

Dr hab. Grzegorz Przekota, prof. PK

Politechnika Koszalińska
ORCID: 0000-0002-9173-2658
e-mail: grzegorz.przekota@tu.koszalin.pl

Dr Anna Szczepańska-Przekota

Politechnika Koszalińska
ORCID: 0000-0002-4002-5072
e-mail: anna.szczepanska-przekota@tu.koszalin.pl

Mgr Krzysztof Czopik

Politechnika Koszalińska
ORCID: 0009-0005-7604-1735
e-mail: krzysztof.czopik@s.tu.koszalin.pl

Ocena efektywności działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych w latach 2010–2022

Assessment of the efficiency of investment activities of open pension funds in the years 2010–2022

Streszczenie

Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) wprowadzone w 1999 roku do polskiego modelu systemu emerytalnego zmieniły postrzeganie oszczędzania na przyszłą emeryturę, wraz z nimi zaczęto upowszechniać system zdefiniowanej składki. Zakres zmian, koszty wdrażania nowego systemu oraz rzeczywiste i spodziewane wyniki OFE wzbudzały wiele społecznych emocji. W artykule przedstawiono charakterystykę otwartych funduszy emerytalnych i wprowadzanych zmian na przestrzeni okresu ich funkcjonowania. Analiza efektywności inwestycyjnej OFE obejmuje porównanie wyników finansowych OFE na tle zmienności indeksu WIG20 oraz 10 letnich obligacji skarbowych. Zakres czasowy badań ustalono na lata 2010–2022. Wyniki badań pozwalają stwierdzić, że notowania funduszy OFE podlegają trendom zgodnym z trendami 10 letnich obligacji, ale ich zmienność jest w stosunku do obligacji znacząca i zależna od zmienności indeksu WIG20. Skłania to do pytań związanych z ryzykiem inwestycyjnym, na jakie narażone są wyniki OFE. Dlatego też złożono propozycje dalszego rozwoju OFE.

Słowa kluczowe

system emerytalny, OFE, filar kapitałowy, stopa zwrotu, zmienność

Abstract

Open Pension Funds (OFE) introduced in 1999 into the Polish model of the pension system changed the perception of saving for future retirement and began to popularise the defined contribution system. The extent of the changes, the cost of implementing the new system and the actual and expected results of OFE aroused a lot of social emotion. The article presents the characteristics of open pension funds and the changes introduced over the period of their operation. The analysis of OFE investment efficiency includes a comparison of OFE financial results against the volatility of the WIG20 index and 10-year treasury bonds. The time range of the research covered the years 2010–2022. The research results show that the financial results of open pension funds follow trends consistent with the trends of 10-year bonds, but their volatility is significant in relation to bonds and depends on the volatility of the WIG20 index. This leads to questions related to the investment risk to which the results of open pension funds are exposed. Therefore, suggestions for the direction of further development of open pension funds have been submitted.

Keywords

pension system, OFE, capital pillar, rate of return, volatility

JEL: H55, J26, J32, G11

Wprowadzenie

Wprowadzenie w 1999 r. filara kapitałowego do polskiego modelu systemu emerytalnego do dziś budzi wiele kontrowersji. Ówczesne prognozy dotyczące finansowania i wypłaty świadczeń po zakończeniu aktywności zawodowej wymusiły wprowadzenie reformy emerytalnej. Antidotum na problemy miało być utworzenie Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) pełniących rolę części kapitałowej nowego systemu (Antonów, 1999, s. 10–15). Ich aktywa miały być inwestowane w różnego rodzaju instrumenty finansowe. Pomnożony kapitał emerytalny miał przyczynić się do zapewnienia adekwatnych świadczeń emerytalnych (Hausner, 2001, s. 210–234).

Wprowadzana reforma nie była tylko modyfikacją istniejącego systemu emerytalnego, ale była radykalną zmianą polegającą na przejściu z modelu repartycyjnego o zdefiniowanym świadczeniu na model oparty o różne formy finansowania i zdefiniowanej składce. Wprowadzono system repartycyjno-kapitałowy (wielofilarowy), zarządzany częściowo przez państwo i prywatne fundusze. Emerytura w przyszłości miała być ściśle powiązana ze składką. Decydentom zależało, aby doprowadzić stopniowo do ograniczenia dostępu do wcześniejszych świadczeń i docelowo obniżyć stopy zastąpienia z obowiązkowej części systemu. Reforma miała na celu poprawę kondycji finansów publicznych, ograniczając wysokość dopłat z budżetu państwa do przyszłych świadczeń (Żukowski, 2011, 167–180).

Celem artykułu jest określenie konsekwencji zmian regulacji funkcjonowania OFE dla ich działalności inwestycyjnej. Na podstawie danych udostępnionych przez Komisję Nadzoru Finansowego, Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i serwis finansowy Sto-oq.pl przeprowadzono ocenę wyników inwestycyjnych Otwartych Funduszy Inwestycyjnych w latach 2010–2022 na tle indeksu WIG20 oraz 10 letnich obligacji skarbowych. Analizowano dane o częstotliwości miesięcznej. W opracowaniu przeanalizowano przyczyny niepowodzenia wprowadzenia do polskiego modelu systemu emerytalnego filara kapitałowego, jakim były OFE. Treść artykułu skupia się na kapitałowym elemencie modelu, jednak nie może być rozpatrywana w odosobnieniu od całego systemu, którego jest częścią.

Reforma systemu emerytalnego i powstanie Otwartych Funduszy Emerytalnych

Dyskusje nad nowym kształtem systemu emerytalnego w Polsce rozpoczęły się po okresie transformacji przełomu lat 80 i 90 ubiegłego stulecia. Jednym z głównych postulatów głoszonych przez twórców reformy wprowadzonej w 1999 r. było poradzenie sobie z finansowaniem skonsolidowanego deficytu sektora finansów publicznych, którego przyczyny upatrywano w zwiększonych wydatkach na ubezpieczenia społeczne. Założeniem było, aby wprowadzanie zmian nie generowało zwiększo-

nych wydatków z budżetu państwa, czego jednak nie udało się osiągnąć (Michalski, 2011, s. 5–35).

Wprowadzanym zmianom w polskim systemie emerytalnym towarzyszy publiczna debata nad ich skutecznością. Szczególną uwagę skupiono na otwartych funduszach emerytalnych i ich efektywności, gdy tak naprawdę postulowane zmiany dotyczyły całego modelu systemu emerytalnego funkcjonującego w odmiennych warunkach demograficznych, ekonomicznych i społecznych niż przed laty. Bezpodstawnymi były oczekiwania, że system będzie w przyszłości zapewniał emerytury na poziomie 70–80% stopy zastąpienia (Chybalski, 2014, s. 135–149). Związane jest to z tym, że współcześnie w sensie makroekonomicznym system emerytalny jest narzędziem bieżącego podziału Produktu Krajowego Brutto (PKB) między pokoleniem emerytów i pokoleniem pracujących (Góra, 2003, s. 66), a w sensie mikroekonomicznym narzędziem wygładzania konsumpcji, alokacji dochodu w cyklu życia lub narzędziem redystrybucji dochodów w czasie dla jednostki (Barr, 2006, s. 15–39).

Jednym z filarów ówczesnej reformy stały się Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) tworząc drugi element modelu – filar kapitałowy systemu zabezpieczenia społecznego. Do zarządzania nimi powołano Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE), instytucje finansowe zarządzające funduszem. Sam otwarty fundusz emerytalny był zbiorem przypisanych członkom indywidualnych kont emerytalnych (Góra, 2011, s. 1–11; Wieteska, 2011, s. 37–49). W celu sprawowania nadzoru nad wszystkimi funduszami, został powołany Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE) włączony w późniejszych latach do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Do poboru składek w ramach OFE został upoważniony ZUS. Oszczędności zgromadzone w filarze kapitałowym, po ukończeniu aktywności zawodowej miały być wypłacane przez prywatne zakłady emerytalne. W wyniku późniejszych zmian ustawowych, do ich powstania jednak nie doszło.

Do 1999 roku nie istniał podział składek na ubezpieczenia społeczne na poszczególne rodzaje ubezpieczeń, ich wysokość nie była przypisana indywidualnie osobom ubezpieczonym (Fandrejewska, 2011). Znaczna część społeczeństwa opłacająca do tej pory składki w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) została objęta nową reformą: obowiązkowo osoby, które w 1999 r. nie ukończyły trzydziestego roku życia, a osoby w wieku od trzydziestego do pięćdziesiątego roku życia mogły wybrać pomiędzy nowym a starym systemem. W starym systemie emerytalnym pozostali Polacy powyżej pięćdziesiątego roku życia, gdyż nie mieli możliwości innego wyboru (Kulapka, 2013, s. 153–163).

Wprowadzone rozwiązania miały motywować uczestników systemu do jak najdłuższego pozostawania na rynku pracy, gdyż przyszła emerytura miała być uzależniona od wysokości zgromadzonego kapitału. Z całkowitej składki na ubezpieczenie emerytalne (19,52% płacy brutto) została wydzielona część (7,3%) na filar kapitałowy. W owym czasie powszechną praktyką, zalecaną przez organizacje międzynarodowe, było konstruowanie

zreformowanych systemów emerytalnych w oparciu o filar kapitałowy. Dużą rolę odgrywał Bank Światowy, który wspierał takie reformy doradztwem technicznym i środkami finansowymi (Błaszczyk, 2020, s. 9–54). W tamtym okresie zastosowany mechanizm nie powodował dodatkowego obciążenia dla uczestników systemu, ale uszczuplał zarządzany przez ZUS Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS). Liczono na to, że wpływy z prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych łącznie z zakładanymi oszczędnościami w związku z likwidacją przywilejów emerytalnych przyczynią się do zbilansowania całego systemu.

W początkowym okresie przekonanie o szansach na duże stopy zwrotu z oszczędności emerytalnych zainwestowanych w rynek kapitałowy było ważnym czynnikiem przemawiającym za wprowadzeniem filara kapitałowego. Wypracowane zyski miał być dodatkowym uzupełnieniem i zabezpieczeniem przed ryzykiem gwarantowanego przez państwo systemu repartycyjnego. Utworzenie filara kapitałowego odegrało znaczącą rolę i przyspieszyło budowę krajowego kapitału, a także przyczyniło się do rozwoju rynku kapitałowego.

Wybór ostatecznego modelu emerytalnego wzbudzał wiele kontrowersji zarówno ze względu na to, że część wprowadzonych rozwiązań było niedostosowanych do warunków makroekonomicznych jak i na sam przebieg procesu politycznego. Objawiało się to po pierwsze tym, że mocno zostały przecenione możliwości finansowania majątkiem prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych okresu przejściowego (Błaszczyk, Nawrot, 2007, s. 71–102). Z założenia wpływy z prywatyzacji miały sfinansować refundację składek do OFE. Wpływy z prywatyzacji w latach 1999–2012 jedynie w 47% zrefundowały przekazanie składek (Dybał, 2014, s. 58). Po drugie budowanie systemu emerytalnego opartego na co najmniej dwóch solidnych filarach pociągało za sobą wysokie koszty. Obowiązek przekazywania części składki do OFE generował poważny ubytek w systemie repartycyjnym i konieczność jego dofinansowania (Kołodziejczyk, 2019, s. 81–94).

Reforma emerytalna dokonała radykalnej zmiany w obrębie konstrukcji modelu emerytalnego. Jej niewątpliwym sukcesem było przekształcenie dotychczas funkcjonującego systemu zdefiniowanego świadczenia na system zdefiniowanej składki. Jednak elementem wzbudzającym negatywne reakcje opinii publicznej były wysokie koszty obsługi filara kapitałowego. W początkowym okresie poziom opłat za zarządzanie dla PTE i ze składek wynosił aż 10% składki. W 2003 r. ustawodawca zmniejszył jej wysokość do 7%, a w konsekwencji do 2014 r. miała wynosić 3,5%. Uczestnicy filara kapitałowego w latach kryzysu na rynkach finansowych (2008), z niepokojem obserwowali wyniki zarządzania przez fundusze i sytuację, w której wysokie zarobki PTE nie szły w parze z wysokimi stopami zwrotu. W tamtym czasie nie istniały mechanizmy uzależniające poziom wynagrodzeń od wyników finansowych uzyskiwanych z inwestycji. W 2009 r. dokonano korekty i ustalono, że wymagany poziom wysokości opłat ma zostać osiągnięty do

początku 2010 r. W 2013 roku opłata została obniżona do najniższego poziomu 1,75% składki (KNF, 2016).

