

Ocena strategii zarządzania aktywami przez inwestorów instytucjonalnych w Polsce w okresie dekoniunktury gospodarczej

<https://doi.org/10.33141/po.2011.05.09>

Przeгляд Organizacji, Nr 5 (856), 2011, ss. 35-38

www.przeглядorganizacji.pl

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Paweł Trippner

Cykle koniunkturalne oraz kryzysy w gospodarce

Cykl koniunkturalny jest to zjawisko występowania w gospodarce danego kraju lub w regionie wahań określonych mierników ekonomicznych. Charakteryzują one poziom koniunktury wokół trendu wzrostu gospodarczego, który jest analizowany w długim okresie [Burda, Wyplosz, 2000, s. 46].

Do najczęściej stosowanych mierników ekonomicznych w ocenie aktualnego trendu zalicza się:

- Produkt Krajowy Brutto,
- zatrudnienie,
- poziom cen,
- poziom eksportu,
- poziom importu,
- wielkość nakładów inwestycyjnych,
- dochody i wydatki ludności,
- zyski przedsiębiorstw,
- poziom indeksów giełdowych.

Fazy cyklu koniunkturalnego [Burda, Wyplosz, 2000, s. 79] obejmują:

- fazę ożywienia – rosną: produkcja, zatrudnienie, inwestycje, popyt, ceny; maleje: bezrobocie;
- fazę szczytu – koniec wzrostu, wyżej wymienione wielkości utrzymują się na wysokim poziomie;
- fazę kryzysu – rośnie bezrobocie; maleją: produkcja, zatrudnienie, inwestycje, popyt, ceny;
- dno – koniec spadku, wyżej wymienione wielkości pozostają na niskim poziomie.

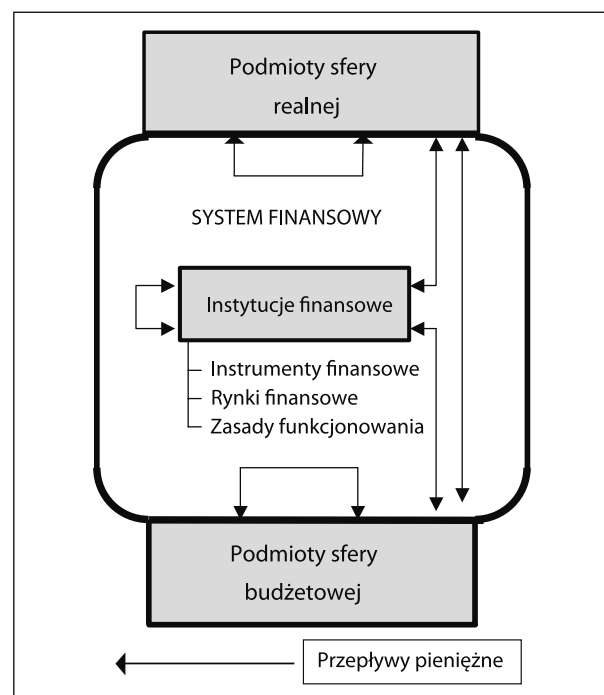
Cykle koniunkturalne według kryterium długości dzieli się na [Barczak, 2006, s. 117]:

- krótkie (cykle Kitchina) – trwają one 2-4 lata, związane są ze zmianami zapasów, cen hurtowych, jak również z rozliczaniem operacji bankowych;
- średnie (cykle Juglarsa i Kuzneta) – trwają od 8 do 23 lat, ich przyczyną są zmiany wydatków inwestycyjnych, Produktu Krajowego Brutto, inflacji oraz bezrobocia;
- długie (cykle Kondratiewa) – trwają od 40 do 60 lat, związane są z odkryciami lub ważnymi innowacjami technicznymi oraz procesem ich rozprzestrzeniania się na świecie (elektryczność, silnik parowy, koleje, komputery, internet).

