



Jak interpretować wyniki otwartych funduszy emerytalnych w okresie dekoniunktury na rynkach finansowych?

(11 grudnia 2008r.)

Jak interpretować wyniki otwartych funduszy emerytalnych w okresie dekoniunktury na rynkach finansowych?

Komentarze części mediów, dotyczące wyników inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych, mogą budzić zaniepokojenie członków OFE. Dotyczy to zwłaszcza publikacji, które sugerują, że bessy pochłonie wszystkie środki gromadzone w funduszach, co spowoduje problemy z wypłatami emerytur ze środków gromadzonych w OFE. Nie jest to prawda.

Okresy koniunktury i dekoniunktury są zjawiskami naturalnymi dla rynków finansowych, na których inwestują otwarte fundusze emerytalne. W okresie 30 lub 40 lat, kiedy to gromadzone są środki na emerytury, możemy mieć do czynienia z kilkoma takimi zdarzeniami. Taka dekoniunktura przyszła właśnie teraz i po światowych rynkach finansowych objęła również rynek polski. Spadki wyceny akcji i zmiany kursów walut musiały się zatem odbić na wartości aktywów OFE. Fundusze emerytalne przed spadkami na giełdach przyniosły klientom 49 mld zł wzrostu aktywów z tytułu swoich inwestycji, a na koniec października br. było to 24,2 mld zł. Ciągłe więc mówimy o dodatnich wynikach finansowych OFE, choć o połowę mniejszych, niż rok temu.

Liczyby te dotyczą bieżącej wartości aktywów, czyli bieżącej wyceny wszystkich instrumentów, które znajdują się w portfelach inwestycyjnych OFE. Spadek wyceny wcale nie oznacza, że z portfelami inwestycyjnymi funduszy emerytalnych dzieje się coś dramatycznego. Nie znikają z nich ani akcje, ani obligacje, ani inne instrumenty inwestycyjne, w których lokowane są składki członków OFE. Za sprawą dekoniunktury zmniejsza się jedynie ich aktualna wycena, tak jak zmniejsza się wycena instrumentów w portfelach innych uczestników rynku finansowego. Oczywiście, gdyby ktoś chciał dzisiaj sprzedać tracące na wartości akcje, to poniósłby stratę, ale jeśli pozostaną one w portfelach OFE, a sytuacja się poprawi, to wartość tych samych aktywów zacznie rosnąć. Tym wyżej, im silniejsza będzie hossy.

Obecne niższe wyceny instrumentów inwestycyjnych mają pewną dobrą stronę. Pozwalają otwartym funduszom emerytalnym przebudować portfele inwestycyjne za niższą cenę, niż ta, którą trzeba by płacić za te same instrumenty przy dobrej koniunkturze. Tańsze zakupy akcji stwarzają możliwość większego wzrostu aktywów OFE, gdy nadejdzie znowu koniunktura .

Większość z 13, 5 mln członków OFE to ludzie, którzy na emeryturę będą przechodzić za wiele lat. Ponad 12,5 miliona osób jest w wieku poniżej 50 roku życia. Dla nich dzisiejsza wycena aktywów funduszy nie ma większego znaczenia – ważna będzie wartość środków na ich kontach w momencie przechodzenia na emeryturę. Jak pokazują badania międzynarodowe, długookresowe (30-40 lat) inwestycje na rynkach kapitałowych, mimo okresowych spadków wartości aktywów, przynoszą klientom wyraźne korzyści.

W innej sytuacji znajdują się członkowie OFE przechodzący na emeryturę w 2009 r. Są to osoby, które bardzo krótko uczestniczyły w nowym systemie emerytalnym, gromadząc składki w OFE zaledwie przez 10 lat, i w związku z tym ich kapitał, niezależnie od koniunktury, jest niewielki. Ich emerytura w około 7% składać się będzie z wypłaty pochodzącej z OFE, a w 93% z wypłaty z ZUS-u. W roku 2009 takie emerytury otrzyma co najwyżej 2600 kobiet. Mniej więcej połowa z nich posiada na kontach w OFE bardzo małe środki – poniżej 3200 zł, na ogół nie stanowiące własnych oszczędności, a uzyskane w wyniku spadków bądź podziału majątku. Na mocy niedawno uchwalonej przez Sejm ustawy o emeryturach kapitałowych te małe środki zostaną przekazane do ZUS, i będą służyły wypłacie emerytury, pochodzącej ze zsumowanych środków z ZUS i OFE.

