

Dôchodkové investovanie v Slovenskej republike (3.časť)

Štruktúra aktív v portfóliách dôchodkových fondov DSS

Štruktúra aktív dôchodkových fondov v druhom, kapitalizačnom pilieri dôchodkového sporenia bola ovplyvnená viacerými faktormi. V nábehovej fáze druhého piliera dôchodkového zabezpečenia dôchodkové správcovské spoločnosti predovšetkým získavali nových klientov. V období spustenia systému od januára 2005 do júna 2006 bolo zloženie fondov konzervatívne a dominantnou zložkou boli bankové vklady. V neskoršom období stabilizácie sa postupne vo vyvážených a rastových fondoch budovali pozície v akciách a vo fondoch kopírujúcich pohyb akciových indexov (ETF). Dôležitý zlom z hľadiska zloženia fondov druhého piliera nastal prijatím zákonných úprav porovnávania výkonnosti dôchodkových fondov druhého piliera vstupujúcich do platnosti od 1. júla 2009. Pôvodné pravidlá porovnávania výkonnosti fondov stanovovali, že rozdiel vo výkonnosti fondu jednej dôchodkovej správcovskej spoločnosti nesmel klesnúť pod hranicu

- 0,9 násobku výkonnosti všetkých fondov rovnakého typu v prípade konzervatívnych fondov,
- 0,7 násobku výkonnosti všetkých fondov rovnakého typu v prípade vyvážených fondov a
- 0,5 násobku výkonnosti všetkých fondov rovnakého typu v prípade rastových fondov.

Priemer trhu bol výsledkom dvojročných časových radov s mesačnou periodicitou. Nové pravidlá zaviedli povinnosť kladného zhodnotenia vo všetkých typoch fondov, pričom podkladom na sledovanie sú mesačné výsledky. V prípade, že fond spravovaný jednou z DSS nedosiahne na polročnej báze kladné zhodnotenie, je povinný doplniť prostriedky do fondu tak, aby dorovnal dvojročný priemer všetkých fondov DSS daného typu. Zmena pravidiel fungovania systému sporenia v druhom pilieri spôsobila výpredaj všetkých typov volatilných aktív z portfólií dôchodkových fondov. Napriek tomu, že fondy druhého piliera v období rokov 2005-2009 nikdy nedosiahli zákonné limity týkajúce sa podielu akcií a podielových fondov naviazaných na svetové akciové indexy v zložení portfólií dôchodkových fondov, v časoch rastúcich akciových trhov táto trieda aktív dokázala priaznivo podporiť výkonnosť vyvážených a rastových dôchodkových fondov. Z pohľadu štruktúry tvorili akcie a podielové fondy najväčší podiel na zložení vyvážených a rastových fondov v závere roka 2007, kedy podiel akcií vo vyvážených fondoch všetkých správcov tvoril 17,96% (v novembri 2007) a v rastových fondoch 23,65% (v novembri 2007). Súhrny prehľad o štruktúre dôchodkových fondov dáva tabuľka 7 a graf 18. Údaje v tabuľke 7 sú sumou všetkých troch typov dôchodkových fondov druhého piliera, teda konzervatívnych, vyvážených a rastových fondov.

Tabuľka 1: Štruktúra aktív všetkých fondov DSS, 2005-2010

	2005 '000 EUR	2006 '000 EUR	2007 '000 EUR	2008 '000 EUR	2009 '000 EUR	2010 '000 EUR
NAV						
Účty v bankách	246 862	442 245	519 045	476 200 1 504	913 301 960	1 146 862 1 518
Dlhopisy	33 868	354 671	843 950	721	400	253
Pokladničné poukážky	0	0	0	0	1 022 645	1 051 200
Akcie	18 881	93 388	256 961	142 179	3 744	2 040
Ostatné pohľadávky	1 939	53 737	430 273	307 361 -199	9 278	9 617
Závázky	-1 542	-16 355	-347 652	447	-9 838	-10 124
Celkom	300 009	927 686	1 702 576	2 231 014	2 899 530	3 717 848

