



Autor: Mariusz Kubaczyński

Dotyczy: [Rzeczpospolita](#)

PRACOWNICZE PROGRAMY KAPITAŁOWE W PANDEMII KORONAWIRUSA Z DOBRYMI EFEKTAMI

Pierwsza „piątka” instytucji finansowych dobrze poradziła sobie w okresie pandemii. Wzrost wartości jednostek funduszy podczas odreagowania dekonunktury był bowiem wyższy niż wzrost indeksu szerokiego rynku.

Pracownicze programy kapitałowe w swojej istocie mają pomnażać oszczędności ich uczestników z przeznaczeniem na wypłatę po osiągnięciu 60. roku życia oraz na inne cele. Program został wprowadzony ustawą ogłoszoną pod koniec 2018 r. Pierwsze zapisy osób zatrudnionych w największych firmach odbyły się w drugiej połowie 2019 r., a pierwsze wpłaty do programu nastąpiły pod koniec 2019 r. W kolejnych miesiącach świat stawiał czoło COVID-19 i zmagają się z tym zagrożeniem do dziś. W pierwszej połowie marca rozprzestrzeniająca się choroba została określona przez WHO jako pandemia. Na całym świecie wprowadzano w tym samym czasie pierwsze ograniczenia związane z pandemią. W marcu zamknięto też granice dla transferów lotniczych i kolejowych oraz wprowadzono zakaz przemieszczania się w Polsce. Kolejne obostrzenia wprowadzono w kwietniu. Rozwój sytuacji miał i nadal ma poważne konsekwencje ekonomiczne na świecie. Rządy krajowe na całym globie wprowadziły programy pomocowe służące ochronie zdrowia i mające zapobiegać załamaniu koniunktury, upadłości firm oraz masowemu bezrobociu. Sytuacja musiała przełożyć się na kryzys na światowych rynkach kapitałowych. Czy wpłynął on na wartość funduszy PPK i jak osoby nimi zarządzające poradziły sobie z tym? Kryzys na rynkach kapitałowych Kryzys wywołany pandemią koronawirusa spowodował problemy ze zbytem i łańcuchem dostaw, a w konsekwencji problemy finansowe wielu światowych przedsiębiorstw. Z uwagi na to giełdy uwzględniają w bieżącej wycenie aktywów przyszłe dochody lub dywidendy firm, a te w dobie poważnych załamań gospodarczych muszą być niższe lub mogą nie istnieć przez pewien czas. Nie należy wykluczyć problemów ze spłatą odsetek od długu i bankructw. W tych okolicznościach wysokie liczby lub wzrost nowych dziennych zachorowań w kolejnych krajach przed marcem 2020 r. (m.in. Chiny, Iran, Włochy, Korea Południowa) musiały być odzwierciedlone w kursach i indeksach giełdowych. Począwszy od 20. lutego nowojorski indeks szerokiego rynku S&P500 skupiający 500 przedsiębiorstw notowanych na NYSE i NASDAQ zaczął szybko spadać, by stracić miesiąc później niemal 32 proc. swojej początkowej wartości. W tym samym czasie japoński indeks szerokiego rynku NIKKEI225 oraz brytyjski FTSE100 (liczby wskazują liczbę objętych przez indeks przedsiębiorstw) zanotowały spadki w granicach 29-30 proc. W Polsce spadki indeksów szerokiego rynku WIG oraz indeksu największych spółek WIG20 kształtowały się na podobnym lub nieco wyższym poziomie od 32 do 33 proc., osiągając również najniższe „pandemiczne” wartości. W okolicznościach tak dużych miesięcznych spadków indeksów na całym świecie eksperci zaczęli dopatrywać się uderzenia kryzysu poważniejszego niż kryzys wywołany pożyczkami subprime z 2008 r.