Mało kto pamięta o tym, że zreformowany system emerytalny świadomie został tak skonstruowany, aby jego uczestnicy mogli korzystać z zysków i ochrony dwóch odmiennie działających filarów.

W okresie koniunktury otwarte fundusze emerytalne przynoszą swoim klientom znacznie większe korzyści niż składkowanie w ZUS-ie. Kiedy patrzy się na efektywność inwestowania składek w OFE od początku ich istnienia do końca grudnia 2007 roku, to widać, że fundusze emerytalne pomnożyły przekazywane od 1999 r. składki do poziomu średnio 144%. W tym samym czasie waloryzacja składek w ZUS pozwoliła powiększyć środki w ZUS do 120%. Porównania te dotyczą takiej samej wielkości składki, która w całości pozostaje w ZUS lub jest lokowana w OFE. Ważne jest, że porównanie to pokazuje wyniki netto, co oznacza, że uwzględniono w nim fakt pobrania opłat przez OFE.

Jednak ta sama konstrukcja waloryzacji składek w ZUS może wydatnie powiększać stan kont indywidualnych w I filarze po okresach wysokiej inflacji, spadku bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń. Z taką właśnie sytuacją mamy do czynienia obecnie. W związku z tym osoby przechodzące na emeryturę w roku 2009 skorzystają z wysokiej waloryzacji składek w ZUS za lata 2007 i 2008, co w znacznym stopniu zrekompensuje niższą wycenę środków zgromadzonych w OFE. Na tym właśnie polega uzupełnianie się korzyści płynących z posiadania konta w ZUS i w OFE.

Oceniając politykę inwestycyjną OFE, sięga się ostatnio po przykład Funduszu Rezerwy Demograficznej, zarządzanego przez ZUS, który choć zarządzany na podobnych zasadach jak otwarte fundusze emerytalne, osiągnął w ostatnich miesiącach lepsze od nich wyniki. Pytanie jednak, czy można wprost porównywać FRD i OFE? Fundusz Rezerwy Demograficznej ma aktywa ok. 4,5 mld złotych. Wartość aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych w końcu listopada b.r. wynosiła ponad 132 mld zł, czyli trzydzieści razy więcej. Fundusz Rezerwy Demograficznej uzyskał dobre wyniki dzięki wstrzymaniu ponad rok temu zakupu akcji. Ponad rok temu, we wrześniu 2007 r. OFE miały zaangażowane na rynku akcji prawie 50 mld złotych, czyli ponad dziesięć razy więcej niż wartość całego FRD. W takich warunkach zmiana strategii inwestycyjnej bez ryzyka spowodowania dalszych, jeszcze większych spadków kursów i głębszej zapaści na giełdzie, a więc jeszcze większych strat własnych i negatywnych konsekwencji dla innych uczestników rynku, nie jest rzeczą prostą i wymaga czasu. Na początku listopada b.r. udział akcji w portfelach OFE spadł prawie o połowę ale ta redukcja trwała ponad rok. Fundusze emerytalne są jednym z największych instytucjonalnych inwestorów na polskim rynku finansowym. Ich działania muszą ten fakt uwzględnić.

Wszystkie towarzystwa emerytalne, które zarządzają otwartymi funduszami emerytalnymi mają jednolite ograniczenia limitów inwestycyjnych, a ponadto połączone są jednym mechanizmem minimalnej wymaganej stopy zwrotu, który pod groźbą dopłat dodatkowo wymusza upodabnianie się strategii inwestycyjnych. Ten sam uśredniający mechanizm dotyczy zarówno funduszy emerytalnych zarządzających dużymi aktywami, jak i funduszy mniejszych, które, wydawać by się mogło, są w stanie bardziej elastycznie dostosowywać się do sytuacji na rynku, bez obawy, że ich transakcje zdestabilizują rynek. To pokazuje jak w praktyce ograniczone jest pole inwestycyjnego manewru OFE, szczególnie w tak trudnych warunkach jak obecnie.