Fundusze emerytalne nie były zmotywowane i nie czuły presji do konkutowania między sobą i tworzenia lepszych warunków do inwestycji dla uczestników. Przyczyniły się do tego regulacje dotyczące limitów inwestowania w poszczególne aktywa finansowe, dopuszczalnych wysokości opłat czy zasad przystępowania do OFE. Sam system okazał się systemem bardzo drogim (Kempa, 2010).

Zgodnie z założeniami reformy nie udało się zrealizować najważniejszego problemu mającego wpływ na zbilansowanie się zreformowanego systemu emerytalnego, a mianowicie doprowadzić do wprowadzenia jednolitych uregulowań przechodzenia na emeryturę i likwidacji przywilejów emerytalnych kosztownych dla systemu (Bugaj, 2018).

Zmiany w obszarze filara kapitałowego

Światowy kryzys finansowy w latach 2007–2009 miał wpływ na pogarszającą się sytuację gospodarczą. Notowania akcji gwałtownie spadały co wiązało się z spadkami wyników inwestycyjnych OFE. Filar kapitałowy systemu emerytalnego został zachwiany i okazało się że wysoka efektywność funduszy nie jest czymś pewnym. Kryzys dotknął przedsiębiorstwa, które mając kłopoty finansowe nie były w stanie realizować zobowiązań względem ZUS, a tym samym systematycznie rosło ich zadłużenie. W 2004 roku wynosiło 734 mln PLN, w 2008 – 1,2 mld PLN, w 2011 – ponad 2 mld PLN. Po wprowadzeniu zmian ustawowych OFE w 2014 roku – 2,7 mld PLN, w 2017 – 3,9 mld PLN. Ponad 70% zadłużenia stanowiły zaległości w stosunku do funduszu emerytalnego Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (Dec, 2018).

Od czasu powstania OFE wprowadzonych zostało wiele istotnych zmian dotyczących ich funkcjonowania. Jesienią 2013 roku odbyła się publiczna debata na temat zmian i przyszłości w polskim systemie emerytalnym w ramach przygotowanego przez rząd dokumentu „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności”. Na tej podstawie rząd w listopadzie przyjął projekt ustawy dotyczącej OFE. Był to kolejny krok w kierunku ich ograniczenia. Aktywa funduszy o wartości 153,15 mld PLN w postaci papierów skarbowych i obligacji rządowych zostały przejęte na rzecz państwa i umorzone. 3 lutego 2014 r. zgodnie z ustawą umorzono 51,5% zapisanych na rachunkach członków OFE jednostek rozrachunkowych. Odpowiadające im aktywa zostały przeniesione do ZUS, a ustawa zmieniła składkę na OFE w wysokości 2,92%. Uczestnicy OFE stanęli przed wyborem czy wolą przekazywać składki na utworzone subkonto w ZUS czy pozostać w OFE. Fundusze wybrało 2,5 mln osób co stanowiło 15,4% wszystkich wcześniejszych uczestników. Dokonano zmiany profilu inwestycyjnego OFE poprzez zakaz inwestowania w gwarantowane przez państwo instrumenty finansowe. Nakazano inwestowanie co najmniej 75% w akcje powodując znaczny wzrost ryzyka. Do po-

ziomu maksimum 1,75% obniżona została opłata na rzecz PTE od składki uczestników funduszy. Ustalono, że przyszłe świadczenia z części kapitałowej będzie wypłacał ZUS. Został ustanowiony „suwak bezpieczeństwa” w celu uniezależnienia wypłaty emerytur od wahań na rynkach finansowych. Działanie to powodowało, że na 10 lat przed przejściem na emeryturę środki z OFE były przekazywane do ZUS i nie były już inwestowane w funduszach. Generalnie zmiany, jakie nastąpiły w 2014 r. były zmianami fundamentalnymi, gdyż dotyczyły zasad przystępowania do OFE, polityki inwestycyjnej, wysokości składek należnych do funduszy oraz opłat pobieranych przez PTE (Nowicki, 2014, s. 12; Matyjaszczyk, 2016, s. 61–76).

Projekt OFE istotnie podważył zaufanie społeczeństwa do instytucji państwowych, które w trakcie swojego funkcjonowania zmieniały reguły działania, co można uznać za największą stratę. Generalnie decydenci przedłożyli bieżące zarządzanie finansami publicznymi i próbę ratowania długu publicznego nad koncepcją długoterminowego budowania kapitału emerytalnego (Łuszczak, 2015, 44–53). Z perspektywy czasu można stwierdzić, że wyprowadzenie części składki z systemu repartycyjnego do filara kapitałowego bez ogólnego jej powiększenia nie było dobrym pomysłem. Jednocześnie jej podwyższenie napotykałoby na opór społeczny. Po 2014 r. sektor OFE dalej funkcjonował. Co roku jego aktywa się uszczuplały w wyniku działania „suwaka”, gdyż więcej środków wypływało niż wpływało do funduszy, pojawiły się problemy z odpowiednią dywersyfikacją portfela inwestycyjnego (Kompa & Wiśniewski, 2015, 245–255). Pomimo tego w dalszym ciągu OFE obejmowało dużą część rynku finansowego. W połowie 2019 r. fundusze dysponowały kapitałem 162 mld PLN posiadając ponad 16 mln członków. Od momentu wprowadzenia zmian w OFE, sytuacja na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych istotnie się pogorszyła. Fundusze straciły rolę długoterminowych i strategicznych inwestorów na giełdzie. Pojawiły się nawet głosy o powrocie do systemu repartycyjnego (Miszczyńska, 2015, s. 159–168).

W 2019 r. powstał pomysł, aby istniejące otwarte fundusze przekształcić na prywatne fundusze inwestycyjne. Przedstawiony przez rząd projekt ustawy o przekształceniu OFE zakładał oddanie Polakom ich oszczędności. Równoległe do tych działań toczyły się prace nad ustawą zmierzającą do wprowadzenia programu oszczędzania w III filarze. Nowy program Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK) został wprowadzony ustawą z października 2018 r., a jej wejście w życie zostało datowane na 1 lipca 2019 roku.