Zdroj: NBS, Analýzy slovenského finančného trhu za roky 2006-2010

Tabuľka 2: Pomer jednotlivých tried aktív na NAV fondov všetkých DSS, 2005-2010

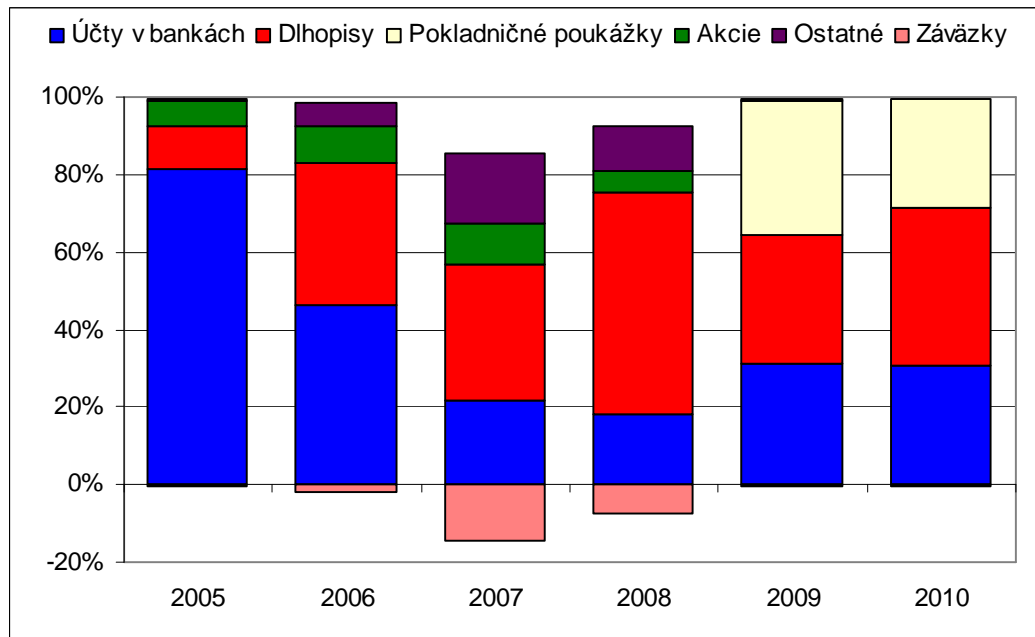
	2005 v % celku	2006 v % celku	2007 v % celku	2008 v % celku	2009 v % celku	2010 v % celku
Účty v bankách	82,3%	47,7%	30,5%	21,3%	31,5%	30,8%
Dlhopisy	11,3%	38,2%	49,6%	67,4%	33,1%	40,8%
Pokladničné poukážky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	35,3%	28,3%
Akcie	6,3%	10,1%	15,1%	6,4%	0,1%	0,1%
Ostatné pohľadávky	0,6%	5,8%	25,3%	13,8%	0,3%	0,3%
Závázky	-0,5%	-1,8%	-20,4%	-8,9%	-0,3%	-0,3%
Celkom	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Zdroj: NBS, Analýzy slovenského finančného trhu za roky 2006-2010

V tabuľke 5 je uvedený nominálny vývoj čistej hodnoty aktív všetkých fondov DSS v rokoch 2005-2010 a v tabuľke 6 relatívny pohyb váhy jednotlivých tried aktív v jednotlivých rokoch. Uvedené tabuľky dokumentujú, aká boli stratégie správcov pri nakladaní s prostriedkami dôchodkových sporiteľov v druhom pilieri. Kým v počiatočnej fáze rokov 2005 a prevej polovice roka 2006 boli investičné stratégie zamerané najmä na