Powszechne towarzystwa emerytalne od dawna występowały z propozycjami zmian likwidujących te ograniczenia i umożliwiającą skuteczną ochronę przed dekoniunkturą. Dotyczy to zwłaszcza zwiększenia efektywności inwestycji funduszy emerytalnych oraz dywersyfikacji, a więc rozproszenia ryzyka, jak również zapewnienia większego bezpieczeństwa kapitału osób w okresie przedemerytalnym.

Zwiększenie efektywności inwestycyjnej OFE wymaga powiększenia listy instrumentów finansowych dostępnych funduszom emerytalnym i rozszerzenia części limitów, w tym limitu inwestycji zagranicznych. Obecny stan rynków kapitałowych nie przekreśla tego postulatu. Alternatywą jest bowiem wtłaczanie wszystkich, co miesiąc przekazywanych składek, a są to sumy niemałe, w jeden polski rynek i ograniczoną liczbę instrumentów finansowych, nawet bez możliwości zabezpieczenia tych transakcji instrumentami pochodnymi. W rezultacie ich zakupy będą coraz droższe, a wartość sztucznie zawyżana. Ten mechanizm prowadzi do powstawania bąbli spekulacyjnych, zagrażających bezpiecznemu, długookresowemu programowi gromadzenia środków emerytalnych. Brak dostępu do szerszych limitów, innych instrumentów czy innych rynków powoduje, że traci się możliwość bardziej elastycznego reagowania na sytuacje rynkowe i szansę uzyskania lepszych wyników inwestycyjnych. Paradoksalnie, utrzymywanie w imię bezpieczeństwa i interesów członków OFE dotychczasowych ograniczeń i limitów, może obrócić się przeciwko tym interesom i bezpieczeństwu.

Towarzystwom emerytalnym chodzi jedynie o szerszy dostęp do bezpiecznych instrumentów, w które można korzystnie inwestować, a w przypadku instrumentów pochodnych, wyłącznie o możliwość zabezpieczenia przy ich pomocy transakcji już zawartych. Nie ma to nic wspólnego z ryzykownymi spekulacjami przy pomocy niezwykle skomplikowanych pochodnych, które przyczyniły się do zapaści światowych rynków finansowych. Szersze otwarcie na rynki zagraniczne również dotyczy tylko rynków OECD, a więc rynków cywilizowanych i odpowiednio uregulowanych.

Otwarte fundusze emerytalne nie zamierzają inwestować za granicą za wszelką cenę. Jak dotąd nie wykorzystywały obowiązującego limitu, mogąc znaleźć korzystniejsze inwestycje w Polsce. Nie postulują również gwałtownego zwiększenia limitu. Chcą jednak mieć możliwość szerszych inwestycji zagranicznych, skoro może to przynieść większe korzyści członkom OFE, a w konsekwencji również PTE.

Kryzys rynków kapitałowych pokazał, że szybkiego uregulowania wymaga również problem ochrony kapitału osób w okresie przedemerytalnym. Można to osiągnąć lokując kapitał osób zbliżających się do emerytury w instrumenty o mniejszej stopie zwrotu ale za to bezpieczniejsze, głównie w instrumenty dłużne, a zwłaszcza obligacje Skarbu Państwa. Nie ma też powodu, by środki osób młodych były tak samo inwestowane, jak starszych. Młodszym można zaproponować inwestycje bardziej ryzykowne (np. więcej akcji), ale za to bardziej zyskowe. Ważne jest to, by decyzje podjąć w porę, umożliwiając funduszom emerytalnym jak najszybsze odrobienie spadków wartości aktywów, kiedy tylko na rynki finansowe wróci lepsza koniunktura.