

Διαχείριση της Περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης

1. Εισαγωγή

Οι προβλεπόμενες υψηλές χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στο μέλλον καθιστούν επιτακτική την αποτελεσματική διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στη χώρα μας. Σε σημαντικό βαθμό η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών αυτών των φορέων αποτελεί προϋπόθεση για την βιωσιμότητα, την επάρκεια και την αξιοπιστία του εθνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Αυτό γίνεται περισσότερο ξεκάθαρο αν αναλογιστούμε ότι οι ασφυκτικοί περιορισμοί στο πλαίσιο διαχείρισης των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης από τις αρχές της δεκαετίας του 1950 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, είχαν σαν αποτέλεσμα την υστέρηση των αποδόσεων των ταμείων σε σχέση με τον πληθωρισμό (αν και, πιθανότατα, συνέβαλαν στην ταχύτερη ανάπτυξη της χώρας, με συνέπεια αύξηση των μισθών και των εισφορών των ασφαλισμένων). Την ίδια περίοδο σειρά ρυθμίσεων οδήγησαν σε σημαντική αύξηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Χωρίς αμφιβολία ένα μέρος της σημερινής κρίσης του ασφαλιστικού συστήματος οφείλεται στις πενιχρές αποδόσεις των αποθεματικών κατά την περίοδο 1950-1994 σε σχέση με την αύξηση των υποχρεώσεων των ταμείων. Επιπρόσθετα, το πρόσφατο επεισόδιο των «δομημένων ομολόγων», έθεσε και πάλι επί τάπητος το ζήτημα της ορθής διαχείρισης των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης

2. Διεθνής εμπειρία

Τα ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης (social security reserve funds) αποτελούν μέρος του δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στα πλαίσια του διανεμητικού συστήματος συντάξεων (pay-as-you-go system). Σκοπός των αποθεματικών είναι η χρηματοδότηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του δημόσιου συστήματος συντάξεων όταν οι εισφορές δεν θα επαρκούν για την πληρωμή των μελλοντικών συντάξεων. Εκτός αυτών, και τα ταμεία αποθεματικών εθνικής σύνταξης (sovereign pension reserve funds) που ιδρύονται απευθείας από την κεντρική κυβέρνηση με στόχο την κάλυψη μελλοντικών ελλειμμάτων του δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, ανήκουν σ' αυτή την κατηγορία (π.χ. το Ασφαλιστικό Κεφάλαιο Αλληλεγγύης Γενεών, ΑΚΑΓΕ, που προβλέπει ο Νόμος 3655/2008, ανήκει στην κατηγορία αποθεματικών ταμείων εθνικής σύνταξης).

Τα στοιχεία του ΟΟΣΑ δείχνουν ότι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται τα δημόσια ταμεία (ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης και εθνικής σύνταξης) ξεπερνούν τα 4 τρισεκατομμύρια ευρώ. Βεβαίως, το ποσό αυτό μεταβάλλεται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στις χρηματαγορές. Στις περισσότερες χώρες υπάρχει ένα ταμείο δημόσιων συντάξεων και ένας φορέας διαχείρισης των αποθεματικών του. Στα ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης συνήθως ο φορέας διακυβέρνησης είναι ενταγμένος στο φορέα διαχείρισης. Στην περίπτωση αυτή τα αποθεματικά είναι υπό τον άμεσο έλεγχο του κράτους ή του φορέα κοινωνικής ασφάλισης. Σε ορισμένες χώρες η διαχείριση των αποθεματικών του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης γίνεται από ανεξάρτητη δημόσια εταιρία διαχείρισης επενδύσεων (π.χ. Καναδάς, Ιρλανδία, Νέα Ζηλανδία), ενώ στη Σουηδία το δημόσιο σύστημα συντάξεων έχει δημιουργήσει πέντε ανεξάρτητες δημόσιες εταιρίες διαχείρισης των αποθεματικών του, με σκοπό να προωθήσει το μεταξύ τους ανταγωνισμό, αλλά και τη διαφοροποίηση της σχέσης κινδύνου/αποδόσεων που μπορούν να επιλέξουν οι ασφαλισμένοι.