uchovanie hodnoty a portfóliá fondov tvorili najmä vklady v bankách a dlhopisy. V druhej polovici roka 2006 a počas celého roka 2007 sa do portfólií postupne začali nakupovať volatilnejšie nástroje, najmä akcie a podielové listy fondov kopírujúcich akciové indexy. V súvislosti s tým sa tiež v rokoch 2006 a 2007 zvýšil podiel derivátov devízového trhu, ktoré slúžia na zabezpečenie fondov proti neželanému pohybu devízových kurzov. Nárast podielu akcií a podielových listov na celkovej čistej hodnote aktív súvisí aj s tým, že viac ako 90%-ný podiel na majetku dôchodkových fondov druhého piliera tvoria vyvážené a rastové fondy. Napriek tomu, že drvivá časť dôchodkových úspor bola alokovaná do rastových a vyvážených fondov boli investičné stratégie dôchodkových správcov konzervatívne, keď na konci roka 2006 tvorili vklady v bankách a dlhopisy spolu 85,9% podiel na celkovom majetku fondov a na konci roka 2007 tvoril podiel vklady v bankách a dlhopisov na celkovom majetku fondov 80,1%. Z hľadiska objemu aj podielu na celku tvorili najväčšiu časť majetku dôchodkových fondov v priebehu roka 2007 dlhopisy. Podiel akcií v žiadnom z fondov všetkých dôchodkových správcovských spoločností nepresiahol 27 %, čo je v prípade oboch typov fondov hlboko pod maximálnou povolenou hranicou (50 % pre vyvážené fondy a 80 % pre rastové fondy). Konzervatívne fondy pozostávali v roku 2007 takmer výlučne z vkladov a dlhopisov v pomere približne jedna ku jednej. (NBS, 2008). Najdôležitejším faktorom ovplyvňujúcim zloženie dôchodkových fondov druhého piliera v roku 2008 bolo prepuknutie finančnej krízy. Dlhopisy, ktoré sú považované za konzervatívny investičný nástroj tak absolútne dominovali portfóliám dôchodkových fondov v roku 2008.

