

Raport rynku OFE

Wrzesień 2009



więcej / niż standard



Raport rynku OFE



więcej / niż standard

Warszawa, wrzesień 2009

Niniejszy raport jest wspólnym przedsięwzięciem
Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową
i AXA Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego S.A.

© **Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową**

ul. Do Studzienki 63, 80-227 Gdańsk

tel.: 058 524 49 00

faks: 058 524 49 08

www.ibngr.pl

ibngr@ibngr.pl

Redakcja naukowa:

Aleksandra Wiktorow

Bohdan Wyżnikiewicz

Redakcja:

Alicja Dąbrowska-Nowacka

ISBN 978-83-7615-028-4

Spis treści

Bohdan Wyżnikiewicz OFE ważnym uczestnikiem polskiej gospodarki.....	5
Wojciech Otto Założenia reformy emerytalnej z 1999 roku	9
Aleksandra Wiktorow Rynek OFE w Polsce	17
Wojciech Otto Koszty OFE a wysokość przyszłej emerytury. Jak podnieść bezpieczeństwo emerytalne...24	
Piotr Kwieciński Multifundusze w systemie emerytalnym	31
Krzysztof Lutostański Konkurencja na rynku OFE	47
Krzysztof Lutostański Transfery członków OFE między funduszami.....	53
Krzysztof Opolski, Joanna Wróblewska Rynek OFE – dylematy i uwarunkowania wyboru	58
Krzysztof Zagórski Polacy na rynku OFE – oczekiwania, oceny i zachowania.....	66
Aleksandra Wiktorow Potrzeba oszczędzania z punktu widzenia przyszłego emeryta	76
Aleksandra Wiktorow Wyzwania rynku OFE	81
Noty o autorach.....	86

Bohdan Wyżnikiewicz

OFE ważnym uczestnikiem polskiej gospodarki

1. OFE jako jeden z trzech filarów polskiego systemu emerytalnego

System emerytalny w Polsce jest – i długo jeszcze pozostanie – w okresie przejściowym, co jest efektem wprowadzanej od ponad dziesięciu lat reformy systemu. Istotnymi cechami tego systemu jest współistnienie dwóch części: obowiązkowej (pierwszy i drugi filar) i dobrowolnej (trzeci filar) oraz rozwijanie części kapitałowej.

Emerytura powszechna – wypłacana tylko z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych zarządzanego przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych – przysługuje osobom, które osiągnęły ustawowy wiek emerytalny (kobiety 60, mężczyźni 65 lat) i mają udokumentowany wymagany okres zatrudnienia (składkowy). Takie rozwiązanie dotyczy osób, które urodziły się przed 1949 rokiem. Wysokość emerytur w tym systemie regulowana jest ustawowo, a algorytm ustalania ich wysokości prowadzi do spłaszczenia portfela emerytalnego. Wysokość świadczeń emerytalnych podlega w tym systemie okresowym waloryzacji.

Utrzymanie w obecnej formie tradycyjnego repartycyjnego systemu emerytalnego, który odnosi się do pierwszego filaru, doprowadziłoby w kilkunastoletniej perspektywie do jego załamania się. Budżet państwa nie byłby w stanie dopłacać do tego systemu dla utrzymania realnej wartości wypłacanych świadczeń emerytalnych. Decydujące są względy demograficzne: starzejące się społeczeństwo przy wczesnym – w standardach europejskich – wieku przechodzenia na emeryturę. Z jednej strony wzrasta liczba „młodych” i coraz dłużej żyjących emerytów, a z drugiej strony będzie malała liczba osób płacących składki emerytalne.

Przed ponad dziesięciu laty rozpoczęta została reforma systemu emerytalnego, która ma zastosowanie przede wszystkim do osób urodzonych po 1949 roku. Reforma ta jest nowatorska w Europie i była wzorowana na rozwiązaniach zastosowanych w krajach Ameryki Południowej, głównie w Chile.

Reforma przewiduje, że o wysokości emerytury decydować będzie poziom indywidualnego konta ubezpieczonego, a staż pracy (okres opłacania składek do systemu emerytalnego) przestaje być determinantą wysokości emerytury i praktycznie przestaje mieć znaczenie. Istotne jest natomiast osiągnięcie ustawowo określonego minimalnego wieku, który warunkuje uzyskanie prawa do przejścia na emeryturę, przy czym nie jest to wiek sztywny. Innymi słowy, w nowym systemie wysokość emerytur zależy w głównej mierze od dwóch parametrów:

- sumy zwaloryzowanych składek zapisanych na indywidualnym koncie emerytalnym w ZUS oraz od wartości kapitału zgromadzonego w otwartych funduszach emerytalnych przez całe życie przyszłego emeryta,
- przeciętnej dalszej długości życia dla osób w wieku równym wiekowi przejścia na emeryturę konkretnego ubezpieczonego.

Po raz pierwszy nie bierze się pod uwagę tylko przeszłości, czyli drogi zawodowej przyszłego emeryta, ale również przewiduje się przyszłość – czas, przez jaki emerytura będzie wypłacana.

Według takiej filozofii działa zarówno pierwszy, jak i drugi filar polskiego systemu emerytalnego dla osób urodzonych po 1949 roku. Pierwszy filar jest repartycyjny – czyli z bieżących składek finansowane są bieżące emerytury, a składki są corocznie waloryzowane, powiększając zapisy księgowe, będące zobowiązaniem do wypłaty świadczeń w przyszłości. Drugi filar jest kapitałowy. Środki ze składek osób pracujących w Polsce przekazywane są do pierwszego i drugiego filaru w proporcji 63 do 37. Składki z drugiego filaru gromadzone są w otwartych funduszach emerytalnych (OFE) zarządzanych przez powszechne towarzystwa emerytalne. Uzyskane środki są inwestowane w ramach OFE głównie w papiery wartościowe, w celu zwiększania ich wartości. Ubytek z tytułu kierowania części składek do OFE zamiast do systemu repartycyjnego jest finansowany przez budżet państwa, po to aby w okresie przejścia od starego do nowego systemu obecni emeryci mogli dostawać swoje emerytury w pełnej wysokości. Okres ten potrwa nawet 30 lat, ale wysokość dopłat z budżetu do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w ZUS będzie powoli się zmniejszała.

Do systemu emerytalnego wchodzi także trzeci jego filar, który jest nieobowiązkowy dla pracowników i występuje w kilku formach. W jego ramach mogą być tworzone pracownicze (zakładowe) fundusze emerytalne (PPE), w których składki opłacają pracodawcy. Stosunkowo niewielka popularność trzeciego filaru wśród pracowników – mniejsza od wcześniejszych założeń – ma dwa główne powody. Pierwszym jest fakt, że filar ten pojawia się najczęściej w większych przedsiębiorstwach i dość rzadko w mniejszych firmach. Drugi powód jest taki, że pracowników zniechęca do uczestnictwa w nim objęcie podatkiem od dochodów osobistych składek opłacanych przez pracodawców. Pracownicy mają prawo wnoszenia składek z własnych dochodów.

Do trzeciego filaru systemu emerytalnego zalicza się także indywidualne konta emerytalne, czyli rachunki bankowe, z których naliczane odsetki nie są objęte 20-procentowym podatkiem od dochodów kapitałowych (tzw. podatkiem Belki). Ponadto, osoby zainteresowane dodatkowymi emeryturami mają możliwość uczestniczenia w licznych prywatnych funduszach ubezpieczeniowych i emerytalnych, pozostających całkowicie poza systemem państwowym. Z możliwości takiej korzystają głównie osoby zamożne, dysponujące większymi oszczędnościami.

Polski system emerytalny ma gwarancje państwowe uzyskiwania emerytury z dwóch pierwszych filarów. Jeszcze przez długi czas dla większości osób część emerytury z pierwszego filaru będzie wyższa od części kapitałowej, wypłacanej z drugiego filaru. Trzeci filar, całkowicie dobrowolny i pozbawiony gwarancji państwa, będzie wspomagał osoby najbardziej zainteresowane zwiększeniem świadczeń emerytalnych.

Emerytury wypłacane ze środków przekazywanych do OFE mają znacznie większy walor poczucia sprawiedliwości w porównaniu z innymi emeryturami, wypłacanymi w ramach ubezpieczeń obowiązkowych.

2. Wpływ OFE na rozwój gospodarki

Pozytywne zalety systemu OFE nie sprowadzają się wyłącznie do zapewnienia w przyszłości członkom systemu (aktualnie około 14 milionom osób) comiesięcznych wypłat świadczeń emerytalnych, ale mają także duże znaczenie dla kształtowania się istotnych relacji makroekonomicznych oraz dla rozwoju rynku kapitałowego.

Środki gromadzone w ramach OFE są znaczące, na koniec 2008 roku ich skumulowana wartość (od maja 1999 roku) wyniosła ponad 9 procent PKB z 2008 roku. W kolejnych latach znaczenie środków zarządzanych przez OFE będzie się jeszcze zwiększało.

Dla gospodarki środki OFE stanowią część dochodów ludności przeznaczaną na oszczędności o charakterze przymusowym, wiadomo więc, ile w każdym kolejnym roku ich przybędzie. Z punktu widzenia mechanizmów makroekonomicznych oznacza to możliwość zwiększania akumulacji, czyli inwestycji rzeczowych w gospodarce. Inaczej mówiąc, pewna część dochodów ludności nie zostaje skonsumowana (wydana za zakup dóbr i usług).

W Polsce skłonność ludności do oszczędzania jest niska w porównaniu z bardziej zamożnymi społeczeństwami. Wynika to z dopiero niedawno rozpoczętych procesów osiągnięcia zamożności przez grupy ludzi. Niewielkie oszczędności w kraju prowadzą do konieczności sięgania po oszczędności inwestorów zagranicznych. Środki OFE łagodzą taką sytuację i pozwalają na zwiększone finansowanie inwestycji – czyli rozwoju gospodarczego – także krajowymi środkami finansowymi, ograniczając tym samym korzystanie ze środków zagranicznych.

Drugi ważny kanał oddziaływania OFE na gospodarkę dotyczy kierunków lokowania środków. Dwa najważniejsze kierunki to zakup obligacji państwowych i wspieranie rozwoju rynku kapitałowego. Istnieje bowiem konieczność bezpiecznego inwestowania środków finansowych pozyskanych przez OFE w celu zwiększania wartości posiadanych przez nie aktywów.

W strukturze inwestycji OFE w końcu marca 2009 roku największą pozycję stanowiły obligacje (75,5%) oraz akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym (20,5%). Inne kierunki inwestycji OFE – czyli depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe, bony skarbowe i akcje NFI – mają marginalne znaczenie.

Inwestowanie środków w obligacje państwowe jest bezpieczne, choć przynosi stosunkowo niewielki zysk. Dzięki inwestycjom OFE na tym rynku mniej zakupywanych od państwa obligacji przypada na banki komercyjne, i tym samym dysponują one większymi środkami, które mogą być wykorzystane na kredyty dla przedsiębiorstw i dla ludności. Ponadto, zwiększając popyt na obligacje, OFE przyczyniają się do zmniejszania rentowności obligacji, a tym samym obniżają koszt pozyskiwania środków finansowych przez państwo. Obligacje emitowane przez państwo służą głównie do finansowania potrzeb budżetu centralnego, a przede wszystkim do obsługi długu publicznego.

Bardziej ryzykowne – choć przynoszące wyższe zwroty niż obligacje – jest inwestowanie środków w akcje spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Środki OFE w końcu 2008 roku stanowiły ponad 11% kapitalizacji spółek krajowych. Tym samym OFE stały się ważnym uczestnikiem rynku kapitałowego, występując na nim jako znaczący inwestor instytucjonalny.

Wspieranie przez OFE rozwoju rynku kapitałowego ma duże znaczenie. Rynek kapitałowy jest bowiem ważną instytucją rozwiniętej gospodarki rynkowej, umożliwiającą pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa kapitałów przeznaczanych na rozwój. Polska, jako kraj nadganiający opóźnienia rozwojowe, za wszelką cenę powinna dążyć do tworzenia i umacniania struktur i mechanizmów rynkowych, wśród których dojrzały rynek kapitałowy ma duże znaczenie. OFE są, bez wątpienia, czynnikiem stabilizującym rynek kapitałowy. Ogólnoświatowy kryzys finansowy i gospodarczy w szczególności dewastujący sposób dotknął rynki kapitałowe, co jednak nie powinno prowadzić do ograniczania udziału inwestorów instytucjonalnych na tych rynkach, przy zachowaniu odpowiednich procedur ostrożnościowych.