W 2019 roku padły kolejne propozycje zmian w zakresie funkcjonowania OFE, które miały na celu likwidację funduszy i przeniesienie środków do innych podmiotów. Członkowie mieliby wybór transferu na specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) lub do ZUS. Wybór pierwszego wariantu wiązałby się z pobraniem 15% opłaty przekształceniowej zgromadzonych środków na rzecz Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD). Zmiana nazwy funduszy i likwidacja OFE nie

było niczym innym jak prywatyzacją publicznych środków tam zgromadzonych (Ancyparowicz, 2021, s. 5–21). Jak do tej pory nie zostały podjęte żadne działania, pomimo tego że likwidacja OFE wydawała się przesądzona. Zapowiedź przekształceń funkcjonowania modelu otwartych funduszy emerytalnych zawierał „Wieloletni Plan Finansowy Państwa na lata 2020–2022” w ramach „Programu Budowy Kapitału”, którego celem było zwiększenie bezpieczeństwa finansowego obywateli przez stworzenie dobrowolnego kapitałowego systemu oszczędzania w Polsce oraz długoterminowych produktów inwestycyjnych (MF, 2019). „Program Budowy Kapitału” stanowiący część „Strategii na rzecz odpowiedzialnego rozwoju” zarówno z uwagi na brak podjętych decyzji w sprawie OFE, jak i działań osłonowych w związku z Pandemią COVID-19 nie w pełni wszedł w życie.

Na koniec 2022 r. funkcjonowało 10 otwartych funduszy emerytalnych zarządzanych przez 9 powszechnych towarzystw emerytalnych. Były w posiadaniu aktywów 14 891 449 uczestników o łącznej wartości 156,4 mld PLN. Pod względem zarządzanych aktywów dwa największe podmioty miały 52,6% udziału w rynku. W portfelach otwartych funduszy emerytalnych zasadniczą pozycję stanowiły krajowe instrumenty udziałowe (79,4%).

W kolejnych latach wynikający z „suwaka” proces dekumulacji aktywów otwartych funduszy emerytalnych będzie silnie wpływał na wartość zarządzanych przez nie aktywów. Ich uszczuplenie będzie wynikało z wysokości składek przekazywanych do ZUS najliczniejszej grupy osób w funduszach czyli 51 lat i więcej. Są oni bowiem w posiadaniu relatywnie wysokiego kapitału zgromadzonego na swoich rachunkach (KNF, 2022).

Udział OFE w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce

Otwarte fundusze emerytalne jako inwestorzy instytucjonalni w perspektywie długoterminowej odegrały istotną rolę na rynku instrumentów udziałowych. Na rynek kapitałowy stabilizująco działał napływ znacznej wielkości środków, przyczyniając się do niwelowania spadków indeksów giełdowych w latach 2008–2009 podczas kryzysu finansowego. Zarządzający OFE dzięki składkom przekazywanym do OFE byli w stanie dokonywać zakupu przecenionych instrumentów (Wyszyński, 2018, s. 109–122). Dzięki tym działaniom zwiększała się pozycja konkurencyjna GPW. Zarządzający dzięki napływowi środków z ZUS byli w stanie dostarczać podmiotom kapitał na inwestycje co przekładało się na konkurencyjność gospodarki (Stańko, 2010). W krótkim okresie czasu aktywa funduszy emerytalnych uzyskały wysoką wartość. Uzyskiwanie relatywnie dużych przychodów dzięki ogromnej skali działalności dawało OFE możliwość budowania i funkcjonowania wyspecjalizowanych zespołów analitycznych. Dzięki temu możliwe było dokonywanie wszechstronnych analiz i staranny dobór instrumentów w celu efektywnego zarządzania instrumentami finansowymi.

Otwarte fundusze emerytalne odgrywały ważną rolę w wielu podmiotach poprzez delegowanie swoich pracowników do zasiadania w radach nadzorczych i uczestniczenia w walnych zgromadzeniach. Spółki dzięki obecności OFE zwiększały swoją atrakcyjność powodując wzrost płynności akcji i napływ nowych inwestorów. Uzyskanie pozycji lidera GPW wśród giełd regionu nie byłoby możliwe bez roli jaką odegrały OFE (Wyszyński, 2018, s. 109–122).

Ocena efektywności inwestycyjnej OFE

Na wykresie 1 przedstawiono kształtowanie indeksów wartości otwartych funduszy inwestycyjnych. Wartości te powstały jako wskaźniki:

$$i_{t(F)} = \frac{p_{t(F)}}{p_{1.2010(F)}}$$

gdzie:

$p_{t(F)}$ – wartość jednostki uczestnictwa w funduszu w okresie t ;

$p_{1.2010(F)}$ – wartość jednostki uczestnictwa w funduszu w styczniu 2010.

Analogicznie przedstawiono wskaźnik kształtowania indeksu giełdowego WIG20:

$$i_{t(WIG20)} = \frac{p_{t(WIG20)}}{p_{1.2010(WIG20)}}$$

gdzie:

$p_{t(WIG20)}$ – wartość indeksu WIG20 w okresie t ;

$p_{1.2010(WIG20)}$ – wartość jednostki uczestnictwa w funduszu w styczniu 2010.

Natomiast dla szeregu czasowego 10 letnich obligacji skarbowych, korzystając z koncepcji procentu składanego, utworzono wskaźnik:

$$i_{t(Ob)} = i_{t-1(Ob)} \left(1 + \frac{1}{12} \frac{r_{t(Ob)}}{100} \right)$$

$$i_{1(Ob)} = 1$$

gdzie:

$r_{t(Ob)}$ – rentowność obligacji w okresie t .

Takie unormowanie wartości analizowanych szeregów czasowych pozwoliło na ich bezpośrednie porównywanie, a jednocześnie zachowało kształtowanie długoterminowych trendów oraz krótkookresowej zmienności.

To co można zaobserwować na wykresie 1 to przede wszystkim zgodny trend kształtowania wartości jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach emerytalnych z trendem 10 letnich obligacji skarbowych oraz krótkookresowa zmienność zbliżona do zmienności in-

deksu WIG20. Taka sytuacja ma swoje ważne konsekwencje praktyczne, które zostaną omówione w podsumowaniu.

Potwierdzeniem zgodności długookresowego trendu wartości jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych z kształtowaniem wartości obligacji skarbowych są wyznaczone współczynniki korelacji liniowej Pearsona (tabela 1). Wynoszą one od 0,7509 dla Generali OFE do 0,8432 dla NNLife OFE. Zatem w przypadku wszystkich funduszy można mówić o dość silnej korelacji długookresowej z obligacjami skarbowymi.