NADZIEJA NA OŻYWIENIE

W kolejnych miesiącach wraz z przedstawianymi różnymi wskaźnikami załamania koniunktury pojawiła się nadzieja na ożywienie. Eksperci i komentatorzy zaczęli wskazywać możliwość ożywienia gospodarczego w kształcie litery „V” (początkowo dynamiczny spadek, potem dynamiczne, nieco wolniejsze ożywienie), litery „U” (podobne spadki i wzrosty, nieco inna dynamika w czasie) lub innych liter. Wraz z nadzieją spowodowaną mniejszymi liczbami

nowych wykrytych zakażeń, malejącym udziałem skutków śmiertelnych COVID-19 oraz perspektywami odkrycia szczepionek i leków na tę chorobę, indeksy giełdowe zaczęły się podnosić. Przez cztery kolejne miesiące od osiągnięcia najniższych poziomów wskazane indeksy zasadniczo wzrastały, dyskontując pozytywną przyszłość, by około 20 lipca br. odzyskać 96-97 proc. swojej wartości z lutego w USA i Japonii, około 84 proc. w Wielkiej Brytanii oraz 88-90 proc. w Polsce (WIG20 i WIG odpowiednio).

Należy zaznaczyć, że rozwój pandemii we wskazanym czteromiesięcznym okresie w skali globu, mierzony liczbą stwierdzonych dziennych zachorowań, miał tendencję silnie wzrostową (wykładniczą). Nadzieja i perspektywy okazują się jednak silniejsze niż twarde, bieżące dane.

WARTOŚĆ JEDNOSTEK FUNDUSZY PPK

Przedstawmy, jak kształtowała się wartość jednostki przykładowych funduszy PPK w okresie pandemii, tj. od 20 lutego do 20 lipca 2020 r. Przyjrzyjmy się funduszom zarządzanym przez instytucje skupiające największą wartość aktywów programu PPK, przy czym porównamy fundusze o tej samej zdefiniowanej dacie.

Fundusze na 2030 r. posiadają większy udział bezpiecznych instrumentów w portfelu inwestycyjnym. Z kolei fundusze o odległej, zdefiniowanej dacie (np. 2050 r.), posiadają większy udział instrumentów ryzykownych, np. akcji, dających możliwość uzyskania wyższych dochodów.

Wyniki dochodów funduszy PPK o większej ekspozycji na ryzyko (np. fundusze zdefiniowanej daty 2050 r.) prezentują się różnie. Te zarządzane przez instytucje finansowe z pierwszej „piątki” rynku PPK zrealizowały od umownej daty 20 lutego br. do „dołka” pandemii, tj. 23 marca, straty w przedziale od 17 proc. do 25 proc., przy czym straty indeksu WIG w tym okresie wynosiły ok. 32 proc.

Według stanu na 20 lipca br. fundusze te odtworzyły od 93 proc. do 109 proc. wartości rynkowej z końca okresu, przy czym WIG odzyskał 90 proc. swojej wartości z lutego. Innymi słowy, wartość rynkowa niektórych jednostek funduszy w lipcu była niższa od wartości z lutego o 7 proc. i mniej, a wartość innych funduszy przekroczyła wartość z lutego o 9 proc. we wskazanych datach. Ponadto można zauważyć, że różnice pomiędzy osiągniętymi wynikami są znaczące.

BADANIE W DŁUŻSZEJ PERSPEKTYWIE

Obecnie PPK oferuje 20 instytucji finansowych. Duża część z nich należy do grup kapitałowych oferujących OFE – inny regulowany produkt emerytalny. Należą do nich firmy zarządzające, w tym należące do grup kapitałowych o znaczeniu systemowym dla naszego kraju oraz międzynarodowych grup kapitałowych zarządzających znacznymi aktywami w skali globalnej. Wydaje się interesujące spojrzeć na te instytucje z perspektywy zarządzanych funduszy, stanowiących swoistą wizytówkę tych firm. Mogą to być fundusze o wysokiej wartości zarządzanych aktywów netto.

Na podstawie określonych kryteriów warto te wybrane fundusze podzielić na klasy aktywów tj. fundusze akcyjne (ryzykowne), fundusze zrównoważone (mniej ryzykowne), fundusze stabilnego wzrostu (umiarkowane ryzyko). Dla tak wybranych, referencyjnych funduszy można określić okres badania wystarczająco długi (PPK stanowią długoterminowy plan oszczędnościowy), a z drugiej strony rozsądnie długi (w takim okresie można sprawnie dokonać obróbki danych), około 5-10 lat.

