

Dywersyfikacja portfeli otwartych funduszy emerytalnych – kaprys czy konieczność?*

Krzysztof Kompa**
Tomasz Wiśniewski***

Streszczenie: We wrześniu 2013 roku ogłoszono propozycje zmian w polskim systemie emerytalnym obejmujące m.in. zmiany w zasadach funkcjonowania OFE, w tym umorzenie w całości aktywów OFE ulokowanych w instrumentach dłużnych Skarbu Państwa i przeniesienie tych aktywów do ZUS-u w formie zapisów na indywidualnych subkontach przyszłych emerytów. Zmiany te następnie uchwalono. Celem niniejszego badania jest projekcja skutków tej zmiany w zakresie ograniczeń katalogu instrumentów inwestycyjnych dostępnych OFE, a w szczególności zapowiadanego zakazu inwestowania funduszy w wolne od ryzyka papiery dłużne Skarbu Państwa (lub przez Skarb Państwa gwarantowane) i w konsekwencji wpływu proporcji zaangażowania aktywów OFE w instrumenty udziałowe i dozwolone instrumenty dłużne.

Słowa kluczowe: system emerytalny w Polsce, OFE, reforma systemu emerytalnego, reforma OFE

Wprowadzenie

Reforma polskiego systemu emerytalnego z 1999 roku stanowiła przejaw nowego, kompleksowego myślenia o polityce społecznej i ekonomii traktowanych łącznie, a nie sobie przeciwnych. Zakładała zastąpienie dotychczasowego, jednofilarowego systemu repartycyjnego systemem kapitałowym trzyfilarowym działającym według zasady, że wartość oczekiwana zdyskontowanej sumy wypłat z systemu równa jest zdyskontowanej sumie wpłat do systemu, powiększonej o wypracowany procent. Miała zapewnić osobom opuszczającym rynek pracy dostarczenie dochodów na poziomie adekwatnym do wynagrodzeń uzyskiwanych w okresie aktywności zawodowej (Góra, Rutkowski 2000; Hausner 2002).

Nowy, powszechny i obowiązkowy system emerytalny został wyodrębniony z istniejącego wówczas obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych (zob. Góra, Rutkowski 2000; Góra 2001) i w całości oparty na indywidualnych kontach składkowych przyszłych emerytów. Został zorganizowany według następujących zasad:

- składki emerytalne były płacone za konkretne osoby w wysokości 19,52% podstawy wymiaru po połowie przez pracownika i pracodawcę;

* Badania realizowane w granie NCN 2013/09/B/HS4/00493 „Analiza rynku otwartych funduszy emerytalnych na tle rynku otwartych funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w Polsce”.

** dr inż. Krzysztof Kompa, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, e-mail: krzysztof_kompa@sggw.pl

*** dr Tomasz Wiśniewski, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, e-mail: Tomasz.Wisniewski@gpw.pl

- składki były rozdzielane na dwa indywidualne konta: 12,22% podstawy wymiaru – na konto w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) oraz 7,3% podstawy wymiaru – na konto w wybranym otwartym funduszu emerytalnym (OFE);
- OFE mogły lokować gromadzone środki jako depozyty bankowe lub inwestować w wybrane instrumenty finansowe takie jak papiery wartościowe znajdujące się w obrocie na rynku publicznym, instrumenty dłużne Skarbu Państwa, obligacje korporacyjne; ustawa określała przy tym maksymalny poziom inwestycji aktywów;
- składki akumulowały się na kontach osób, za które zostały zapłacone, i stanowiły zobowiązanie systemu wobec tych osób;
- zapłacone składki miały zarabiać procent, który miał być doliczany do ich sumy;
- zakumulowane środki pozwalają ostatecznie uzyskać annuitet (dożywotnią emeryturę) zależny od zgromadzonego kapitału i wieku przejścia na emeryturę;
- system emerytalny obejmował również tworzenie rezerwy technicznej pozwalającej na wygładzenie zmienności przychodów i ich wydatków;
- osoby, których całkowita suma zgromadzonych środków skutkowałaby dochodami poniżej założonych dochodów minimalnych, w momencie przejścia na emeryturę miały otrzymać z budżetu państwa wyrównanie do poziomu minimalnego.