Inaczej przedstawia się sytuacja dotycząc korelacji wartości jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych z wartością indeksu WIG20. Tutaj uzyskano współczynniki korelacji liniowej Pearsona od $-0,1963$ dla NNLife OFE do $-0,0492$ dla Generali OFE. Zatem tutaj można mówić o bardzo słabej lub nikłej zależności ujemnej. A więc uzyskane trendy można nazwać niezależnymi.

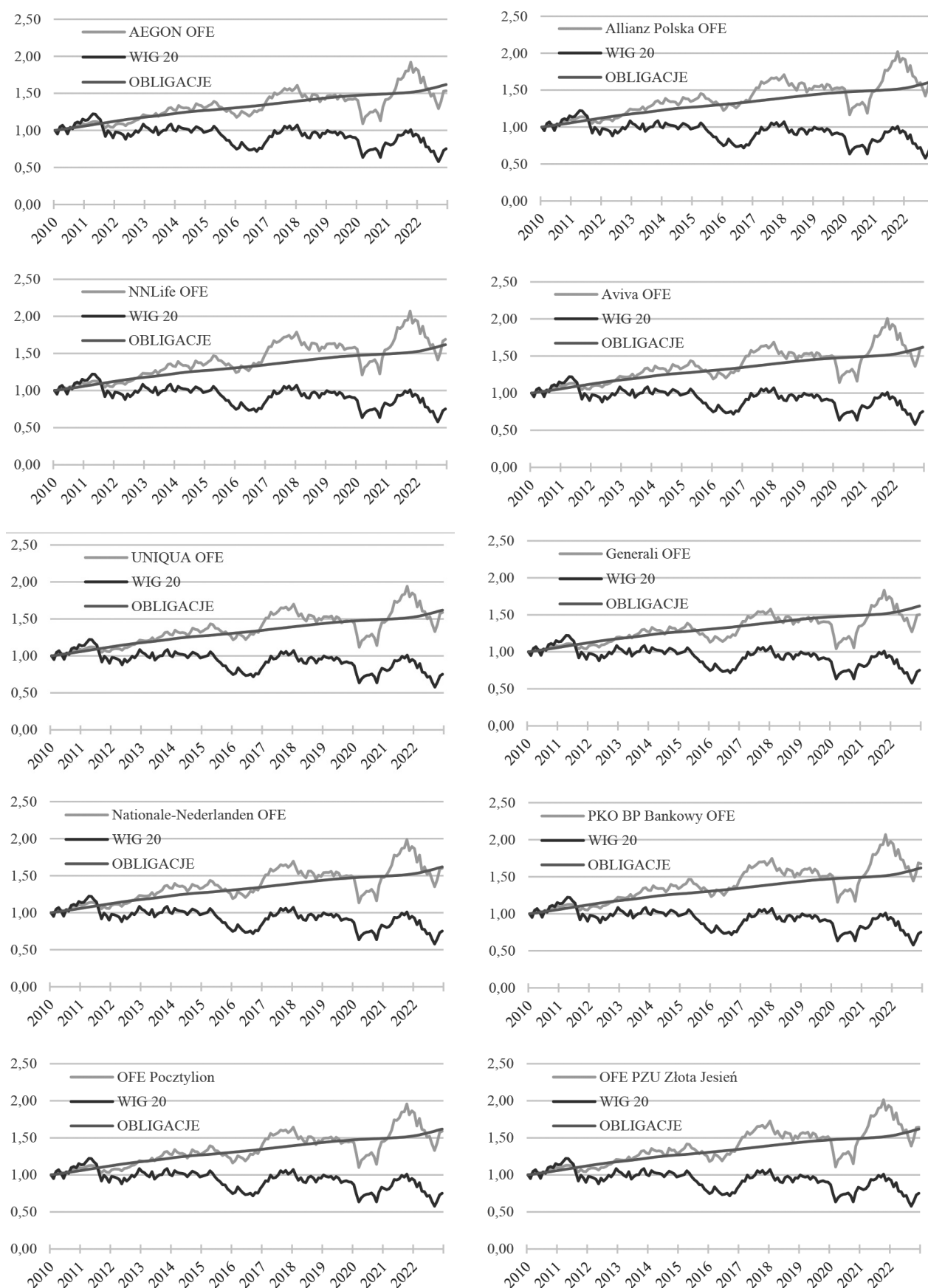
Rentowność funduszy (tabela 1) za lata 2010–2022 wyniosła od 50,3% dla Generali OFE do 69,0% dla NNLife OFE, co daje średnio od 3,2% do 4,1% rocznie (licząc według formuły procentu składanego). W tym samym czasie obligacje przyniosły 61,9% za cały okres, czyli 3,8% rocznie. Na 10 istniejących funduszy wynik co najmniej taki, jaki przyniosły obligacje uzyskało 5 funduszy (Allianz Polska OFE, NNLife OFE, Aviva OFE, PKO BP Bankowy OFE, oraz OFE PZU Złota Jesień). Natomiast indeks WIG20 w ocenianym okresie stracił na wartości 24,8%.

Zmienność notowań wartości jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach emerytalnych zmierzono za pomocą odchylenia standardowego miesięcznych stóp zwrotu (tabela 2). Już pobieżna analiza może wskazywać na podobieństwo w zmienności wartości jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach emerytalnych oraz zmienności indeksu WIG20. Zmienności te są znaczące (od 3,71 p.p. dla Allianz Polska OFE do 4,09 p.p. dla OFE PZU Złota Jesień), chociaż mniejsze od zmienności indeksu WIG20 – 5,68 p.p. Natomiast zmienność notowań obligacji na tym tle jawi się jako znikoma (0,13 punktu procentowego).

Krótkookresowo (stopy zwrotu) zachowanie otwartych funduszy emerytalnych okazywało się zgodne z zachowaniem indeksu WIG20, na co wskazują wysokie wartości współczynników korelacji liniowej Pearsona, od 0,9081 dla PKO BP Bankowy OFE do 0,9237 dla AEGON OFE. Natomiast jest całkowicie niezależne od krótkookresowego zachowania obligacji, tutaj uzyskano współczynniki korelacji liniowej Pearsona od $-0,0681$ dla PKO BP Bankowy OFE do $-0,0495$ dla Generali OFE.

