

## Inwestycje funduszy emerytalnych na rynku akcji grudzień 2005

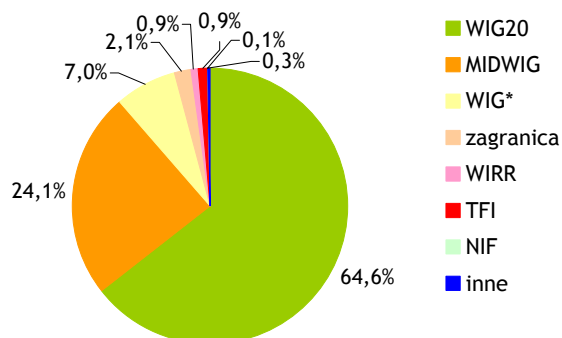
Hossa na rynku akcji z miesiąca na miesiąc prowadzi do wzrostu wartości akcji w portfelach funduszy emerytalnych. Według informacji podanych przez KNUiFE, na koniec grudnia 2005 roku wartość papierów udziałowych (akcji, praw do akcji, praw poboru) znajdujących się w portfelach funduszy emerytalnych wyniosła 27,37 mld PLN (przed miesiącem 25,88 mld PLN). Kolejne 252 mln PLN stanowiły certyfikaty inwestycyjne, głównie 3 funduszy nieruchomości.

Nie ma tu jednak niestety jednoznaczności bo to samo źródło (KNUiFE), tyle że w innym miejscu twierdzi, iż fundusze emerytalne w końcu grudnia dysponowały akcjami o wartości 27,24 mld PLN, co chyba jest bliższe prawdzie, bo same OFE w opublikowanych raportach pokazały papiery o wartości 27,27 mld PLN. Tak czy inaczej, odnotowany w grudniu poziom inwestycji w akcje jest oczywiście poziomem rekordowym w najnowszej historii krajowego systemu emerytalnego.

Podobnie jak w ciągu kilku tegorocznych miesięcy, i tym razem miesięczna dynamika wzrostu akcyjnej części portfela (powyżej 5%) przekraczała zwyżkę indeksu WIG, który zyskał w grudniu +4,94%. A to oznacza, że po raz kolejny sprawdziła się teza o niskiej aktywności zarządzających funduszami emerytalnymi po stronie popytowej na rosnącym rynku akcji. Z reguły sam wzrost wartości akcyjnych składników portfela, wobec słabszych ruchów na rynku obligacji i przy malejącym znaczeniu nowych środków sprawiają, że rośnie udział akcji w aktywach. To hamuje chęć do zakupów, wpływając czasami na wzrost zainteresowania sprzedażą części posiadanych walerów.

Opublikowane sprawozdania stwarzają okazję, aby w bardziej szczegółowy sposób przyrzeć się aktywom pracującym na nasze przyszłe emerytury. Na pierwszy ogień weźmy strukturę tworzoną w oparciu o podstawowe indeksy warszawskiej giełdy. Okazuje się, że 2/3 akcyjnego portfela to papiery 20 największych i najbardziej płynnych spółek, tworzących jednocześnie indeks WIG20. Niemal 1/4 giełdowych inwestycji to akcje spółek wchodzących w skład indeksu MIDWIG, skupiającego kolejne 40 firm. Spółki należące do WIG, ale nieuwzględniane w żadnym z dwóch wcześniejszych indeksów (WIG\*) to kolejne 7% portfela udziałowego. Reprezentanci WIRRu stanowią niespełna 1% giełdowych inwestycji, co odpowiada również zaangażowaniu OFE na rynku funduszy inwestycyjnych. Dwukrotnie więcej, choć cały czas relatywnie niewiele, zarządzający ulokowali w akcjach spółek notowanych poza Warszawą. Zważywszy na fakt, że wartość ta stanowi mniej niż 0,7% aktywów, można byłoby spodziewać się w tej mierze większej aktywności. Być może mamy tu do czynienia z sytuacją, w której wobec niskiego limitu dla zagranicznych inwestycji nie warto ponosić pewnych nakładów mających charakter kosztu stałego, które umożliwiłyby obecność na silnie rosnących rynkach, nie koniecznie z grupy emerging markets (ubiegłoroczny wzrost Nikkei 225 znacznie przekroczył dokonania WIG). Tak czy inaczej z tej struktury wynika, że trzon emerytalnych inwestycji na rynkach akcji stanowią warszawskie blue chips. I należy oddać, że patrząc przez pryzmat tegorocznych ruchów indeksów oraz ryzyka nie były to wybory złe - w skali roku WIG20 zyskał 35,4% a MIDWIG 27,6%. Problem w tym, że ta struktura stanowi jednocześnie bazę dla tego roku, w którym znaczna część analityków spodziewa się ożywienia w segmencie małych i średnich spółek. A z tej perspektywy, patrząc przez pryzmat giełdowych indeksów, struktura emerytalnego portfela mogłaby być trochę inna. Ale może nie jest tak źle?