Graf 1: Vývoj štruktúry aktív všetkých fondov DSS, 2005-2010

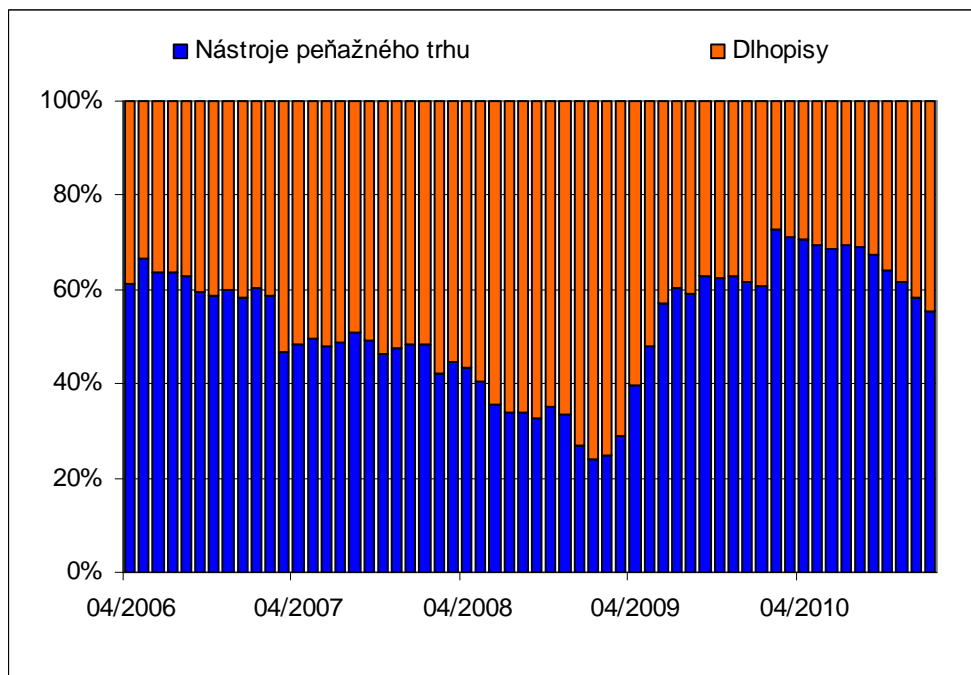


Zdroj: NBS, Analýzy slovenského finančného trhu za roky 2006-2010

Analýza NBS konštatuje, že takmer všetky nové prostriedky, ktoré sa dostali do systému v priebehu roka 2008, ako aj časť prostriedkov uvoľnených predajom iných typov aktív, smerovala v priebehu roka 2008 do nákupu dlhových cenných papierov. Podiel akciovej zložky na portfóliách sa do konca roka 2008 znížil na 6,4%. Podiel menových derivátov na zabezpečenie menového rizika vo fondoch sa v závere roka 2008 výrazne znížil, keďže dominantnú časť portfólií tvorili cenné papiere denominované v eurách a Slovensko zaviedlo euro s platnosťou od 1.januára 2009. Podiel nástrojov peňažného trhu ako triedy aktív na portfóliách dôchodkových fondov sa od roku 2007 do júna 2009 znižoval, po zmene pravidiel sledovania výkonnosti v júli 2009 však opätovne stúpol. Relatívny rast podielu nástrojov peňažného trhu je však ovplyvnený tým, že do tejto triedy aktív spadajú aj krátkodobé dlhové cenné papiere so splatnosťou do jedného roka. Štátne pokladničné poukážky suverénnych štátov so splatnosťou do jedného roka v

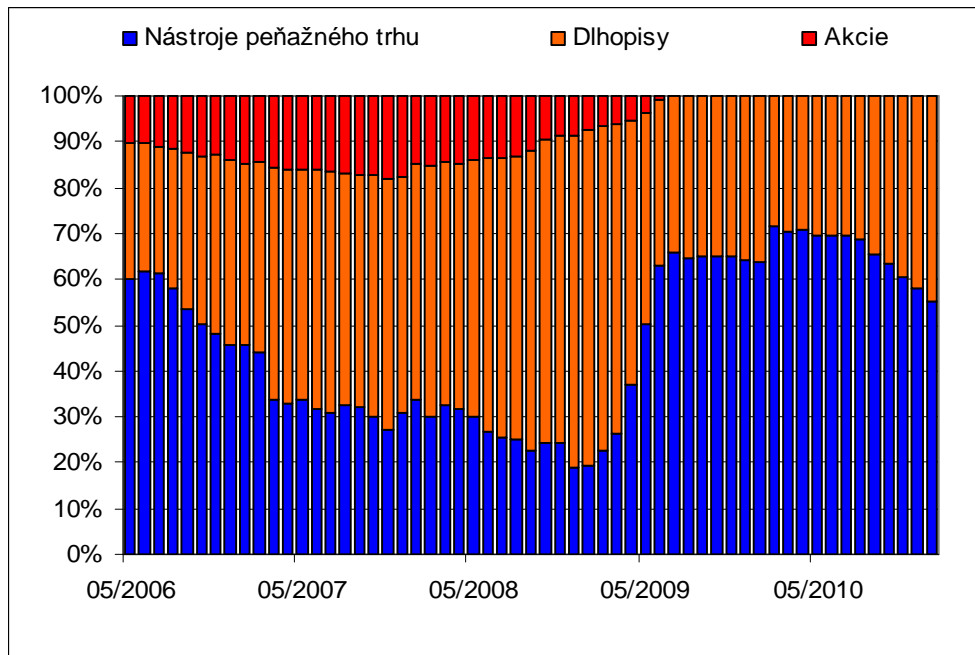
klasifikácii spadajú pod nástroje peňažného trhu napriek tomu, že sú ich hlavné charakteristiky bližšie k dlhopisom. Zmeneným podmienkam pre investovanie sa prispôsobila aj NBS, v štatistikách ktorej sa od roku 2009 nachádzajú pokladničné poukážky ako samostatne evidovaná trieda aktív.

