

WOJCIECH WYSZYŃSKI

ZNACZENIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH DLA POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO

WPROWADZENIE

W połowie 1999 roku Zakład Ubezpieczeń Społecznych po raz pierwszy przekazał składki do otwartych funduszy emerytalnych za ubezpieczonych będących członkami OFE. W ciągu następnych prawie 20 lat wartość środków przekazanych do OFE przekroczyła 200 mld zł. W tym czasie system emerytalny przechodził kolejne zmiany, w tym najbardziej radykalną w roku 2014, znoszącą obligatoryjność gromadzenia oszczędności emerytalnych na rynku kapitałowym. Ustanowienie dobrowolności OFE, obniżenie wysokości składki, jaką ubezpieczeni mogą wpłacać do OFE, oraz wprowadzenie tzw. suwaka bezpieczeństwa przyczyniają się do stopniowego zmniejszania się roli OFE – zarówno dla ubezpieczonego (tylko nieznaczna część świadczenia emerytalnego będzie pochodzić z OFE), jak i dla całego rynku finansowego – środki przekazywane przez OFE do ZUS dwukrotnie przewyższają wartość składek przekazywanych do OFE i różnica ta będzie wraz z kolejnymi latami narastać.

Główną przyczyną reformy systemu emerytalnego w 1999 roku była konieczność ograniczenia subsydiowania deficytów Funduszu Ubezpieczeń Społecznych z budżetu państwa, co w dłuższej perspektywie groziło załamaniem się sektora finansów publicznych. Pierwszorzędnym celem stawianym przez ówczesnych projektodawców¹ było doprowadzenie systemu emerytalnego do samofinansowania się

Dr WOJCIECH WYSZYŃSKI – e-mail: wywojt@gmail.com

Poglądy wyrażone w artykule są poglądami osobistymi autora i nie wyrażają oficjalnego stanowiska instytucji, w której jest zatrudniony.

¹ Architektura zreformowanego systemu została opracowana w zespole pod kierownictwem M. Rutkowskiego oraz M. Góry i przedstawiona w dokumencie: *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Reforma*

w długim okresie. Służyć temu miały: utworzenie indywidualnych kont dla każdego ubezpieczonego, oddzielenie fazy akumulacji oszczędności od fazy wypłat oraz wprowadzenie formuły wyliczania świadczenia emerytalnego na bazie zdefiniowanej składki. Mimo wielu zmian, zarówno w części repartycyjnej, jak i kapitałowej systemu emerytalnego, ta fundamentalna zasada nie została dotychczas podważona. Natomiast inne istotne cele systemu, jak choćby dywersyfikacja źródeł finansowania przyszłych świadczeń emerytalnych, zostały w znacznym stopniu ograniczone, tym samym przyczyniając się do powolnego zmniejszenia się roli, jaką OFE będą odgrywały na rynku finansowym.

Przez dwie dekady funkcjonowania na rynku finansowym OFE przyczyniły się w znacznym stopniu do jego rozwoju. Istotna rola funduszy emerytalnych wynikała z relatywnie dużych aktywów, jakimi zarządzały, długiego horyzontu inwestycyjnego oszczędności emerytalnych oraz podnoszenia standardów zarządzania portfelem inwestycyjnym. Bez względu na to, czy i jak zmieniają się ramy prawne funkcjonowania OFE, ich dotychczasowy wpływ na rynek finansowy wydaje się niepodważalny, a niniejszy artykuł jest próbą potwierdzenia tego.

Warto pokusić się o próbę syntetycznego podsumowania wpływu funduszy emerytalnych na rozwój rynku finansowego w Polsce. Rzetelna ocena dotychczasowych doświadczeń powinna pozwolić na wykorzystanie pozytywnych cech towarzyszących funkcjonowaniu OFE oraz ustrzeżeniu się wad przy wysuwaniu kolejnych propozycji zmian w kapitałowej części systemu emerytalnego w Polsce.