Patrząc na efekty obecności OFE w gospodarce z dłuższej perspektywy, należy stwierdzić, że przyczyniać się one będą do szybszego wzrostu gospodarczego w przyszłości. Nastąpi bowiem zauważalne międzyokresowe przesunięcie konsumpcji członków OFE. Dziś zarobione i oszczędzone pieniądze zostaną wydane za kilka, kilkanaście lub kilkadziesiąt lat, gdy uzyskają zwiększoną realną wartość.

Wojciech Otto

Założenia reformy emerytalnej z 1999 roku

Polska reforma emerytalna z 1999 roku była próbą odpowiedzi na narastającą niewydolność finansową systemu ubezpieczeń społecznych. Niewydolność ta polegała na niemożności utrzymania w długim okresie poziomu przyobiecanych świadczeń bez zwiększania obciążenia kosztów pracy składkami na ubezpieczenia społeczne.

Po części owa niewydolność wynika z trwałych zmian struktury demograficznej społeczeństwa, mającej swoje źródła w spadającej rozrodczości i wydłużającym się przeciętnym trwaniu życia, które w rezultacie powodują zwiększanie się liczby osób w wieku podeszłym przypadających na jedną osobę w wieku produkcyjnym. To źródło nie jest specyficznie polskie – podobne procesy demograficzne pojawiły się najwcześniej w krajach wysoko rozwiniętych, by następnie ujawnić się w przeważającej części krajów, które rozwijają się z niejakim opóźnieniem w stosunku do liderów. W szczególności dotyczy to właściwie wszystkich krajów naszej części Europy. W pewnym stopniu specyficzne dla Polski zjawisko polegało jedynie na nieco głębszych zmianach cyklicznych, wywołanych wyrwami w strukturze wieku, spowodowanymi przez wojny światowe. To „falowanie” mogło przyczynić się do tego, iż nieco dłużej niż w innych krajach mogliśmy łudzić się, że obserwujemy zmiany, które nie są przejawem trwałego trendu, a jedynie zjawiskiem cyklicznym. Z tej cykliczności wynika poniekąd także to, że widome objawy niewydolności finansowej systemu ubezpieczeń społecznych nie narastają w sposób równomierny. Na początku lat 90., kiedy konieczność dogłębnej reformy systemu emerytalnego sygnalizowana była raczej w środowiskach akademickich, a politycy równocześnie – w odpowiedzi na gwałtowny wzrost bezrobocia – oferowali wcześniejsze emerytury, takich ewidentnych oznak jeszcze nie było. Wiadomo było jednak już wtedy, że widome objawy niewydolności finansowej zaczną lawinowo narastać w drugiej połowie pierwszej dekady XXI wieku.

Niewydolność finansowa systemu ubezpieczeń społecznych sprzed reformy jest także skutkiem tego, co często określane jest jako zasada *pay-as-you-go* – a więc finansowania bieżących wydatków bieżącymi składkami, oraz szerokich reperkusji tej zasady. Jest to w wielu krajach naszego regionu problem spuścizny po gospodarce centralnie planowanej, choć występuje także w wielu krajach kapitalistycznych o rozbudowanych funkcjach państwa dobrobytu. Finansowanie bieżących wydatków społecznych z bieżących składek sprzyja bowiem pogłębianiu się zamierzonych i niezamierzonych (często ukrytych) efektów redystrybucyjnych, czyniąc ze składek rodzaj podatku niepowiązanego z uzyskiwanymi świadczeniami, tak w wymiarze indywidualnym, jak i pomiędzy różnymi grupami uczestników. Szczególnym rodzajem efektu redystrybucyjnego jest redystrybucja międzypokoleniowa, która pojawia się jako naturalna konsekwencja niekontrolowanego narastania długu publicznego, ukrytego za podjętymi zobowiązaniami emerytalnymi. W miarę starzenia się społeczeństwa ujawnia się podobieństwo systemu repartycyjnego

do piramidy finansowej – coraz większe obciążenie pracujących starcza na sfinansowanie coraz skromniejszej konsumpcji licznych emerytów. Kolejne pokolenia płacić muszą za nadmierną konsumpcję pokoleń poprzednich.

Niektóre części systemu ubezpieczeń społecznych realizować powinny funkcje redystrybucyjne w szerszym zakresie niż inne. Zasada pay-as-you-go ma też w różnych częściach systemu bardziej lub mniej destrukcyjne reperkusje. Twórcy polskiej reformy emerytalnej przyjęli założenie, że **można i warto** przede wszystkim radykalnie zreformować system emerytalny, sprowadzając zmiany w pozostałych częściach (ubezpieczeniach chorobowych i wypadkowych, zdrowotnych, rentach rodzinnych, zasiłkach socjalnych i innych elementach pomocy społecznej) do racjonalizacji istniejących rozwiązań, oraz niezbędnych dostosowań do zreformowanego systemu emerytalnego. System emerytalny **można** uczynić systemem ściśle wiążącym wnoszone składki z uzyskiwanymi świadczeniami, ponieważ pełnione przez ten do tej pory niezbędne funkcje redystrybucyjne łatwo dają się przenieść do innych części systemu ubezpieczeń społecznych, zaś zbędne i niepożądane można przy okazji zlikwidować. System emerytalny **warto** w tym kierunku zreformować, ponieważ to w tej właśnie części systemu ubezpieczeń społecznych tkwi główne zagrożenie – to tutaj problem niewydolności finansowej w długim okresie można latami „zamiatć pod dywan”, opóźniając moment, ale zarazem zwiększając rozmiary nadchodzącej katastrofy.

Dodatkową okolicznością sprzyjającą reformom, która w pewnym stopniu wystąpiła także w innych krajach naszego regionu, był ciągle pokaźny (nawet obecnie) zasób majątku produkcyjnego w rękach państwa, przewidziany do prywatyzacji.

