

Komentarz rynkowy

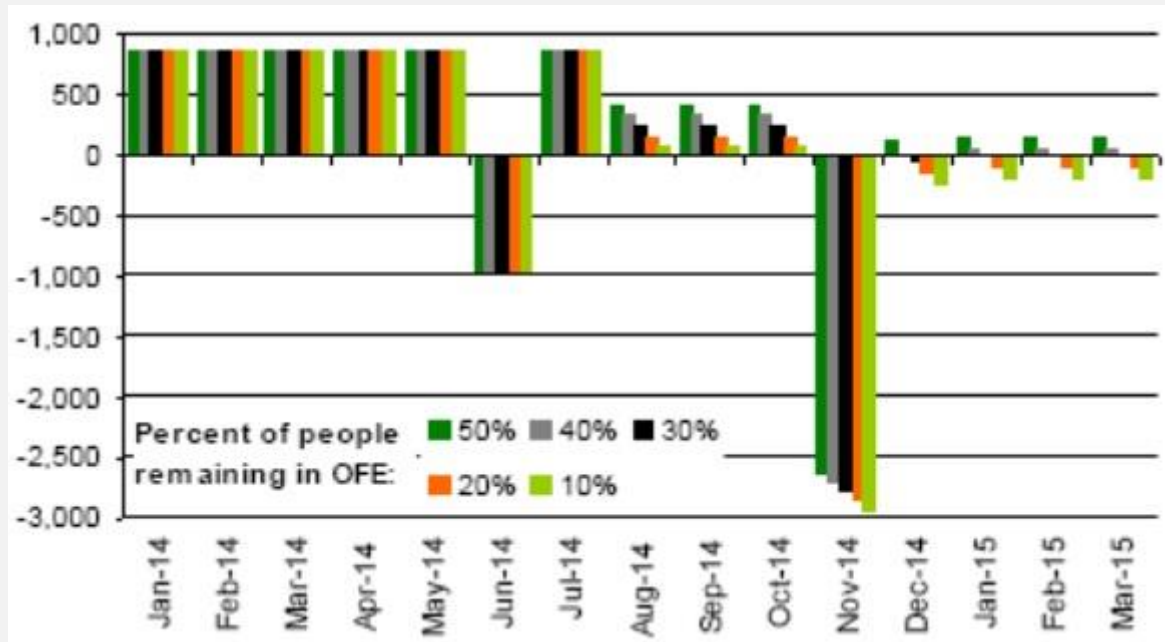
Reforma systemu emerytalnego w Polsce w opinii wielu inwestorów jest jednym z kluczowych czynników ryzyka przy podejmowaniu decyzji o kupnie akcji w 2014 roku. Słabość polskiego rynku akcji w grudniu 2013 i styczniu 2014 faktycznie należy wiązać z tym czynnikiem, a konkretnie z przeprowadzonym na początku lutego transferem części obligacyjnej portfeli OFE do ZUS. Co dalej, czy rzeczywiście zmiany w systemie są aż tak istotne dla rynku w perspektywie kolejnych miesięcy i lat?

Dlaczego transfer obligacyjnej części portfeli OFE do ZUS miał aż tak istotny wpływ na zachowanie rynku z tak dużym wyprzedzeniem? Zgodnie z założeniami planowanej reformy emerytalnej na początku lutego do ZUS miały zostać przetransferowane środki w wysokości 51,5% aktywów zgromadzonych w OFE według stanu na dzień 31 stycznia 2014. Transfer mógł obejmować m.in. papiery wartościowe emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa oraz środki pieniężne (do ZUS nie mogły trafić m.in. akcje). Silny wzrost cen akcji w okresie od września do listopada 2013 roku spowodował, że udział aktywów, które mogły zostać przetransferowane do ZUS spadł w niektórych OFE poniżej progu 51,5%. Spowodowało to konieczność dostosowania struktury portfeli poprzez sprzedaż akcji. Ponadto, dostosowana w ten sposób struktura aktywów musiała być utrzymana do końca stycznia, co oznacza, że nawet, jeśli OFE nie były źródłem agresywnej podaży, to rynek miał świadomość, że każda próba wzrostu cen akcji w okresie do końca stycznia wymusi taką podaż. W związku z tym nikt nie kwapił się do kupowania akcji po wyższych cenach.

