



Departamentul Analiza SSIF Prime Transaction SA
(+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

Pensiile private: cum au esuat altii si ce putem invata pentru ca noi sa avem succes

Subiectul momentului in plan economic este, fara indoiala, cel al pensiilor private, aflate in mijlocul unor dezbateri legate de o eventuala nationalizare, pe care guvernantii o neaga fara prea mare convingere.

Problema nationalizarii pensiilor private nu este una care sa fi aparut din neant, ea are un lung istoric in tarile care au trecut de la sistemul de stat la cel privat, insa fiecare caz a avut particularitatile sale. Un numitor comun a fost insa populismul, aflat in mare voga in aceste tari, in marea lor majoritate niste democratii fragile, incipiente.

Mai jos am pus cap la cap cateva date care sa contureze contextul in care ne aflam acum si fundalul din spatele sau. Incercam sa identificam drumul pe care s-a ajuns la situatia actuala din Romania, batatorit deja de altii inaintea noastra, de ce au avut succes demersuri de nationalizare a pensiilor private in alte tari, unde ne asemanam si unde ne deosebim din acest punct de vedere.

Nu in ultimul rand, am identificat cateva lectii pe care ar trebui sa le invatam pentru ca povestea noastra sa fie una de succes, in mijlocul atator exemple de esec. Printre ele, evitarea asteptarilor nerealiste, stimularea competitiei pe o piata care duce in mod evident lipsa de asa ceva, investitiile in instrumente financiare mai profitabile si includerea in orice estimare a factorilor precum schimbarile demografice si migratia.

Contextul actual

Pensiile private sunt de ceva timp in atentia politicianilor atunci cand se cauta solutii pentru peticirea vreunul buget mai generos decat ne-ar permite in mod normal statutul de a doua cea mai saraca tara din Uniunea Europeana. In anii trecuti era vorba doar de amanarea cresterii contributiilor spre 6%, asa cum se stabilise in momentul implementarii sistemului. Pe masura ce activele fondurilor de pensii au crescut, iar populismul si-a gasit loc chiar si in Biroul Oval, zecile de miliarde de lei puse deoparte de romani au devenit tot mai tentante. Inca din vara anului trecut se discuta despre nationalizarea fondurilor de pensii private, aparand intre timp teorii dintre cele mai ciudate, de la randamentul pe care, chipurile, l-ar aduce sistemul de pensii de stat, pana la faptul ca romanii ar trebui sa fie intrebati, la 10 ani de la implementarea pensiilor private, daca si le doresc sau nu.

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

analiza@primet.ro

Analist Financiar: Marius Pandelescu

marius.pandele@primet.ro

Lasand la o parte declaratiile politice, mai mult sau mai putin credibile in ziua de azi, sirul evenimentelor, incepand de la vorbele fostului ministru al Finantelor Ionut Misa imediat dupa audierea sa in comisiile parlamentare de specialitate in 2017, si terminand cu planul publicat recent „din greseala” de Comisia de Prognoza, duce la concluzia ca guvernantii si-ar dori sa intre in posesia banilor respectivi, dar le e rusine sa propuna in mod direct o nationalizare de asemenea proportii, asa ca incearca sa gaseasca niste cai mai ocolite.

Cel mai recent eveniment din aceasta serie, planul Comisiei de Prognoza prin care ar fi fost suspendate contributiile pana la sfarsitul anului si apoi introdusa o contributie unica, la un nivel mai degraba simbolic, pentru toti angajatii, a provocat reactii ample din toate taberele politice. Foarte probabil a provocat si o parte din scaderile recente de la Bursa de Valori Bucuresti, acolo unde fondurile de pensii se numara in prezent printre cei mai mari investitori.

Prin urmare, contextul este unul nefavorabil pentru pensiile private din Romania, fapt care se adauga unor premise la fel de nefavorabile pe care le voi detalia in continuare.

Precedentul chilian

Anul 1980 a fost un fel de „facere a lumii” in ceea ce priveste trecerea de la sistemul public de pensii la un sistem pre-finantat, administrat privat. In mod neobisnuit, o astfel de initiativa nu a aparut intr-o tara democratica, ci a fost gandita si implementata cu sprijinul dictatorului chilian Augusto Pinochet, de catre un grup de economisti chileni, la randul lor influentati de laureatul Nobel pentru economie Milton Friedman.

Varianta aleasa in Chile a fost una extrema, in care trecerea s-a facut direct de la sistemul anterior de tip „pay as you go” (in care pensionarii actuali sunt platiti din contributiile viitorilor pensionari) la un sistem pre-finantat, in care fiecare contribuabil este platit la pensie din banii acumulati de-a lungul timpului. Trecerea de la un sistem la celalalt a fost voluntara, inasa cota de contributie a scazut de la 21% la 10% pentru pensiile private, ramanand la acelasi nivel in sistemul de stat, asa ca alegerea a fost una destul de evidenta pentru majoritatea populatiei.