Παλαιότερα, τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία επένδυναν συντηρητικά και ήταν υπό πολιτική επιρροή. Όμως, τις τελευταίες δεκαετία υπήρξαν σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και την επενδυτική τους στρατηγική. Οι αλλαγές αυτές είχαν σαν αποτέλεσμα τη σταδιακή μεταβίβαση της διαχείρισης των αποθεματικών σε επαγγελματίες διαχειριστές με στόχο την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων (εντός πλαισίων για τον έλεγχο του επενδυτικού κινδύνου) και τη χαλάρωση του κρατικού εναγκαλισμού και, συνακόλουθα, την εγκατάλειψη της τακτικής της χρηματοδότησης των κρατικών ελλειμμάτων από τα πλεονάσματα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Σαν αποτέλεσμα, παρατηρείται τάση μείωσης του ποσοστού των κεφαλαίων που επενδύονται σε ομόλογα και αύξηση επενδύσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και στις εναλλακτικές μορφές επενδύσεων (με αποτέλεσμα τη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου).

3. Ελληνική πραγματικότητα

Με το Νόμο 3655/2008, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης στη χώρα μας περιορίστηκαν από 133 σε 21 (5 φορείς κύριας σύνταξης, 8 φορείς επικουρικής σύνταξης, 5 φορείς πρόνοιας και 3 φορείς υγείας/αλληλοβοηθείας). Οι φορείς αυτοί διαχειρίζονται οι ίδιοι την περιουσία τους, η οποία στα τέλη του Σεπτεμβρίου 2009 αντιστοιχούσε σε λίγο πάνω από το 12% του ΑΕΠ της χώρας. Το ποσοστό αυτό είναι υψηλότερο από ότι στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης με διανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα. Η συνολική περιουσία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2009 ήταν περίπου 31 δις ευρώ. Από το ποσό αυτό, 53% ήταν επενδυμένο σε καταθέσεις (κυρίως στην Τράπεζα της Ελλάδος), 30% σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (συμπεριλαμβανόμενων και των δομημένων), 8% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 4% σε αμοιβαία και 5% σε ακίνητα (αποτιμημένα με αντικειμενικές τιμές).

Το κανονιστικό πλαίσιο διαχείρισης επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων στην Ελλάδα είναι το πλέον περιοριστικό στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα βασικό

του χαρακτηριστικό μέχρι πρόσφατα ήταν το σχετικά χαμηλό ποσοστό επένδυσης σε επενδυτικά προϊόντα υψηλού επενδυτικού κινδύνου (και, επομένως, υψηλών προσδοκωμένων αποδόσεων) και η απαγόρευση επενδύσεων σε τίτλους διαπραγματευόμενους εκτός Ελλάδας (η δυνατότητα επενδύσεων σε τίτλους των χωρών μελών της ευρωζώνης δόθηκε για πρώτη φορά από το Νόμο 3586/2007). Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την απουσία επενδυτικής υποδομής στα ταμεία είχαν σαν αποτέλεσμα να μην αναλαμβάνονται σημαντικές κινήσεις επενδυτικής τακτικής από αυτά. Η κατανομή των επενδύσεων αντικατόπτριζε κατά κύριο λόγο τις κινήσεις των αγορών και όχι συστηματικές και στοχευμένες επενδυτικές αποφάσεις.

Κατά την περίοδο 1997-2009 για την οποία μπορούν να γίνουν εκτιμήσεις, η μέση ετήσια απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ήταν 6,5%. Την ίδια περίοδο η μέση απόδοση καταθέσεων ήταν 5,7% και των κρατικών ομολόγων 6,9%. Εάν τα αποθεματικά είχαν επενδυθεί στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο των ΦΚΑ η μέση ετήσια απόδοση θα ήταν 12,5%, παρά την σημαντική πτώση των μετοχικών αξιών την τριετία 2000-2002 και το κραχ του 2008. Την ίδια περίοδο, ο μέσος πληθωρισμός ήταν 3,6% και, επομένως, πραγματική μέση ετήσια απόδοση ήταν 2,9%. Παρότι το ποσοστό αυτό είναι σημαντικά υψηλότερο των (συνήθως αρνητικών) αποδόσεων των προηγούμενων περιόδων, υπολείπεται σημαντικά των μέσων ετησίων αποδόσεων ταμείων χωρών με μεγαλύτερη εμπειρία και επαγγελματισμό στην διαχείριση χαρτοφυλακίων ταμείων όπως οι ΗΠΑ (4,7%) και η Μεγάλη Βρετανία (5,4%).