Rola i znaczenie inwestorów w systemie finansowym

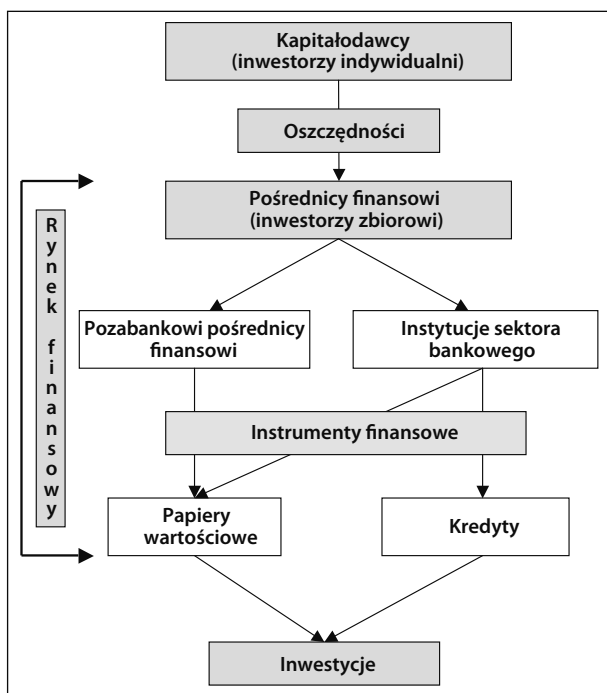
System finansowy definiuje się jako mechanizm regulujący powiązania pieniężne pomiędzy podmiotami sfery realnej, sfery budżetowej i sfery finansowej, na które składają się instytucje finansowe, instrumenty finansowe, rynki finansowe oraz zasady określające sposób ich funkcjonowania [Wypych, 2000, s. 104].

Z punktu widzenia niniejszego opracowania najistotniejszy jest segment dotyczący instytucji finansowych, a w szczególności inwestorów instytucjonalnych, którzy pełnią jakże istotną funkcję pośredników finansowych. Wykorzystując dostępne instrumenty finansowe, dokonują oni transformacji oszczędności w inwestycje.



Rys. 1. Relacje między systemem finansowym a gospodarką narodową

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Mechanizm transformacji oszczędności w inwestycje

Źródło: opracowanie własne.

Inwestorzy instytucjonalni są instytucjami zaufania publicznego w systemie. Mają oni umiejętności oraz wiedzę w zakresie lokowania środków na rynkach finansowych. Gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa powierzają swoje nadwyżki finansowe (oszczędności) wyspecjalizowanym instytucjom, które je lokują w określone papiery wartościowe. Dzięki profesjonalizmowi zarządzających znacznie skuteczniejsza jest możliwość ograniczania poziomu ryzyka inwestycyjnego. Odbyna się to przy wykorzystaniu procesów dywersyfikacji składu portfeli inwestycyjnych poprzez dobór instrumentów o zróżnicowanym poziomie ryzyka oraz potencjalnego dochodu [Owsiak, 2002, s. 227].

Przesłanki uzasadniające przewagę zbiorowego inwestowania nad inwestowaniem indywidualnym są następujące [Proniewski, Niedźwiedzki, 2001, s. 82]:

- profesjonalizm – pośrednicy finansowi dysponują wysoko kwalifikowaną kadrą i mają lepsze rozpoznanie rynku finansowego oraz oferowanych na nim instrumentów; sprzyja to optymalizacji decyzji alokacyjnych;
- elastyczność lokowania – pośrednicy finansowi mają większe możliwości różnicowania portfela inwestycyjnego w zależności od zmieniającej się sytuacji na rynku finansowym;
- koncentracja oszczędności – pośrednicy finansowi, dysponując znacznymi zasobami finansowymi, mogą wykorzystywać korzyści skali i mają większą siłę przetargową, co umożliwia im nabywanie instrumentów

finansowych na korzystniejszych warunkach niż inwestorom indywidualnym;

- dywersyfikacja inwestycji – dysponowanie większymi zasobami finansowymi stwarza większe możliwości kształtowania struktury portfela inwestycyjnego z punktu widzenia relacji ryzyko – dochód, dzięki dywersyfikacji portfela inwestycyjnego pośrednicy finansowi łatwiej mogą ograniczać ryzyko inwestycyjne.

Należy ponadto zwrócić uwagę na jeszcze inne aspekty związane ze zbiorowym inwestowaniem. Lokując oszczędności za pośrednictwem instytucji finansowych, inwestorzy indywidualni zostają uwolnieni od konieczności stałego monitorowania sytuacji na rynku finansowym i zbierania płynących z niego informacji w celu podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dysponowanie większym kapitałem pozwala inwestorom zbiorowym na znacznie szerszy i bezpośredni dostęp do wielu instrumentów finansowych, które nie są osiągalne dla inwestorów indywidualnych.

Do najważniejszych inwestorów zbiorowych należą [Nowak, 1998, s. 151–152]:

- banki komercyjne (zwłaszcza inwestycyjne),
- towarzystwa ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- fundusze inwestycyjne.

Jak już zwracano uwagę, inwestorzy zbiorowi wywierają wpływ na system finansowy państwa i rozwój gospodarki. Stanowią istotny element popytowej strony rynku finansowego. Zebrane środki lokują w instrumenty finansowe, przyczyniając się do rozwoju rynku pieniężnego, a zwłaszcza rynku kapitałowego. Z obu tych rynków korzystają przedsiębiorstwa, finansując swoją działalność bieżącą oraz przedsięwzięcia inwestycyjne.