Modelul chilian a inspirat majoritatea reformelor sistemelor de pensii realizate ulterior, inasa rezultatele sale sunt si in ziua de azi subiect de dezbatere si de controverse. Pe de o parte, se poate spune cu un grad mare de certitudine ca pensiile private introduse in anii '80 au contribuit la o transformare a tarii dintr-una din cele mai sarace din America de Sud intr-una din cele mai bogate. Potrivit unor surse, pensiile private au adaugat 0,5% pe an la cresterea economica obtinuta de Chile in perioada 1981-2001 si au ajutat indirect la iesirea din saracie a milioane de oameni (<https://www.economist.com/the-americas/2016/08/27/the-perils-of-not-saving>). Pe de alta parte, din mai multe motive, care tin inclusiv de felul in care a fost conceput sistemul, imaginea initiala a pensionarului fericit, intr-o vacanta permanenta prin lume, nu s-a putut concretiza.

In primul rand, scaderea contributiei la doar 10% din salariu a afectat dramatic potentialul sistemului. Entuziasmul initiatorilor reformei si-a pus amprenta asupra estimarilor acestora, un lucru care se vede, din pacate, prea tarziu pentru cei care au contribuit in toata aceasta perioada. Chiar si asa, pentru cei care au contribuit in toata perioada in care au fost activi (peste 30 de ani) pensia atinge mai mult de 70% din ultimul salariu, un nivel care in Romania e de domeniul fantasticului. Totusi, in realitate contributiile au fost mult mai mici de 100% din perioada normala, din cauza muncii la negru si a perioadelor petrecute in afara campului muncii, asa ca rata medie de inlocuire a salariului a ajuns la doar 45%, iar in cazul femeilor la doar 31%, incluzand si ajutoarele sociale pentru pensiile mici (34%, respectiv 24% fara aceste ajutoare).

Nu au ajutat nici costurile mari cerute de administratorii fondurilor de pensii private. In momentul de fata, acestea au comisioane intre 0,41% si 1,48% din salariul impozabil, adica intre 4,1% si 14,8% din contributiile platite catre fond, iar media este in jurul nivelului de 11% din contributi. Comparativ, in Romania comisionul este limitat la 2,5% din contributi plus 0,6% din active anual. Potrivit unui raport realizat de o comisie guvernamentala din Chile, randamentul mediu al fondurilor de la infiintare pana in prezent a fost mai mare de 8%, insa dupa scaderea comisiunelor el a ajuns la doar 3%.

La contributiile mai mici decat estimarile si randamentele afectate de comisioane mari se adauga alte probleme care nu fusesera estimate initial. In primul rand, pensiile private sunt intr-o oarecare masura victimele propriului succes. Acumularea de bani a contribuit la o crestere economica solida de-a lungul timpului, iar investitiile facilitate de existenta fondurilor de pensii au dus, intre altele, la o crestere a puterii de cumparare intr-un ritm mai rapid decat daca ele nu ar fi existat. In aceste conditii, banii stransi in fondurile de pensii nu au putut tine pasul cu cresterea salariilor, de aici venind, in mod paradoxal, o parte a ratei mici de inlocuire despre care vorbeam mai sus. In al doilea rand, cresterea sperantei de viata a facut ca plata pensiilor sa se intinda pe perioade mai lungi decat se estimase initial, ducand la scaderea acestora.

Precedentul argentinian

Argentina s-a inspirat din modelul chilian de trecere la un sistem de pensii private, insa momentul ales a fost unul complet neinspirat. Reforma sistemului de pensii din 1993 a venit ca raspuns la problemele tot mai mari ale sistemului de pensii de stat, asa cum s-a intamplat si in Romania. Spre deosebire de Chile, trecerea a fost doar una partiala, estimarile fiind ca pensiile de stat si cele private vor ajunge sa acopere fiecare cate 50% din pensia totala a argentinienilor.

Anii urmatori au adus insa evolutii contrare celor anticipate. Anii '90 au fost dificili pentru economia Argentinei, culminand cu criza economica din 1998-2002, pe parcursul careia tara a intrat in incapacitate de plata, iar in decembrie 2001 presedintele Fernando de la Rúa a fost fortat sa demisioneze in urma unei revolte populare.

Intr-un asemenea context sumbru, pensiile private au fost lovite din doua directii. Pe de o parte, economia in colaps a adus randamente negative, inclusiv din zona titlurilor de stat, considerate in mod normal niste investitii sigure. Evident, o asemenea situatie a compromis imaginea pensiilor private in ochii populatiei. Pe de alta parte, banii acumulati pana atunci erau o gura de oxigen de care Guvernul avea mare nevoie. Chiar si asa, trecerea inapoi la pensiile de stat nu a avut loc dintr-o data, ci treptat, prin masuri care mai intai au crescut rolul statului in sistem, iar apoi au dat posibilitatea contribuabililor sa opteze pentru revenirea la vechiul model. De-abia in anul 2008 a fost luata masura propriu-zisa a nationalizarii pensiilor private, fiind aduse ca argumente faptul ca 77% din beneficiari ar fi trebuit sa primeasca ajutoare sociale de la Stat pentru a supravietui cu pensia privata primita, respectiv pierderile suferite din nou de fondurile de pensii private dupa inceputul crizei sub-prime din SUA.