### Struktura portfela akcyjnego OFE

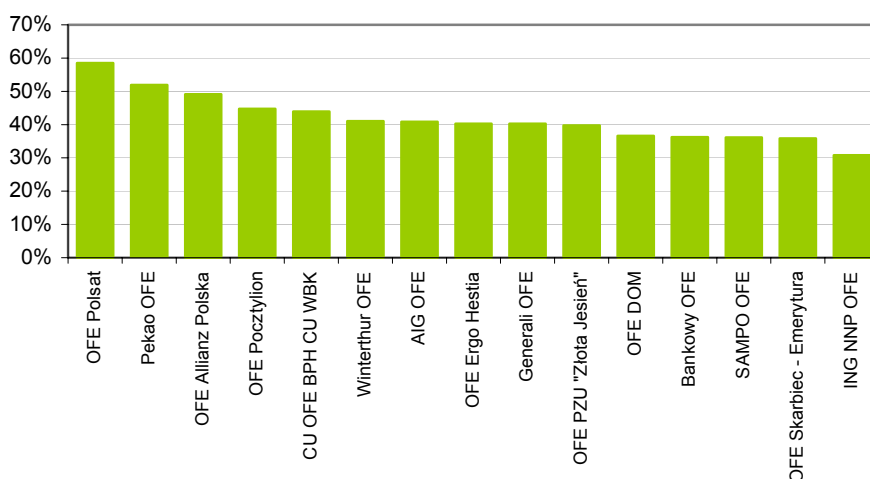


Źródło: Analizy Online na podstawie raportów funduszy

Wielkość spółki to kolejne kryterium, które można przyłożyć do emerytalnych inwestycji na rynku akcji. Niestety w tym zakresie trudno o jednoznaczną definicję. Mamy bowiem do czynienia z modelem „europejsko-sprawozdawczym” w myśl którego mała firma, to podmiot zatrudniający mniej niż 50 pracowników, średnia - mniej niż 250 pracowników, a duża powyżej 250 pracowników.

Ale takiej statystyki dla giełdowego rynku nie mamy. Dysponujemy natomiast nieoficjalną definicją małej i średniej spółki na rynku funduszy inwestycyjnych. W tym segmencie rynku działają 3 produkty specjalizujące się w inwestycjach w akcje małych i średnich firm, a składane przez TFI zapowiedzi dają szansę znaczącego wzrostu liczebności tej grupy jeszcze w tym roku. Zastosowana w dwóch przypadkach definicja mówi o tym, że średnia i mała spółka to taka, której udział w indeksie WIG w momencie zakupu jej akcji nie przekracza 2%.

#### Udział małych i średnich spółek w portfelu akcyjnym (gru 2005)



Źródło: Analizy Online, na podstawie raportów OFE

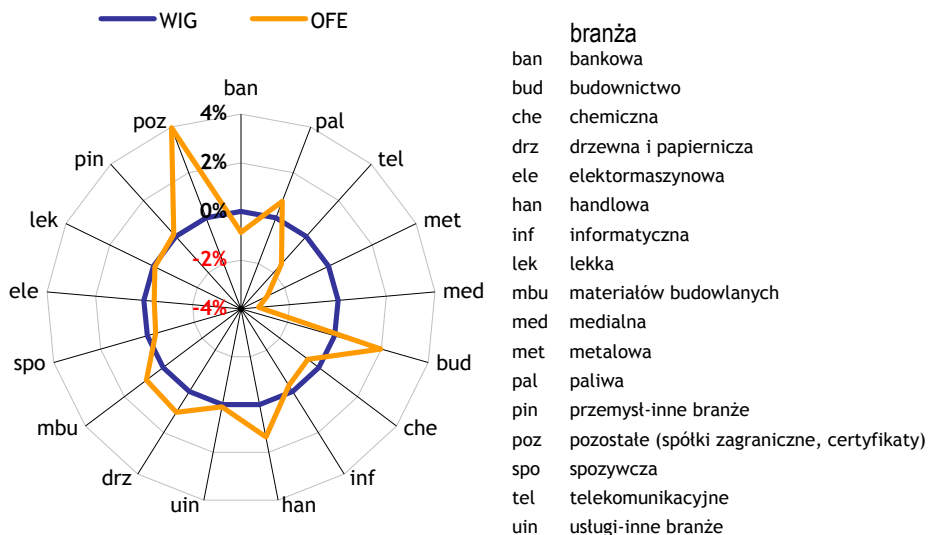
Okazuje się, że przyjęcie takiej definicji istotnie obniża udział dużych spółek w portfelu OFE w stosunku do tego, co możemy zobaczyć posługując się podziałem opartym na indeksach. W przypadku rekordzisty - OFE Polsat - małe i średnie spółki stanowią 58% jego akcyjnych inwestycji. Sporo takich spółek znajdziemy również w portfelu Pekao OFE o raz OFE Allianz. To zasadniczo domena mniejszych funduszy, choć na piątym miejscu pojawia się największy fundusz na rynku - Commercial Union. Sytuację trochę rozjaśni informacja, że 2% kryterium nie spełnia jedynie 12 spółek wchodzących w skład indeksu WIG. A to oznacza, że niemal połowa WIG20, w myśl tej definicji to małe i średnie firmy. Funduszem, który wyraźnie stroni od małych i średnich spółek jest ING NNP. Czy to oznacza, że zarządzający tym funduszem nie wierzą w potencjał małych i średnich spółek? Niekoniecznie. Takie podejście może również uzasadniać wiara w to, że w 2006 roku w dalszym ciągu będziemy mieli do czynienia z napływem środków od inwestorów zagranicznych. A to wywoła kolejne zwyżki cen największych spółek, będących domeną właśnie zagranicznych inwestorów. I na razie trudno odmówić temu racji - wyniki trzech pierwszy tygodni stycznia pokazują, że do funduszy inwestujących na emerging markets popłynął szeroki strumień nowych środków.