Zapotrzebowanie kapitałowe ze strony przedsiębiorstw zależy od wielu czynników o charakterze makroekonomicznym, branżowym i wewnętrznym. Podejmując decyzję o finansowaniu za pośrednictwem rynku finansowego, przedsiębiorstwo musi brać pod uwagę fakt, że pozyskany kapitał należy zwrócić, a za jego korzystanie zapłacić odsetki. Decyzja powinna być poprzedzona rozpoznaniem marketingowym i oparta na rzetelnym rachunku ekonomicznym [Jacob, Klein, 1998, s. 17–19].

Polityka lokacyjna inwestorów finansowych w latach 2006–2009

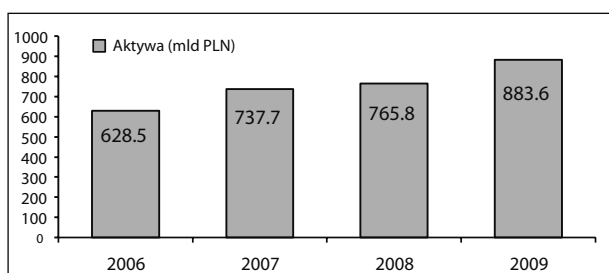
Przecieżmiotem analizy jest ocena wpływu sytuacji na rynku finansowym na potencjał inwestorów instytucjonalnych w Polsce. Zawiera ona dwa obszary:

- ocenę posiadanych przez segment inwestorów zbiorowych aktywów oraz jego strukturę,
- zmianę poziomu zaangażowania funduszy inwestycyjnych oraz otwartych funduszy emerytalnych w wysokoryzykowne instrumenty finansowe.

Tab. 1. Wartość indeksów WIG oraz WIG-20 w latach 2006–2009

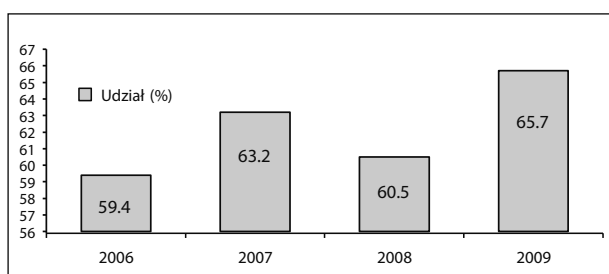
Indeks	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2009/2008	2009/2006
WIG	50 411,82	55 648,54	27 228,64	39 985,99	46,85 %	- 20,68 %
WIG-20	3 285,49	3 456,05	1 789,73	2 388,72	33,47 %	- 27,29 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl



Rys. 3. Aktywa inwestorów finansowych w Polsce w latach 2006–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl



Rys. 4. Udział aktywów inwestorów finansowych w PKB Polski w latach 2006–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl i www.stat.gov.pl

W roku 2007 wartość najważniejszych indeksów na polskim rynku kapitałowym uległa nieznacznemu wzrostowi. Był to efekt drugiej połowy roku, kiedy na rynkach finansowych zaczęły pojawiać się pierwsze symptomy kryzysu finansowego. Rok 2008 przyniósł inwestorom bardzo wysokie straty, oscylujące na poziomie przekraczającym 50% w skali roku. Rok 2009 oznaczał poprawę sytuacji i wzrost indeksów o ponad 40 i 30%. Jednak w analizowanym trzyletnim okresie obydwa indeksy zachowały się podobnie, w obydwu przypadkach obniżając swoją wartość o ponad 20%.

Na rysunkach 3, 4 i 5 oraz w tabelach 2, 3 i 4 został zaprezentowany potencjał finansowy inwestorów zbiorowych w Polsce w latach 2006–2009. Zilustrowano poziom posiadanych aktywów przez segment inwestorów finansowych oraz jego relację do PKB Polski. W tabelach 3 i 4 natomiast zaprezentowana została struktura tego segmentu systemu finansowego.

Należy zauważyć, że mimo panującego w roku 2008 kryzysu aktywa inwestorów finansowych w Polsce nadal wzrastały, jednakże tempo wzrostu uległo spowolnieniu (17,4% w 2007 r., 4,3% w 2008 r.). Rok 2009 oznaczał wzrost posiadanych aktywów o ponad 15%, czyli niemalże powrót do sytuacji sprzed dwóch lat. Efektem kryzysu był spadek udziału aktywów segmentu inwestorów finansowych w Produkcie Krajowym Brutto Polski w 2008 r. Jednakże rok 2009 oznaczał powrót tendencji wzrostowej i dzięki temu udział aktywów w PKB Polski przekroczył granicę 65%.

W efekcie kryzysu finansowego w roku 2008 nastąpił wzrost zaufania inwestorów do banków.

Tab. 2. Aktywa inwestorów finansowych w Polsce w latach 2006–2009 (mld PLN)

Instytucja	2006	2007	2008	2009
Banki	375,6	419,4	494,1	560,0
OFE	116,6	140,0	138,3	178,6
TFI	98,8	134,8	74,2	93,5
TU	37,5	43,5	59,3	51,3

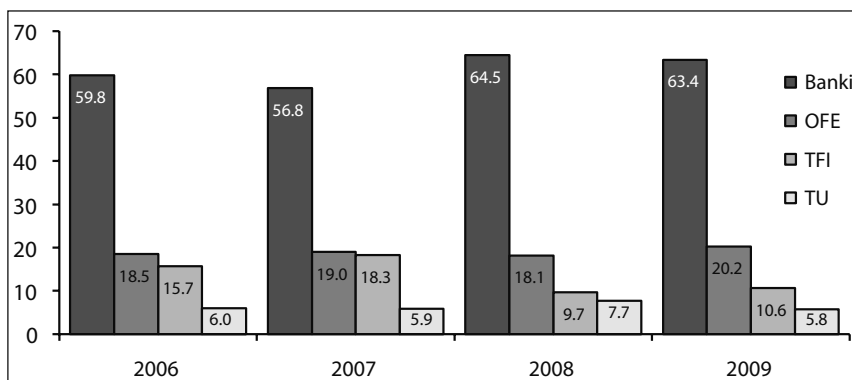
Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl

Ich udział w segmencie zwiększył się o blisko 8 punktów procentowych, zaś poziom posiadanych aktywów o ponad 18%. Sytuacja ta się utrzymała również w 2009 r., dzięki czemu udział banków w rynku inwestorów finansowych znacznie przekracza poziom 60%. Odbyło się to kosztem przede wszystkim funduszy inwestycyjnych, które poniosły konsekwencje słabych wyników finansowych zarządzanych przez nie funduszy (w ciągu dwóch ostatnich lat ich aktywa straciły na wartości ponad 30%, zaś udział w rynku jest mniejszy o blisko 8 punktów niż w 2007 r.). Otwarte fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe działają nieco na innych zasadach, mając zapewniony w zasadzie ustawowo strumień napływającego kapitału, dlatego też nie odczuły one w istotnym stopniu skutków kryzysu (udział w rynku TU jest niemal taki sam, jak na koniec 2007 r., zaś poziom aktywów OFE po minimalnym spadku w 2008 r. zwiększył się o ponad 40 mld PLN, natomiast udział w rynku po raz pierwszy w historii przekroczył granicę 20%). W przypadku OFE zadziałały regulacje prawne, które zapewniają im stały napływ środków do portfeli ze składek płaconych przez przyszłych emerytów.

W ostatniej części opracowania analizie poddano poziom zaangażowania w instrumenty o wysokim ryzyku przez OFE i fundusze inwestycyjne. W przypadku OFE składniki ich portfeli zostały podzielone na: ● akcje ● skarbowe papiery wierzycielskie oraz depozyty bankowe ● inne.

W przypadku funduszy inwestycyjnych podzielone zostały one na następujące rodzaje: ● akcyjne ● zrównoważone ● stabilnego wzrostu ● bezpieczne (obligacji, rynku pieniężnego, ochrony kapitału) ● inne.

Powyższe zestawienie potwierdza wpływ negatywnych skutków kryzysu finansowego na poziom zaangażowania funduszy emerytalnych w akcje. Maksymalny przysługujący limit zaangażowania w ten rodzaj papierów wartościowych wynosi 40%. Fundusze



Rys. 5. Podział rynku inwestorów finansowych w Polsce w latach 2006–2009 (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 2.

Tab. 3. Struktura portfeli lokacyjnych OFE w latach 2006–2009

Instrument	Udział (%)				2009/2006 (pp.)
	2006	2007	2008	2009	
Akcje	34,2	34,9	21,6	30,7	- 3,5
Bezpieczne	61,1	60,0	73,6	61,9	+ 0,8
Inne	4,7	5,1	4,8	7,4	+ 2,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl

Tab. 4. Struktura rynku TFI w latach 2006–2009

Fundusze	Udział (%)				2009/2006 (pp.)
	2006	2007	2008	2009	
Akcyjne	30,1	30,9	23,3	29,1	- 1,0
Zrównoważone	30,8	31,5	26,3	27,2	- 3,6
Stabilnego Wzrostu	20,6	20,0	16,4	13,5	- 7,1
Bezpieczne	14,2	12,6	25,0	25,6	11,4
Inne	4,3	5,0	9,0	4,6	0,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.izfa.pl

nawet w okresach hossy na giełdzie nigdy go nie wykorzystywały w całości, zaś w roku 2008 akcje stanowiły zaledwie niewiele ponad 20% składu portfeli inwestycyjnych. Rok 2009 przyniósł wzrost zaangażowania funduszy w akcje, jednakże jest on nadal niższy o ponad 3 punkty niż przed kryzysem. Odbiło się to z korzyścią dla potrzeb pożyczkowych skarbu państwa, gdyż nastąpił wzrost zaangażowania w skarbowe papiery dłużne, co oznaczało łatwiejszą ich sprzedaż przez ministerstwo finansów i w efekcie tańsze finansowanie deficytu budżetowego.

Mimo kryzysu finansowego i znacznych spadków cen akcji na giełdach, fundusze lokujące swe aktywa w akcje są nadal najpopularniejsze w Polsce z udziałem ponad 29% w rynku. Te z kolei, które dzielą swoje aktywa na część agresywną i bezpieczną, czyli zrównoważone i stabilnego wzrostu stanowią ponad 40% rynku. Oznacza to, że blisko 70% rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce należy do podmiotów, które mają w swoich portfelach akcje. Jednak na koniec 2007 r. udział ten wynosił ponad 82%, co oznacza częściową, choć nie bardzo istotną rezygnację z inwestycji o wysokim ryzyku na rzecz podmiotów bezpiecznych.

Podsumowanie

Efekty kryzysu finansowego są dobrze widoczne w systemie finansowym w Polsce. Szczególnie widać to w segmencie inwestorów instytucjonalnych, którzy są jakże istotnym elementem tego systemu. Tempo wzrostu ich aktywów uległo znacznemu spowolnieniu w 2008 r., a także pogorszyła się ich relacja do PKB Polski. Beneficjentami tej sytuacji okazały się banki, które powiększyły swój stan posiadania, potwierdzając, że polscy inwestorzy traktują je jako najbardziej stabilny element w systemie. Instytucjami, które najbardziej ucierpiały na kryzysie, są zdecydowanie fundusze inwestycyjne, które przyniosły niektórym swoim klientom bardzo wysokie straty. Odbudowanie zaufania przez fundusze u znacznej części inwestorów będzie wymagać dużo czasu i dobrych wyników inwestycyjnych. Rok 2009 stanowił powrót do tendencji obserwowanych przez kryzysem. Pozycję swoją

odbudowywały instytucje, których profil polityki lokacyjnej polega na posiadaniu w swoich portfelach akcji spółek giełdowych. Dotyczy to w segmencie inwestorów finansowych wzrostu roli OFE i TFI, zaś w ujęciu bardziej szczegółowym – wzrostu zaangażowania w akcje funduszy emerytalnych oraz wzrostu popularności wśród funduszy inwestycyjnych tych, które lokują znaczną część swoich aktywów w akcje spółek giełdowych. Jest to efekt dobrej koniunktury na rynku kapitałowym w 2009 r. i powrotu zaufania wśród części inwestorów do form lokowania kapitału o podwyższonym poziomie ryzyka.

dr Paweł Trippner

Katedra Finansów

Spółecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości
i Zarządzania w Łodzi

BIBLIOGRAFIA

- [1] BARCZAK R., *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, PWE, Warszawa 2006.
- [2] BURDA M., WYPLOSZ C., *Makroekonomia. Podręcznik europejski*, PWE, Warszawa 2000.
- [3] JACOB A., KLEIN J., *Investment banking*, Poltext, Warszawa 1998.
- [4] NOWAK K., *Polski rynek kapitałowy*, Wyższa Szkoła Bankowości, Poznań 1998.
- [5] OWSIAK S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
- [6] PRONIEWSKI M., NIEDŹWIEDZKI A.M., *Rynek pieniężny i kapitałowy. Podstawy teorii i praktyki*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2001.
- [7] WYPYCH M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź 2000.
- [8] www.gpw.pl
- [9] www.izfa.pl
- [10] www.knf.gov.pl
- [11] www.stat.gov.pl

Summary

The main purpose of the submitted article is an estimation of financial crisis influence on collective investors potential in Poland. The dynamics of their assets level in 2006–2009 has been analyzed. The ratio between the assets and Gross Domestic Product has been considered. An influence of the crisis on level of investments in high risk financial instruments has also been analyzed.