Precedentul maghiar

Ungaria este tara data cel mai des ca exemplu pentru masurile vehiculate in aceasta perioada si in Romania. In anul 2010, guvernul condus de Viktor Orbán a promovat un proiect legislativ prin care toti cetatenii care aveau pensii private puteau decide daca vor ca activele lor sa fie transferate in sistemul de stat. Mai exact, activele urmau sa fie transferate, iar cetatenii puteau face cerere sa ramana in sistemul privat. Daca ramaneau, nu ar mai fi primit inasa deloc pensie de stat, desi trebuia sa cotizeze in continuare. Prin urmare, in realitate nu a fost vorba de nicio alegere, a fost pur si simplu o nationalizare. Din peste 3 milioane de contributory initiali, dupa punerea in aplicare a legii respective au mai ramas doar circa 100.000.

În mai 2011, activele fondurilor de pensii private au trecut în administrarea Statului, acesta folosindu-le treptat, pentru acoperirea cheltuielilor guvernamentale, inclusiv pentru plata datoriilor publice izvorate din acordul cu FMI încheiat în 2008. În 2012 a fost votată o lege care dădea posibilitatea statului să transfere activele într-un fond asemănător Fondului Suveran planificat în prezent de Guvernul român, iar ulterior detinerile transferate de la pensiile private au fost valorificate prin intermediul acestui fond.

Acesta a fost însă doar finalul unei povești mai lungi. Sistemul de pensii private din Ungaria, inspirat tot din cel chilian, a fost lansat la 1 ianuarie 1998, având trei piloni, la fel ca și cel actual din România: Pilonul 1, de stat, Pilonul 2, privat obligatoriu și Pilonul 3, privat facultativ. Pilonul 1 rămânea cel mai important, din contribuția totală de 31% din salariu, 23% mergând către el și doar 8% către pensiile private. Diferența principală față de România era dată de administrarea acestor fonduri. Existau mai multe categorii de participanți la piață, inclusiv angajatorii sau sindicatele putând înființa fonduri de pensii private.

Și în acest caz, arhitectura sistemului a contribuit în cele din urmă la prăbusirea lui. Chiar dacă 80% din bani ajunseseră să fie concentrați la doar cinci administratori, piața a rămas una fragmentată și nu a putut atinge punctul critic peste care să funcționeze în mod eficient. Comisiunile erau foarte mari, de 4-5% din contribuții și 1-2% din active, ceea ce a afectat în mod semnificativ randamentele obținute de fonduri. În perioada 1998-2005, randamentul mediu real pe piața fondurilor de pensii private obligatorii din Ungaria a fost zero, variațiile de la un fond la altul fiind însă destul de mari (<http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP0908.pdf>). Ulterior, criza din 2008 a adus noi scăderi ale randamentelor, fondurile ajungând într-o situație asemănătoare cu cele din Argentina în 2001. Prin urmare, în anul 2010 nu era vorba doar de foamea de bani a guvernului Orban sau de populismul acestuia, ci și de o nemulțumire reală și în mare parte justificată a publicului în ceea ce privește performanțele fondurilor de pensii.

Pentru a înțelege mai bine evenimentele din Ungaria, trebuie amintit faptul că Viktor Orban a fost încă de la început un oponent al pensiilor private și, nu în ultimul rând, că în vara lui 1998 castiga alegerile și își începea primul mandat de prim-ministru. Deși nu putea desființa pensiile private la doar jumătate de an după înființarea lor, a avut o reticență constantă față de ele și a încercat să le submineze pe parcursul celor patru ani de guvernare. Printre altele, a refuzat să crească procentul alocat pensiilor private de la 6% din salariu la 8%, așa cum prevedea proiectul inițial (același lucru s-a întâmplat și în România cu mai multe guverne), a permis întoarcerea la Pilonul 1 până în 2002, în loc de 1999, apoi în 2002 a făcut contribuțiile la Pilonul 2 opționale, fiind nevoie ca deponentii să opteze în mod explicit pentru ele în loc de Pilonul 1.

Nationalizarea din 2010 a fost, asadar, o poveste cu final așteptat. Un oponent vechi al pensiilor private a profitat de slăbiciunile acestora, provocate în parte chiar de el în trecut, pentru a face o mișcare pe care și-ar fi dorit să o facă de mult.

Precedentul polonez

Povestea fondurilor de pensii poloneze e probabil cea mai apropiată de cea din România, dar și cea mai ciudată dintre toate. Sistemul a fost înființat în 1999, la doar un an după cel din Ungaria, și s-a bazat tot pe trei piloni, cel mai important rămânând la Stat, al doilea fiind privat obligatoriu și al treilea privat facultativ. Pe parcurs au fost introduse și conturi individuale facultative, pentru a compensa lipsa de succes a fondurilor de pensii facultative, însă nici acestea nu au avut un succes mai mare.