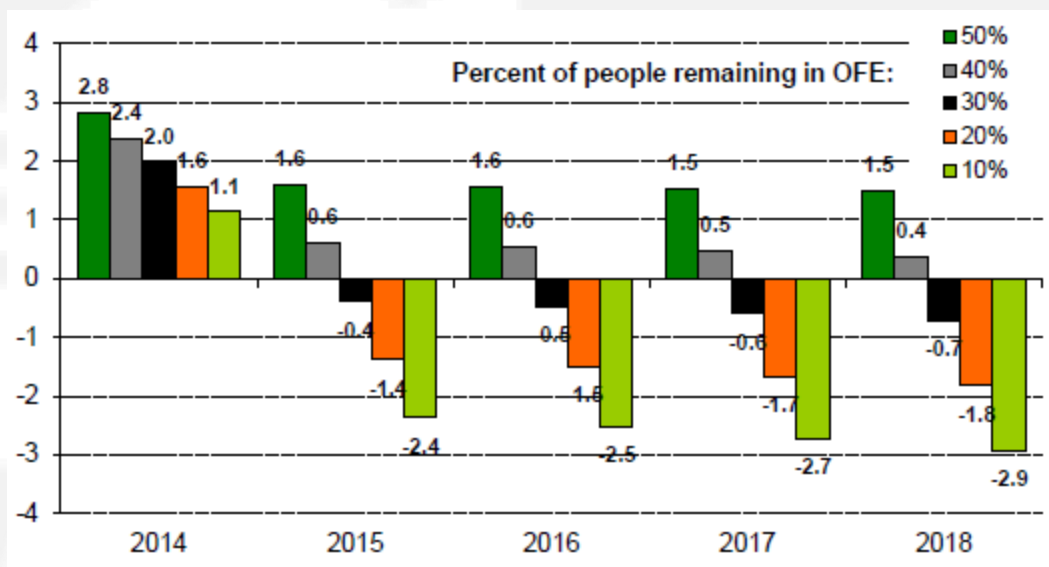
Jednym z elementów reformy emerytalnej jest tzw. „suwak bezpieczeństwa”. Jego mechanizm polega na tym, że aktywa ubezpieczonego są transferowane stopniowo do ZUS przez okres 10-ciu lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Ma to zapobiec ryzyku tzw. „złej daty”, czyli niekorzystnej wycenie aktywów w momencie osiągnięcia wieku emerytalnego. Transfery w ramach „suwaka” będą dokonywane systematycznie, co miesiąc. Wyjątkiem jest rok bieżący, w którym w związku z reformą dokonane zostaną dwa istotne transfery „suwakowe”: w czerwcu (szacunkowo około 1,8 mld PLN) oraz w listopadzie (około 3 mld PLN). Łącznie w ramach „suwaka” OFE prześlą do ZUS około 5 mld PLN w roku bieżącym i co istotne wielkość ta nie ma żadnego związku z tym, ile osób zdecyduje się w dalszym ciągu odprowadzać część składki do OFE. Czy transfery w ramach „suwaka” mogą wygenerować istotną podaż akcji ze strony OFE? Jest to raczej mało prawdopodobne, ponieważ na koniec marca aktywa OFE wynosiły prawie 152 mld PLN, a średnie ważone aktywami zaangażowanie w akcje 86,4%. Po transferze kwoty 5 mld PLN do ZUS zaangażowanie w akcje wzrosłoby potencjalnie do 89,3%, ale bez uwzględnienia comiesięcznego napływu nowych składek z ZUS, które do lipca łącznie pozostaną na dotychczasowym poziomie oraz bez dywidend wypłacanych przez spółki. Łącznie z tych dwóch źródeł aktywa OFE powinny jeszcze zostać zasilone kwotą rzędu około 7,5 mld PLN (0,8-0,9 mld PLN składki miesięcznie plus około 4 mld PLN w ramach dywidend). Niezależnie od tego, że wzmożona podaż akcji ze strony OFE jest mało prawdopodobna, sam fakt zbliżającego się momentu kumulacji transferów „suwakowych” może jednak stanowić dla rynku pretekst do rozpoczęcia spadkowej korekty na giełdzie warszawskiej, szczególnie w sytuacji, gdyby wcześniej giełdowe indeksy zanotowały wyraźny wzrost.

Kolejnym istotnym elementem reformy emerytalnej jest dobrowolność udziału w OFE. Każdy ubezpieczony do końca lipca bieżącego roku może podjąć decyzję, czy chce, aby część jego składki w dalszym ciągu była przekazywana do OFE. Co ważne, dotyczy to tylko przyszłych składek, począwszy od sierpnia bieżącego roku. Środki zgromadzone dotychczas w OFE, nawet w przypadku decyzji ubezpieczonego o przekazywaniu nowych składek tylko do ZUS, w dalszym ciągu pozostaną w OFE. Począwszy od sierpnia skala miesięcznych napływów netto do OFE uzależniona będzie od tego, jaka część uczestników OFE zdecyduje się w nich pozostać. Jeśli na taki krok zdecyduje się mniej niż 30% uczestników, to tegoroczny październik będzie prawdopodobnie ostatnim miesiącem w historii polskich funduszy emerytalnych, w którym zanotują one dodatnie wpływy netto (skalę miesięcznych wpływów netto w zależności od liczby uczestników, jaka zdecyduje się

pozostać w OFE, przedstawiliśmy na wykresie 1). Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że nawet w skrajnie pesymistycznym wariantcie zakładającym pozostanie w OFE tylko 10% uczestników, skala odpływów netto w kolejnych latach nie przekroczy 3 mld PLN rocznie (wykres 2). Oznacza to, że wypłaty będą prawdopodobnie z nadwyżką pokrywane przez dywidendy wypłacane przez spółki. Oczywiście OFE mogą chcieć w przyszłości zmniejszyć udział akcji w portfelu, ale bardziej znacząca redukcja zaangażowania możliwa byłaby zapewne dopiero w sytuacji, gdyby zarządzający OFE negatywnie ocenili perspektywy polskiej gospodarki (w 2014 roku limit minimalnego zaangażowania w akcje wynosi 75%, a w 2015 ma zostać obniżony do 55%).