System emerytalny według tak określonych zasad funkcjonował do 2011 roku. Od 1 maja 2011 roku zmniejszono składkę przekazywaną do OFE z 7,3% podstawy wynagrodzenia do 2,3% w 2011 roku; składka ta wzrasta w kolejnych latach: do 2,8% (w 2012) oraz 3,1% (w 2013). Jednocześnie pozostała część składki emerytalnej jest zapisywana na nowo utworzone, indywidualne subkonta w ZUS-ie. Środki gromadzone na tych subkontach są *de facto* wirtualne – są zobowiązaniem państwa względem przyszłych emerytów. Zapisy waloryzuje się według tych samych zasad jak pozostała część środków, tj. na podstawie średniego nominalnego wzrostu PKB z ostatnich pięciu lat. Zmianie uległy również limity inwestycyjne OFE – o 2,5 punktu procentowego rocznie podniesiono limit inwestycji w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym.

We wrześniu 2013 roku ogłoszono kolejne propozycje zmian w zasadach funkcjonowania OFE, przewidujące umorzenie w całości aktywów OFE ulokowanych w instrumentach dłużnych Skarbu Państwa i przeniesienie tych aktywów do ZUS-u w formie zapisów na indywidualnych subkontach przyszłych emerytów. Zaproponowano także wprowadzenie dobrowolności członkostwa w OFE wraz z możliwością rezygnacji z członkostwa, skutkującej przeniesieniem do ZUS-u całości środków zgromadzonych w tych funduszach i kontynuację gromadzenia składek w ZUS-ie (lub pozostania w systemie i dalszym gromadzeniu składek w wybranym OFE). Proponowana reforma zakłada ponadto obowiązkowe przeniesienie środków zgromadzonych w OFE do ZUS-u na dziesięć lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego oraz zmianę i zdyscyplinowanie polityki inwestycyjnej OFE w celu m.in. poszerzenia katalogu dopuszczonych instrumentów finansowych, zwiększenia limitów inwestycji w poszczególne instrumenty oraz podniesienia efektywności OFE¹.

¹ Ostateczne zmiany w systemie emerytalnym wprowadzono Ustawą z 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, DzU 2013, poz. 1717.

O ile utrzymanie wydolności publicznych systemów emerytalnych oraz poziomu ich bezpieczeństwa w starzejących się społeczeństwach Europy, dotkniętej kryzysem gospodarczym, stały się impulsem do szerokiej dyskusji międzynarodowej nad systemami emerytalnymi (Komisja Europejska 2010: 2–3), o tyle u źródeł wymienionych zmian w Polsce leżały przede wszystkim skutki zaniechania w zakresie redystrybucji przychodów z prywatyzacji, zaniedbania w zakresie transformacji finansów publicznych, pogłębiające się (perspektywicznie i strukturalnie) bezrobocie i niekorzystne tendencje demograficzne (jako skutek zaniedbań w prorodzinnej polityce demograficznej). Szczególnie niepokojące jest przy tym przeniesienie dyskusji na płaszczyznę polityczną, pozbawioną niezbędnego wsparcia rachunkowego umożliwiającego – choćby symulacyjne – przybliżenie skutków proponowanych zmian (i ostatecznie wprowadzonych – Prezydent RP skierował sprawę do rozstrzygnięcia Trybunału Konstytucyjnego, zob. Prezydent 2013).

Celem niniejszego badania jest projekcja skutków zapowiadanej zmiany w zakresie ograniczeń katalogu instrumentów inwestycyjnych dostępnych OFE, w szczególności zapowiadanego zakazu inwestowania funduszy w wolne od ryzyka papiery dłużne Skarbu Państwa (lub przez Skarb Państwa gwarantowane), a w konsekwencji wpływu proporcji zaangażowania aktywów OFE w instrumenty udziałowe i dozwolone instrumenty dłużne.