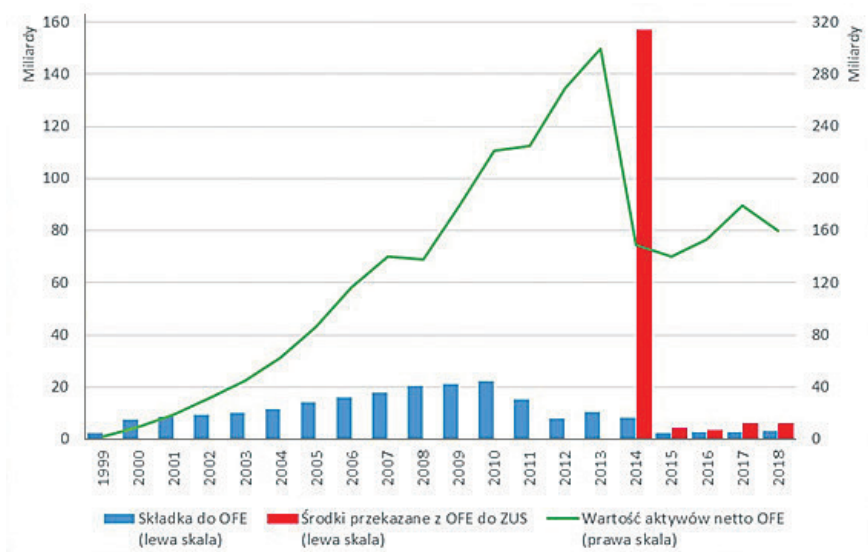
1. SKALA ŚRODKÓW GROMADZONYCH W OFE

Wartość przekazywanych przez ZUS do OFE składek, według pierwotnych założeń systemu, miała zależeć od liczby ubezpieczonych, za których przekazywane są składki, oraz średniej wysokości podstawy naliczania składek na ubezpieczenie emerytalne. W praktyce strumień środków płynących do funduszy emerytalnych w dużej mierze był zdeterminowany przez wysokość składki obowiązującej w danym okresie. Do maja 2011 roku wysokość składki przekazywanej na rachunki członków w OFE wynosiła 7,3% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenia społeczne. W tym czasie wraz ze wzrostem liczby uczestników systemu wartość składek rosła z każdym rokiem, by osiągnąć swoje maksimum na poziomie 22,4 mld

systemu emerytalno-rentowego w Polsce, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego, Warszawa 1997, oraz w książce: M. GÓRA, *Rozważania o systemie emerytalnym w XXI wieku. Kilka uwag na podstawie polskiego systemu*, CASE, Warszawa 2018.

złotych przekazanych w ciągu 2010 roku. Od czerwca 2011 roku wysokość wymiaru składki na OFE została obniżona do poziomu 2,3% i miała w kolejnych latach sukcesywnie rosnąć do poziomu 3,5%. Jednak nie zdążyła ona osiągnąć zakładanego poziomu, gdyż kolejna reforma, od marca 2014 roku, obniżyła wymiar składki do wysokości 2,92%, wprowadzając jednocześnie dla ubezpieczonych dobrowolność przekazywania składek do OFE. W latach 2015-2018 wartość składek przekazanych do OFE oscylowała wokół 3 mld zł rocznie².

Pod koniec 2013 roku ustawodawca zdecydował, iż w dniu 3 lutego 2014 roku³ OFE przekażą na konta ubezpieczonych w ZUS 51,5% aktywów zgromadzonych na rachunkach swoich członków. Łącznie w wyznaczonym dniu przekazano aktywa o wartości 153,2 mld zł, co w wymiarze nominalnym stanowiło równowartość 78% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE do tego dnia.



Wartości środków przekazanych z OFE do ZUS zawierają tylko jednorazowe przekazanie 51,5% aktywów w 2014 roku oraz kwoty przekazane w ramach tzw. suwaka. Nie zawierają natomiast innych rozliczeń, których skala była stosunkowo niewielka.

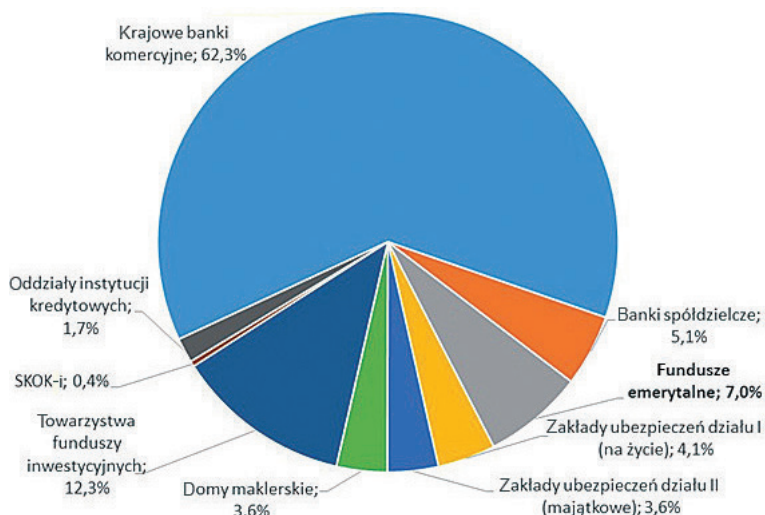
Źródło: ZUS, KNF.

Wykres 1. Wartość przepływów pomiędzy ZUS i OFE oraz poziom aktywów OFE w latach 1999-2018.

² Na podstawie danych zawartych na: www.zus.pl

³ Zmiany w systemie emerytalnym zostały wprowadzone ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.