Wykres 1: Prognozowane napływy netto do funduszy emerytalnych w poszczególnych miesiącach w zależności od tego, jaka część uczestników zdecyduje się pozostać w OFE (z wyłączeniem dywidend) w mln PLN. Źródło: DM BZ WBK research.



Wykres 2: Prognozowane napływy netto do funduszy emerytalnych w latach 2014-2018 w zależności od tego, jaka część uczestników zdecyduje się pozostać w OFE (z wyłączeniem dywidend) w mld PLN. Źródło: DM BZ WBK research.

Po reformie emerytalnej OFE z całą pewnością przestaną być znaczącą siłą popytową na rynku akcji, ponieważ pozbawione zostaną stałego comiesięcznego zastrzyku gotówki netto rzędu 0,8-0,9 mld PLN począwszy od sierpnia bieżącego roku. Zmieni się struktura rynku, a ciężar zostanie przeniesiony w kierunku kapitału zagranicznego oraz krajowych funduszy inwestycyjnych, które powinny skorzystać na wzroście popularności dobrowolnych ubezpieczeń emerytalnych oraz rosnącej atrakcyjności inwestycji w akcje w warunkach niskich dochodów z lokat bankowych. OFE były dotychczas uznawane za stabilizator rynku i źródło popytu ograniczające spadki cen akcji. Z drugiej strony od kilku miesięcy popyt ze strony OFE jest bardzo ograniczony, a wzrostu zmienności na krajowym rynku akcji wcale nie widać (podobnie na rynku obligacji skarbowych, który rzekomo miał się załamać bez popytu ze strony OFE). W rozważaniach na temat skutków reformy emerytalnej i jej wpływu na rynek akcji warto pamiętać o tym, że:

1. ryzyko wzmożonej podaży akcji ze strony OFE – jako skutku reformy emerytalnej, a nie decyzji zarządzających uzasadnionej ze względów czysto fundamentalnych – zarówno w roku bieżącym, jak i w latach kolejnych jest raczej niewielkie i to niezależnie od tego, ile ubezpieczonych zdecyduje się kontynuować przekazywanie części składek do OFE,
2. środki zgromadzone dotychczas w OFE, nawet w przypadku decyzji ubezpieczonego o przekazywaniu nowych składek tylko do ZUS, w dalszym ciągu pozostaną w OFE,
3. według założeń reformy do ZUS w żadnym momencie nie zostaną przetransferowane jakiegokolwiek akcje.

Reasumując, giełdowy świat na OFE się nie kończy, a o perspektywach rynku akcji decydować będzie przede wszystkim otoczenie makroekonomiczne. To na razie wciąż jest sprzyjające dla posiadaczy akcji, jednakże z drugiej strony nad rynkiem wisi ryzyko „ukraińskie” i wyolbrzymiony problem reformy emerytalnej. Rynek akcji w Polsce wciąż jest na rozdrożu, a inwestorzy wyraźnie oczekują na impuls, który mógłby wyrwać giełdowe indeksy z marazmu. Nie jest to dobry moment na podejmowanie jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, bo każda z nich – dotycząca zarówno kupna, jak i sprzedaży akcji – może okazać się błędna. Dla inwestorów, którzy chcą przeczekać do wyjaśnienia sytuacji, najlepszą alternatywą będzie fundusz Eques Pieniężny, zaś dla tych, którzy nie akceptują zmienności typowej dla rynku akcji polecamy Eques Obligacji oraz Eques Pieniężny.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej.

Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych.

Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Należy przy tym zwrócić uwagę, że informacje dotyczące obowiązków podatkowych związanych z dokonaniem inwestycji, zawarte odpowiednio w prospekcie informacyjnym albo warunkach emisji, mają charakter ogólny oraz ze względu na fakt, że obowiązki podatkowe zależą od indywidualnej sytuacji Uczestnika i miejsca dokonywania inwestycji, w celu ustalenia obowiązków podatkowych, wskazane jest zasięgnięcie porady doradcy podatkowego lub prawnego. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w biurze w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SFIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U.04 Nr 146, poz.1546 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe).

Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.

Jeśli chcecie Państwo zrezygnować z otrzymywania Tygodniowych komentarzy rynkowych EQUES oraz Aktualności EQUES Investment TFI prosimy e-mail zwrótny z dopiskiem ‘rezygnuję’.

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA

Biuro w Warszawie:
ul. Wspólna 35 lok. 2
00-519 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
Al. Generała Józefa Hallera 140
80-416 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 01
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl