

Źródło: jak w tabeli 1

Odnutowywane spadki na giełdzie papierów wartościowych skłoniły zarządzających OFE Warta do większego zainteresowania się bankowymi papierami wartościowymi. Ich udział w IV kwartale 2007 r. wzrósł kilkakrotnie. Należy również zauważyć, że w tym czasie fundusz nieco zwiększył udział akcji w portfelu (z 31,39% do 35,15%). W 2008 r. powrócono do wyprzedazy posiadanych akcji, a obligacje na koniec tego roku stanowiły już ponad 75% aktywów funduszu.

## Podsumowanie

Analizując zmiany w strukturze portfeli poszczególnych funduszy emerytalnych można wywnioskować, że wszystkie (poza OFE Polsat) prowadziły w okresie bessy na GPW działalność lokacyjną o krótkim horyzoncie czasowym. Polegała ona na wyprzedazy akcji i większym zainteresowaniu bardziej bezpiecznymi papierami wartościowymi. Tylko OFE Polsat zaryzykował przyjęcie odmiennej polityki, utrzymując udział akcji w portfelu na prawie niezmiennym poziomie (spadek tylko o niespełna 2 punkty procentowe). Na ocenę obranych rozwiązań przyjdzie czas, gdy na giełdzie odwróci się tendencja spadkowa. Należy pamiętać, że prowadzona działalność lokacyjna bezpośrednio wpływa na wartości jednostek rachunkowych poszczególnych funduszy. W ostatnim czasie mocno nagłośniono sprawę dotyczącą „topnienia” naszych emerytur. Nie należy jednak zbyt poważnie przejmować się tymi informacjami. Fundusze emerytalne mają jeszcze kilka, kilkanaście lub nawet kilkadziesiąt lat na odrobienie strat spowodowanych obecną bessą na giełdzie. Musimy się liczyć z tym, że zapewne w przyszłości pojawią się kolejne okresy załamania na rynku akcji.

## BIBLIOGRAFIA:

1. Bobrowska A., Maciejasz-Świątkiewicz M., (2008), Otwarte fundusze emerytalne jako narzędzie nieuświadomionej eksploracji globalnego rynku finansowego, w: Co decyduje o konkurencyjności polskiej gospodarki, red. M. Noga, M.K. Stawicka, Wydawnictwo CeDeWu, Wrocław.
2. Bobrowska A., Piasecka A., (2008), Zakres ingerencji państwa w II filar systemu emery-

- talnego, w: *Polityka ekonomiczna państwa we współczesnych systemach gospodarczych*, red. D. Kopycińska, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
3. Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.09.2005 – 30.09.2008, (2009), Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
  4. Wysokość emerytur w nowym systemie ubezpieczeń społecznych, (2003), Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa.
  5. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (stan na dzień 01.05.2009)