Na koniec proponujemy spojrzeć na akcyjny portfel funduszy emerytalnych przez pryzmat jego branżowej struktury. Zarządzanie aktywami od spekulacji różni się między innymi tym, że wynik pracy zarządzających odnosi się do wyniku odpowiedniego wzorca (benchmarku). Spekulacja niestety nie nadaje się do długoterminowej budowy emerytalnego kapitału, o czym czasami zapominamy, poddając pracę zarządzających ostrej krytyce. Dobry zarządzający na bieżąco kontroluje ryzyko, między innymi dzięki badaniu bieżących odchyłek struktury portfela od przyjętego wzorca. My proponujemy, aby odnieść branżową strukturę portfela do struktury indeksu WIG, czyniąc to niejako wbrew regulatorowi który najważniejszym benchmarkiem uczynił ... same OFE. Oczywiście dzięki sposobowi wyznaczania minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Odniesienie się do struktury indeksu niweluje wpływ wielkości i płynności poszczególnych branżowych segmentów rynku. Z dość oczywistych względów największą część portfela akcyjnego zajmują banki. Popatrzmy zatem, które z sektorów są przez zarządzających traktowane lepiej niż rynek (ich udział w WIG), a wobec których sentyment nie jest najlepszy.

Granatowa linia pokazuje pozycję neutralną wobec branżowej struktury WIGu, a pomarańczowa - wskazuje na przeważanie i niedoważenie poszczególnych branż, w pkt procentowych.

Na pierwszy rzut oka widać, że zaufanie zarządzających zdobyły inwestycje spoza indeksu. Chodzi tu zarówno o spółki notowane na giełdach zagranicznych, jak i o certyfikaty funduszy inwestycyjnych, akcje NFI czy papiery spółek notowanych na CETO.

#### Przeważanie sektorów w stosunku do struktury indeksu WIG



Zródło: Analizy Online na podstawie raportów funduszy

Dalej widać wyraźny optymizm wobec reprezentantów branży budowlanej i handlowej. Zarządzający patrzyli łaskawym okiem na sytuację spółek z branży drzewnej i materiałów budowlanych. Optymizm, choć na pewno nie euforia, cechuje również ich podejście do reprezentantów nowego giełdowego sektora - paliwowego. Niechęć budzą natomiast przedstawiciele branży metalowej i medialnej, wskazywanej przez analityków jako ciekawej z perspektywy tego roku. Zarządzający niespecjalnie wierzą w lepszą koniunkturę w telekomunikacji i sektorze bankowym. Na przeważanie w ich portfelach nie zasłużyły również spółki chemiczne i elektromaszynowe. Wyraźnie widać, że mimo werbalnych opinii sporej części analityków o dobrych perspektywach spółek informatycznych, struktura giełdowych inwestycji OFE z końca minionego roku nie dyskontowała tych perspektyw.

Należy oczywiście pamiętać o tym, że niektóre z sektorów uzupełniają inwestycje zagraniczne - jak choćby OTP Bank wśród banków. I ostatnia uwaga - istotny wpływ na prezentowaną strukturę mają największe fundusze - nie można bowiem zapominać o tym, że blisko 20 mld akcyjnych inwestycji funduszy emerytalnych zależy od postrzegania rynku przez zarządzających z czterech największych OFE.

Zespół Analiz Online

*Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych). W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.*

*Zakres działalności firmy obejmuje również monitoring zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.*

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online Sp. z o.o. za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online Sp. z o.o., które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online Sp. z o.o., którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online Sp. z o.o. Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online Sp. z o.o.