Powyższe przesłanki stanowiły podstawę wypracowania generalnych założeń reformy. Założenia te są następujące:

1. Oddzielenie części emerytalnej od pozostałych części systemu ubezpieczeń społecznych.
2. Likwidacja starej części emerytalnej systemu.
3. Zastąpienie dotychczasowego systemu emerytalnego przez system oparty konsekwentnie na zasadzie zdefiniowanej składki (z przesunięciem do pozostałej części systemu świadczeń uzupełniających dla osób, które zgromadziły środki poniżej pewnego minimum oraz rent wdowich uzupełniających własną emeryturę do odpowiedniej części emerytury zmarłego współmałżonka).
4. Podział składki stanowiącej 19,52% wynagrodzenia między dwa indywidualne konta.
5. Składki akumulują się na obu kontach danej osoby wraz z doliczaniem oprocentowaniem, a stan kont stanowi zobowiązanie systemu wobec tej osoby.
6. Pierwsze konto, na które napływa składka w wysokości 12,22% wynagrodzenia (z limitem 250% średniego wynagrodzenia, zmniejszającym procentowe obciążenie składką osób najwięcej zarabiających), zarządzane jest publicznie (przez ZUS),

- a jego oprocentowanie ustalane jest corocznie na poziomie stopy wzrostu funduszu wynagrodzeń w gospodarce.
7. Stan początkowy pierwszego konta wyznaczany jest na podstawie przeliczenia na kapitał początkowy uprawnień emerytalnych nabytych w ramach starego systemu emerytalnego.
 8. Drugie konto startuje od zera. Na konto te napływa 7,3% wynagrodzenia, zarządzane jest prywatnie (przez OFE), a jego oprocentowanie równe jest stopie przychodu z inwestycji finansowych OFE, którego dana osoba jest członkiem.
 9. Kapitał emerytalny zakumulowany na obu kontach podlega zamianie na świadczenie w postaci renty dożywotniej o wartości oczekiwanej ekwiwalentnej do kwoty kapitału.
 10. Zobowiązanie systemu w odniesieniu do składki kierowanej do I filaru nie jest wsparte typowymi aktywami finansowymi. Faktycznie składka ta przeznaczana jest, podobnie jak w systemach PAYG, na bieżące wypłaty świadczeń z I filaru. Długookresową stabilność finansową zapewnić ma pewien szczególny rodzaj aktywów: zdolność systemu do ściągnięcia składki w przyszłości. Zbilansowanie zapewniać miałyby zasada, zgodnie z którą akumulacja kapitału na kontach opiera się o waloryzację stopą wzrostu bazy składkowej (funduszu wynagrodzeń), ta sama stopa stosowana jest do dorocznej waloryzacji wypłacanych świadczeń, zaś początkową wysokość przyznawanego świadczenia emerytalnego wyznacza się, dzieląc zakumulowany kapitał przez oczekiwane dalsze trwanie życia w miesiącach¹.
 11. Zobowiązanie systemu w odniesieniu do składki zakumulowanej w II filarze wsparte jest aktywami finansowymi. Prywatne firmy (zakłady emerytalne?) oferować będą renty dożywotnie (dożywotnie emerytury kapitałowe) w zamian za kwotę kapitału transferowanego z konta w OFE. Ekwiwalentność tych transakcji opierać się ma na konkurencji, stosowaniu odpowiednio zmodyfikowanych tablic trwania życia, przewidywanych przychodach z inwestycji, przyjętej zasadzie waloryzacji emerytury oraz na premii za ryzyko, związanej z kosztem kapitału wymaganego dla pokrycia tego ryzyka.

Przyjęło się nazywać system kont pierwszego rodzaju i oparte na nich świadczenia pierwszym filarem, zaś system kont drugiego rodzaju wraz z odpowiednimi świadczeniami filarem drugim. Należy jednak pamiętać, że – w odróżnieniu od tych samych terminów stosowanych do systemów emerytalnych dominujących w krajach wysoko rozwiniętych

¹ Przyjęta ustawowo zasada waloryzacji emerytur jest inna: stopa waloryzacji ma się równać sumie 80% stopy inflacji i 20% stopy wzrostu przeciętnego wynagrodzenia (co jest jednoznaczne z zapisem ustawy, który mówi, że wskaźnik waloryzacji równy jest średniorocznemu wskaźnikowi cen towarów i usług w poprzednim roku kalendarzowym, zwiększonemu o co najmniej 20% realnego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia). Można oczekiwać, że – poza okresami szybkiego spadku liczby zatrudnionych – taka zasada waloryzacji powinna prowadzić do pojawiania się nadwyżki składek ponad bieżące wypłaty świadczeń. Z drugiej strony, oparcie wyliczenia na aktualnych tablicach trwania życia GUS zawiąże wyjściowy poziom emerytury – ignoruje bowiem przede wszystkim (choć nie tylko) trend wydłużania się dalszego trwania życia. Uwzględnienie tych przewidywań w kalkulacji wymaga obniżenia wyjściowego poziomu emerytury o 5–10%.

– oba filary są elementami obowiązkowego systemu emerytalnego. W ramach reformy stworzono także całkowicie dobrowolny filar trzeci, w którym oszczędzanie na starość wspierane jest przez zachęty podatkowe (dość nikłe), a forma wypłaty zgromadzonych oszczędności emerytalnych ma być nieograniczona (poza tym, że przedwczesne wycofanie oszczędności pociągnie za sobą utratę przywilejów podatkowych).

Przyjęte rozwiązania mają w założeniu przynieść szereg pozytywnych efektów. Podstawowym efektem ma być zbilansowanie finansowe systemu w długim okresie. Sprzyjać ma temu zasada zdefiniowanej składki, obejmująca cały okres akumulacji oszczędności. Zasada ta z chwilą zamiany oszczędności na rentę dożywotnią zamienia się na zasadę zdefiniowanego świadczenia. Destrukcyjne działanie tej zasady zostało jednak ograniczone – w I filarze poprzez zasadę waloryzacji świadczeń dożywotnich, która w długim okresie powinna zapewniać niższe wydatki od przychodów niezależnie od wpływu niekorzystnych procesów demograficznych, w II filarze poprzez wprowadzenie okresowych emerytur kapitałowych, opóźniających konwersję oszczędności w zdefiniowane świadczenie do wieku 65 lat. Podobną rolę może pełnić przyjęcie waloryzacji emerytur kapitałowych w oparciu o wyniki finansowe Funduszu Dożywotnich Emerytur Kapitałowych, o ile zostaną ostatecznie przyjęte rozwiązania podobne do rozwiązań zawartych w zawetowanej ostatnio przez prezydenta ustawie.