1. Funkcjonowanie otwartych funduszy emerytalnych w latach 1999–2013

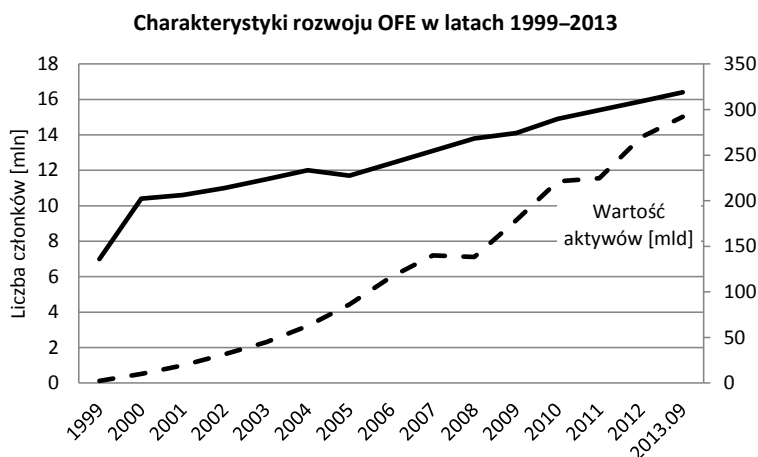
Otwarte fundusze emerytalne rozpoczęły działalność w Polsce z chwilą wprowadzenia reformy systemu emerytalnego, tworząc II, obowiązkowy filar tego systemu. Poza początkowym nagłośnieniem związanym z ich powstaniem przez wiele kolejnych lat ich funkcjonowanie praktycznie nie wzbudzało większego zainteresowania, chyba że specjalistów od ubezpieczeń społecznych. Jednak w ciągu kilku ostatnich lat OFE stały się przedmiotem zażartych dyskusji prowadzonych w różnych gremiach i na różnych płaszczyznach², a rozczarowanie wysokością pierwszych wypłat³ oraz światowy kryzys finansowy dodatkowo wzmogły zainteresowanie efektywnością zarządzania otwartymi funduszami emerytalnymi.

W pierwszym roku obowiązywania reformy emerytalnej działalność prowadziło 21 otwartych funduszy emerytalnych. Od 2000 roku ich liczba sukcesywnie malała wskutek konsolidacji branży oraz decyzji inwestycyjnych podmiotów – właścicieli poszczególnych OFE. W 2002 roku na rynku funkcjonowało siedemnaście podmiotów, a pod koniec 2012 roku było ich już tylko trzynaście. W latach 1999–2013 sukcesywnie rosła liczba członków OFE oraz wartość aktywów zgromadzonych przez fundusze. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego na koniec września 2013 roku OFE liczyły ponad 16,3 mln członków, a wartość zgromadzonych aktywów przekroczyła 292 mld zł. Na rysunku 1 zilustrowano wyżej wymienione charakterystyki rozwoju OFE.

² Za głos w dyskusji należy uznać m.in. pracę Jajugi i in. 2004.

³ W lutym 2009 r. wypłacono pierwszą emeryturę z OFE w kwocie 23,65 zł. Tak niska emerytura z OFE jest wynikiem krótkiego okresu członkostwa w OFE (tylko 10 lat, od 1999 r.) oraz niskich dochodów ich członków. W 2011 r. średnia emerytura kapitałowa w wyniosła 94,18 zł miesięcznie, zob. Forbes 2012.

Warto zauważyć, że na koniec grudnia 2010 roku wartość netto aktywów OFE wyniosła ponad 221,25 mld zł. Wpłaty do otwartych funduszy emerytalnych są systematyczne i choć w latach 2011 i 2012 odnotowano spadek wartości aktywów, w marcu 2013 roku aktywa funduszy emerytalnych wzrosły do 269,6 mld zł (co stanowi wzrost o 1,1 mld zł w stosunku do poprzedniego miesiąca). Dla porównania – w lutym 2013 roku wartość środków zgromadzonych przez krajowe Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI) we wszelkiego rodzaju funduszach (tj. dłużnych, akcji, mieszanych, aktywów niepublicznych) wyniosła 148,4 mld zł (zob. AFE 2013), co stanowi zaledwie 55% aktywów zgromadzonych w OFE. W samym 2011 roku prowizje od składek pobieranych od członków funduszy emerytalnych wyniosły ponad 553 mln zł, a wynagrodzenia za zarządzanie środkami przekroczyły 981 mln zł (zob. Forbes 2012)⁴. W tym kontekście pytania dotyczące funkcjonowania funduszy emerytalnych, które mają zapewnione stałe wpływy, oraz metod oceny ich efektywności, wydają się wyjątkowo zasadne⁵.



Rysunek 1. Podstawowe wskaźniki rozwoju OFE

Źródło: opracowanie własne.

⁴ Do OFE w Polsce od początku ich istnienia do końca 2008 r. wpłynęło około 120 mld zł. Z tytułu prowizji od składek i tzw. opłaty za zarządzanie fundusze pobrały około 10,6 mld zł, tj. prawie 9% przelanych do funduszy składek przyszłych emerytów, co oczywiście musi wzbudzać kontrowersje, zob. Dziennik.pl 2009. Zwłaszcza że opłata za zarządzanie jest procentem od aktywów funduszu, a więc jest zależna od zysków funduszu, ale tylko pośrednio. W 2008 r. fundusze straciły łącznie 22 mld zł, a suma opłat za zarządzanie wyniosła łącznie 1,8 mld zł, czyli ponad połowę kosztów mającego o wiele więcej zadań ZUS (Marczuk 2009).