Fondurile obligatorii au avut o dezvoltare sustinută, ajungând ca în 2013 să dețină active echivalente cu 18,48% din PIB (<https://fred.stlouisfed.org/series/DDDI13PLA156NWDB>), acumulate în 14 ani de activitate. Modul de organizare (încă) este

similar cu cel din Romania, cu fonduri de pensii administrate in cea mai mare parte de subsidiare ale unor institutii financiare internationale si cu bariere mari la intrarea pe piata. De aici au aparut avantajele, dar si dezavantajele aferente. Pe de o parte, fondurile au atins masa critica necesara pentru a asigura profitabilitatea administratorilor, iar variatiile intre performantele lor nu sunt atat de dramatice cum au fost in Ungaria. Pe de alta parte, lipsa concurentei a dus la comisioane mari si interes scazut pentru maximizarea randamentelor, iar dimensiunile fondurilor le-au facut sa aiba probleme in a gasi suficiente tinte investitionale. In privinta comisiunilor, la fel ca si in Romania, au fost reduse pe parcurs limitele maxime admise, iar in prezent se intentioneaza noi reduceri ale acestora.

Limitele investitionale destul de stricte au facut ca in perioada crizei din 2008 fondurile de pensii poloneze sa nu fie afectate in mod dramatic de prabusirea pietei de actiuni, iar acumularea de capital si finantarea facila pe care o primea Statul prin intermediul acestor instrumente au contribuit la performanta Poloniei, unica in Europa la acel moment, de a nu intra in recesiune. Totusi, ramanerea pe crestere economica s-a facut cu pretul acumularii unor deficite bugetare mari, care au inceput sa puna presiune tot mai mare pe finantele publice ale tarii. In 2010 deficitul bugetar a fost de 7,9%, iar datoria publica ajunsese la finalul anului la 52,9% din PIB, periculos de aproape de nivelul maxim de 60% prevazut in Constitutie.

Motivul principal pentru care s-a ajuns in aceasta situatie a fost lipsa de realism a estimarilor facute la implementarea sistemului, in anul 1999. La momentul respectiv s-a pornit de la ideea ca deficitul provocat fondului public de pensii prin transferul unei parti a banilor la fondurile private va fi finantat din doua surse principale: privatizarea, respectiv reforma sistemului public. Din pacate, ambele variante au fost supraevaluate. Sumele nete atrase din privatizare intre 1999 si 2010 au reprezentat mai putin de jumatate din transferurile catre fondurile de pensii in aceeasi perioada. Reforma sistemului public de pensii a mers chiar mai prost. Daca la inceput se estima ca bugetul de pensii va ajunge pe excedent in 2010, dupa implementarea unor reforme prin care sa fie eliminate mai multe privilegii pentru unele grupuri de beneficiari, realitatea a stat exact invers. De la venituri de 83,1% din cheltuieli in 1999, in 2010 nu doar ca nu s-a ajuns la egalitate intre venituri si cheltuieli, ci procentul a scazut pana la doar 55,7%. Obiceiurile specifice politicianilor est-europeni au facut ca privilegiile din sistemul public de pensii (pensiile speciale, de exemplu) sa fie extinse, in loc sa fie eliminate.

Punand cap la cap toate lucrurile de mai sus, e clar ca pensiile private au fost o dezamagire pentru polonezi, inasa asta s-a intamplat doar pentru ca asteptarile au fost unele exagerate, parcursul asumat la inceput in privinta pensiilor publice nu a fost respectat deloc, iar vointa politica necesara pentru a fi asumat impactul bugetar al transferului de la public la privat a disparut incet incet, sub presiunea electoratului.

Rezultatul a fost o prima reforma a pensiilor private in anul 2011. Cel mai important element al acesteia era reducerea contributiei la fondurile private de la 7,3% la doar 2,3%, restul de 5% ajungand in conturi individuale la institutia care administreaza sistemul public de pensii, dar fiind in realitate folosit pentru plata pensiilor curente. Ulterior, procentul ar fi trebuit sa creasca treptat de la 2,3% pana la 3,5% in 2017. Obiectivul asumat al reformei din 2011 fost asigurarea unui echilibru bugetar, considerandu-se ca finantele publice nu pot suporta o contributie la fondurile de pensii private precum cea hotarata in 1999.

In mod previzibil, bugetul nu a dus-o mai bine nici in noile conditii, iar in 2014 a venit o decizie surprinzatoare, mai ales daca tinem cont de autorul acesteia: premierul pro-european Donald Tusk, care a impus nationalizarea a 51,5% din activele fondurilor de pensii private, mai exact titlurile de stat aflate in portofoliul lor. Explicatiile oficiale au fost lipsite de substanta, mergand mult spre zona populistă (comisioanele mari, pretinsa lipsa de eficienta a fondurilor) si spre bagatelizarea efectelor masurii, care ar fi fost de fapt doar o modificare contabila, din moment ce instrumentele nationalizate erau oricum emise de

Stat. Un amanunt interesant este viteza cu care au fost trecute prin Parlament modificarile: trei zile in camera inferioara si o singura zi in cea superioara.