Obok zmniejszenia strumienia środków napływających do sektora OFE oraz jednorazowego przekazania ponad połowy aktywów do ZUS, istotną zmianą wpływającą na zmniejszenie znaczenia sektora OFE na rynku finansowym było wprowadzenie tzw. suwaka bezpieczeństwa. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami, na dzień lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego przez członka OFE, ZUS zaprzestaje przekazywania składek na jego rachunek, natomiast OFE zaczyna stopniowe umarzenie jednostek (1/120 jednostek każdego miesiąca) i przekazywanie środków na indywidualne subkonto ubezpieczonego w ZUS. W ten sposób ustawodawca rozstrzygnął rozwiązanie dwóch istotnych elementów, brakujących do właściwego funkcjonowania sektora: mechanizmu zmniejszania udziału w portfelu inwestycyjnym instrumentów o dużej zmienności wraz ze zbliżaniem się momentu przejścia na emeryturę oraz systemu wypłat świadczeń emerytalnych z II filara. Łącznie w latach 2014-2018 OFE przekazały w ramach suwaka 23,5 mld zł. Mimo faktu, że łączna suma wpływów z OFE przekroczyła już wartość składek przekazanych im przez ZUS, aktywa na pod koniec 2018 roku wyniosły około 160 mld zł⁴. Warto dodać, że z tych środków finansowane były również opłaty na rzecz instytucji zarządzających.



Źródło: *Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 roku.*

Wykres 2. Struktura aktywów polskiego sektora finansowego na koniec 2017 roku według podmiotów zarządzających.

⁴ Dane statystyczne na podstawie: www.knf.gov.pl

Fundusze emerytalne – OFE wraz z pracowniczymi oraz dobrowolnymi funduszami emerytalnymi – należą do znaczących inwestorów pod względem wartości zarządzanych aktywów. Na koniec 2017 roku zgromadziły one 7% wszystkich aktywów sektora finansowego. Warty odnotowania jest fakt, iż na koniec 2013 roku, czyli w szczytowym momencie, fundusze emerytalne dysponowały aktywami o wartości prawie 300 mld zł, z udziałem 13,4% w aktywach całego sektora finansowego, ustępując jedynie bankom komercyjnym⁵.

2. WPŁYW REFORMY OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH NA ICH ZNACZENIE NA RYNKU FINANSOWYM

Mimo zmniejszenia aktywów OFE w 2014 roku o ponad połowę, mechanizm przekazywania środków do ZUS został zaprojektowany w taki sposób, by minimalizować jego negatywne skutki dla rynku finansowego. Zarządzający funduszami zostali zobowiązani do przekazania w pierwszej kolejności papierów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, które zostały następnie umorzone, obniżając wartość długu Skarbu Państwa o 12% (redukcja długu w relacji do PKB spadła o 5,2 pkt. proc. w ciągu 2014 roku)⁶. Jednocześnie równowartość przekazanych środków została zaewidencjonowana na indywidualnych subkontach ubezpieczonych w ZUS, w konsekwencji zwiększając poziom przyszłych zobowiązań ZUS. Skutkiem powyższej operacji było przesięgowanie oficjalnie rejestrowanego długu jawnego na emerytalny dług ukryty, który będzie musiał być spłacany w przyszłości w postaci wyższych świadczeń emerytalnych z części repartycyjnej systemu emerytalnego. Inną konsekwencją umorzenia obligacji skarbowych znajdujących się w portfelach OFE był znaczny wzrost udziału nierezydentów w długu Skarbu Państwa. Pomiędzy końcem 2013 roku a połową 2014 roku udział inwestorów zagranicznych wzrósł z 51,9% do 60%. Co prawda, w następnych latach udział inwestorów zagranicznych sukcesywnie spadał (w II połowie 2018 roku wynosił około 48%), jednak poziom zadłużenia w wyrażeniu nominalnym już po nieco ponad dwóch latach (w kwietniu 2016 roku) przekroczył poziom z końca stycznia 2014 roku.

W okresie do lutego 2014 roku Skarbowe Papiery Wartościowe stanowiły najważniejszą pozycję w portfelach OFE – przed umorzeniem było to 45,4%, we

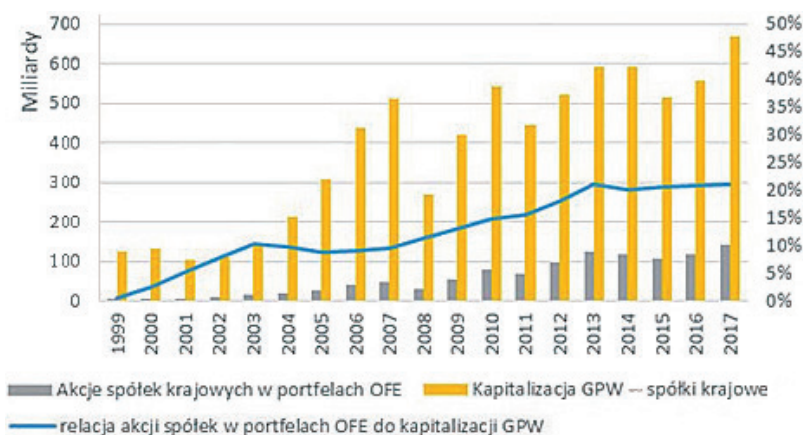
⁵ *Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2013 r.*, UKNF, Warszawa 2014; *Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 r.*, UKNF, Warszawa 2018.