⁵ Obie zmiany, z lat 2011 i 2014, uznane przez rząd za niezbędne dla obniżenia deficytu budżetowego i nieistotną zmianę w charakterze rachunkowym, wielu specjalistów określa jako „znaczący krok w tył” (Bilefsky, Żurawik 2013), deprywatyzację systemu emerytalnego (Hagemejer i in. 2013) czy wręcz – za najbardziej drastyczną nacjonalizację majątku prywatnego od czasów radzieckich (Bilefsky, Żurawik 2013).

2. Znaczenie funduszy emerytalnych dla rynku kapitałowego

Jedną z istotniejszych determinant funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych jest ich znaczenie dla rynku kapitałowego. Zgodnie z przyjętymi założeniami OFE mogą inwestować do 40% swoich aktywów w akcje znajdujące się w obrocie na rynku publicznym (nie mniej niż 75% aktywów według najnowszej modyfikacji systemu emerytalnego). Oddziaływanie funduszy na wewnętrzny rynek kapitałowy dodatkowo wzmocniono ograniczeniem inwestycji w zagraniczne papiery wartościowe. Wyeliminowano przy tym całkowicie możliwość inwestowania OFE w instrumenty pochodne.

Tak ustanowione limity poprzez porównanie z regulacjami w krajach europejskich, w których istnieją fundusze emerytalne, uważano za ekonomicznie zadowalające i systemowo bezpieczne. Wydaje się jednak, że docelowo ograniczenia inwestowania na rynkach zagranicznych, ze względu na płytkość rynku krajowego powinno być łagodzone, a limit aktywów stopniowo zwiększany. Negatywnie, z punktu widzenia wsparcia wewnętrznego rynku kapitałowego, należy także odbierać brak możliwości inwestowania funduszy emerytalnych w instrumenty pochodne, postrzegane nie jako instrument ograniczający ryzyko inwestycyjne, a jako dodatkowe, wysoce ryzykowne źródło przychodów z inwestycji o charakterze spekulacyjnym. Podobne zastrzeżenia budzi brak możliwości udzielania przez fundusze emerytalne pożyczek na potrzeby krótkiej sprzedaży – fundusze, z definicji inwestując długoterminowo, są naturalnym źródłem podaży papierów, a udzielanie pożyczek papierów wartościowych w ciągu okresu ich trzymania mogłoby istotnie zwiększać dochody OFE (Rozłucki 2001). W tabeli 1 przedstawiono porównanie limitów inwestycyjnych dla funduszy emerytalnych w wybranych państwach.

Tabela 1

Limity inwestycyjne w wybranych krajach, w których funkcjonuje system emerytalny z obowiązkową częścią kapitałową w formie zdefiniowanej składki (%) aktywów

	Polska	Bułgaria	Estonia	Łotwa	Rumunia	Słowacja	Chile
Papiery rynku regulowanego	42,5	20	75	0–30	50	0–80	2–80
Papiery gwarantowane przez państwo	100	50	100	35	70	100	40–80
Jednostki TFI	10	15	30	5	5	25–30	10–40
Obligacje komunalne	10–40	15	0	5	30	0	0
Obligacje korporacyjne	10	0	5	0	30	0	60
Inwestycje zagraniczne	5	15	100	100	100	70	25–80
Depozyty bankowe	20	25	100	0	20	0	40–80
Nieruchomości	0	5	40	0	0	0	0
Instrumenty pochodne	0	Ochrona przed ryzykiem	10	Ochrona przed ryzykiem	Ochrona przed ryzykiem	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych od miejscowo właściwych organów nadzoru finansowego.

Mimo zasadniczych ograniczeń katalogu instrumentów finansowych dostępnych OFE i limitów zaangażowania aktywów w poszczególne klasy inwestycji (zob. tabela 1) OFE bez wątpienia przyczyniają się do rozwoju i stabilizacji rynku kapitałowego w Polsce. Są niezbędnym elementem tego rynku, na trwale wpisanym do grona inwestorów instytucjonalnych. Są przy tym organizacjami komercyjnymi, z definicji maksymalizującymi zysk na swojej działalności, o tyle jednak specyficznymi, że mają zagwarantowany stały dopływ kapitału i wysokie wynagrodzenie za zarządzanie tym kapitałem.