Guvernul Tusk nu s-a limitat insa la a lua o parte din banii fondurilor de pensii, ci a mers chiar mai departe. In primul rand, participarea la fondurile de pensii private a devenit optionala, iar contributiile celor care nu au facut cerere sa ramana in sistem au fost virate integral la Pilonul 1 de pensii, in aceleasi conturi individuale infiintate in 2011. Mai mult, cererea de a ramane la fondurile private a putut fi facuta doar pe parcursul a trei luni, perioada in care fondurile de pensii nu au avut voie sa-si faca reclama. Urmatorul moment in care s-a mai putut reveni la sistemul privat a fost in 2016, iar in prezent acest lucru se poate face doar o data la patru ani. Ca si cum nu ar fi fost de ajuns, cu 10 ani inainte de pensie incep sa se transfere bani de la pensia privata catre Stat, anuland mare parte din potentialul de capitalizare. Nu in ultimul rand, fondurilor li s-a interzis sa mai investeasca in titluri de stat, ceea ce inseamna pe de o parte un potential de profit mai ridicat, insa pe de alta parte riscuri mai mari decat in mod normal.

Printre efectele evidente ale nationalizarii din 2014 se numara scaderea activelor administrate de fondurile de investitii de la aproape 300 miliarde de zloti (aproximativ 20% din PIB la momentul respectiv) la doar jumatate, scaderea temporara a datoriei publice a Poloniei cu aproximativ 8% (procent „recuperat” ulterior), si mai apoi cresterea ponderii actiunilor in activele fondurilor de pensii pana la 85% in anul 2017. Efectul mai putin vizibil este si cel mai grav: pentru un plus nesemnificativ de bunastare in prezent a fost sacrificata mare parte din bunastarea din viitor.

Daca un premier aparent favorabil economiei de piata a putut lua asemenea masuri, de la noua guvernare instalata in 2015 nici nu se putea astepta mai putin decat desfiintarea fondurilor de pensii private. Ceea ce ar urma sa se si intample, potrivit unui proiect din anul 2016, amanat insa de mai multe ori, cel mai recent deadline fiind iulie 2018. Mai exact, 25% din banii ramasi in fondurile de pensii ar urma sa ajunga la Stat, iar restul sa fie transferati in conturi de investitii individuale voluntare. Pare o finalitate mai buna decat ar fi fost de asteptat, insa deocamdata nu e ceva cert. Exista printre politicienii partidului de guvernament pareri diferite, mergand pana la a trece toti banii la Stat, asa ca va trebui asteptata implementarea efectiva a masurilor pentru a vedea care varianta va fi adoptata. Nici macar dupa acel moment nu se va putea vorbi de vreo certitudine, avand in vedere istoricul de instabilitate din jurul pensiilor private.

Spuneam mai sus ca precedentul Poloniei este cel mai ciudat dintre cele enumerate, iar dupa ce am trecut in revista evenimentele, incepe sa fie clar de ce e atat de ciudat. Chile a facut greselile deschizatorului de drum, nu avea de unde sa invete sa le evite, Argentina a implementat sistemul intr-un moment neinspirat, fiind lovita la scurt timp de faliment si de convulsii sociale, iar in Ungaria s-au combinat greselile de concepere a sistemului cu criza economica din 2008 si cu actiunile unui adversar declarat al pensiilor private, ajuns la putere. In Polonia nu s-a intamplat insa nimic din toate acestea. Sistemul a functionat si si-a aratat din plin efectele prin transformarea pietei de capital poloneze intr-un hub financiar regional, rivalizand cu cel din Austria, si prin contributia la pastrarea pe plus a economiei in perioada 2008-2009. Cazul Poloniei nu este despre pensiile private, ci despre populism, manipularea opiniei publice si tentatia irezistibila de a alege calea cea mai facila, o tentatie careia doar marii oameni de stat ii pot rezista.

Deciziile curtilor constitutionale

O intrebare importanta referitoare la pensiile private din Romania este daca activele fondurilor private sunt ale deponentilor sau sunt bani publici administrati in sistem privat, asa cum considera reprezentantii Puterii. Ungaria si Polonia ofera doua exemple complet diferite. In Ungaria, Curtea Constitutionala a fost vazuta ca un posibil impediment in calea masurilor de nationalizare a pensiilor private, dar si a celorlalte idei excentrice ale Guvernului. Solutia gasita de Viktor Orban si partidul

sau a fost sa neutralizeze institutia prin mai multe modificari constitutionale, in urma carora Curtea nu a mai avut dreptul sa se pronunte in probleme economice. O solutie la fel de brutala ca si masurile respective, impotriva democratiei, dar care intr-un final a ramas in picioare.

In Polonia nu a fost nevoie de eforturi la fel de mari pentru a legaliza nationalizarea unei parti a activelor din fondurile de pensii. Acolo, Curtea Constitutionala a fost mult mai maleabila, ajungand la o concluzie favorabila atat fostului Guvern, care a pus in practica nationalizarea in 2014, cat si populistilor ajunsi la guvernare in 2015. Mai exact, a fost validata teoria vehiculata si in Romania in aceste zile, aceea ca banii erau de fapt ai Statului, inasa nu erau administrati de acesta, ci de societatile private. Un amanunt interesant este ca decizia a fost anuntata la inceputul lui noiembrie 2015, intre data alegerilor parlamentare castigate de partidul lui Jaroslaw Kaczynski si preluarea efectiva a puterii de catre acesta. Curtea Constitutionala a fost o tinta predilecta a lui Kaczynski, acesta impunand in mod agresiv mai multi judecatori si schimband legislatia in asa fel incat Curtea sa aiba puteri mai mici decat in trecut.

Situatia din Romania este fara indoiala mai apropiata de cea din Polonia. In primul rand, modificarile constitutionale din Ungaria ar fi aproape imposibile in Romania, iar timpul necesar pentru a le realiza ar fi oricum unul enorm. In al doilea rand, Curtea Constitutionala are un istoric mai apropiat de cea din Polonia in privinta deciziilor de acest fel. Avand in vedere decizia surprinzatoare referitoare la conflictul recent dintre Ministerul Justitiei si Presedintie, exista o probabilitate ridicata ca si in cazul unei nationalizari a pensiilor private sa vedem tot o decizie favorabila Guvernului.

Pensiile private in Romania

La fel ca si Polonia, Romania a evitat mai multe dintre greselile facute de-a lungul timpului de tarile care au incercat sa treaca de la sistemul public de pensii la cel privat. Sistemul este unul obligatoriu, maximizand in acest fel contributiile participantilor, iar existenta unor fonduri de pensii reglementate asigura o masa critica pentru ca acestea sa-si desfasoare activitatea in mod profitabil, o volatilitate reduasa a randamentelor si o siguranta mai mare. Evident, exista si reversul medaliei, dar de lipsa competitiei, care duce la comisioane mari si lipsa de interes pentru a obtine randamente mai bune.

Cel de-al doilea efect al lipsei de competitie se vede in portofoliile fondurilor de pensii private obligatorii. La 30 iunie 2017, titlurile de stat aveau ponderi intre 60% si 69% din totalul activelor, cu mult peste nivelul de 51,5% care in Polonia era considerat exagerat. Activele cu potential mai mare de profit, cum sunt actiunile si fondurile de investitii, au ponderi destul de mici in portofoliile fondurilor de pensii, in parte tocmai pentru ca nu exista nicio presiune pentru obtinerea de randamente superioare. Deloc surprinzator in aceste conditii, rata medie de rentabilitate anualizata pentru ultimele 24 de luni, publicata lunar de ASF, a scazut de la 15,99% in iulie 2010 la doar 5,36% in aprilie 2018, reflectand evolutia randamentelor la titlurile de stat, aflate intr-o continua scadere de la infiintarea Pilonului 2 si pana acum.

In cei 10 ani trecuti de la lansarea fondurilor private obligatorii (intre 20 mai 2008 si 25 mai 2018 mai exact), cel mai mare randament anualizat a fost de 9,02%, la fondul administrat de Metropolitan Life. Pe locul al doilea in top se afla la mica distanta NN, cu 8,97%, BCR, 8,79%, Generali, 8,67%, Aegon, 7,93%, Allianz Tiriatic, 7,88%, si BRD, 7,13%. Pe parcursul intregii perioade este vorba de o crestere a valorii unitatilor de fond intre 99,2% si 137,14%, inasa aceasta cifra nu este atat de relevanta pentru pensiile private, unde banii sunt depusi treptat, nu integral la inceput. In acelasi interval (intre mai 2008 si aprilie 2018, pentru care sunt disponibile ultimele date INS), rata inflatiei a fost de 33,84%, ceea ce inseamna o rata anualizata de aproximativ 2,96%. Prin urmare, randamentul in termeni reali al fondurilor private de pensii a fost intre 4,05% si 5,9%, niste valori foarte bune comparativ cu cazul altor tari, mai ales daca vor putea fi pastrate pe termen lung.

Comisiunile maxime pe care au voie să le ceară administratorii fondurilor de pensii private obligatorii sunt ceva mai mici decât în alte țări din regiune, fiind limitate la 2,5% din contribuții și 0,6% din activul net pe an. Chiar și așa, sumele mari administrate fac ca rezultatele financiare ale administratorilor de fonduri să fie spectaculoase în unele cazuri. În 2017, NN Pensii, cel mai mare administrator de fonduri de pensii private, a avut un profit net de 53,4 mil. RON, echivalent cu o marja netă de profit de 38,5% din cifra de afaceri și cu un ROE (rentabilitatea capitalului propriu) de 39,09%, procente semnificativ mai mari decât cele raportate de cei mai profitabili emitenți de la BVB. În mod normal profitul ar fi fost cu circa o treime mai mare, însă a fost afectat de un provizion tehnic în creștere abruptă față de 2016. Allianz Tiriac Pensii a avut un profit net de 51,6 mil. RON, echivalent cu o marja netă de 56,94% și un ROE de 62,85%, Metropolitan Life Pensii un profit de 28,34 mil. RON, marja netă de 51,08% și ROE de 48,51%, Generali Pensii un profit de 15,77 mil. RON, marja netă 45,19% și ROE 22,54%, Aegon Pensii Private profit de 11,38 mil. RON, marja netă de 29,2% și ROE 21,5%, BCR Pensii profit de 7,94 mil. RON, marja netă 23,41% și ROE 7,4% și BRD Pensii un profit de 2,64 mil. RON, marja netă 15,29% și ROE 13,84%.