W pierwszym, zasadniczym kroku należałoby zbadać, jakie procentowe miesięczne dochody (straty) osiągnęły te fundusze w relacji do niskooprocentowanych krótkoterminowych depozytów dostępnych na rynku bankowym. Chodzi o to, aby uzyskać procentowe dochody przekraczające dochody z depozytów wolnych od ryzyka. Innymi słowy, dochody przekraczające te, które były „łatwo” osiągalne przez osoby ceniące sobie spokój i nienarażające się na ryzyko spadku swoich oszczędności. Dla tak określonej nadwyżki dochodów należy obliczyć średnią w okresie.

W drugim kroku należałoby zbadać zmienność miesięcznych dochodów, po czym można obliczyć przeciętną zmienność w okresie. Przykładowo, jeśli w trzech kolejnych miesiącach dochody funduszu w relacji do średniej kształtują się następująco: -1,5 proc. (strata), 0 proc. (brak zmiany), 1,5 proc. (zysk), średnia zmienność stanowiłaby sumę wartości bezwzględnych, tj. 3 proc. podzieloną przez liczbę badanych miesięcy (tutaj: 3). W ostatecznym rachunku ta zmienność wynosiłaby 1 proc.

W ostatnim kroku należałoby zestawić dane obliczone w poprzednich krokach, tj. dochody z wartościami zmienności. Iloraz dochodu i zmienności odpowie nam na zasadnicze pytanie: jak uzyskane dochody z funduszy mają się do ryzyka, które te fundusze generują. Obliczona zmienność jest właśnie miarą tego ryzyka. Im obliczony ułamek jest wyższy w danej klasie ryzyka, tym jakość zarządzania funduszem jest wyższa, tj. fundusz uzyskuje wyższą nadwyżkę dochodu w relacji do generowanego ryzyka. I odwrotnie – im obliczony ułamek jest niższy w danej klasie ryzyka, tym fundusz uzyskuje niższą nadwyżkę dochodu w relacji do generowanego ryzyka, czyli jest gorzej zarządzany.

W internecie można znaleźć porównywarki funduszy oraz wskaźniki zarządzania oparte na zmienności. Nie wdając się w obróbkę danych można po prostu skorzystać z otrzymanych wyników. Analitycy dostarczają w tych porównywarkach subtelniejsze narzędzia związane z mierzaniem zmienności, oparte na analizie statystycznej. Istota tych narzędzi jest bardzo podobna do przedstawionej. Istota tych narzędzi jest bardzo podobna do przedstawionej.

ZDANIEM AUTORA

MARIUSZ KUBACZYŃSKI - DORADCA FINANSOWY RÖDL & PARTNER

Z przeprowadzonej analizy nasuwają się dwa zasadnicze spostrzeżenia. W wybranych datach w okresie pandemii spadki wartości jednostek funduszy PPK narażonych na wysokie ryzyko okazały się niższe niż spadki indeksu szerokiego rynku WIG w Polsce. Jest to związane z udziałem instrumentów dłużnych w aktywach tych funduszy. Instrumenty dłużne, które są bezpieczniejsze, a więc bardziej odporne na dekonstrukcję giełdową, stanowiły swoistą kotwicę i zasadniczo utrzymały swoją wartość aktywów. Z tego powodu aktywa bezpieczniejsze i średnia wartość aktywów funduszu nie spadały tak znacząco, jak pozostałe, bardziej ryzykowne aktywa i w końcowym rozrachunku średnia wartość aktywów na jednostkę uczestnictwa obroniła się lepiej niż szeroki rynek. Ponadto należy dodać, że pierwsza „piątka” instytucji finansowych zasadniczo dobrze poradziła sobie w okresie pandemii, gdyż wzrost wartości jednostek funduszy podczas odreagowania dekonstrukcji był wyższy niż wzrost indeksu szerokiego rynku.

Drugie spostrzeżenie wydaje się bardziej praktyczne. Wybrane wskaźniki zarządzania oparte na zmienności w dłuższym, wieloletnim okresie sugerują lepsze lub gorsze wyniki zarządzania. Może to także sugerować lepsze wyniki w niepewnych i trudnych, krótszych okresach, takich jak okres pandemii. Jeżeli w tych trudnych okresach fundusze nie tracą tak znacząco, jak inne i odzyskują wartość w okresach odreagowania dekonstrukcji bardziej niż inne, a dodatkowo posiadają dobre długookresowe wskaźniki zarządzania, fundusze te i ich zarządzający wydają się warci docenienia.