Oczywiście, w systemie o zdefiniowanej składce niekorzystne tendencje demograficzne prowadzić muszą *ceteris paribus* do redukcji świadczeń. Dlatego przyjęto szereg rozwiązań, które stwarzają nadzieję, iż owo *ceteris paribus* okaże się fałszywym założeniem.

Po pierwsze, wprowadzenie indywidualnych kont znakomicie ułatwia eliminację przywilejów emerytalnych. Warunkiem ich utrzymania jest bowiem jawne ich wprowadzenie do pozostałej części systemu ubezpieczeń społecznych. W pewnym sensie każda grupa, na rzecz której dokonuje się redystrybucja, jest grupą uprzywilejowaną. Dotychczasowy system emerytalny powodował przede wszystkim redystrybucję od osób pracujących do późnego wieku do osób przechodzących wcześniej na emeryturę. Działo się tak, ponieważ formuła świadczenia – niezależnie od efektów redystrybucyjnych zawartych w sposobie ustalania „wkładu” uczestnika – nie uwzględniała dalszego trwania życia. W rezultacie dodatkowy przepracowany rok ponad ustawowe minimum skutkowało w bardzo miernym zwiększeniu wysokości emerytury, nieuwzględniającym skróconego (o niecały rok) oczekiwanego okresu pobierania świadczenia. Fakt z rzadka podnoszony przez decydentów, był powszechnie dostrzegany przez zwykłych uczestników. Dowodem na to jest rekordowo niski średni faktyczny wiek przechodzenia na emeryturę w Polsce, biorący się stąd, że niemal każdy w tym systemie przechodził na emeryturę, gdy tylko nabył do tego prawo. Prawo do wczesnego przejścia na emeryturę było powszechnie postrzegane jako przywilej, czego dowodzi uporczywość w walce o zdobycie lub utrzymanie tego prawa przez różne grupy uczestników. Nowy system oparty na zdefiniowanej składce ujawnia skalę redystrybucji. Okazuje się bowiem, że wzrost wysokości aktuarialnej ekwiwalentnego świadczenia z tytułu pracy o rok dłużej dla osoby w wieku 60–65 lat jest rzędu 8–9%, na co w ponad jednej trzeciej (oprócz dodatkowo wniesionej składki i oprocentowania

kapitału) składa się krótsze oczekiwane dalsze trwanie życia. Co istotne, stwarzając silną motywację do przedłużania aktywności zawodowej ponad ustawowe minimum, nowy system pozwala na pozostawienie uczestnikowi swobody wyboru – wybór ten bowiem odbywa się „na koszt własny”. Może się więc okazać, że faktyczny przeciętny wiek przechodzenia na emeryturę – co zdaje się być pożądaną odpowiedzią na wydłużanie się przeciętnego trwania życia – ulegnie znacznemu zwiększeniu bez żadnych zmian ustawowych. Praca po przejściu na emeryturę, kontrowersyjna w systemie, gdzie niektórzy mają przywilej do wczesnego pobierania świadczeń na koszt innych, w nowym systemie nie powinna budzić emocji. Nie ma powodu, by ograniczać uczestnikom swobodę wyboru i elastyczność w tym zakresie.

Szczególną rolę w reformie emerytalnej pełni przekierowanie ponad 1/3 składek do stworzonego od podstaw II filaru obowiązkowej części systemu emerytalnego. Powołanie instytucji PTE oraz OFE do zarządzania inwestowaniem powierzonych składek na rynku finansowym i kapitałowym jest dość powszechnie uznawane za jądro reformy emerytalnej. W intencji twórców powołanie II filaru pełni jednak rolę służebną wobec głównych celów i przesłanek reformy, choć rola ta jest bardzo ważna. Być może, osiągnięcie opisanych wyżej celów reformy bez powołania w pełni kapitałowego filaru w ogóle by się nie udało. Chociażby dlatego, że podstawową siłą wspierającą nowy system i chroniącą go przed pokusą odwrotu powinno być silne i powszechne przekonanie uczestników, że zawartość ich kont emerytalnych to „ich pieniądze”. To prawda, że często można spotkać się z wątpliwościami co do świadomości i zainteresowania uczestników tym, co dzieje się z zawartością ich kont w OFE. Pewne jest jednak to, że każdy, kto chce, może takie informacje uzyskać. Tymczasem dotąd prawie 50% uczestników nie ma obliczonego kapitału początkowego, często ze swojej winy, bo jeśli nie dostarczyli odpowiednich dokumentów – nie ma możliwości ustalenia stanu konta w I filarze. Dowodzi to zarówno słabego zainteresowania ze strony uczestników, jak i – a może przede wszystkim – łatwości wymuszenia na instytucjach prywatnych poddanych państwowemu nadzorowi rzetelnej administracji kontami, i małych szans na to, aby instytucja państwa administrująca indywidualnymi kontami w I filarze mogła w pełni realizować swoje zadania.

Cele powołania II filaru były wielorakie. Poza wpojeniem przekonania wśród uczestników, iż są to ich zainwestowane oszczędności, co zwrotnie miałyby ograniczyć zachęty do ukrywania dochodów, chodziło także o to, aby:

- zasilić rozwijający się polski rynek w podaż kapitału krajowego, zmniejszając tym samym jego zależność od podaży kapitału zagranicznego, i przyczynić się generalnie do rozwoju rynku kapitałowego,
- ulokować znaczącą część oszczędności emerytalnych w rozwój sektora prywatnego, inwestującego z reguły efektywniej niż państwo,
- zmniejszyć (w długim horyzoncie czasu) zależność systemu od zdolności państwa do ściągnięcia składek (i innych danin o charakterze podatkowym),
- zapobiec „przejędzeniu” przychodów z prywatyzacji majątku państwowego.