Se observă că rezultatele cele mai bune sunt la societățile care au cele mai mari active în administrare. La 30 mai 2018, NN avea în administrare 15,47 mld. RON, Allianz Tiriac 9,29 mld. RON, Metropolitan Life 6,14 mld. RON (la 25 mai), Generali 3,69 mld. RON (la 25 mai), Aegon 4,13 mld. RON (29 mai), BCR 2,83 mld. RON (25 mai), iar BRD doar 1,52 mld. RON (25 mai).

La nivelul întregii piețe, activele nete erau la 31 martie de 42,5 mld. RON, echivalent cu 4,95% din Produsul Intern Brut estimat de INS pentru anul 2017, departe de nivelul de 20% atins în Polonia la data naționalizării din 2014. E drept că perioada a fost mai scurtă, iar contribuțiile transferate către Pilonul 2 au fost foarte mici în România la începutul acestui interval de timp.

În anul 2017, au fost virate către fondurile de pensii private obligatorii 7,14 mld. RON, echivalent cu 0,8% din PIB și cu ceva mai mult de un sfert din deficitul bugetar pe anul trecut. Este un procent relativ scăzut raportat la cel din Polonia, acolo unde contribuțiile virate către fondurile de pensii private ajunseseră la 1,58% din PIB în anul 2010, înainte de primele schimbări importante aduse sistemului. Acesta este și unul dintre motivele pentru care activele totale administrate sunt atât de mici comparativ cu cele din Polonia. Transferurile către pensiile private obligatorii au reprezentat doar ceva mai mult de jumătate din deficitul bugetului de asigurări sociale pe 2017, acesta fiind de circa 13,3 mld. RON, potrivit datelor privind execuția bugetară pe 2017 publicate de Ministerul Finanțelor. Asadar, pastrarea acestor bani la stat nu ar contribui în mod semnificativ la echilibrarea Pilonului 1 de pensii.

Concluzii

Greselile, dar și lucrurile bune, făcute de țările care au implementat până acum sistemul de pensii private ne pot oferi câteva lecții valoroase. Le-am trecut mai jos pe cele mai importante dintre ele:

- În primul rând, trebuie evitate cu orice pret așteptările nerealiste. În toate exemplele enumerate mai sus, inițiatorii sistemului de pensii private le-au vândut cetățenilor o poveste feerică, pe care ulterior nu a putut nimeni să o pună în aplicare. Mai ales în momentul de față, când avem un istoric al randamentelor fondurilor de pensii, se pot face calcule realiste din care să rezulte la ce pensie ne putem aștepta în funcție de cât contribuim în timp și se pot ajusta parametrii sistemului în așa fel încât să ajungem la rezultatele dorite.
- Contribuția la pensiile private trebuie să urce, mai devreme sau mai târziu, peste 10%, de preferat spre 20% din salariu. Exemplul chilian, cu 10% contribuție și cu pensii private dezamagitoare după 35 de ani, e foarte relevant în acest sens. Ideea de la care s-a pornit în România (și în alte țări din regiune), aceea a unei pensii

care sa o completeze pe cea de stat, e una proasta si va duce mereu la o deresponsabilizare a ambelor sisteme de pensii. Mai mult, va exista mereu tentatia nationalizarii activelor din fondurile private, un subiect atat de actual in Europa de Est, dar care in Chile nu exista in mod real, in ciuda protestelor unei parti a populatiei. Pe termen lung, un sistem integral privat e singurul care poate ramane in picioare.

