

# Efektywność i przejrzystość systemu emerytalnego z uwzględnieniem otwartych funduszy emerytalnych

---

*Agnieszka Chłoń-Domińczak*

*Marek Góra*

*Joanna Rutecka*

***Polish Pension Group SGH***

## **Wprowadzenie**

System emerytalny powinien być efektywny i przejrzysty dla jego uczestników. Był to jeden z celów reformy systemu emerytalnego z 1999 r.

**Efektywny** system emerytalny to system<sup>1</sup>:

- Stabilny finansowo:
  - Zapewniający odpowiedni poziom oszczędności emerytalnych oraz zachęty do uczestnictwa w rynku pracy;
  - O rozsądnym koszcie ekonomicznych emerytur publicznych;
  - O zdywersyfikowanych źródłach finansowania systemu emerytalnego;
  - O zdywersyfikowanych źródłach finansowania indywidualnych emerytur;
- Stabilny społecznie
  - Ograniczający ubóstwo wśród seniorów;
  - Ograniczający nierówności dochodowe;
  - Zapewniający adekwatny standard życia na emeryturze.

---

<sup>1</sup>J.C. Ménard (2014), *Pillar integration , basic protection , replacement rates and replacement rate sensitivity in four modern multi pillar pension systems - case of Canada*. ISSA Int. Res. Conf. 3-5 Novemb. 2014, Jerusalem, Israel

**Przejrzystość** funkcjonowania i finansowania systemów emerytalnych związana jest z elastycznym i podnoszonym w związku ze zmianami demograficznymi wiekiem emerytalnym; wcześniejsze emerytury powinny być aktuarialnie zbilansowane. Ponadto, wysokość emerytur powinna być ściśle związana ze składkami wpłacanymi przez cały okres aktywności zawodowej.<sup>2</sup>

Elementami, które miały zapewnić efektywność i przejrzystość polskiego systemu emerytalnego były:

- wprowadzenie indywidualnych kont emerytalnych i uzależnienie wysokości emerytury od wpłaconych składek;
- wprowadzenie jasnych zasad opłacania składek za wybrane okresy braku zatrudnienia, takie jak: pobieranie zasiłku dla bezrobotnych, urlop macierzyński czy urlop wychowawczy;
- obliczenie emerytury z uwzględnieniem długości dalszego trwania życia;
- podział obowiązkowej składki emerytalnej pomiędzy dwa konta: niefinansowe (NDC) i finansowe (FDC);
- dywersyfikacja finansowania przyszłych emerytur przez emerytury finansowane bezpośrednio z bieżącego PKB (w potocznym odbiorze wypłacane z bieżących składek) oraz emerytury finansowane z bieżącego PKB za pośrednictwem rynków finansowych (annuitet, tj. renta dożywotnia z oszczędności gromadzonych w finansowej części systemu emerytalnego);
- wprowadzenie zachęt do gromadzenia dodatkowych oszczędności, przede wszystkim przez stopniowe budowanie zaufania społecznego do długoterminowych oszczędności przez uczestnictwo w otwartych funduszach emerytalnych;
- ustalenie przejrzystych zasad redystrybucji dochodowej przez wprowadzenie finansowanej z podatków dopłaty do emerytury z części systemu NDC plus FDC, jeśli nie osiąga ona poziomu przyjętego za minimalny.

Ważnym elementem przejrzystości systemu emerytalnego była również zakładana stabilność przepisów związanych z nabywaniem uprawnień do emerytury, związana z zapewnieniem przez mechanizm indywidualnych kont i zastosowanie zasad

---

<sup>2</sup> L. Bovenberg, C. Van Ewijk (2012), *The future of multipillar pension systems*, CESifo DICE Rep. 10, 16–20.

aktuarialnych zbilansowania przychodów i zobowiązań systemu emerytalnego w długim okresie.

Odejście od części z tych przesłanek w ramach zmian, które miały miejsce w systemie emerytalnym w okresie od 2000 do 2014 r. , ogranicza przejrzystość i efektywność polskiego systemu emerytalnego.

Powszechny system emerytalny stanowi swoistego rodzaju kontrakt emerytalny zawierany w imieniu kolejnych pokoleń: pracujących dzisiaj i w przyszłości, a także pobierających emerytury: dzisiaj i w przyszłości. Ważne zatem jest, aby kolejne pokolenia miały zaufanie do tego systemu i do stabilności reguł, które w nim obowiązują. Wprowadzanie zmian w tym systemie, które wynikają z bieżących potrzeb politycznych, powoduje zmniejszenie przejrzystości i stabilności, a przez to także zaufania obywateli do systemu emerytalnego. Tymczasem zaufanie kolejnych pokoleń do tego systemu jest podstawą stabilności kontraktu międzypokoleniowego.

## **1. Zarządzenie ryzykiem w systemie emerytalnym**

Efektywność i stabilność systemu emerytalnego związana jest w szczególności z odpowiednim zarządzaniem ryzykiem w systemie emerytalnym. Zarządzanie to odbywa się na poziomie:

- systemowym: władze publiczne (rząd i Parlament) kształtują system emerytalny w odpowiedzi na ujawniające się ryzyka związane z długookresową stabilnością i adekwatnością systemów emerytalnych;
- instytucjonalnym: instytucje zarządzające częściami systemu emerytalnego (Zakład Ubezpieczeń Społecznych, powszechne towarzystwa emerytalne i zakłady emerytalne) zarządzają komponentami systemu emerytalnego, stosując odpowiednie, określone w przepisach prawa mechanizmy;
- indywidualnym: uczestnicy systemu emerytalnego zarządzają indywidualnym ryzykiem poprzez decyzje o uczestnictwie w systemie emerytalnym, w tym w szczególności przez udział w dobrowolnych formach oszczędzania na emeryturę.

Te trzy poziomy zarządzania ryzykiem są ze sobą powiązane – w szczególności, zmiany systemowe skutkują zmianami w sposobie zarządzania ryzykiem na poziomie

instytucjonalnym i indywidualnym. W niniejszej analizie odnosimy się głównie do ryzyk występujących na pierwszych z dwóch z wymienionych poziomów.

Ważnym zadaniem władz publicznych w systemie emerytalnym jest także zarządzanie ryzykiem systemowym, aby zapewnić odpowiednią równowagę międzypokoleniową, stabilność i przejrzystość systemu emerytalnego. Wprowadzane do systemu emerytalnego zmiany powinny uwzględniać te przesłanki – w innym przypadku prowadzą do podważenia zaufania do systemu emerytalnego.