Krótko mówiąc, powołanie II filaru miało zapewnić przyszłym emerytom przyzwoite stopy zwrotu z ich oszczędności tamże ulokowanych, przyczyniając się równocześnie do wzrostu gospodarczego, z oczekiwanym pozytywnym efektem zwrotnym w postaci poprawy perspektywy pomnażania stanu kont w I filarze. Równocześnie jasne było od początku, że zbyt daleko idące uszczuplenie środków na sfinansowanie bieżąco wypłacanych świadczeń emerytalnych może nie znaleźć pokrycia w przychodach z prywatyzacji oraz w efektach, które przyniesie generalna racjonalizacja systemu emerytalnego oraz podobna (choć oparta na znacznie mniej radykalnych zmianach) racjonalizacja pozostałych części systemu ubezpieczeń społecznych. Dlatego nikt nie proponował poważnie, aby całość systemu emerytalnego oprzeć na rozwiązaniach przyjętych dla II filaru.

Jest jednak także i inny powód, dla którego obowiązkowy system emerytalny warto oprzeć na dwóch uzupełniających się filarach. Jest nim idea zapewnienia w ten sposób „**bezpieczeństwa dzięki różnorodności**” – która stała się hasłem rozpoznawczym polskiej reformy emerytalnej. Hasło to w zwięzłej formie odzwierciedlać ma fakt, iż każdy system emerytalny narażony jest na rozliczne zagrożenia, jednak zagrożenia systemu opartego na zasadzie PAYG są odmienne od zagrożeń, na które narażone są prywatnie zarządzane, w pełni skapitalizowane systemy emerytalne. Te pierwsze narażone są nieuchronnie na ingerencje polityczne, drugie zaś – na ryzyka płynące ze zmienności rynkowej wyceny aktywów. W zaproponowanym kształcie rozwiązań dotyczących I filaru zagrożenia polityczne wydają się być ograniczone do minimum, pozostaje jednak zagrożenie płynące ze zmienności funduszu wynagrodzeń, stanowiącego bazę składkową. Rachuby twórców reformy wiążą się z tym, że każda z części systemu skonstruowana jest tak, by bilansować narastające zobowiązania wzrostem wartości aktywów (w przypadku I filaru chodzi o wartość zdolności do pozyskiwania składek), a równocześnie stopy oprocentowania kapitału emerytalnego w I i II filarze zależą od innych czynników, i wobec tego ich wahania mogą się częściowo znosić.

Tabela 1. Stopy waloryzacji kapitału w I filarze i średnie stopy zwrotu z inwestycji OFE

Rok	Nominalne stopy zwrotu		Stopa inflacji	Realne stopy zwrotu		
	filary I	filary II		filary I	filary II	mix
2000	12,7%	15,1%	7,95%	4,42%	6,63%	5,21%
2001	6,7%	5,5%	3,50%	3,07%	1,96%	2,67%
2002	1,9%	15,3%	0,65%	1,24%	14,53%	5,99%
2003	2,0%	10,9%	1,65%	0,34%	9,11%	3,48%
2004	3,6%	14,2%	4,05%	-0,40%	9,77%	3,23%
2005	5,6%	15,0%	0,65%	4,87%	14,25%	8,22%
2006	6,9%	16,4%	1,50%	5,32%	14,69%	8,67%
2007	12,8%	6,3%	4,00%	8,46%	2,16%	6,21%
2008	16,3%	-14,2%	3,05%	12,82%	-16,72%	2,27%

Portfel mieszany: udział II filaru 35,7%.

Źródło: Dane GUS (CPI koniec grudnia/koniec grudnia), dane z obwieszczeń Ministra Pracy i Polityki Społecznej (stopy waloryzacji) oraz biuletyny roczne UNFE/KNUIFE (średnie wartości jednostki uczestnictwa).

Dotychczasowe obserwacje zdecydowanie potwierdzają słuszność tych założeń. Na podstawie danych zawartych w tabeli 1 można stwierdzić, że w latach 2000–2008 średnia wartość realnej stopy zwrotu z I filaru (równej wskaźnikowi waloryzacji skorygowanemu o inflację) wyniosła 4,46%, zaś tak samo skorygowana średnia stopa zwrotu z OFE wyniosła 6,27%. Odchylenia standardowe tych stóp wyniosły odpowiednio 4,18 oraz 9,92 punktu procentowego. Stopy zwrotu z OFE były więc średnio wyższe od wskaźników waloryzacji, ale za cenę znacznie większej wahałości. Rzecz jednak w tym, że współczynnik korelacji z próbki wyniósł $-0,75$, co oznacza możliwość znacznej redukcji wahań w portfelu składającym się po części z aktywów I i II filaru. Zakładając, że proporcje tego portfela odpowiadają proporcjom składek wnoszonych do obu filarów, z uwzględnieniem potrącenia 7% składki w II filarze w charakterze prowizji, otrzymujemy portfel, w którym 35,7% aktywów to aktywa II filaru. I rzeczywiście, średnia stopa zwrotu z takiego portfela wynosi 5,10%, a odchylenie standardowe jedynie 2,36 punktu procentowego. Można oczywiście podać te wyniki w wątpliwość – z uwagi na bardzo krótką próbkę. Odnotowane w próbie tendencje znajdują potwierdzenie w świetle najnowszych informacji, wskazujących na to, że najprawdopodobniej przeciętne zatrudnienie w 2009 roku będzie niższe od tego w 2008, przeciętne wynagrodzenia co najwyżej nieznacznie wzrosną, zaś średnia stopa zwrotu z OFE przekroczy stopę wzrostu cen.