Generalnie uzyskane wyniki pozwalają na stwierdzenie, że długookresowo otwarte fundusze emerytalne przynosiły dobre wyniki inwestycyjne na poziomie obligacji skarbowych, wyraźnie lepsze od indeksu WIG20. Te dobre wyniki inwestycyjne obciążone były jednak znacznym ryzykiem (zmiennością mie-

Wykres 1. Wskaźniki jednostek uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych, indeksu WIG20 oraz 10 letnich obligacji w latach 2010–2012 (styczeń 2010 = 1)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF, GPW, Stooq.pl.

Tabela 1. Współczynniki korelacji dla wskaźników (styczeń 2010 = 1) jednostek uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych, indeksu WIG20 oraz 10 letnich obligacji w latach 2010–2012 (zależności długookresowe)

Fundusz	Rentowność (indeks wzrostu)	Współczynniki korelacji	
		Obligacje (rent. 1,619)	WIG20 (rent. 0,752)
AEGON OFE	1,533	0,7895	–0,1207
Allianz Polska OFE	1,679	0,8285	–0,1790
NNLife OFE	1,690	0,8432	–0,1963
Aviva OFE	1,620	0,8097	–0,1419
UNIQUA OFE	1,588	0,7999	–0,1371
Generali OFE	1,503	0,7509	–0,0492
Nationale-Nederlanden OFE	1,602	0,7976	–0,1197
PKO BP Bankowy OFE	1,674	0,8231	–0,1787
OFE Pocztylion	1,590	0,8023	–0,1387
OFE PZU Złota Jesień	1,643	0,8126	–0,1499

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF, GPW, Stooq.pl.

Tabela 2. Współczynniki korelacji dla miesięcznych stóp zwrotu jednostek uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych, indeksu WIG20 oraz 10 letnich obligacji w latach 2010–2012 (zależności krótkookresowe)

Fundusz	Od. stand. miesięcznych stóp zwrotu	Współczynniki korelacji	
		Obligacje (od.st. 0,0013)	WIG20 (od.st. 0,0568)
AEGON OFE	0,0378	–0,0657	0,9237
Allianz Polska OFE	0,0371	–0,0530	0,9199
NNLife OFE	0,0384	–0,0556	0,9165
Aviva OFE	0,0387	–0,0599	0,9231
UNIQUA OFE	0,0380	–0,0549	0,9193
Generali OFE	0,0387	–0,0495	0,9153
Nationale-Nederlanden OFE	0,0400	–0,0514	0,9198
PKO BP Bankowy OFE	0,0384	–0,0681	0,9081
OFE Pocztylion	0,0391	–0,0648	0,9182
OFE PZU Złota Jesień	0,0409	–0,0671	0,9084

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF, GPW, Stooq.pl.

sięcznych stóp zwrotu), zbliżonym do ryzyka giełdowego, znacznie przekraczającym zmienność notowań obligacji.

Podsumowanie

Funkcjonowanie otwartych funduszy emerytalnych w Polsce budziło i nadal budzi wiele kontrowersji i dyskusji. Ta próba budowy systemu częściowo opartego na rynku kapitałowym zmieniła postrzeganie idei zabezpieczenia ekonomicznego. Utworzenie filara kapitałowego w postaci otwartych funduszy emerytalnych miało być antidotum na problemy w części repartycyjnej systemu.

Samo założenie i powstanie OFE było właściwym kierunkiem tworzenia systemu, z którego w przyszłości miały być wypłacane adekwatne świadczenia zapewniając przy tym stabilność finansów państwa. Jednak wiele błędów systemowych wypaczyło słuszną ideę tworzenia trwałego i efektywnego systemu emerytalnego.

Ograniczenia ustawowe co do możliwości inwestowania prowadziło do lokowania aktywów w bezpieczne instrumenty finansowe, co w okresach prosperity giełdowego nie pozwalało na wykorzystywanie okazji rynkowych (Maziarz, dostęp 2024). Dużym problemem było i nadal pozostaje brak skutecznej edukacji społeczeństwa w zakresie zabezpieczenia społecznego. Propago-

wanie dodatkowego oszczędzania i uświadomienia społeczeństwu, że w obliczu problemów demograficznych niezbędnym jest dodatkowe oszczędzanie w celu zapewnienia środków do życia po zakończeniu aktywności zawodowej. W dalszym ciągu brak jest konkretnych planów rządzących co do dalszego funkcjonowania OFE. Ciągłe brakuje zachęt i motywacji do dalszego pozostawiania i lokowania środków w aktywa funduszy. Można przypuszczać, że jeżeli otwarte fundusze emerytalne w dalszym ciągu będą funkcjonowały bez zmian to będzie ubywać im członków, a ich aktywa będą topnieć. Będą odgrywać marginalną rolę na rynku instytucji finansowych.

Powstaje jednak problem, na ile atrakcyjne jest samo inwestowanie w otwarte fundusze emerytalne. Badania przeprowadzone w pracy pokazują, że rentowność otwartych funduszy emerytalnych kształtuje się średnio na poziomie rentowności obligacji, przy czym zmienność notowań funduszy jest zdecydowanie większa i zbliżona do zmienności rynku akcji. Ta sytuacja stawia pod znakiem zapytania sens lokowania środków finansowych w OFE, szczególnie w okresach wysokich stóp zwrotu z obligacji, gdyż za cenę zwiększonego ryzyka uzyskuje się dochód na poziomie instrumentów, które nie są obciążone ryzykiem. Zgodnie z teorią inwestowania, podejmowanie większego ryzyka powinno być nagradzane większym dochodem. W tym przypadku jednak z takim układem nie mamy do czynienia, a w związku z tym OFE w porównaniu do innych form oszczędzania nie prezentują się jako korzystna i atrakcyjna forma budowania kapitału. Oczywiście odpowiedni termin wyjścia z tego systemu pozwala na uzyskanie większych dochodów, w latach 2010–2022, wyjście z OFE np. w 2017 roku lub w 2021 roku dawało wyraźnie wyższą stopę zwrotu niż

stopa zwrotu z obligacji. Jednak w praktyce nie jest to możliwe do osiągnięcia, gdyż na masowe wchodzenia z OFE rynek zareagowałby spadkiem cen i szybkim zniwelowaniem korzystnej stopy zwrotu.