## 2. Ryzyko systemowe w systemie emerytalnym

### 2.1. Stabilność prawa

Zmiany, które zaszły w Polsce w okresie po 2009 r. dotknęły przede wszystkim wymiaru systemowego. Odejście od założeń systemu emerytalnego w zakresie dotyczącym podziału składki i źródeł finansowania przyszłych emerytur, a także przeniesienie i umorzenie obligacji z aktywów otwartych funduszy emerytalnych<sup>3</sup>, według oceny Rzecznika Praw Obywatelskich, podważyły zasadę zaufania obywateli do państwa i prawa. Zdaniem RPO, określone w art. 11 ust. 1 i 2 ustawy nowelizującej warunki wznowienia przekazywania składek do OFE ubezpieczonych, urodzonych po 31 grudnia 1948 r., a przed 1 stycznia 1969 r. (dalej także: w latach 1949-68), którzy na swój wniosek – przez zawarcie umowy – przystąpili do wybranego OFE, kolidują z konstytucyjną zasadą ochrony zaufania do państwa i prawa (art. 2 Konstytucji) oraz stanowią nieproporcjonalne ograniczenie zasady wolności człowieka (art. 31 ust. 1 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji). Rzecznik zwrócił uwagę, że regulacja prawna zawarta w art. 23 ustawy nowelizującej narusza zasadę zaufania do państwa i stanowionego przez nie prawa (zasadę lojalności), której przestrzeganie ma szczególne znaczenie w sytuacji zmiany przepisów kształtujących sytuację prawną członków OFE od początku 1999 r.

Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 4 listopada 2015 roku<sup>4</sup> wskazuje, że w ocenie Trybunału wprowadzone zmiany są zgodne z ustawą zasadniczą. Załączone do

---

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. 2013 poz. 1717).

<sup>4</sup> Trybunał Konstytucyjny. Wyrok z dnia 4 listopada 2015 r., sygn. akt K 1/14 (2015).

uzasadnienia wyroku trzy zdania odrębne wskazują jednak na występujące w tym zakresie wątpliwości. Sędzia Mirosław Granat w zdaniu odrębnym stwierdza, że:

*„(...)zmiana ta nie jest neutralna z punktu widzenia jakości prawa do zabezpieczenia społecznego, lecz członkom OFE nie przyznano prawa do wypowiedzenia się na temat przesunięcia środków zgromadzonych na rachunkach OFE do ZUS. Zabieg ten doprowadził do tego, że ubezpieczeni zostali pozbawieni części kapitału na zabezpieczenie emerytalne (...). Co więcej, kwestionowane rozwiązanie osłabiło poziom ochrony emerytalnej dzisiejszych pracowników, podważając ich zaufanie do państwa i stanowionego przezeń prawa. Kwestionowana zmiana nie zwiększyła bezpieczeństwa i efektywności zabezpieczenia społecznego, a wręcz pogorszyła stabilność tego systemu.”*

Sędzia Teresa Liszcz podkreśla również, że: *„Skoro ustawodawca utworzył taką instytucję ubezpieczenia emerytalnego jak OFE, z którą związane są prawa i interesy milionów obywateli, to może ją reformować tylko z poszanowaniem tych praw i zaufania obywateli do państwa”.*

Wprowadzenie reformy emerytalnej poprzedziły wieloletnie dyskusje, zarówno ze środowiskiem ekspertów, jak i z partnerami społecznymi, a także wielomiesięczne prace parlamentarne. Tempo i sposób wprowadzenia zmian w latach 2009-2013 r. znacząco odbiega od sposobu procedowania przyjętego w latach 1996-1999, co również prowadzi do istotnego wzrostu ryzyka systemowego i rosnącego braku zaufania obywateli do systemu.

Zmiany po 2009 r., które zaszły w systemie emerytalnym w Polsce ujawniły istotne ryzyko o charakterze politycznym, które występuje w polskim systemie emerytalnym na poziomie systemowym.

## 2.2. Zaufanie społeczne do systemu emerytalnego

Wyniki badania „Benchmarki emerytalne”<sup>5</sup> wskazują, że brak zaufania do stabilności systemu oraz niekorzystny wizerunek tworzących go instytucji – wyraźnie akcentowane przez uczestników badania – mają zauważalny, nikły wpływ na zainteresowanie, a w konsekwencji niski poziom wiedzy o polskim systemie emerytalnym. Zmiany fundamentów systemu emerytalnego wpływają na przekonanie o niestabilności systemu, a także brak chęci do bieżącego myślenia o swojej emeryturze, co ilustrują między innymi poniższe cytaty z badań jakościowych:

*„O emeryturze pewnie się myśli wtedy, kiedy ktoś poruszy ten temat, często są to przedstawiciele z firm, które dzwonią i straszą, że jak gdzieś tam nie zrobię sobie kolejnego filaru, to będę miała żadną emeryturę i udowadniają mi to. Bo tak na co dzień, oto raczej się pracuje i nie myśli, co będzie dalej, aż ktoś uświadomi”.*

*„My mamy zgadywać? Nikt tego nie wie, nikt nie ma takich planów, rząd nawet nie jest na to przygotowany, nie ma rozporządzeń na ten temat. Czy ZUS, czy OFE będzie wypłacało, tego nikt nie wie”.*<sup>6</sup>

## 3. Bariery dla przejrzystości systemu emerytalnego

Powszechny system emerytalny obejmuje swoim zasięgiem większość obywateli. Zapewnienie jego przejrzystości związane jest również z podejmowaniem działań mających na celu zapewnienie pełnego zrozumienia zasad obowiązujących w systemie, przekazywania przejrzystej i zrozumiałej dla obywateli informacji dotyczącej ich uczestnictwa w systemie emerytalnym.

### 3.1. Zrozumiałość informacji w systemie emerytalnym

Ważnym wyzwaniem dla budowania przejrzystości systemu emerytalnego jest przekazywanie odpowiedniej i czytelnej informacji do obecnych i przyszłych uczestników tego systemu. Obecnie w Polsce nie ma systemowych rozwiązań wspierających budowanie wiedzy obywateli w obszarze ich emerytur. Wiedza o systemie emerytalnym czerpana jest głównie z mass-mediów<sup>7</sup>, a jej poszerzenie

---

<sup>5</sup> A. Chłoń-Domińczak, M. Kawiński, D. Stańko (2013), *System oceny i prezentacji wyników inwestycyjnych kapitałowych systemów emerytalnych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

<sup>6</sup> Ibidem. s. 193.