Graf 2: Podiel jednotlivých tried aktív na zložení konzervatívnych fondov DSS, 2006-2011



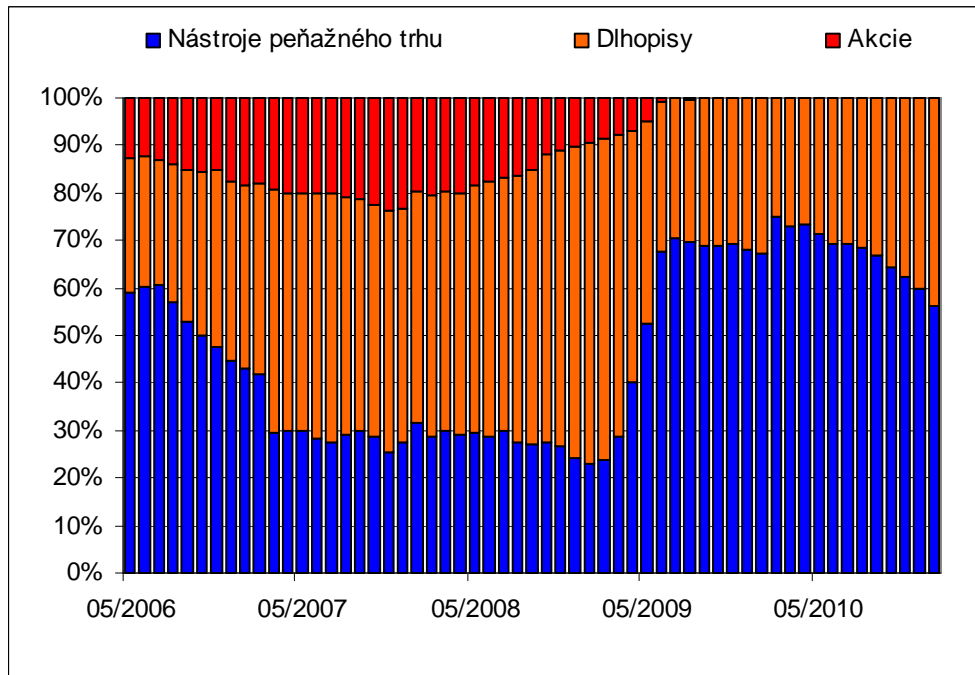
Zdroj: Vlastná databáza autora z mesačných správ jednotlivých DSS

Graf 3: Podiel jednotlivých tried aktív na zložení vyvážených fondov DSS, 2006-2011



Zdroj: Vlastná databáza autora z mesačných správ jednotlivých DSS

Graf 4: Podiel jednotlivých tried aktív na zložení rastových fondov DSS, 2006-2011