⁶ Wszystkie dane nt. zadłużenia Skarbu Państwa na podstawie danych zawartych na stronie Ministerstwa Finansów: www.mf.gov.pl oraz www.gov.pl/web/finanse/dlug-publiczny

wcześniejszych okresach często przekraczało nawet połowę całego portfela OFE. Tym samym OFE, jako stabilni i długookresowi inwestorzy, odgrywały ważną rolę w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa, ze średnim udziałem w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w okresie marzec 2011-styczeń 2014 na poziomie 21,8%.

Obowiązek przekazania ponad połowy aktywów OFE do ZUS został połączony z zakazem inwestowania w papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, a także, w pierwszych latach, z minimalnym limitem na zaangażowanie w instrumenty udziałowe⁷. Wprowadzenie zakazu posiadania obligacji skarbowych, przy braku wystarczająco rozwiniętych innych segmentów rynku kapitałowego, niejako wymusiło silne zaangażowanie na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Od momentu zmiany limitów inwestycyjnych w 2014 roku i związanej z tym przebudowy portfeli inwestycyjnych przez OFE udział krajowych instrumentów udziałowych nie spadł poniżej 75% wartości całego portfela. Silne zaangażowanie funduszy emerytalnych w akcje przełożyło się na znaczny udział OFE w kapitalizacji GPW. W całej kapitalizacji, łącznie z notowanymi na niej spółkami zagranicznymi, udział OFE wynosił około 10%. Natomiast jeżeli weźmiemy pod uwagę tylko spółki krajowe notowane na GPW, to udział ten od 2014 roku był bardzo stabilny i nigdy nie spadł poniżej 19%, osiągając swoje historyczne maksimum w 2018 roku – przekroczył 20% kapitalizacji.



Źródło: KNF, GPW.

Wykres 3. Wartość spółek w portfelach OFE na tle kapitalizacji GPW w latach 1999-2017.

⁷ W okresie do 31.12.2014 r. instrumenty udziałowe musiały stanowić nie mniej niż 75% portfela OFE, a w następnych okresach: do 31.12.2015 – 55%, do 31.12.2016 – 35%, do 31.12.2017 – 15%, natomiast po 31.12.2017 – brak limitu (art. 35 ustawy z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych).

Mimo stabilnego udziału OFE w kapitalizacji GPW w ostatnich pięciu latach, wartość krajowych instrumentów udziałowych w portfelach OFE ulegała znacznym wahaniom w tym czasie, kształtując się w przedziale od 100 mld zł w połowie 2016 roku, do 142 mld zł pod koniec 2017 roku. Zmiany poziomu wartości akcji w portfelach wynikały z wahań koniunktury na warszawskiej giełdzie, znajdującej swe odzwierciedlenie w cenach akcji spółek giełdowych. Nasuwa się tu wniosek, iż wyniki inwestycyjne osiągnięte przez OFE w około 3/4 zależą od zmiany indeksów cenowych GPW⁸, dlatego nie powinna dziwić wysoka, jak na oczekiwania wobec funduszy emerytalnych, zmienność tych wyników. Wyraźnie można zauważyć wzrost zmienności osiąganych przez OFE stóp zwrotu wraz ze zmianą limitów inwestycyjnych w 2014 roku⁹.

W okresie do reformy z roku 2013 OFE, zasilane składkami z ZUS, regularnie dokupywały akcje spółek notowanych na GPW. Zwłaszcza w okresach dekoniunktury popyt ze strony funduszy emerytalnych był szczególnie odczuwalny. Natomiast w okresach hossy, w celu uniknięcia przekroczenia obowiązujących limitów inwestycyjnych, OFE najczęściej stawały po stronie podaży, zmniejszając liczbę instrumentów udziałowych w swych portfelach. Aktywność OFE na GPW miała zdecydowanie charakter antycykliczny, przyczyniając się do stabilizacji cen na rynku instrumentów udziałowych. Po reformie OFE pozostały znaczącymi inwestorami na GPW, jednak ich rola uległa zmianie. Na przestrzeni czterech lat, od 1 kwietnia 2014 roku do 31 marca 2018 roku, transakcje sprzedaży przez OFE instrumentów udziałowych notowanych na GPW przewyższyły transakcje zakupów o 6,2 mld zł i tylko w 6 na 16 kwartałów w tym okresie wartość zakupów przewyższała wartość sprzedaży¹⁰. W wyniku zmian limitów inwestycyjnych wzrosło zaangażowanie OFE poza granicami kraju. Na koniec marca 2018 roku wartość akcji spółek notowanych na rynkach zagranicznych wyniosła prawie 12 mld zł, co stanowiło 8,5% wartości wszystkich akcji znajdujących się w portfelach OFE. Dla porównania, na koniec III kwartału 2013 roku wartość wszystkich zagranicznych inwestycji OFE, przy prawie dwukrotnie większych aktywach, wynosiła jedynie 4,6 mld zł.

Na koniec I kwartału 2018 roku OFE były zaangażowane w 259 spośród 428 polskich spółek notowanych na GPW (61%), a wartość tego zaangażowania wyniosła 121,7 mld zł (6,9 mld złotych OFE zainwestowały w spółki zagraniczne z GPW). Zarządzający

⁸ Około 3/4 stanowił udział instrumentów notowanych na GPW w portfelach OFE, stąd tak silny wpływ zmian indeksów giełdowych na wyniki inwestycyjne OFE.

⁹ Korelacja pomiędzy indeksem WIG a średnim poziomem wartości jednostki rozrachunkowej OFE (ważonej poziomem aktywów) w okresie od lutego 2014 do listopada 2018 wyniosła 0,986.

¹⁰ Dane na podstawie ukazującej się co pół roku publikacji: *Informacja o działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych*, UKNF, Warszawa.

wyбирали chętniej duże spółki. Łącznie w 105 największych spółkach o kapitalizacji powyżej 0,5 mld zł zaangażowani byli w 100 podmiotach i stanowiły one 95,4% portfela akcji spółek krajowych. OFE posiadały w swych portfelach akcje wszystkich trzynastu polskich spółek na GPW, których kapitalizacja przekraczała 10 mld zł, i stanowiły one 57,5% portfela akcji krajowych. Z drugiej strony łączny udział OFE w kapitalizacji spółek krajowych wynosił ponad 20% oraz posiadały one 40% akcji znajdujących się w wolnym obrocie (*free float*). Po zmianach wprowadzonych w życie w 2014 r. udział OFE w obrotach generowanych na GPW wynosił około 4,5%.

3. WPŁYW OFE NA POZYCJĘ POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

W całej swojej dotychczasowej historii OFE odgrywały ważną rolę na rynku instrumentów udziałowych. Należały one do dużych inwestorów instytucjonalnych z długim horyzontem inwestycyjnym, którzy nie byli narażeni na ryzyko podejmowania gwałtownych ruchów wymuszanych przez inwestorów wycofujących swoje środki. Nie licząc zmian systemowych, takich jak obniżenie poziomu składki, wprowadzenie dobrowolności czy mechanizmu suwaka bezpieczeństwa, zarządzający z dużą precyzją i ze znacznym wyprzedzeniem byli w stanie oszacować wielkość przepływów pomiędzy ZUS i OFE. Napływ znacznego strumienia środków – w latach 2000-2013 ZUS przekazywał rocznie średnio 13,7 mld zł składek – działał stabilizująco na rynek kapitałowy, przyczyniając się m.in. do zamortyzowania przeceny akcji na GPW i ograniczenia spadków wartości indeksów GPW w okresie światowego kryzysu finansowego na przełomie lat 2008 i 2009. To właśnie dzięki składkom kierowanym do OFE zarządzający funduszami byli w stanie generować popyt na przecenione instrumenty.

OFE przyczyniły się tym samym do zwiększenia pozycji konkurencyjnej GPW wobec innych rynków naszego regionu. Napływ środków z ZUS pozwalał zarządzającym na realizację długofalowych strategii inwestycyjnych, dostarczając podmiotom kapitał pozwalający na finansowanie innowacyjnych rozwiązań, podnoszenie poziomu technologicznego czy umożliwienie ekspansji, co z kolei podnosiło konkurencyjność całej polskiej gospodarki¹¹. Stały napływ składek z ZUS, przy braku wypłat z OFE, pozwolił funduszom emerytalnym w krótkim okresie

¹¹ STAŃKO D., *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Poprawa efektywności funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. Propozycje zmian*, raport pod kierownictwem M. Góry, współautorzy A. Chłoń-Domińczak, M. Góra, W. Otto, M. Szymański, ekspertyza dla Kancelarii Premiera RP, Warszawa, sierpień 2010.

osiągnąć wysoką wartość zarządzanych aktywów. Stosunkowo duża skala działalności umożliwiła uzyskiwanie relatywnie dużych przychodów, a dzięki temu także sfinansowanie budowy kompetentnych zespołów analitycznych, które mogły efektywnie zarządzać portfelami inwestycyjnymi, np. poprzez staranny dobór instrumentów, poprzedzony wszechstronnymi analizami. Zarządzający portfelami OFE, w ramach procesu inwestycyjnego, poddają ocenie jakość zarządzania spółkami, a także przejrzystość polityki informacyjnej czy sposób traktowania inwestorów mniejszościowych w tychże spółkach. W wielu podmiotach OFE pełniły aktywną rolę, czynnie uczestnicząc w walnych zgromadzeniach, także delegując swoich przedstawicieli do rad nadzorczych, co bez wątplenia przekładało się na podnoszenie ładu korporacyjnego w tych podmiotach¹². Obecność OFE w danej spółce stanowiła gwarancję wysokiej jakości zarządzania podmiotem, zwiększając jego atrakcyjność, przyczyniając się do napływu nowych inwestorów, wzrostu płynności akcji danego podmiotu i poprawy wiarygodności ich wyceny. Bez roli, jaką odegrały w ostatnich latach OFE, nie udałooby się GPW uzyskać wiodącej pozycji wśród giełd naszego regionu. Na koniec listopada 2018 roku warszawska giełda miała największą kapitalizację spółek krajowych ze wszystkich giełd w Europie Środkowo-Wschodniej, prześcigając nawet giełdę w Wiedniu¹³.

Spośród wszystkich spółek notowanych na GPW zarządzający OFE najchętniej wybierają spółki polskie o największej kapitalizacji. Na koniec 2017 roku prawie 50% wszystkich aktywów OFE, czyli 87,3 mld zł, było ulokowanych w 15 największych spółkach z warszawskiej giełdy, a udział każdej z tych spółek w aktywach OFE przekraczał 1,5%¹⁴. Najwięcej zaangażowano środków w PKO BP S.A. oraz w PKN Orlen S.A., odpowiednio 17,5 oraz 13,8 mld zł, co stanowiło łącznie 22% całego portfela akcji będących w posiadaniu OFE. Czyli ponad 1/5 część wartości portfela funduszy emerytalnych zależy od zmian kursów cen tych dwóch spółek notowanych na GPW. W żadnej z piętnastu największych spółek udział OFE w kapitalizacji nie przekroczył 35%. Łącznie 23 spółki odnotowały udział OFE w kapitalizacji na poziomie przekraczającym 35%, ale były to co najwyżej podmioty średniej wielkości i razem stanowiły zaledwie 8,5% wszystkich aktywów OFE. Największy udział odnotowano w Elektrobudowie S.A., gdzie prawie 79% kapitalizacji spółki należało do OFE. Dodatkowo w sześciu innych spółkach udział OFE przekroczył połowę ich kapitalizacji.

¹² O roli OFE w spółkach wypowiedali się uczestnicy konferencji pt. „Wpływ OFE na gospodarkę i rozwój Giełdy Papierów Wartościowych. Case studies”, która odbyła się 24 kwietnia 2013 r. na GPW, zob. www.pb.pl/goral-i-sobieraj-bronia-ofe-714246

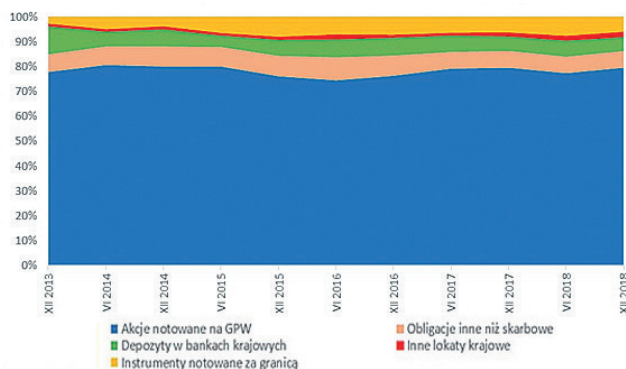
¹³ FESE *Monthly Statistics*, November 2018, www.fese.eu/statistics/

¹⁴ *Biuletyn Roczny. Rynek OFE 2017*, UKNF, Warszawa 2018.

OFE odegrały aktywną rolę w procesie prywatyzacji największych polskich podmiotów będących własnością Skarbu Państwa. W portfelach funduszy emerytalnych znalazły się praktycznie wszystkie największe prywatyzowane spółki: PKO BP S.A., PKN Orlen S.A., PZU S.A., KGHM S.A., PGE S.A. czy spółki węglowe. W ten sposób z jednej strony OFE dostarczały środków finansowych na rynek kapitałowy, z drugiej zaś pozwoliły stać się pośrednio współwłaścicielami prywatyzowanych przedsiębiorstw ponad 16 milionom polskich obywateli.

4. OBECNOŚĆ OFE W INNYCH SEGMENTACH RYNKU KAPITAŁOWEGO

Od momentu wprowadzenia zakazu inwestowania przez OFE w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa głównym składnikiem ich portfela inwestycyjnego są akcje notowane na GPW w Warszawie. Na koniec 2018 roku stanowiły one 79,5% całego portfela. Dodatkowo w instrumenty notowane poza granicami kraju zainwestowano 6,1% portfela. Pozostałe 14,4% portfela ulokowane zostało w inne kategorie instrumentów finansowych, z czego 5,7% w depozytach w bankach krajowych i 6,7% w obligacjach innych niż skarbowe – głównie w obligacje spółek notowanych na rynku regulowanym, a także w tzw. obligacje autostradowe emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz obligacje jednostek samorządowych. Pozostałe prawie 2% portfela zarządzający OFE ulokowali w inne lokaty krajowe¹⁵.



Źródło: KNF.

Wykres 4. Struktura zagregowanego portfela OFE po wyłączeniu instrumentów skarbowych w latach 2013-2018.

¹⁵ Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2018 roku, UKNF, www.knf.gov.pl

Po uwzględnieniu faktu, że zarządzający funduszami nie mogą lokować w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, w ciągu pięciu lat od zmian ustawowych w sektorze OFE struktura portfela inwestycyjnego uległa jedynie niewielkim zmianom. Z porównania głównych kategorii instrumentów wynika, że o 5,7 pkt. proc. zmniejszyło się zaangażowanie w depozytach w bankach krajowych, natomiast zwiększył się udział akcji spółek giełdowych notowanych na rynkach zagranicznych o 3,3 pkt. proc. Udział pozostałych głównych kategorii (akcje krajowe, obligacje nieskarbowe oraz inne instrumenty) zmienił się nieznacznie, choć niektóre pozycje w wyrażeniach kwotowych zanotowały godne odnotowania zmiany. Dla przykładu, wartość listów zastawnych w portfelach OFE wzrosła trzykrotnie – z 1 mld zł na koniec 2013 roku do 3 mld zł na koniec 2018 roku, ale w dalszym ciągu była to nieznaczna pozycja w portfelu, której udział w portfelu wzrósł z 0,6% do 1,8%.

5. POŁOWICZNIE SPEŁNIONE OCZEKIWANIA

OFE odegrały kluczową rolę w rozwoju krajowego rynku instrumentów udziałowych, a w szczególności warszawskiej GPW. Dzięki napływającym z OFE środkom sukcesywnie wzrastała liczba notowanych spółek oraz mogły pojawiać się nowe emisje. Kapitalizacja spółek krajowych notowanych na rynku podstawowym wzrosła z 117,4 mld zł na koniec 1999 roku do 553,7 mld zł w połowie 2018 roku¹⁶. Zarządzający OFE poprzez aktywną rolę na pierwotnym i wtórnym rynku instrumentów skarbowych przyczynili się nie tylko do sprawnego finansowania krajowego zadłużenia Skarbu Państwa, lecz także do zwiększenia udziału inwestorów krajowych w jego finansowaniu. Fundusze emerytalne dysponujące znacznymi środkami finansowymi często dokonywały transakcji zakupu i sprzedaży na rynku wtórnym, przyczyniając się w ten sposób do urealnienia wyceny instrumentów skarbowych.

Niestety rozwój innych segmentów rynku finansowego odbiega od pierwotnych oczekiwań. W szczególności niedostateczny rozwój rynku dłużnych instrumentów innych niż skarbowe nie pozwolił zarządzającym OFE na pożądaną dywersyfikację portfela inwestycyjnego, które w dalszym ciągu stanowią tylko uzupełnienie portfela. O małej atrakcyjności tego segmentu, z punktu widzenia OFE, decyduje przede wszystkim relatywnie niska wartość średniej emisji w stosunku do potrzeb inwestycyjnych OFE. W dużej części niespełnione były także oczekiwania zarządzających co do wiarygodności emitentów, a także fakt, że emisje często kierowane były do

¹⁶ www.gpw.pl

wybranych grup inwestorów. Niestety przez pięć lat od wprowadzenia zakazu posiadania przez OFE instrumentów skarbowych rynek pozostałych instrumentów dłużnych nie rozwinął się na tyle, aby zastąpić w portfelach OFE papiery skarbowe, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wysokiej zmienności osiąganych stóp zwrotu.

OFE okazały się specyficznym rodzajem inwestorów. Zarządzają relatywnie dużymi kapitałami o długim horyzoncie inwestycyjnym i nie mogą sobie pozwolić na szybką przebudowę portfela inwestycyjnego. Nie bez znaczenia są także nałożone na nie limity inwestycyjne oraz obowiązujący do 2014 roku *benchmark* inwestycyjny w postaci minimalnej wymaganej stopy zwrotu wraz z koniecznością pokrycia ewentualnego niedoboru przez PTE. Ten swego rodzaju konserwatyzm strategii inwestycyjnych powodował, że zarządzający nie byli skłonni do lokowania w nowe, niosące ze sobą znaczne ryzyko, instrumenty finansowe. Z nietypowych przedsięwzięć OFE zdecydowały się na finansowanie infrastruktury drogowej poprzez obejmowanie znacznych emisji obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach zawartych w specjalnej ustawie o płatnych autostradach i Krajowym Funduszu Drogowym. Jednak emisja tych obligacji była gwarantowana przez Skarb Państwa i nie mogła od 2014 roku być przedmiotem nowych lokat OFE. Innym instrumentem przyczyniającym się do rozwoju infrastruktury, nabywanym przez OFE, były wspomniane powyżej listy zastawne, jednak ich dotychczasowa emisja jest stosunkowo niewielka, by pozytywnie ocenić rozwój rynku tego typu instrumentów.

PODSUMOWANIE

Abstrahując od oceny skutków funkcjonowania sektora OFE dla finansów publicznych, która nie jest jednoznaczna, a wokół której narosło wiele nieporozumień, fundusze emerytalne przyczyniły się pozytywnie do rozwoju polskiego rynku finansowego. Szczególny udział miały w budowaniu pozycji warszawskiej GPW, przyczyniając się do rozwoju spółek na niej notowanych, a pośrednio do rozwoju całej polskiej gospodarki. Wprowadziły nową jakość w wyznaczaniu standardów *corporate governance* w podmiotach, w których były znaczącymi inwestorami.

Wyniki inwestycyjne OFE w dużej mierze były konsekwencją koniunktury na rynkach finansowych. Jednak porównanie efektywności funduszy emerytalnych z innymi zarządzającymi podobnymi portfelami inwestycyjnymi wychodzi na ich korzyść. Głównie dzięki ingerencji ustawodawcy zmniejszyły się znacznie opłaty obciążające członków OFE, co nie byłoby możliwe bez racjonalizacji określonych kosztów ponoszonych przez podmioty zarządzające funduszami. Między innymi

dzięki wyeliminowaniu pośrednictwa przy pozyskiwaniu uczestników, wprowadzonemu przez ustawodawcę, zarządzający obniżyli opłaty do poziomu, który może być wyznacznikiem dla innych podmiotów odpłatnie zarządzających powierzonymi im aktywami. Należy zaakcentować, iż obniżenie opłat, połączone z racjonalizacją kosztów zarządzania, zwiększyło efektywność oszczędzania dla uczestników, nie zmniejszając przy tym bezpieczeństwa powierzonych przez nich środków, gdyż zarządzający bez problemów wypełniają narzucone im wymogi kapitałowe.

BIBLIOGRAFIA

- Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego, Warszawa 1997.
- BITNER M., BUKOWSKI M., PASTOR K., Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego, WiseEuropa, Warszawa 2016.
- Biuletyn Roczny. Rynek OFE 2017, UKNF, Warszawa 2018.
- Czy oszczędności krajowe będą w stanie finansować długoterminowy wzrost gospodarczy w Polsce? Analiza na zlecenie IGTE, Deloitte, Warszawa 2015.
- Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych. Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych, z. 3, KNUiFE, Warszawa 2004.
- GÓRA M., Rozważania o systemie emerytalnym w XXI wieku. Kilka uwag na podstawie polskiego systemu, CASE, Warszawa 2018.
- Informacja o działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych, publikacja periodyczna, UKNF, Warszawa.
- KAWALEC S., GOZDEK M., Wpływ rozwiązań dotyczących przyszłości OFE na rynek kapitałowy i rozwój gospodarki, Capital Strategy, Warszawa 2013.
- Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków, red. F. Chybalski, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Pension Markets in Focus, OECD, Paryż 2017.
- Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy, UKNF, Warszawa 2016.
- Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2013 roku, UKNF, Warszawa 2014.
- Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 roku, UKNF, Warszawa 2018.
- STAŃKO D., *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Poprawa efektywności funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. Propozycje zmian*, raport pod kierownictwem M. Góry, współautorzy A. Chłoń-Domińczak, M. Góra, W. Otto, M. Szymański, ekspertyza dla Kancelarii Premiera RP, Warszawa, sierpień 2010.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 9/2018. Biuletyn miesięczny, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.

Strony internetowe

- www.fese.eu
www.gov.pl/web/finanse/dlug-publiczny
www.gpw.pl
www.knf.gov.pl
www.mf.gov.pl
www.zus.pl

ZNACZENIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH DLA POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO

Streszczenie

Działające od dwóch dekad otwarte fundusze emerytalne (OFE) są częścią zarówno ubezpieczeń społecznych, jak i rynku finansowego. W ciągu tego czasu były poddawane wielu zmianom, z czego najbardziej istotna była reforma z roku 2014. OFE miały istotny i pozytywny wpływ na rozwój całego rynku finansowego, a w szczególności przyczyniły się do umacniania pozycji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółek akcyjnych tam notowanych. Od czasu reformy w 2014 roku, OFE nie mogą lokować w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, dlatego zaangażowanie w krajowe instrumenty udziałowe w tym czasie wynosiło 75-80% zarządzanych aktywów. Niestety, OFE w znacznie mniejszym stopniu przyczyniły się do rozwoju innych kategorii instrumentów finansowych.

Słowa kluczowe: otwarte fundusze emerytalne; system emerytalny; kapitałowe fundusze emerytalne; rynek finansowy; reforma emerytalna; giełda papierów wartościowych.

THE SIGNIFICANCE OF OPEN PENSION FUNDS FOR THE POLISH FINANCIAL MARKET

Summary

Open Pension Funds (OFE) operating for the last two decades are part of both social security and financial market. During that time they were subject to many amendments, of which the reform of 2014 was the most crucial. They had substantive and positive influence on the development of the whole financial market and in particular contributed to the strengthening of the Warsaw Stock Exchange position and joint-stock companies listed there. Since the reform introduced in 2014 OFE are not allowed to invest in debt instruments issued or guaranteed by the government and that is the main reason for the engagement in the shares of the domestic companies at the level of 75-80% of assets under management. Unfortunately the OFEs did not contributed so significantly to the development of the markets for the other classes of financial instruments.

Key words: open pension funds; pension system; fully-funded pension funds; financial market; pension reform; stock exchange.