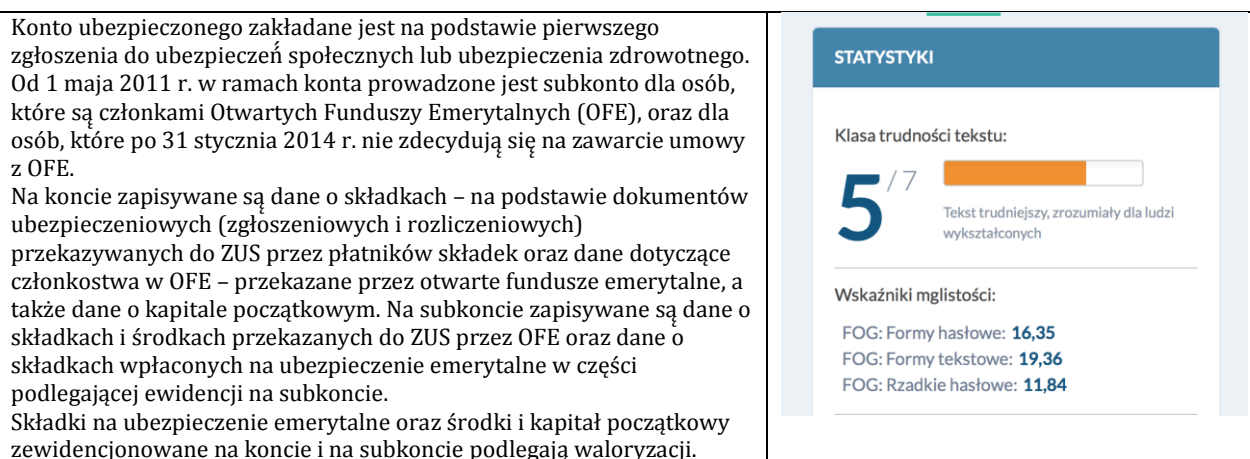
<sup>7</sup> CBOS. Oceny instytucji publicznych. Komunikat z badań CBOS (2015).

następuje głównie za pośrednictwem Internetu. Cytowane badanie wskazuje również na to, że źródłem przystępnej i przekazywanej w naturalnym języku informacji na temat ogólnie systemu emerytalnego, a w szczególności otwartych funduszy emerytalnych (OFE) są przedstawiciele PTE. Z drugiej strony, postrzegani oni byli jako nieobiektywni i mało wiarygodni, skupieni na zysku swoich pracodawców. Pomimo to, stymulowali oni do myślenia o własnej emeryturze i przyszłych formach zabezpieczenia emerytalnego.

Wyniki badań wskazują natomiast, że instytucją która nie stanowi rozpoznawalnego źródła informacji o systemie emerytalnym jest Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Może to wynikać z języka przekazu stosowanego przez ZUS. Informacja którą otrzymują osoby objęte ubezpieczeniem społecznym, w tym przede wszystkim informacja o stanie konta są zrozumiałe dla relatywnie niewielkiej grupy osób.

Przykładem braku zrozumiałości informacji ZUS jest analiza tekstu broszury informacyjnej „Twoje konto w ZUS: co powinieneś wiedzieć?”<sup>8</sup> z wykorzystaniem narzędzia do mierzenia zrozumiałości polskich tekstów JASNOPIS<sup>9</sup> (Rysunek 1). Ocena wskazuje, że tekst broszury jest zrozumiały dla ludzi posiadających wykształcenie wyższe, co stanowi istotną barierę informacyjną dla osób ubezpieczonych. Zrozumienie użytych form tekstowych wymaga ponad 19 lat nauki łącznie (Wskaźnik mglistości FOG).

### Rysunek 1. Zrozumiałość tekstu broszury dotyczącej konta w ZUS



Źródło: analiza autorów z wykorzystaniem aplikacji JASNOPIS <http://jasnopis.pl/aplikacja>

Wyniki cytowanych badań wskazują również na to, że w znacznej części negatywna ocena całości systemu emerytalnego wynika z:

<sup>8</sup> [http://www.zus.pl/files/Twoje\\_konto\\_w\\_ZUS.pdf](http://www.zus.pl/files/Twoje_konto_w_ZUS.pdf)

<sup>9</sup> <http://jasnopis.pl/#home>

- niskiego poziomu wiedzy dotyczącej konstrukcji systemu oraz mechanizmów decydujących o jego efektywności;
- braku spójnej komunikacji edukacyjnej mającej przekazać podstawy założeń zabezpieczeń emerytalnych;
- zbyt częstych i niezrozumiałych zmian zasad formalno-prawnych;
- nieprzejrzystości i wysokiego stopnia skomplikowania systemu;
- niezgodności funkcjonowania systemu z potocznymi wyobrażeniami.

### **3.2. Dostęp do informacji w systemie emerytalnym**

W okresie 2010-2013 nie zostały podjęte żadne istotne działania publiczne, aby zwiększyć zakres i dostępność informacji dotyczących systemu emerytalnego. Co więcej, zakaz przekazywania informacji i reklamy otwartych funduszy emerytalnych, wprowadzony nowelizacją ustawy w 2013 r. przyczynił się do wzrostu barier informacyjnych, w tym bariery refutacyjnej. Wskazuje na to w swoim orzeczeniu TK: „Trybunał dostrzegł wpływ zakazu reklamy na sytuację OFE i faktyczne możliwości informowania o ich usługach i przewadze konkurencyjnej. Reklama funduszy służy nie tylko przekonaniu ubezpieczonych do uczestnictwa w filarze kapitałowym w ogóle. Jest także adresowana do osób zdecydowanych na uczestniczenie w filarze kapitałowym do wyboru konkretnego funduszu. OFE konkurują o ubezpieczonego nie tylko z ZUS-em, lecz także między sobą. Całkowity zakaz reklamy odnoszącej się do OFE obowiązujący w okresie od 1 stycznia do 31 lipca każdego roku, w którym ubezpieczeni mogą podejmować decyzję co do przekazywania części składki do OFE lub ZUS, czyli w okresach, w których przewidywane są największe transfery między funduszami, ogranicza możliwość konkurowania między samymi funduszami. Ustawodawca nie wyważył odpowiednio ciężaru ograniczenia z korzyściami płynącymi dla ubezpieczonych, ponieważ – w ostatecznym rozrachunku – również ubezpieczeni tracą możliwość uzyskania rzetelnej informacji o ofercie funduszy.”<sup>3</sup>.

Pomimo braku możliwości prowadzenia działań informacyjnych, należy odnotować, że w okresie od listopada 2013 r. do marca 2015 r. oceny OFE wśród Polaków nie zmieniły się znacząco, tj. OFE dobrze ocenia dwukrotnie mniej respondentów niż jest tych, którzy mają zdanie przeciwne. Niemal połowa badanych ma trudności z oceną działania tych instytucji. Polacy są bardziej zdecydowani w ocenie ZUS. Od listopada 2013 do marca 2015 o 8 punktów procentowych wzrósł udział respondentów, którzy źle oceniają tę



instytucję, jednocześnie zmalała grupa osób nie mających zadeklarowanej opinii na temat ZUS (Tabela 1). W efekcie, ZUS jest źle oceniany przez większą grupę osób niż OFE, a jednocześnie również więcej osób wystawia ZUS-owi ocenę dobrą.

**Tabela 1. Oceny ZUS i OFE wśród Polaków, 2010-2015**

Oceny ZUS	Wskazania respondentów według terminów badań															Zmiany XI '13 – III '15	
	2010			2011			2012			2013			2014				2015
	IV	I	II	III	IV	IX	III	IX	III	VII	IX	XI	III	IV	IX		III
	w procentach																
<b>Dobra</b>	22	35	27	36	29	35	28	32	26	26	32	28	30	29	32	28	0
<b>Źła</b>	59	44	52	48	50	49	57	54	54	51	51	51	57	51	54	59	+8
<b>Trudno powiedzieć</b>	19	21	21	16	21	16	15	14	20	23	17	21	13	20	14	13	-8

Oceny OFE	Wskazania respondentów według terminów badań															Zmiany XI '13 – III '15
	2011			2012			2013			2014			2015			
	II	III	IV	IX	III	IX	III	VII	IX	XI	III	IV	IX	III		
	w procentach															
<b>Dobra</b>	21	29	24	27	17	20	21	16	17	19	21	21	21	18	18	-1
<b>Źła</b>	34	33	32	34	44	41	35	38	43	37	40	33	34	37	37	0
<b>Trudno powiedzieć</b>	45	38	44	39	39	39	44	46	40	44	39	46	45	45	45	+1

Źródło: CBOS.

#### 4. Ryzyko w części kapitałowej na skutek zmian w systemie emerytalnym

Ustawa z 6 listopada 2013 r. wprowadziła szereg rozwiązań mających istotny wpływ na ryzyko związane z zarządzaniem aktywami w kapitałowej części systemu emerytalnego. Są to po pierwsze zmiany mające wpływ na kształtowanie przepływów finansowych w otwartych funduszach emerytalnych, a co za tym idzie kształtujących wartość aktywów gromadzonych w OFE. Po drugie, wprowadzone wymagania dotyczące inwestowania aktywów, w tym wysokie minimalne limity inwestowania aktywów w akcje, potencjalnie rodzą skutki w postaci zwiększenia zmienności wartości jednostek rozrachunkowych

otwartych funduszy emerytalnych (co oznacza zwiększone ryzyko inwestycyjne). Zmienione limity inwestycyjne oraz ograniczenie możliwości inwestowania w obligacje skarbu państwa prowadzą również do zróżnicowania struktury portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych.

#### **4.1. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych**

Zmiana systemu emerytalnego z 2013 r. wprowadziła szereg mechanizmów, których połączenie skutkuje zmianą dynamiki zmian aktywów gromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych. Po przekazaniu do ZUS zgromadzonych w aktywach otwartych funduszach obligacji skarbu państwa na zmianę wartości aktywów mają wpływ zmiany po stronie przychodów ze składek z jednej strony oraz wprowadzenie tzw. „suwaka” z drugiej strony.

W związku ze zmniejszeniem liczby osób, które przekazują swoje składki do OFE, w związku z podtrzymaniem przez nich wcześniej zawartych z PTE umów, wartość składek przekazanych do OFE znacząco spadła. W 2013 r. było to 10,5 mld zł, w 2014 r. kwota ta spadła do 8,2 mld zł, a do listopada 2015 r. OFE otrzymały niecałe 2,4 mld zł składek. Z drugiej strony, po trzech kwartałach 2015 r. wartość aktywów przekazanych przez OFE do ZUS w ramach tzw. suwaka wyniosła 3,11 mld zł. Jeżeli taki rząd wielkości będzie utrzymany w ostatnim kwartale, różnica między wartością wpływów ze składek i przekazanych aktywów będzie wynosiła około - 1 mld zł.

Łącznym skutkiem wprowadzonych zmian jest spadek aktywów OFE łącznie oraz w poszczególnych funduszach (Tabela 2). Spadek ten widoczny jest szczególnie w II i III kwartale 2015 r., a w okresie od I kwartału 2014 do III kwartału 2015 łączny spadek aktywów OFE sięgnął niemal 5%.

**Tabela 2. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych, I kwartał 2014 – III kwartał 2015**

	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015	
AEGON OFE	6 415,97	6 412,63	6 680,55	6 153,36	6 523,11	6 300,38	5 875,81	
Allianz Polska OFE	4 652,37	4 651,59	7 013,61	6 656,19	6 896,19	6 809,73	6 458,01	
Aviva OFE Aviva BZ WBK	33 311,23	33 355,17	34 887,16	33 065,97	34 507,03	33 377,61	31 739,40	
AXA OFE	9 480,59	9 485,49	9 996,20	9 473,37	9 877,41	9 803,97	9 285,87	
Generali OFE	7 607,26	7 534,18	7 913,20	7 482,12	7 806,48	7 573,43	7 129,19	
ING OFE	36 593,97	36 656,09	37 690,55	35 808,75	37 520,50	37 227,00	35 105,36	
Life OFE (dawne Amplico)	12 123,66	11 915,57	12 599,80	11 795,45	12 335,09	12 156,40	11 534,19	
Nordea OFE	6 889,89	6 863,08	7 211,56	6 867,53	7 130,86	6 993,90	6 628,99	
Pekao OFE	2 292,35	2 285,40	2 383,15	2 212,33	2 304,63	2 243,30	2 102,62	
PKO BP Bankowy OFE	6 681,74	6 710,60	7 003,13	6 620,39	6 942,15	6 886,70	6 450,40	
OFE Pocztylion	2 882,34	2 853,52	2 993,60	2 777,56	2 894,27	2 832,55	2 677,09	
OFE PZU "Złota Jesień"	20 413,27	20 423,69	21 070,80	19 537,53	20 365,99	20 182,10	18 934,26	
<b>Razem</b>	<b>151 388,92</b>	<b>151 197,32</b>	<b>157 443,31</b>	<b>148 450,55</b>	<b>155 103,72</b>	<b>152 387,07</b>	<b>143 921,20</b>	

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF

Utrzymanie tych tendencji, a nawet ich pogłębienie przy zapowiadającym obniżeniu wieku emerytalnego oznacza znaczące ograniczenie możliwości odpowiedniego zarządzania oszczędnościami emerytalnymi członków OFE, gdyż na poziomie systemowym podejmowane przez PTE działania związane będą głównie z zarządzaniem zmniejszającym się portfelem aktywów.