Wszelkiego rodzaju reformy emerytalne powinny wzbudzać zaufanie społeczeństwa do nich. Zbyt częste modyfikacje ich struktury powodujące niepewność i będą działające w sposób destrukcyjny. Powinny być tworzone w długim horyzoncie czasowym a rozwiązania mieć charakter trwałe. Wprowadzając filar kapitałowy i reformując system emerytalny w Polsce, zabrakło rzetelnej informacji i tłumaczenia koniecznych modyfikacji. Społeczeństwo nie było przekonane o słuszności zmian i nie zostało poinformowane o tym czego może spodziewać się w przyszłości.

Należy poszukiwać nowych pomysłów na zmiany w obszarze konstrukcji i funkcjonowania filara kapitałowego w polskim modelu systemu emerytalnego. Obecne działania skupiają się na istniejących od 2019 roku Pracowniczych Planach Kapitałowych (PPK). Istotnym jest aby zachęcić aktywne zawodowo społeczeństwo do odkładania dodatkowych oszczędności i pomnażania ich na rynku kapitałowym na ryzyko starości. Jednak oferowana społeczeństwu konstrukcja powinna uwzględniać podstawowe założenie teorii inwestowania, czyli oczekiwanie większego dochodu za podjęcie większego ryzyka. Budowa systemu kapitałowego, którego stopy zwrotu będą na poziomie rentowności obligacji nie jawi się jako atrakcyjna forma inwestowania. W takiej sytuacji taki system bez straty dla społeczeństwa, mógłby być zastąpiony systemem opartym o państwowe obligacje, byłby on tańszy w zarządzaniu, a jednocześnie gwarantował ten sam poziom dochodu przy zdecydowanie mniejszym ryzyku. Zatem długoterminowa rentowność jest tutaj czynnikiem kluczowym.

Bibliografia/References

- Ancyparowicz, G. (2021). Finansowe i społeczne aspekty prywatyzacji oszczędności emerytalnych. *Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 26(75), 5–21. DOI 10.22630/PEFIM.2021.26.75.9
- Antonów, K. (1999). Otwarte fundusze emerytalne w systemie zabezpieczenia emerytalnego w Polsce. *Praca i Zabezpieczenie Społeczne*, 11, 10–15.
- Barr, N. & Diamond, P. (2006). The economics of pensions. *Oxford Review of Economics Policy*, 22(1), 15–39.
- Błaszczak, B. (2020). Filar kapitałowy w polskim systemie emerytalnym. Od OFE do PPK. *Gospodarka Narodowa*, 301(1), 9–54. DOI <https://doi.org/10.33119/GN/116616>
- Błaszczak, B. & Nawrot, W. (2007). Postępy w prywatyzacji w Polsce w latach 1991–2006 a sektor niesprywatyzowany, [w:] Zmiany w polskich przedsiębiorstwach. *Własność, Restrukturyzacja, Efektywność, Raporty CASE*, nr 70, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Bugaj, R. (2018). *Polska reforma zabezpieczenia na starość*. Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa.
- Chybalski, F. (2014). Zmiany w polskim systemie emerytalnym a.d. 2014: diagnoza i perspektywy. *Optimum. Studia ekonomiczne*, 4(70), 135–149. Doi:10.15290/ose.2014.04.70.11
- Dec, P. (2018). *Pomoc publiczna w restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Dybał, M. (2014). Finansowanie okresu przejściowego w systemie emerytalnym. *Optimum. Studia Ekonomiczne*, 1(67), 58–70. DOI 10.15290/ose.2014.01.67.05
- Fandrejewska, A. (dostęp 06.06.2023). Koniec wspólnego ubezpieczeniowego wora, *Rzeczpospolita*, <https://www.rp.pl/arttykul/716065-Koniec-wspolnego-ubezpieczeniowego-wora.html>.
- Góra, M. (2003). *System emerytalny*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Góra, M. (2011). Dyskusja dotycząca systemu emerytalnego – Błędna identyfikacja problemów, błędna diagnoza. *Analizy, Biuro Analiz Sejmowych*, 2(46), 1–11.

- Hausner, J. (2001). Security through diversity: Conditions for successful reform of the pension system in Poland. *Reforming the state: fiscal and welfare reform in post-socialist countries*, Cambridge Univ. Press, 210–234.
- Kempa, M. (2010). Wpływ OFE na saldo Funduszu Emerytalnego, *MF Working Papers*, 8, Ministry of Finance in Poland, revised 03 Nov 2010.
- Komisja Nadzoru Finansowego. (2016). *Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy*.
- Komisja Nadzoru Finansowego. (2022). *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2022 roku*.
- Kompa, K. & Wiśniewski, T. (2015). Dywersyfikacja portfeli otwartych funduszy emerytalnych – kaprys czy konieczność? *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 75 (862), 245–255. DOI: 10.18276/frfu.2015.75-20.
- Kołodziejczyk, K. (2019). Przyczyny likwidacji systemu otwartych funduszy emerytalnych. *Rozprawy Ubezpieczeniowe. Konsument na rynku usług finansowych*, 3(33), 81–94. DOI: 10.32078/JOIN.33.06
- Kulapka, P. (2013). Funkcjonowanie systemu emerytalnego w Polsce trzynaście lat po reformie. Konsekwencje dla gospodarki. *Studia ekonomiczne*, 129, Współczesne problemy ekonomiczne : wybrane zagadnienia teoretyczne a praktyka gospodarcza, 153–163.
- Łuszczyk, M. (2015). Zmiany w funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych – implikacje dla finansów publicznych w Polsce. *Studia Ekonomiczne*, 223, 44–53.
- Matyjaszczyk, K. (2016). Koncepcje zmian systemu emerytalnego w latach 1999–2015 w kontekście sytuacji demograficznej w Polsce. *Rozprawy Ubezpieczeniowe. Konsument na rynku usług finansowych*, 3(22), 61–76.
- Maziarz, M. (dostęp 16.02.2024). *Zarządzanie aktywami. Obowiązek moralny a prawo*. https://zbp.pl/getmedia/a2ab2e7b-efee-42dc-a1f7-d4503e61536c/Zarządzanie_aktywami-_Obowizek_moralny_a_prawo.pdf.
- Michalski, T. (2011). Polski system emerytalny – co to za konstrukcja, gdzie i co poprawiać?. *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, 254, 5–35.
- Ministerstwo Finansów. (2019). Wieloletni Plan Finansowy Państwa na lata 2019–2022.
- Miszczyńska, D. (2015). Sytuacja otwartych funduszy emerytalnych w kontekście ostatnich zmian ustawowych – analiza i ocena. *Studia Ekonomiczne*, 235, 159–168.
- Nowicki, D.K. (2014). *Kapitałowy system emerytalny po zmianach – wybrane zagadnienia prawne*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Stańko, D. (2010). *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Poprawa efektywności funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. Propozycje zmian. Raport pod kierownictwem M. Góry, współautorzy A. Chłóń-Domińczak, M. Góra, W. Otto, M. Szymański, ekspertyza dla Kancelarii Premiera RP*, Warszawa.
- Wieteska, S. (2011). Tendencje kształtowania się wysokości opłat pobieranych przez Otwarte Fundusze Emerytalne w Polsce w latach 2000–2008. *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, 254, 37–49.
- Wyszyński, W. (2018). Znaczenie otwartych funduszy emerytalnych dla polskiego rynku finansowego. *Roczniki Ekonomii i Zarządzania*, 10(46), 4, 109–122.
- Zakład Ubezpieczeń Społecznych. (2019). *Informacja o świadczeniach pieniężnych z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niektórych świadczeniach z zabezpieczenia społecznego – IV kwartał 2018/okres I–XII 2018*.
- Żukowski, M. (2011). Reformowanie systemu emerytalnego w Polsce: 1989–2010. *Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*, 173, 167–180.

Grzegorz Przekota, dr hab. prof. PK, Politechnika Koszalińska, Wydział Nauk Ekonomicznych. Od 1999 r. pracownik Politechniki Koszalińskiej. W 2006 roku uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych, a w 2015 stopień doktora habilitowanego nauk ekonomicznych. Autor ponad 100 publikacji z zakresu makroekonomii, finansów i zastosowań metod ilościowych w ekonomii. Laureat konkursu na najlepszy referat naukowy na Kongresie Rynku Kapitałowego. Twórca metody szacowania wymiaru fraktalnego za pomocą podziału pola. Promotor ponad 300 prac licencjackich i magisterskich oraz 1 pracy doktorskiej.

Anna Szczepańska-Przekota, Politechnika Koszalińska, Wydział Nauk Ekonomicznych. Absolwentka Politechniki Koszalińskiej. Doświadczenie zawodowe zdobywała w sektorze bankowym oraz administracji publicznej. W 2017 r. uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych. Od 2018 r. pracownik Politechniki Koszalińskiej. Autorka ponad 30 publikacji z zakresu finansów, ekonomii oraz rynków kapitałowych. Laureat konkursu na najlepszą pracę doktorską organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Promotorka ponad 40 prac licencjackich.

Grzegorz Przekota, since 1999 he works at Koszalin University of Technology. He obtained his PhD in Economics in 2006 and his Habilitation in Finance in 2015. He is the author of more than 100 publications on macroeconomics, finance and the use of quantitative methods in economics. He was the winner of the competition for the best scientific paper at the Capital Market Congress. He is also the creator of the method of fractal dimension estimation using field partitioning. He has been the supervisor of more than 300 bachelor's and master's theses. Supervisor in 1 doctoral dissertation.

Anna Szczepańska-Przekota, since 2018 she has been an employee of Koszalin University of Technology. She gained professional experience in the banking sector and public administration before obtaining her Ph.D. in economics in 2017. Field: Economics and Finance. Interests: empirical research in the field of behavioral finance and the application of quantitative methods to describe the relationship between stock markets and derivatives. Author or co-author of more than 40 national and international scientific publications. Winner of the competition for the best doctoral thesis organised by the Warsaw Stock Exchange. Supervisor over 20 bachelor's theses.

Krzysztof Czopik, Politechnika Koszalińska, Wydział Nauk Ekonomicznych, Zakład Ubezpieczeń Społecznych Oddział w Koszalinie. Absolwent Politechniki Koszalińskiej. Doktorant Szkoły Doktorskiej Politechniki Koszalińskiej w dyscyplinie ekonomia i finanse. Jego zainteresowania naukowe dotyczą modeli systemów emerytalnych. Jest pracownikiem Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, Oddział w Koszalinie, kieruje Wydziałem Kontroli Płatników Składek w Koszalinie. Członek Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego. Ukończył studia podyplomowe w zakresie ubezpieczeń społecznych, rachunkowości i zarządzania zasobami ludzkimi. Posiada dyplom studiów Executive MBA.

Krzysztof Czopik, the author is a PhD student in economics and finance at the Doctoral School of the Koszalin University of Technology. His research focuses on pension system models. He is also an employee of the Social Insurance Institution, Koszalin Branch, where he head the Contribution Payer Control Department. Additionally, he is a member of the Polish Economic Society. He has completed postgraduate studies in social security, accounting, and human resources management and holds an Executive MBA diploma.



PAWEŁ BOGACZ
ZARZĄDZANIE
BEZPIECZEŃSTWEM
NARODOWYM POLSKI

W prezentowanej monografii autor podejmuje zagadnienia zarządzania w dziedzinie bezpieczeństwa narodowego Polski, rozumianego jako proces zapewniania przez władze RP warunków niezbędnych do współpracy między przemysłem obronnym, siłami zbrojnymi, nauką i polityką. Autor odwołuje się do dorobku podejścia systemowego i teorii podejmowania decyzji. Praca stanowi studium przypadku na przykładzie zastosowań metod wielokryterialnych: AHP, ANP, REMBRANDT, DEMATEL.

W badaniu wzięło udział 75 przedstawicieli przemysłu obronnego, sił zbrojnych, nauki, polityki i dyplomacji. Dla każdej z grup badanych opracowano hierarchie czynników, subczynników, wariantów oraz przeprowadzono analizę korzyści, szans, kosztów i ryzyka (BOCR) w odniesieniu do zarządzania w dziedzinie bezpieczeństwa narodowego RP. Respondentami byli eksperci i decydenci, z których część pełni (lub pełniła) najbardziej odpowiedzialne funkcje publiczne.

Książka do nabycia na stronie: www.pwe.com.pl