3. Wpływ nowych rekomendacji na efektywność OFE – hipotetyczne strategie inwestycyjne

Spoleczne i gospodarcze znaczenie funduszy emerytalnych jest nie do przecenienia. Z jednej strony przez fakt obowiązkowego w nich uczestnictwa niemal wszyscy zatrudnieni w gospodarce stają się uczestnikami – inwestorami interesariuszami rynku finansowego. Z drugiej strony stale rosnące aktywa otwartych funduszy emerytalnych wywierają coraz większy wpływ na rynek kapitałowy i nie pozostają bez znaczenia dla stanu finansów państwa. W konsekwencji każda manipulacja w obrębie systemu emerytalnego, choćby najbardziej uzasadniona koniecznością racjonalizacji działania funduszy emerytalnych i ochroną interesów przyszłych świadczeniobiorców, budzi zrozumiałe obawy i opory.

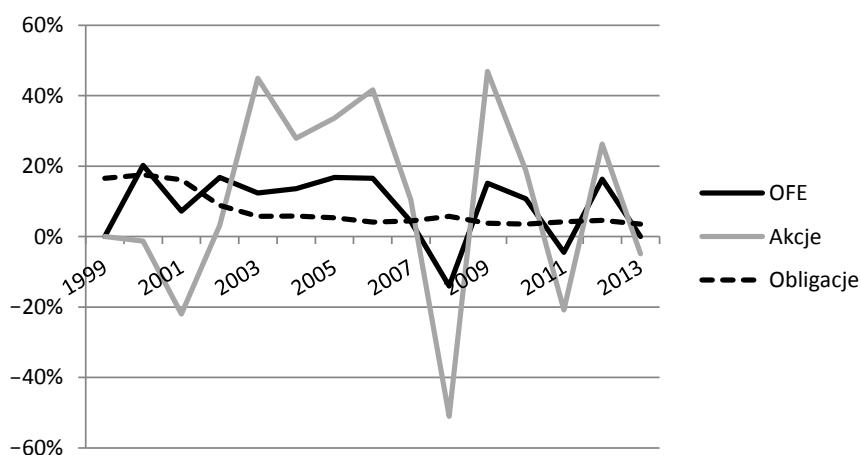
Punktem wyjścia prezentowanego badania są trzy rekomendacje zmian funkcjonowania OFE zawarte we wspólnym raporcie Ministra Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministra Finansów pn. „Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu”, opublikowanego w czerwcu 2013 roku. Przyjęto założenie, że niezależnie od ostatecznych decyzji odnośnie do wyboru docelowego modelu funkcjonowania funduszy emerytalnych będzie musiało dojść do zmian zasad funkcjonowania OFE, których ostatecznym wynikiem, jak zaznaczono we wprowadzeniu, może być:

- zmiana katalogu instrumentów finansowych, które mogą być przedmiotem inwestycji funduszy;
- zakaz inwestycji w dłużne papiery wartościowe, których emitentem (lub gwarantem) jest Skarb Państwa;
- ustalenie nowych zasad dywersyfikacji inwestycji funduszy w poszczególne kategorie instrumentów finansowych;
- zmiana ilości środków finansowych przekazywanych do funduszy;
- konieczność wycofywania się funduszy z inwestycji w instrumenty finansowe, celem przekazywania środków finansowych osobom, które w okresie dziesięciu i mniej lat przejdą na emeryturę⁶.

Ocenę wpływu tych zmian na funkcjonowanie funduszy emerytalnych autorzy przeprowadzili, budując hipotetyczne portfele inwestycyjne o zróżnicowanej proporcji instrumentów

⁶ Te założenia ostatecznie potwierdziły się w przyjętych regulacjach ustawowych, zob. Ustawa z 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw...