Zmiany dotyczące OFE mają także skutki o charakterze reputacyjnym. Prezes GPW Paweł Tamborski wskazał, że wielu inwestorów zagranicznych wyrażało zaniepokojenie sytuacją w Polsce<sup>10</sup>. Zmiany w OFE uznawali oni za nacjonalizację, co stanowiło czynnik zniechęcający do inwestycji w Polsce i spadek zaufania do GPW. Ponadto, polityka

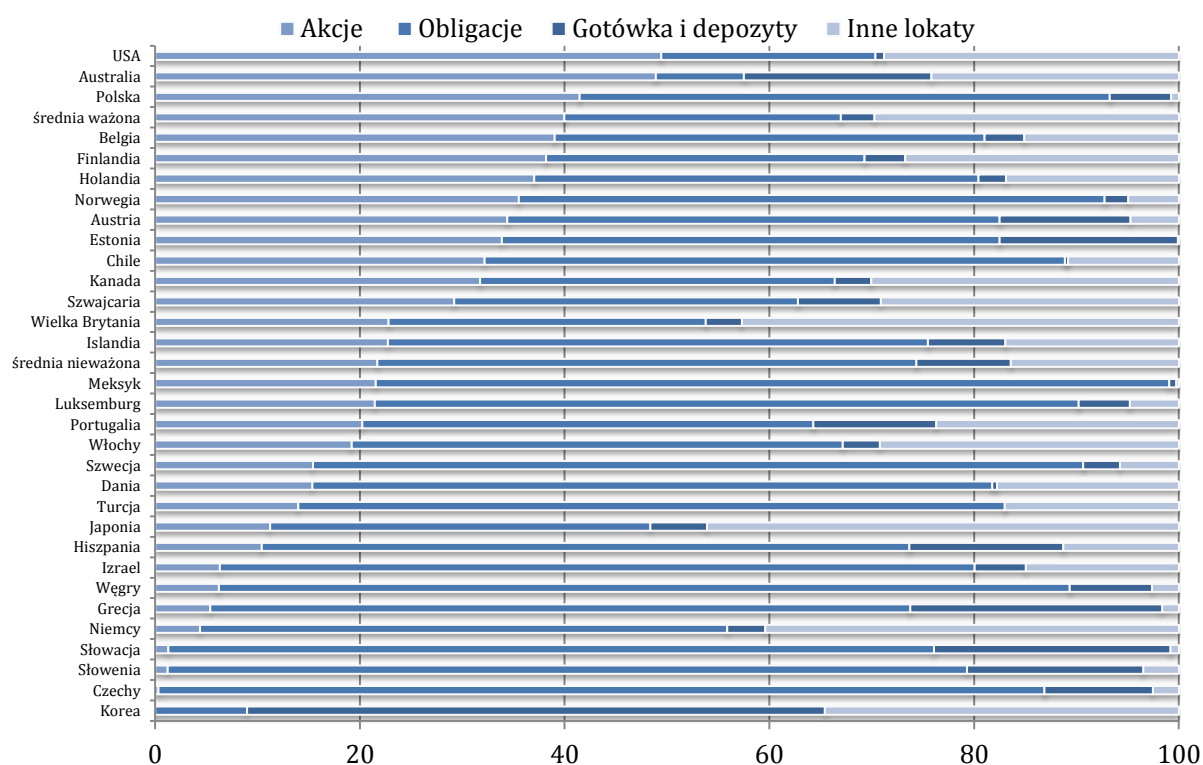
<sup>10</sup> <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Tamborski-OFE-byly-dla-GPW-niczym-doping-7287478.html>

informacyjna rządu w trakcie dyskusji nad zmianą systemu emerytalnego prowadziła do rosnącego przekonania, że inwestycje na giełdzie mają charakter hazardowy.

#### 4.2. Strategie inwestycyjne funduszy emerytalnych a strategia inwestycyjna systemu emerytalnego.

Zmienność wartości oszczędności na indywidualnych kontach oraz osiągnięty zwrot z inwestycji jest zależny od strategii inwestycyjnych oraz wynikających z nich struktury portfela funduszy emerytalnych. Struktura aktywów otwartych funduszy emerytalnych uległa istotnej zmianie po przekazaniu obligacji do ZUS oraz wejściu w życie minimalnego limitu inwestycji w akcje na poziomie 75%.

**Wykres 1. Alokacja aktywów funduszy emerytalnych w krajach OECD w 2013 r.**



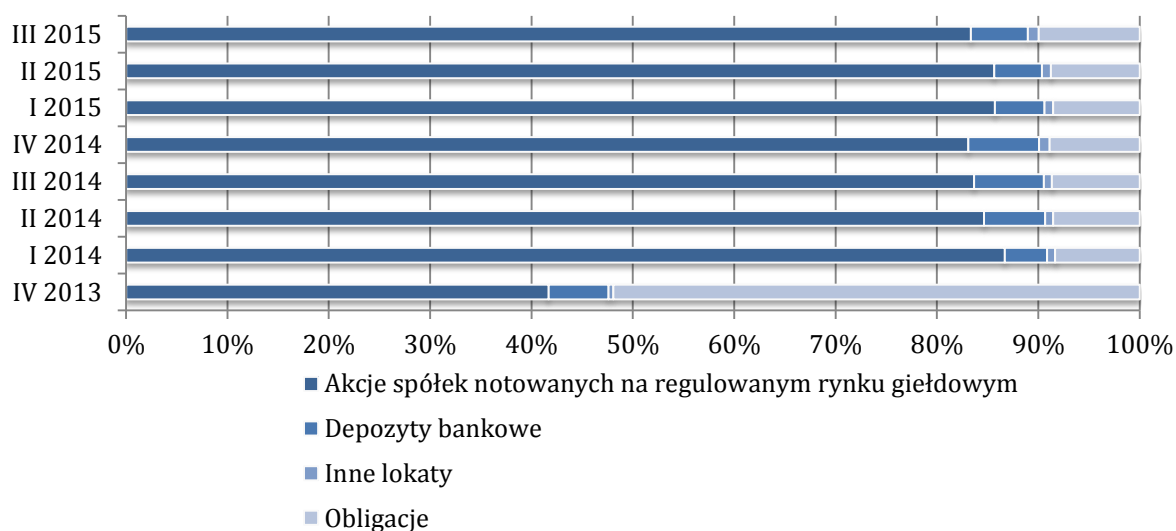
Źródło: OECD (2015). *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*. <[http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2015-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2015-en)>

Porównując strukturę aktywów OFE od 2014 r. do alokacji aktywów funduszy emerytalnych w krajach OECD (Wykres 1) widać wyraźne różnice. Średni (ważony wielkością aktywów) udział inwestycji w akcje w 2013 r. wynosił 40%, a w obligacje 27,7%. Aktywa zaangażowane w gotówkę i depozyty bankowe stanowiły 3,3%, a inne lokaty – 29,7%. W kraju, w którym odnotowywane jest największe zaangażowanie

inwestycji funduszy emerytalnych w akcje, czyli w Stanach Zjednoczonych, udział ten był niższy niż połowa.

Zmiany w systemie emerytalnym, które zaszły w 2014 r. doprowadziły do istotnych modyfikacji struktury inwestycji otwartych funduszy emerytalnych (Wykres 2). Zgodnie z minimalnym 75% limitem zaangażowania w akcje, ta klasa aktywów dominuje w portfelach OFE, udział akcji w aktywach otwartych funduszy emerytalnych od I kwartału 2014 r. kształtuje się na poziomie powyżej 80%. Jednocześnie udział obligacji w portfelach funduszy spadł do poniżej 10%.

**Wykres 2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych ogółem, IV kwartał 2013 – III kwartał 2015**

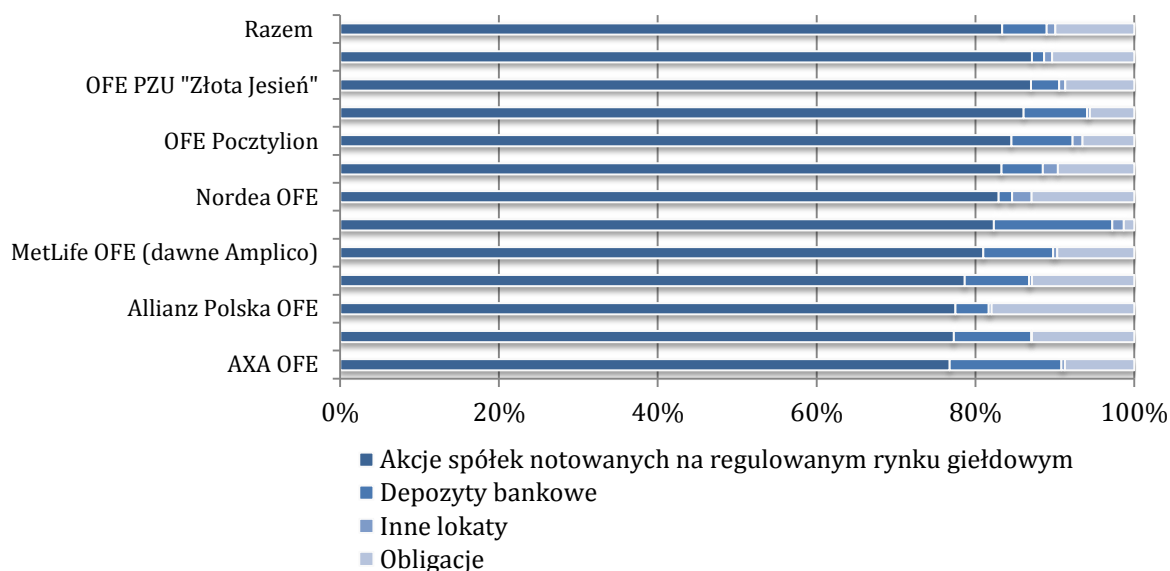


*Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.*

Portfele inwestycyjne poszczególnych OFE różnią się nieznacznie między sobą (Wykres 3). W III kwartale 2015 r. udział akcji w portfelach sięgał od 76,75% w AXA OFE do 87,10% w Nationale Nederlanden OFE. Zmienność wskaźnika, jakim jest udział akcji w portfelach OFE zwiększyła się po zmianie ustawy – w IV kwartale 2013 r. wynosiła ona 3,63%, natomiast począwszy od I kwartału 2014 r. przekracza ona 4%. W III kwartale 2015 było to 4,64%. Spadła zmienność udziału depozytów i bankowych papierów wartościowych (z 80% w IV kwartale 2013 r. do 59,35% w III kwartale 2015 r.). Wzrosła natomiast zmienność inwestycji w obligacje (z 5,43% do 43,52%) oraz innych lokat (z 63,36% do 80,01%). Wyniki te wskazują na rosnące różnicowanie portfeli

inwestycyjnych OFE w zakresie lokat innych niż akcje, w szczególności zróżnicowane strategie alokacji części portfela w obligacje oraz depozyty bankowe. Do pewnego stopnia zróżnicowany jest również poziom zaangażowania inwestycji w akcje.

**Wykres 3. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE, III kwartał 2015**



*Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.*

Ocena struktury inwestycji otwartych funduszy emerytalnych jedynie w ramach tej części systemu emerytalnego nie bierze pod uwagę pozostałej części powszechnego i obowiązkowego systemu. Konto danej osoby w otwartym funduszu emerytalnym stanowi jedynie część składową gromadzonych uprawnień emerytalnych, na które składają się również subkonta prowadzone w ZUS.

#### **4.3. Całościowe spojrzenie na system emerytalny**

W polskim systemie brak jest jednak, w przeciwieństwie, np. do systemu szwedzkiego, całościowego spojrzenia na emeryturę osób ubezpieczonych (patrz Rysunek 2). Ważną cechą systemu szwedzkiego jest również prostota przekazu do osób ubezpieczonych, na co wskazuje analiza informacji wstępnej o stanie konta (publikowanej po polsku) na stronie szwedzkiego Urzędu ds. Emerytur i Rent. Zrozumienie tekstu zawartego w informacji wymaga nauki przez okres niecałych 15 lat (a więc o 4 lata nauki mniej niż w broszurze ZUS).

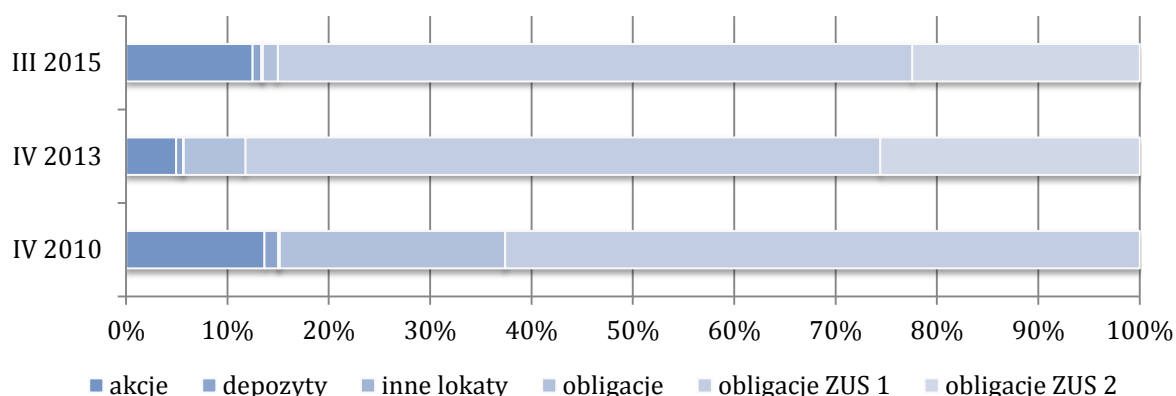
## Rysunek 2. Informacja o składowych emerytur w szwedzkim systemie emerytalnym



Źródło: [https://www.pensionsmyndigheten.se/DinPensionBestarAvFleraDelar\\_pl.html](https://www.pensionsmyndigheten.se/DinPensionBestarAvFleraDelar_pl.html) oraz analiza własna w oparciu o narzędzie JASNOPIS.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę całość składki emerytalnej oraz przyjmiemy, że składka przekazana na konta w ZUS traktowana jest jako inwestycje w obligacje (dług publiczny), wówczas struktura alokacji składki pomiędzy różnego rodzaju instrumenty kształtuje się odmiennie. Wykres 4 porównuje tak określoną strukturę alokacji składki emerytalnej w trzech okresach: IV kwartale 2010 r., tj. przed pierwszą zmianą proporcji składki emerytalnej; w IV kwartale 2013 r., tj. przed ostatnią zmianą składki oraz w III kwartale 2015 r. (alokacja składek obecnie). Jak widać, przy całościowym ujęciu systemu emerytalnego, alokacja składki ma bardzo konserwatywny charakter. Udział części akcyjnej w tak określonej składce wynosił w 2010 roku 12,5%, a w 2015 r. 13,6%, tj. nieco poniżej poziomu obserwowanego w funduszach emerytalnych w Danii czy w Szwecji. Najbardziej konserwatywna struktura inwestycji występowała w 2013 r., tj. przy zmniejszonym poziomie składki przekazywanej do OFE przy jednoczesnym utrzymaniu struktury aktywów takiej, jak przed zmniejszeniem części składki przekazywanej do części kapitałowej.

#### Wykres 4. Struktura alokacji składki emerytalnej uwzględniając całość powszechnego systemu



Źródło: obliczenia własne.

Zmiana z 2014 r. zlikwidowała również obowiązujący w Polsce od 1999 r. benchmark – minimalną wymaganą stopę zwrotu. Nie zostały wprowadzone żadne inne mechanizmy, które mają na celu systemową ocenę efektywności inwestycyjnej, a także ustanawiają zachęty dla efektywnego inwestowania aktywów funduszy emerytalnych.

#### 4.4. Zmienność wartości jednostek rozrachunkowych otwartych funduszy emerytalnych

Wycofanie z portfela aktywów otwartych funduszy emerytalnych obligacji skarbu państwa, połączone z wymogiem znaczącego zaangażowania aktywów OFE w akcje (sięgającego 75%) oznacza ekspozycję aktywów OFE na znacznie większe ryzyko związane ze zmiennością wartości jednostek rozrachunkowych funduszy.

Zmienność rynków finansowych, biorąc pod uwagę rozwiązania prawne, stanowi istotne wyzwanie dla OFE. Jest to zarówno wyzwanie dla zarządzania aktywami, ale także komunikacyjne, aby wyjaśnić klientom rosnącą zmienność osiągniętych wyników.

Zwiększenie zmienności wartości jednostek rozrachunkowych prowadzi do zwiększenia ryzyka osób ubezpieczonych w części kapitałowej systemu emerytalnego. Dla oceny dynamiki zmienności jednostek rozrachunkowych OFE przeprowadzona została ocena ich zmienności kwartalnej w okresie od stycznia 2013 r. do listopada 2015 r. (Wykres 5).

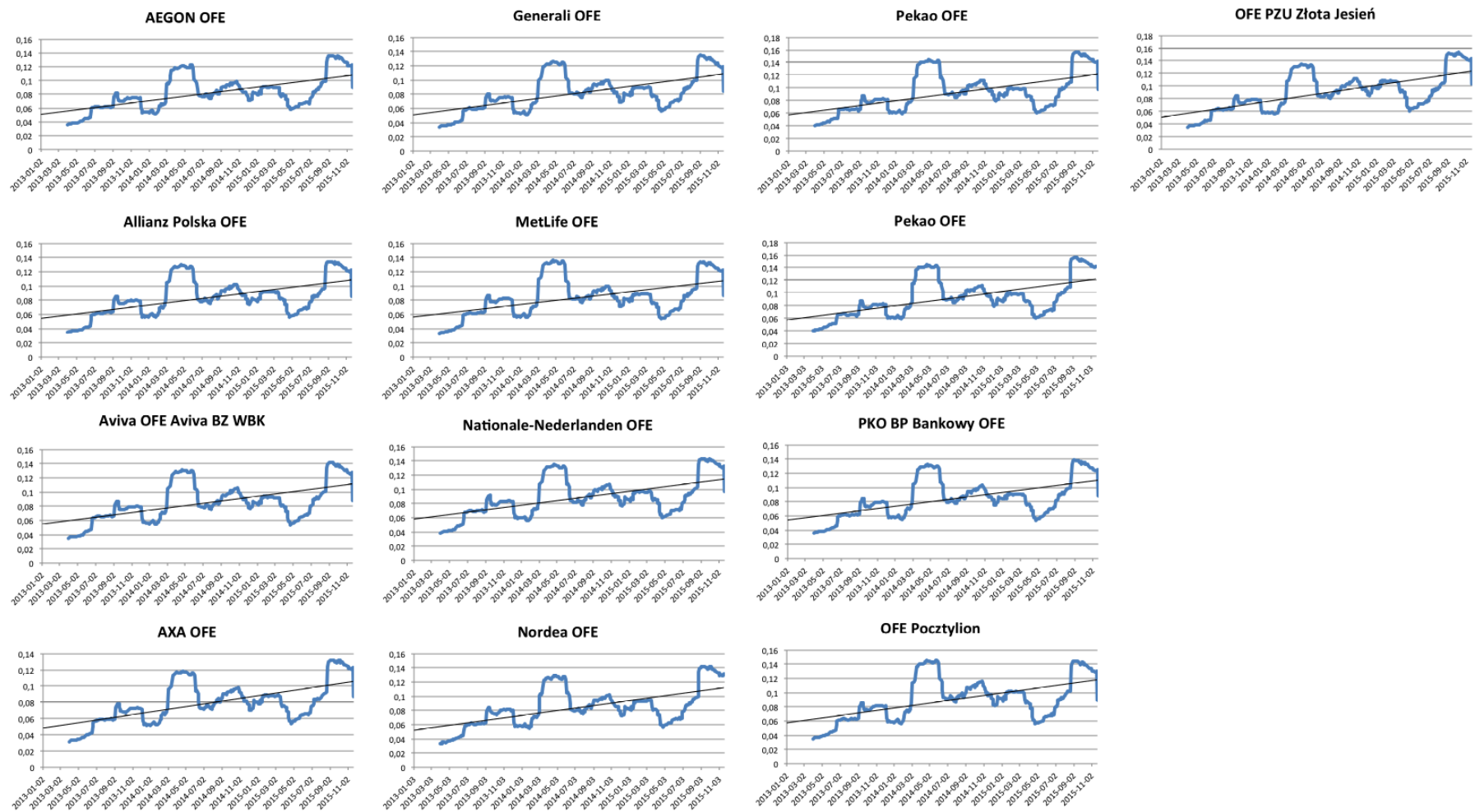


W tym okresie dokonane zostały zarówno zmiany wysokości i dynamiki wzrostu oraz spadku aktywów, a także zmiany struktury inwestycyjnej portfela OFE. Wzrosła zmienność wartości jednostek rozrachunkowych we wszystkich otwartych funduszach emerytalnych, na co wskazują dodatnie nachylenie linii trendu. Współczynnik determinacji liniowej ( $R^2$ ) oszacowanych regresji dla większości OFE kształtuje się powyżej 30%, jedynie w przypadku OFE Pocztylion wynosi 29%, a w przypadku OFE PZU Żłota Jesień wynosi 42%. Wyznaczone linie trendu wskazują na dwukrotny wzrost zmienności jednostek rozrachunkowych w analizowanym okresie.

Zmienność wartości jednostek rozrachunkowych poszczególnych OFE jest ze sobą silnie skorelowana – współczynniki korelacji przekraczają 98%, co wskazuje na to, że obserwowane zjawisko determinowane jest zmiennością kształtowania się przede wszystkim cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych, które stanowią dominującą część portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych.

Zwiększenie zmienności wartości jednostek rozrachunkowych OFE nie oznacza jednak zwiększenia ryzyka dla uczestników systemu, jeżeli weźmiemy pod uwagę całość powszechnego systemu. Zasady gromadzenia składek na kontach prowadzonych przez ZUS oraz ich indeksacji ze względu na wzrost wartości wpłacanych do systemu emerytalnego składek oraz wzrost gospodarczy (w zależności od subkonta) prowadzą do niewielkiej zmienności wartości tych kont. W efekcie, uczestnicy systemu emerytalnego nie odnotowują znaczących wahań, jeżeli weźmiemy pod uwagę łączny stan kont.

## Wykres 5. Zmienność wartości jednostek rozrachunkowych otwartych funduszy emerytalnych



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.

## Wnioski

Polski system emerytalny – jakkolwiek zaprojektowany by był przejrzysty i wiarygodny dla uczestników – już takim nie jest. Zmiany, które zaszły w strukturze finansowania systemu od 2010 r. skutkują ograniczeniem zaufania Polaków do instytucji w systemie emerytalnym (przede wszystkim ZUS).

Na podstawie przedstawionej analizy można sformułować rekomendacje, które mogą przyczynić się do przywrócenia przejrzystości i efektywności systemu emerytalnego oraz sprzyjania rozwijaniu tych jego cech. Ważne by jednocześnie działać na rzecz rozwoju edukacji publicznej w tym zakresie.

Po pierwsze, ważne jest całościowe spojrzenie na system emerytalny, obejmujące wszystkie komponenty obowiązkowego systemu emerytalnego. Odrębne traktowanie kont w ZUS i kont w OFE w przekazie do osób ubezpieczonych prowadzi do błędnego postrzegania ekspozycji oszczędności emerytalnych na ryzyko inwestycyjne oraz zmienności wartości tych oszczędności. Zachowując odrębność części niefinansowej (ZUS-owskiej) i finansowej (OFE-owskiej) systemu emerytalnego, można i należy połączyć informację o stanie kont emerytalnych tak, aby zawierała ona podsumowanie informacji o całości oszczędności.

Po drugie, w odniesieniu do części FDC należy rozważyć wprowadzenie do systemu emerytalnego zewnętrznych benchmarków, które pozwolą na odpowiednie porównanie efektywności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Brak tego typu narzędzi ogranicza możliwości oceny rzeczywistej efektywności tej części systemu, co z kolei może prowadzić do nieuzasadnionego braku zaufania do tej części systemu emerytalnego.

Po trzecie, należy zmienić język komunikacji instytucji systemu emerytalnego z Polakami. Analiza języka komunikatów wskazuje, że przeciętny Polak może mieć trudności ze zrozumieniem informacji dotyczących konta emerytalnego. Wyniki badań poziomu rozumienia tekstu w ramach Międzynarodowego Badania Kompetencji Osób Dorosłych (PIAAC) wskazują, że znacząca część Polaków ma trudności ze zrozumieniem

prostych informacji<sup>11</sup>. Brak zrozumienia prowadzi do rosnącego braku zaufania do systemu emerytalnego.

Po czwarte, należy dążyć do stabilizacji przepisów dotyczących systemu emerytalnego, tak aby zwiększyć zaufanie do stosowanych rozwiązań i funkcjonowania tego systemu w dłuższej perspektywie.

---

<sup>11</sup> M. Rynko, J. Burski, A. Chłoń-Domińczak, M. Palczyńska, P. Śpiewanowski (2013), *Umiejętności Polaków – wyniki Międzynarodowego Badania Kompetencji Osób Dorosłych (PIAAC)*, Instytut Badań Edukacyjnych, Warszawa.