Το κύριο χαρακτηριστικό της δομής των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα, το οποίο αντανακλάται και στη διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων είναι ο κατακερματισμός τους. Σε καμία άλλη χώρα του ΟΟΣΑ δεν παρατηρείται τόσο μεγάλος αριθμός (21) φορέων διαχείρισης της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων. Σαν αποτέλεσμα δεν γίνεται εκμετάλλευση των δυνατικών οικονομιών κλίμακας σε όρους εξειδικευμένου προσωπικού, μηχανοργάνωσης, λογισμικού διαχείρισης επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κλπ. Επιπλέον, πολλά από τα προβλήματα διακυβέρνησης των ταμείων οφείλονται

σε αδυναμίες που έχουν την βάση τους στο τρόπο διοίκησης τους (παρεμβατικές διοικητικές πρακτικές, μικρο-διαχείριση από τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων των Ταμείων τα οποία συνήθως δεν έχουν απαιτούμενη γνώση και εμπειρία, έλλειψη αξιολόγησης σε ότι αφορά την επίτευξη στόχων, απουσία αποτελεσματικών μηχανισμών αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων, κλπ).

4. Προτάσεις

α) Πρέπει να μειωθεί δραστικά ο αριθμός των φορέων διαχείρισης των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων. Προτείνεται είτε η δημιουργία μίας εταιρίας διαχείρισης του συνόλου των αποθεματικών του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης (συμπεριλαμβανόμενου και του Ασφαλιστικού Κεφαλαίου Αλληλεγγύης Γενεών), είτε η δημιουργία πολύ μικρού αριθμού τέτοιων εταιριών. Η εταιρία (ή εταιρίες) διαχείρισης θα εποπτεύεται από την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κύριοι μέτοχοι της θα είναι το κράτος και τα ασφαλιστικά ταμεία. Τα διαχειριστικά της αποτελέσματα θα υπόκεινται σε ετήσια αξιολόγηση από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και το Υπουργείο Οικονομικών και θα παρουσιάζονται στη Βουλή. (Η ιδέα της δημιουργίας μιας μόνο εταιρίας διαχείρισης είναι προτιμητέα στην περίπτωση που στο μέλλον υπάρξει ένα ενοποιημένο ταμείο ή θεωρηθεί ότι το κράτος έχει αναλάβει *de facto* ή *de jure* τις υποχρεώσεις όλων των ταμείων και άρα και η περιουσία των ταμείων “ανήκει” στο κράτος, ενώ η δημιουργία περισσότερων εταιριών είναι περισσότερο συμβατή με ένα συνταξιοδοτικό σύστημα του πρώτου πυλώνα στο οποίο υπάρχουν περισσότεροι του ενός φορείς κοινωνικής ασφάλισης).

β) Η εταιρία (ή εταιρίες) διαχείρισης θα προσφέρει στα Ταμεία συμβουλές για τον καθορισμό της Επενδυτικής Πολιτικής του κάθε Ταμείου, σύμφωνα με την αναλογιστική μελέτη που θα εκπονηθεί από την Εθνική Αναλογιστική Αρχή (π.χ. διάρθρωση χαρτοφυλακίου, επενδύσεις στο εσωτερικό ή το

εξωτερικό), την αξιολόγηση της απόδοσης του (δείκτες αναφοράς, κλπ), την επιλογή και αξιολόγηση διαχειριστών, κλπ.

γ) Τα Διοικητικά Συμβούλια των Ταμείων αποτελούνται από αντιπροσώπους του κράτους, των ασφαλισμένων και των εργοδοτών. Ασκούν επιτελικό και όχι διαχειριστικό έργο (καθορισμός, έλεγχος υλοποίησης και αποτίμηση της επενδυτικής στρατηγικής του ταμείου). Σε περίπτωση που δημιουργηθούν περισσότερες της μιας εταιρίες διαχείρισης, το Διοικητικό Συμβούλιο επιλέγει την εταιρία της επιλογής του.

δ) Μετά από διαβούλευση με τους κοινωνικούς εταίρους, το κράτος αποφασίζει σχετικά με το εύρος της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης (μπάντες ποσοστών που μπορούν να επενδυθούν σε μετοχές, ομόλογα, ακίνητα, κεφάλαια υψηλού κινδύνου, διαθέσιμα).

5. Συμπεράσματα

Εν κατακλείδι, η χρηστή διακυβέρνηση, η επαγγελματική διαχείριση και οργάνωση καθώς και η δημιουργία κατάλληλου θεσμικού επενδυτικού πλαισίου που θα παρέχει περισσότερες επενδυτικές επιλογές φαίνεται να αποτελεί μονόδρομο για τη διαφανή και αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων. Και η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών, με τη σειρά της, μπορεί να δώσει μία ανάσα στη δύσκολη πορεία του ασφαλιστικού συστήματος τα επόμενα χρόνια.

Πάνος Τσακλόγλου

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Ιανουάριος 2010