Zdroj: Vlastná databáza autora z mesačných správ jednotlivých DSS

Turbulentné obdobie roka 2008 bolo príčinou, že dôchodkové správčovské spoločnosti menili viaceré charakteristiky dlhopisovej zložky portfólia. Kým na konci roka 2007 bola skladba dlhopisového portfólia silne orientovaná na sektor finančnictva. Takmer dve tretiny objemu nakúpených dlhopisov mali emitenta z tohto odvetvia, pričom v rámci neho výrazne dominovali banky. Necelých 30 % sa nachádzalo v štátnych obligáciách a malý zvyšok tvorili dlhopisy podnikov. Váha dlhopisových emisií z oblasti finančnictva poklesla pod 40 %. Zastúpenie podnikovej zložky sa v roku 2008 prakticky nezmenilo. Ďalším trendom, pokiaľ ide o štruktúru emitentov dlhopisov, bolo prehĺbenie rozhodujúcej orientácie (96 % objemu) na Európu. (NBS, 2009) Najdôležitejšiu zmenu štruktúry fondov DSS však priniesla zmena pravidiel porovnávania výkonnosti dôchodkových fondov a na to naviazaný systém odplát DSS platný od júla 2009. Volatilné typy aktív ako akcie a podielové listy zo štruktúry fondov takmer zmizli, pričom najväčšia časť výpredaja sa udiala v čase medzi marcom 2009 a júnom 2009. Na júna 2009 tvorili akcie a podielové listy len 0,9% portfólia všetkých fondov DSS, pričom relatívne zastúpenie tejto zložky kleslo do konca roka 2009 na 0,1%. Počnúc aprílom až do konca roka 2009 dôchodkové správčovské spoločnosti už uskutočňovali iba predaje akcií a podielových listov, pričom akciové trhy vo svete práve v marci zastavili svoj prepad a následne až do októbra prakticky nepretržite rástli o desiatky percent. (NBS, 2010) V dôsledku zmenených pravidiel sa pozitívny trend na svetových akciových trhoch do výkonnosti dôchodkových fondov druhého piliera vôbec nepremietol. Reštrukturalizácia portfólií sa prejavila aj v poklese podielu dlhopisov na celkovom majetku dôchodkových fondov a nárastu podielu štátnych pokladničných poukážok. Celkovo sa podiel dlhopisov na celkovom majetku fondov do konca roka 2009 znížil na

33,1% (na konci roka 2008 tvoril 67,4%) a podiel pokladničných poukážok stúpol na 35,3%. Konzervatívny charakter investovania potvrdil aj opätovný nárast podielu bankových vkladov, ktorých podiel na celkovom majetku dôchodkových fondov tvoril v priebehu júla 2009 až 42%, do konca roka 2009 však klesol na 31,5%. (NBS, 2010) Pokles podielu akcií a podielových listov na majetku fondov a dominancia aktív z Európy sa prejavil aj v nižšej potrebe zaistenia proti menovému riziku a nižšej intenzite využívania menových derivátov.

V priebehu roka 2011 ostala štruktúra fondov druhého piliera konzervatívne orientovaná z hľadiska celkového zloženia podľa tried aktív. Zastúpenie jednotlivých tried aktív sa v priebehu roka čiastočne menilo, čo však súviselo najmä s rastúcim podielom pokladničných poukážok na celkovom majetku dôchodkových fondov. Do apríla 2010 sa podiel pokladničných poukážok zvýšil na 44% majetku fondov. Vyostrenie dlhovej krízy v Grécku v máji 2010 však priniesol modifikáciu investičných stratégií a do konca roka sa najvýznamnejšou triedou aktív stali opätovne dlhopisy, ktorých podiel na majetku dôchodkových fondov druhého piliera tvoril takmer 41%. Zastúpenie akcií a podielových listov v portfóliách fondov bolo minimálne a len dve zo šiestich DSS vykazovali nenulový podiel tejto triedy aktív na konci roka 2010. Podiel menových derivátov u žiadnej dôchodkovej správcovskej spoločnosti v priebehu roka 2010 neprekročilo 0,5% majetku fondov.

Záver

Napriek tomu, že má investovanie v dôchodkovom systéme na Slovensku pomerne krátku históriu, pravidlá, ktorými sa riadi investovanie v druhom, kapitalizačnom pilieri

sú predmetom častých revízií. Výkonnosť dôchodkových fondov je tak ovplyvňovaná nielen vývojom na finančných trhoch, ale tiež legislatívnymi zmenami, ktoré sa podpísali pod zmenu štruktúry zloženia majetku dôchodkových fondov. Cieľom reformovania systému dôchodkového zabezpečenia na Slovensku bolo nielen čeliť negatívnym dôsledkom starnutia obyvateľstva a zmierniť tak budúce finančné nároky systému, ale taktiež potenciálne zvýšiť mieru náhrady. Na dosiahnutie tohoto cieľa je potrebná stabilita systému, čo vyžaduje konsenzuálnu dohodu na diskutovaných úpravách v druhom pilieri naprieč politickým spektrom.