- Deficitul sistemului public de pensii provine din transferul de bani catre pensiile private trebuie constientizat si asumat de politicieni si de populatie. Nu e un tabu sa vorbim despre deficitul bugetar provocat de aceasta masura, dar nici nu il putem invoca pe post de motiv pentru dezechilibrele bugetului de stat. El trebuie tinut sub control in principal pe partea de cheltuieli, iar pensiile speciale, o anomalie a tarilor foste comuniste, ar fi un bun punct de plecare.
- Competitia trebuie stimulata. In lipsa acesteia, randamentele fondurilor au de suferit atat din cauza costurilor mai mari de administrare, cat si din cauza lipsei de motivatie a administratorilor. Cazul Ungariei demonstreaza ca un numar mai mare de furnizori ai aceluiasi serviciu nu duce la un rezultat bun, ci dimpotriva. Acestia nu pot acumula masa critica necesara si ajung sa ceara comisioane mai mari, fara sa se imbunatateasca neaparat si performantele. Pe de alta parte, modelul american, despre care nu am discutat aici, arata ca solutia poate veni de la mai multe tipuri de furnizori, care au deja activitate in alte domenii: fonduri de investitii, firme de brokeraj, banci, etc. O extindere a sistemului, pentru a include conturi individuale de pensie deschise la astfel de furnizori de servicii financiare, poate aduce o binevenita concurenta fondurilor de pensii actuale si poate imbunatati raportul cost-beneficiu. Bineinteles, cu conditia sa fie incluse in sistemul obligatoriu de pensii private, nu in cel facultativ, asa cum s-a intamplat in Polonia.
- Fondurile de pensii trebuie incurajate sa investeasca in active cu risc mai ridicat decat titlurile de stat. In caz contrar, in afara de scaderea randamentului multianual, se va ajunge la o dependenta a Statului fata de fondurile de pensii, cu doua efecte posibile: probleme pentru finantele publice atunci cand fondurile vor ajunge la retrageri nete si vor fi nevoite sa vanda din active, respectiv tentatia de a proceda la fel ca Donald Tusk in 2014, rezolvand aceasta dependenta prin nationalizarea detinerilor fondurilor. Nu in ultimul rand, investitiile in alte categorii de active ajung mai usor in economia reala si pot contribui intr-o masura mai mare la cresterea PIB decat cheltuielile statului. Un prim pas pentru aceasta diversificare poate fi trecerea comisiunilor de tranzactionare la costurile suportate de fond, nu la cele ale administratorilor, asa cum se intampla acum, macar in limita unui procent din activul net. Altfel, se vor mentine si starea de pasivitate a fondurilor, si lipsa de interes pentru investitiile in actiuni.
- Plata pensiilor e la fel de importanta ca strangerea banilor pentru ele. In practica, nu se poate plati suma acumulata la pensie pe tot parcursul vietii, asa cum se intampla cu pensia de stat, pentru ca nu se stie cat va trai fiecare pensionar. Plata in transe pe o perioada determinata nu e nici ea o solutie, existand riscul de a ramane fara bani in ultimii ani de viata. La fel cum nu e o solutie nici plata integrala a sumei stransa la iesirea din activitate. Prin urmare, administratorii fondurilor de pensii vor avea sarcina dificila de a calcula ce pensii poate primi fiecare deponent pe tot parcursul vietii, in functie de suma stransa si de speranta de viata, in asa fel incat sumele sa fie cat mai mari, dar fara sa duca la un colaps al fondului. In SUA, acest lucru se face de regula prin intermediul firmelor de asigurari, care vand rente viagere in schimbul banilor acumulati in conturile de investitii, insa e posibil ca in Romania sa apara reglementari din partea ASF sau a Guvernului.
- Trebuie luati in calcul si alti factori decat cei despre care ne-am obisnuit sa vorbim pana acum. Incepand de la Chile si terminand cu tarile din Europa de Est, un element important care a deraiat proiectul conceput initial a fost reprezentat de schimbarile demografice. Scaderea natalitatii si cresterea sperantei de viata au dus deficitul fondurilor publice de pensii dincolo de limitele avute in vedere la implementarea sistemului,

in unele cazuri ele fiind combinate si cu migratia ridicata a tinerilor, asa cum este cazul si cu Romania in prezent. Mai mult, cresterea sperantei de viata are efect direct si asupra pensiilor private, sumele stranse nemaifiind suficiente pentru a primi o pensie decenta, chiar daca in urma cu 30-40 de ani acest lucru parea posibil.

- Educatia financiara a populatiei, in special a tinerilor, trebuie imbunatatita considerabil, iar rolul principal trebuie sa il aiba administratorii din sistemul de pensii private, nu Statul. Niste cetateni informati vor fi mai putin vulnerabili la populism si vor pune chiar presiune pe politicieni sa ia decizii responsabile. Daca oamenii care au iesit in strada pentru apararea justitiei nu fac la fel si pentru a-si apara pensiile private, inseamna ca nu au fost facuti sa inteleaga importanta acestora si nu simt ca e vorba cu adevarat de banii lor. E inca un efect negativ al lipsei concurentei si al banilor care vin indiferent de atitudinea si performantele sistemului. Totusi, el are un efect de bumerang, pentru ca in final indeparteaza populatia de pensiile private, in loc sa o apropie, si duce la pasivitate atunci cand se vehiculeaza in spatiul public idei precum nationalizarea acestora.

Cum te ajuta Prime Analyzer?

Starea pietei, luni, in jur de ora 14:30

Vrei sa stii recomandarile noastre pentru fiecare emitent si la ce ne asteptam in aceasta saptamana?

Raportul saptamanal, vineri, in jur de ora 20:00

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au cumparat institutionalii, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai?

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele intraday pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Stirile sortate pe emitent, Detinerile SIF-urilor si FP si multe altele...



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Info piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO