

OFE - niech ktoś wreszcie wyraźnie powie, czym mają być po „reformie”

Komentarz z 18.11.2013 r.

Sebastian Buczek

Prezes Zarządu Quercus TFI S.A.

Stare powiedzenie mówi, że jak nie wiadomo o co chodzi, to pewnie chodzi o pieniądze. Nie inaczej jest z naszymi OFE. Ale tym razem nie chcielibyśmy się jednak skupiać na tym czy planowane zmiany w ich funkcjonowaniu są zgodne z prawem i nie łamią zasad konstytucji. Tym niech zajmą się prawnicy. Tym razem spróbujmy znaleźć odpowiedź na inne kluczowe pytanie – czym mają być OFE po „reformie”?

Pytanie jest ważne z kilku powodów. Po pierwsze 150 mld zł to kwota znacząca. Po drugie sprawa dotyczy kilkunastu milionów Polaków, uczestników OFE. Po trzecie do dziś nie usłyszeliśmy, czym OFE mają być po zmianach – funduszami akcji? A może z upływem czasu znowu funduszami zrównoważonymi albo realizującymi strategię absolutnej stopy zwrotu?

Dotychczasowa dyskusja w tym temacie sprowadziła się głównie do rozważań czy limit 75% minimalnego zaangażowania w akcje jest dobry, czy też nie. Ostatnie propozycje idą w kierunku przyjęcia tego limitu w I roku funkcjonowania OFE po zmianach i jego obniżania w latach kolejnych. A więc nie dają wystarczającej wskazówki, czym tak naprawdę OFE mają być. A to z wielu powodów rodzi nasz niepokój.

OFE jako fundusze akcji

Zacznijmy zatem od początku. Gdy OFE zostaną okrojone o 51,5% (głównie z obligacji skarbowych), staną się funduszami z udziałem akcji na poziomie ok. 90%, czyli *de facto* funduszami akcji. Czy to źle? Nie. O ile oczywiście ktoś powie, że OFE mają odpowiadać za tę część naszych przyszłych emerytur, która ma być inwestowana w akcje i inne ryzykowne aktywa. I że w związku z tym – po pierwsze – z tej części oczekujemy w długim okresie stóp zwrotu wyższych niż w ZUSie, po drugie – że w kolejnych latach stopy zwrotu z tej części będą się istotnie wahać – od plus kilkudziesięciu do minus kilkudziesięciu procent. I tu ważna uwaga – po złym roku niech politycy nie wygłaszają tez, że zarządzający OFE nie potrafią zarządzać i w związku z tym trzeba im zabrać środki i przekazać do „bezpiecznego” ZUS, bo przecież sami zmienili OFE w fundusze akcji.

W takim przypadku kluczowe byłoby nie zajmowanie się dolnym limitem inwestowania w akcje, ale określeniem benchmarku – czyli punktu odniesienia, do którego zarządzający będą się stosować, a cała publiczność, w tym uczestnicy OFE, oceniać czy OFE dobrze zarządzają naszymi pieniędzmi. Benchmark powinien składać się z części akcyjnej i dłużnej. Dla części akcyjnej naturalnym benchmarkiem jest WIG. Dla części dłużnej jest nieco większe wyzwanie, bo nie mamy w Polsce tak dobrego indeksu, jakim jest dla akcji WIG. Stąd próby określenia go jako WIBOR plus pewna marża.

Kluczowym zagadnieniem jest, jaki powinien być udział części akcyjnej. Czy 90%? Może być, ale wydaje się nam, że jednak jest to poziom zbyt wysoki. Dlaczego? Mało pieniędzy pozostanie na inwestowanie w inne instrumenty, jak obligacje korporacyjne, listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne itd. Poza tym przy braku możliwości inwestowania w obligacje skarbowe, część dłużna będzie mniej płynna (chyba, że OFE będą trzymać sporo środków na niskooprocentowanych depozytach w bankach). Może zatem warto rozważyć nieco niższy udział części akcyjnej – 85% albo nawet 80%? Wtedy na część dłużną pozostawałoby 15% albo 20% i zarządzający mieliby nieco więcej przestrzeni na sprawne zarządzanie naszymi emerytalnymi oszczędnościami.

Po ustanowieniu benchmarku, składającego się z 80-90% WIG, dopiero można się zająć dolnym ograniczeniem inwestowania w akcje. Czy 75% jest rozsądnym poziomem? Na początek tak, bo OFE będą mieć ok. 90% akcji, więc 75% daje odpowiednią przestrzeń do działania. Jeśli jednak za benchmark przyjęty zostanie poziom 80% WIG, to wypadałoby dolne ograniczenie obniżyć gdzieś do poziomu 50-60%. Wówczas OFE miałyby możliwość inwestowania w akcje od 50-60% do 100%.

Aby benchmark był wiążący, warto byłoby go wzmocnić systemem nagród i kar, ale to temat na zupełnie odrębny artykuł.

Alternatywa

Problem w tym, że do tej pory nikt wyraźnie nie powiedział, że OFE w przyszłości mają być funduszami akcji. Część osób uważa, że taka strategia inwestycyjna jest zbyt agresywna. Słusznie? Raczej nie, ponieważ trzeba patrzeć przez pryzmat całości środków/zapisów emerytalnych. I tak część ZUSowa jest znacznie większa, więc *per saldo* całość środków/zapisów nie jest inwestowana nadmiernie ryzykownie. Ale możemy sobie wyobrazić taką sytuację, w której ktoś jednak stwierdza, że OFE w kolejnych latach mają się stać ponownie funduszami zrównoważonymi albo stosującymi strategię absolutnej stopy zwrotu (celem takiej strategii jest osiągnięcie jak najwyższego zysku w ujęciu nominalnym w każdym roku). Dlaczego ktoś miałby tak stwierdzić? Dlatego, aby wyniki inwestycyjne OFE nie wahały się z roku na rok tak bardzo i nie raziły opinii publicznej, szczególnie podczas bessy.

Jest to do zrobienia, ale widzimy znacznie więcej wyzwań. Po pierwsze należałoby wymyślić benchmarki na okres przejściowy. Przykładowo teraz OFE będą mieć 90% akcji i gdyby miały dojść do np. 50%, to nie stanie się to szybciej niż za kilka lat. W tym czasie trzeba zarządzających jakoś rozliczać z pracy. Po drugie należałoby określić benchmark na okres docelowy. 50% WIG? A może – w wariancie ze strategią absolutnej stopy zwrotu – zyski, jakie „osiąga” ZUS na swojej części? Po trzecie niezmiernie ważne stałyby się wówczas inne limity inwestycyjne, dotyczące innych instrumentów, bo stanowiłyby one *gros* aktywów OFE. Jest czas, aby się tym teraz zająć? Nie. Po czwarte nasza warszawska giełda mogłaby przeżyć w najbliższych latach traumatyczne chwile, ponieważ OFE zalałyby rynek akcjami o wartości dziesiątków miliardów złotych. Kto by je odebrał? Po piąte co na to Minister Skarbu? Jak kończyć prywatyzacje w takich warunkach? Po szóste co z możliwością pozyskiwania kapitału akcyjnego przez polskie przedsiębiorstwa? Będziemy jeździć po Europie za inwestorami? I tak dalej. Jeśli zatem ktoś uważa, że OFE powinny stać się w przyszłości funduszami zrównoważonymi albo realizującymi strategię absolutnej stopy zwrotu, to najprościej byłoby skorzystać z tzw. wielofunduszowości – przyszłym emerytom zaoferowano by wówczas możliwość wyboru spośród kilku rodzajów funduszy.

Podsumowanie

Reasumując, po „reformie” OFE będą mieć ok. 90% aktywów ulokowanych w akcjach. Naturalne jest zatem, że powinny zostać funduszami akcyjnymi, z benchmarkiem na poziomie 80%, 85% lub ewentualnie 90% WIG i z możliwością inwestowania w akcje od 50-60% do 100%. Tylko ktoś musi o tym wyraźnie powiedzieć, podkreślając jednocześnie konsekwencje takiej zmiany (m.in. dużą wahliwość wyników w kolejnych latach, ale i nadzieję na wyższe zyski niż z części ZUSowej w długim okresie) i wziąć na siebie odpowiedzialność za taką decyzję. Można OFE przekształcić w fundusze zrównoważone albo realizujące strategię absolutnej stopy zwrotu, ale będzie to rodzić szereg wyzwań, a czasu za wiele nie ma. Najbardziej obawiamy się jednak scenariusza, że nikt nie powie precyzyjnie czym mają być OFE w przyszłości. Wówczas narażamy 150 mld zł naszych emerytalnych oszczędności na podróż w nieznane.

Autor jest także profesorem nadzwyczajnym w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno – informacyjny / promocyjny i stanowi on wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym

świadczenia pomocy prawno - podatkowej. Podane informacje nie stanowią oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani publicznego proponowania w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej.

Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.

Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.

- [Drukuj](#)
- [PDF](#)
- 11 odsłon

[Wszystkie komentarze zarządzającego](#)