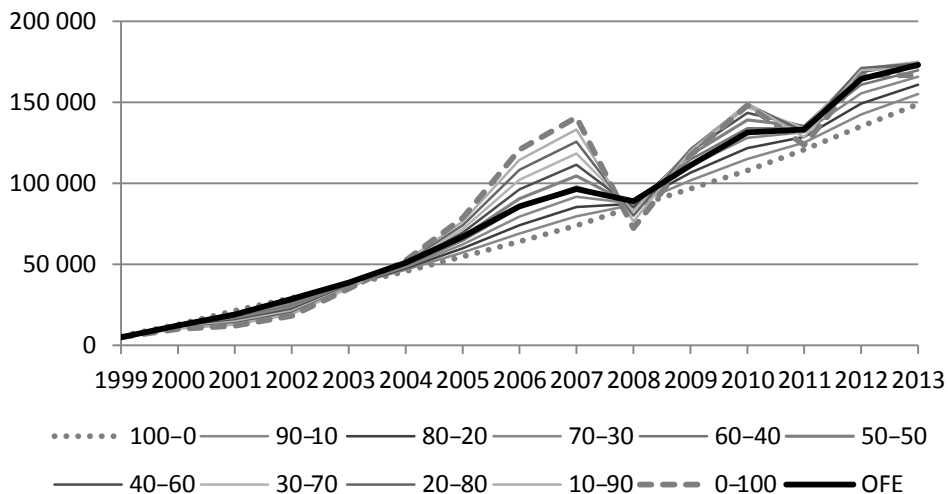
dłużnych do instrumentów udziałowych i porównując symulacyjnie uzyskane z tych portfeli stopy zwrotu z rzeczywistymi zwrotami inwestycji OFE w badanym okresie. Badanie przeprowadzono na podstawie portfeli o zróżnicowanym udziale instrumentów dłużnych i papierów udziałowych. Punktem wyjścia był portfel oparty w 100% na instrumentach dłużnych. W kolejnych portfelach udział instrumentów dłużnych zmniejszano o 10 punktów procentowych, aż do otrzymania portfela, który składał się w 100% z instrumentów udziałowych. Założono również, że portfele te nie podlegały modyfikacji w poszczególnych okresach i obowiązywały dla całego analizowanego okresu. Jednocześnie przyjęto, że wartość składek w pierwszym roku wyniosła 5000 zł, a w kolejnych latach rosła o 4%. Do obliczeń stóp zwrotu instrumentów dłużnych przyjęto wartość średniej stopy referencyjnej ważonej długością jej obowiązywania (zob. NBP 2012), a stopy zwrotu instrumentów udziałowych obliczono na podstawie zmian wartości indeksu WIG (zob. GWP 2014). Stopy zwrotu z poszczególnych instrumentów oraz stopy zwrotu OFE przedstawiono na rysunku 2.



Rysunek 2. Stopy zwrotu z akcji, obligacji i OFE za lata 1999–2013

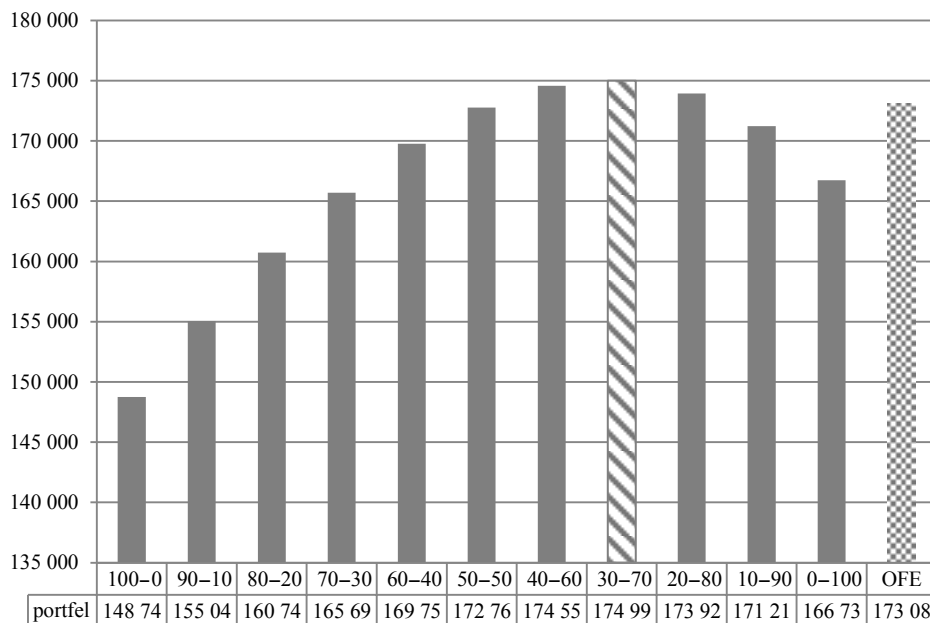
Źródło: opracowanie własne.

Badanie przeprowadzono na danych za lata 1999–2013, tj. za cały okres funkcjonowania funduszy emerytalnych, aby można porównać wynik portfeli hipotetycznych z rzeczywistymi wynikami OFE. Wyniki symulacji zostały przedstawione na rysunkach 3 i 4.



Rysunek 3. Wyniki symulacji strategii inwestycyjnych OFE za lata 1999–2013

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Wyniki różnych strategii inwestycyjnych (od portfela w 100% złożonego z instrumentów dłużnych do portfela złożonego w 100% z instrumentów udziałowych)

Źródło: opracowanie własne.

Rezultaty uzyskane w efekcie przeprowadzonych obliczeń nasuwają dwa podstawowe wnioski. Po pierwsze, zarówno portfele złożone wyłącznie z instrumentów dłużnych, jak i złożone wyłącznie z instrumentów udziałowych nie pozwoliły na uzyskanie najlepszej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Po drugie, porównując stopy zwrotu przeciętnego funduszu emerytalnego ze stopami zwrotu z poszczególnych portfeli hipotetycznych zauważa się, że rzeczywiste wyniki OFE w badanym okresie są gorsze od hipotetycznie możliwych do uzyskania. Najwyższą przy tym stopę zwrotu gwarantował portfel składający się w 70% z instrumentów udziałowych oraz w 30% z instrumentów dłużnych, a nieznacznie gorszy wynik uzyskaloby się z portfela zawierającego 40% instrumentów dłużnych i 60% instrumentach udziałowych.

Wnioski końcowe

Prezentowana analiza jest obciążona konsekwencjami przyjętych założeń. Wykorzystuje co prawda zrealizowane stopy zwrotu ze składowych instrumentów finansowych, ale dotyczy hipotetycznych, niezmiennych w czasie portfeli inwestycyjnych, operuje uśrednionymi wynikami z rynku i OFE oraz przyjmuje konsekwentny wzrost składki emerytalnej. Trudno zatem dokonać wprost projekcji otrzymanych wyników poza próbę i budować prognozy okresów przyszłych na podstawie tak przygotowanych danych historycznych. Należy jednak podkreślić, że symulacje przeprowadzono na danych za lata 1999–2013, danych charakteryzujących się wyjątkowo silnym zróżnicowaniem zarówno w zakresie rentowności instrumentów dłużnych, jak i gwałtownych turbulencji na rynku papierów udziałowych (stopa zwrotu indeksu WIG kształtowała się w przedziale od –50% do +47%). W tym sensie mogą stanowić dobry punkt odniesienia do podejmowania ewentualnych decyzji odnośnie do przyszłości.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że konstrukcja pasywnego portfela, tj. inwestycja OFE wyłącznie w instrumenty udziałowe w ciągu czternastu lat, przyniosłaby gorszy wynik niż konstrukcja portfela zdywersyfikowanego; w tym sensie portfele OFE powinny być zarządzane aktywnie, przy zdecydowanie dużej swobodzie kształtowania proporcji instrumentów dłużnych i udziałowych w portfelu. Wydaje się niedopuszczalne, aby względny poziom opłat pobieranych przez OFE za zarządzanie aktywami był wyższy, niż ma to miejsce w przypadku typowych funduszy inwestycyjnych. Wysokość tej opłaty powinna być powiązana z wielkością aktywów danego OFE, tj. im wartość aktywów wyższa, tym względne opłaty powinny być niższe, a ich poziom powinien być określony ustawowo. Naturalną konsekwencją zmian powinno być również wprowadzenie subfunduszy, zróżnicowanych ze względu na proporcje instrumentów dłużnych i papierów udziałowych, do których uczestnicy byłiby przypisywani w zależności od ich wieku i czasu, jaki pozostał im do uzyskania prawa do emerytury.

Biorąc zatem pod uwagę rządowe propozycje zmian w systemie emerytalnym oraz wyniki zaprezentowanych symulacji, należy uznać za niedopuszczalne ograniczanie palety

instrumentów finansowych dostępnych dla funduszy emerytalnych. Powoduje to bowiem wzrost ryzyka i zmniejszenie efektywności inwestycji dokonywanych przez fundusze emerytalne. Hasło „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności” jest więc aktualne, także w budowie portfeli OFE, a nowe rozporządzenia wydają się przeciwne interesom przyszłych emerytów.

Literatura

- AFE (2013), Aktywa funduszy emerytalnych – marzec 2013, 22.04.2013, www.emerytury.wp.pl/kat,11691,title,Aktywa-funduszy-emerytalnych-marzec-2013,wid,15516341,wiadomosc_raport.html?ticaid=11092c (31.08.2014).
- IZFA (2013), Aktywa Funduszy Inwestycyjnych – marzec 2013, Wspólny raport Analiz Online oraz IZFA, 8.03.2013, www.izfa.pl/files_user/rap_mies/2013-04-11_fi_aktwa_korekta.pdf (31.08.2014).
- Bilefsky D., Żurawik M. (2013), *Polish Plan on Pensions Arouses Sharp Criticism*, „The New York Times”, October, 9, 2013, www.nytimes.com/2013/10/10/business/international/polish-plan-onpensions-arouses-sharp-criticism.html?_r=0 (31.08.2014).
- Dziennik.pl (2009), *Zarządzający OFE dostali 10 miliardów*, Dziennik.pl 3.03.2009, www.gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/159694,zaradzajacy-ofe-dostali-10-miliardow.html. (31.08.2014).
- Forbes (2012), *Emerytura kapitałowa 2011? 94 zł miesięcznie*, Forbes.pl, 28.03.2012, www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/emerytura-kapitalowa-2011--94-zl-miesiecznie,25588,1 (31.08.2014).
- Góra M. (2001), *Koszty, oszczędności oraz efekty zewnętrzne związane z wprowadzeniem nowego systemu emerytalnego*, „Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 57, s. 7–36.
- Góra M., Rutkowski M. (2000), *The quest for pension reform: Poland's security through diversity*, William Davidson Institute Working Papers Series 286, William Davidson Institute at the University of Michigan, www.deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39670/wp286.pdf?sequence=3 (31.08.2014).
- GPW (2014), *Podstawowe statystyki*, www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja (31.08.2014).
- Hagemeyer J., Makarski K., Tyrowicz J. (2013), *Unprivatizing the Pension System: The Case of Poland*, University of Warsaw, Faculty of Economic Sciences, Working Papers No. 26/2013(111), Warsaw.
- Hausmer J. (2002), *Poland Security through Diversity*, w: M. Feldstein, H. Siebert (ed.), *Social Security Pension Reform in Europe* University of Chicago Press, www.nber.org/chapters/c10678.pdf, s. 349–364 (31.08.2014).
- Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W., Kuziak K., Wojtasik A. (2004), *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych. Analiza istniejących rozwiązań i propozycja zmian*, KNUiFE, www.knuife.gov.pl (31.08.2014).
- Komisja Europejska (2010), *Zielona Księga na rzecz adekwatnych, stabilnych i bezpiecznych systemów emerytalnych w Europie*, Bruksela, 7.07.2010, KOM(2010)365, wersja ostateczna.
- Marcinkiewicz E. (2011), *Zmiana zasad dystrybucji składki emerytalnej a znaczenie OFE na rynku finansowym*, „Polityka Społeczna. Numer Specjalny”, s. 16–19.
- Marczuk B. (2009), *Zyski PTE zagrażają systemowi emerytalnemu*, „Gazeta Prawna”, www.biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/261933,zyski_pte_zagrazaja_systemowi_emerytalnemu. ht ml (3.03.2009).
- NBP (2012), *Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, www.nbp.pl/publikacje/operacje_or/2012/raport2012.pdf (31.08.2014).
- Pelc P. (2010), *Polish Pension Reform – Lost Decade?*, www.pawelpelc.pl/index.php?display5&artykul=167 (31.08.2014).
- Prezydent (2013), *Prezydent podpisał ustawę o OFE, ale skierował ją do Trybunału Konstytucyjnego*, www.serwisy.gazetaprawna.pl/emerytury-i-renty/artykuly/767476,prezydent-podpisał-ustawe-o-ofe-ale-skierowal-ja-do-trybunalu-konstytucyjnego.html (31.08.2014).
- Rozlucki W. (2001), *Znaczenie funduszy emerytalnych dla rozwoju Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych*, „Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 57, s. 37–41.

Ustawa z 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, DzU 2013, poz. 1717.

DIVERSIFICATION OF PORTFOLIOS OF PENSION FUNDS – VAGARY OR NECESSITY?

Abstract: In September 2013 the proposals of changes in the Polish pension system was announced. Among others, changes in the functioning of the open pension funds (OFE) was introduced, including – redemption of pension fund assets, invested in State Treasury debt and the transfer of these assets to Social Security (ZUS) in the dematerialized form of subscriptions for individual subaccounts of future retirees. These changes were then adopted. The aim of this study is the projection of the effects of implemented changes, i.e. effects of restrictions in the catalogue of investment instruments available for OFE, in particular – the effect of announced ban on investing in risk-free Treasury securities (or guaranteed by the Treasury), and consequently – the impact of proportion of equity and permitted debt instruments in the pension fund portfolios.

Keywords: pension system in Poland, OFE, Polish pension system reform, OFE reform