Generalne potwierdzenie słuszności przyjętego kształtu nowego systemu emerytalnego nie kłóci się z tym, że szczegóły przyjętych rozwiązań można i trzeba analizować oraz poddawać krytyce. Takiej krytyce w ciągu ostatnich kilku lat poddawano szereg rozwiązań dotyczących II filaru. Analizowano przyczyny obserwowanych niedostatków konkurencji pomiędzy PTE, w tym nadmiernej koncentracji na konkurencji w zakresie pozyskiwania nowych członków OFE, i słabych dowodów na znaczącą konkurencję na polu strategii inwestycyjnych. Podejmowano różne próby ograniczenia lub spowolnienia tendencji do koncentracji rynku. Szeroko dyskutowano zasadność rozlicznych limitów, krępujących swobodę inwestycji OFE. Analizowano przyczyny, dla których kierunek transferów dokonywanych przez uczestników systemu nie wskazuje na skłonność do podejmowania przez nich racjonalnych decyzji. Zastanawiano się, jakie regulacje mogą zwiększyć efektywność inwestycji OFE bez nadmiernego uszczuplenia bezpieczeństwa ulokowanych tam oszczędności emerytalnych. Zastanawiano się także, jak rozmiary oczekiwanej stopy zwrotu i podejmowanego ryzyka dopasować do odmiennych z natury preferencji uczestników względnie młodych i tych, którzy zbliżają się do momentu przejścia na emeryturę. Wreszcie, zastanawiano się, czy czasem PTE nie liczą sobie zbyt drogo za swoje usługi. Szczególnie ten ostatni wątek debaty ożywił się ostatnio na tyle, że sprowokował polityków do administracyjnego ograniczenia stawek prowizji pobieranych przez PTE od składek oraz stawek tzw. opłaty za zarządzanie, czyli prowizji od stanu aktywów. Odkryto nagle (!), że system prowizji zapewnia niewiele niższe przychody PTE w czasach głębokiego spadku wartości aktywów OFE, jak i w czasach, gdy ich wartość jest w szybkim tempie pomnażana. Podjęciu pochopnych działań pomogła ogólnoswiatowa atmosfera nagonki (skądinąd słusznej) na zarządy zagranicznych instytucji finansowych, które w dzień

po pozyskaniu miliardów dolarów pomocy publicznej dla ratowania ich instytucji przed krachem, lekką ręką wypłacają sobie astronomiczne premie.

Wszystkie te wątki dyskusji toczonych od momentu powołania PTE i OFE w 1999 roku, a w jakimś stopniu przewartościowane i wzbogacone o światowe i krajowe doświadczenia ostatnich dwóch lat, znajdują się w następnych rozdziałach przedstawianego raportu.

Aleksandra Wiktorow

Rynek OFE w Polsce

1. Dziesięć lat OFE w Polsce

Reforma systemu emerytalnego w Polsce rozpoczęła się w 1999 roku. Przyjęte rozwiązania były nowatorskie w skali europejskiej, wzorowały się na systemach południowoamerykańskich, zwłaszcza na chilijskim kapitałowym systemie emerytalnym z 1981 roku. Podstawową instytucją II filaru – emerytur kapitałowych – są w Polsce otwarte fundusze emerytalne, które zajmują się inwestowaniem składek emerytalnych, płaconych obowiązkowo przez ubezpieczonych urodzonych po 1968 roku oraz tych osób z roczników 1949–1968, które dobrowolnie do tych funduszy przystąpiły. Ogólna składka emerytalna wynosi 19,52%, z tego na koncie emerytalnym w ZUS zostaje 12,2%, a 7,3% przekazywane jest do wybranego przez ubezpieczonego OFE (dla tych, którzy do OFE nie należą, cała składka pozostaje na koncie emerytalnym w ZUS). Przesłanki reformy emerytalnej są powszechnie znane, krytyka starego systemu emerytalnego także. Ale właśnie niezadowolenie ze starego systemu, który – zdaniem ubezpieczonych – dawał zbyt małe emerytury, spowodowało duże poparcie dla nowego systemu, czego dowodem jest, że z grupy tych, którzy mogli dobrowolnie przystąpić do II filaru, wybrało go znacznie więcej osób, niż się spodziewano. To już był sukces, bowiem wiele innych reform, zapoczątkowanych w tamtym okresie, wcale się nie spotkało z poparciem społecznym.

W pierwszym roku istnienia OFE rozpoczęło działalność 21 funduszy, a w 2009 roku funkcjonuje ich 14. Tabela 1 pokazuje udział w rynku poszczególnych funduszy, mierzony zarówno liczbą członków, jak i wartością zgromadzonych aktywów. Widać silną koncentrację. Trzy fundusze skupiają ponad 55% członków i 63% aktywów. Najmniejszy pod względem liczby członków fundusz ma prawie dziesięciokrotnie mniej członków niż największy i 18 razy mniejsze aktywa. Dwa największe fundusze mają wyższy udział aktywów w rynku – o ok. 5 punktów procentowych – od udziału liczby członków. Konsekwencją tego jest, że aż 10 funduszy ma w rynku mniejszy udział aktywów niż udział liczby członków. Strukturę udziału w rynku zmieniać mogą transfery dokonywane przez uczestników II filaru oraz w mniejszym stopniu losowania, przeprowadzane przez ZUS wśród tych, którzy samodzielnie nie wybrali funduszu.

Skala transferów jest dość duża. W roku 2007 fundusz zmieniło 383 395 osób, a łączna kwota transferowanych między funduszami z tego tytułu środków wyniosła prawie 416 mln zł; w roku 2008 liczby te wynosiły odpowiednio 361 677 oraz 459,5 mln zł, a do lipca 2009 roku – już 273 533 osoby zmieniły fundusz, przenosząc ze sobą ponad 175 mln zł. Trudno stwierdzić, dlaczego przystępujący do pracy często nie wybierają funduszu emerytalnego w przewidzianym ustawą terminie. Przed każdym losowaniem – a odbywają się one dwa razy do roku – wysyłane są wezwania do wyboru funduszu. Liczba takich wezwań wynosiła w ostatnich pięciu latach od 134 300 w styczniu 2005 roku do 282 728 w styczniu 2008 roku.

Na szczęście większość skorzystała z możliwości samodzielnego wyboru funduszu po wezwaniu, ale liczba losowanych jest duża. Najwięcej osób zdało się na losowanie w 2007 roku – w styczniu 111 393 osoby, a w lipcu – 131 600. W styczniu 2009 roku losowano 62 913 osób (na 223 510 wezwań), a w lipcu tylko 38 668 (na 157 333 wezwań).

Tabela 1. Liczba członków otwartych funduszy emerytalnych oraz wartość aktywów w lipcu 2009 roku

Nazwa funduszu	Liczba członków	Udział w rynku (%)
	Wartość aktywów netto w zarządzaniu w zł	Udział w rynku (w%)
AVIVA	2 910 465	20,42
	41 608 813 558,86	25,70
ING	2 895 551	20,32
	39 242 487 299,12	24,24
PZU ŻŁOTA JESIEŃ	2 073 923	14,55
	22 087 896 455,23	13,65
AIG	1 114 760	7,82
	12 693 194 322,90	7,84
NORDEA	807 455	5,67
	6 135 279 077,78	3,79
AEGON	764 642	5,37
	6 677 519 384,57	4,13
AXA	744 065	5,22
	7 985 738 290,06	4,93
GENERALI	659 105	4,63
	6 697 982 827,01	4,14
POCZTYLION	475 533	3,34
	3 207 039 771,82	1,98
BANKOWY	427 863	3,00
	4 597 196 828,61	2,84
ALLIANZ	379 638	2,66
	4 433 309 006,77	2,74
PEKAO	352 465	2,47
	2 594 968 416,40	1,60
POLSAT	332 130	2,33
	1 532 806 542,68	0,95
WARTA	311 964	2,19
	2 377 151 816,02	1,47
ŁĄCZNIE (wszystkie OFE)	14 249 559	100,00
	161 871 383 597,83	100,00

Źródło: KNF.

Fundusze emerytalne zasilane są składkami od ubezpieczonych. Kwota przekazywanych składek jest z roku na rok większa. Bieżące składki przekazywane są bez opóźnień. Jednak dokonywane są jeszcze rozliczenia z początku reformy oraz wycofywane są składki za osoby, które wystąpiły z funduszy na mocy ustawy, pozwalającej niektórym ubezpieczonym na powrót do I filaru, jeśli chcieli skorzystać z wcześniejszej emerytury (mimo że przy wstępowaniu do OFE wiedzieli, że tracą prawo do wcześniejszej emerytury).

Kwoty składek wraz z odsetkami za opóźnienie przekazywane do otwartych funduszy emerytalnych w poszczególnych latach przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Składki przekazywane do OFE w latach 1999–2009

OKRES	SUMA składki i odsetki w zł	Średnia składka w zł	Średnia podstawa w zł
OGÓŁEM	130 757 956 729,53	102,84	1 408,80
Razem rok 1999	2 285 535 490,08	96,92	1 327,63
Razem rok 2000	7 603 491 199,72	107,58	1 473,73
Razem rok 2001	8 706 881 612,32	115,48	1 581,98
Razem rok 2002	9 546 407 203,51	92,76	1 270,62
Razem rok 2003	10 274 252 420,05	81,69	1 118,99
Razem rok 2004	11 422 490 495,52	84,06	1 151,47
Razem rok 2005	14 021 647 210,44	89,59	1 227,19
Razem rok 2006	16 155 586 075,85	99,01	1 356,23
Razem rok 2007	17 718 887 538,48	103,43	1 416,91
Razem rok 2008	20 505 255 463,16	126,29	1 729,97
Razem rok 2009 (DO KOŃCA LIPCA)	12 517 522 020,40	148,18	2029,94

Źródło: ZUS.

Stan aktywów na kontach członków OFE jest większy niż kwota przekazanych składek, co wynika z zysków osiągniętych z inwestycji. Polityka inwestycyjna jest w dużej mierze zdeterminowana zapisami ustawowymi. Dyskusja nad ich kształtem toczy się nieprzerwanie od momentu istnienia funduszy. Dotyczy zwłaszcza górnej granicy udziału akcji w portfelu oraz inwestycji zagranicznych. W okresie 10 lat limity inwestycyjne nie były zmieniane. Nie wprowadzono też funduszu B – tzw. bezpiecznego – dla osób bliżej wieku emerytalnego, który przewidywała ustawa z 1998 roku. Dopiero w roku 2009, po doświadczeniach z kryzysem na rynkach finansowych i spadkiem wartości aktywów, prace te nabrały przyspieszenia, i jeszcze w tym roku planuje się uchwalenie ustawy wprowadzającej fundusze ostrożniejszego inwestowania. Propozycje składane przez różne środowiska różniły się w zależności od czasu, w którym były prezentowane. W okresie, gdy była dodatnia stopa zwrotu i zyski z inwestycji były wysokie, często przedstawiano propozycje zniesienia limitu inwestowania w akcje; z kolei w początkach 2009 roku, kiedy to wartość aktywów zgromadzonych w OFE spadała, niektórzy chcieli jeszcze większego ograniczenia inwestowania w akcje, niektórzy w ogóle zakazu zakupu akcji, albo nawet likwidacji obowiązku przystępowania do OFE dla podejmujących pracę, oraz możliwości wycofania się z nich tych członków, którzy by tego sami chcieli, bez żadnych ograniczeń. Takie skrajne propozycje zwykle padają pod wpływem albo paniki, albo euforii. Jednak ustawodawca zawsze musi w takich sytuacjach zachować umiar, pamiętając, że sytuacja gospodarcza jest zmienna, a składki na emeryturę płaci się 30–40 lat. Na szczęście w Polsce w 2009 roku nie podjęto żadnych pochopnych decyzji odnośnie polityki inwestycyjnej oraz zasad członkostwa w OFE. Nie znaczy to, że zasady polityki inwestycyjnej nie powinny podlegać zmianom. Należy analizować instrumenty pojawiające się na rynku finansowym, wyniki z inwestycji w długim okresie, starać się przewidzieć wszelkie konsekwencje

proponowanych nowych rozwiązań, i przede wszystkim nie robić zmian pod wpływem bieżącej sytuacji i związanych z nią emocji.

Sposób liczenia stóp zwrotu funduszy uległ w minionym dziesięcioleciu zmianie. Liczenie średniej stopy zwrotu co kwartał za okres 24 miesiące zastąpiono, od września 2004 roku, obliczaniem jej co pół roku za okres 36 miesięcy. Zmieniono wówczas również sposób liczenia przeciętnej stopy zwrotu dla wszystkich funduszy – zamiast liczyć ją z uwzględnieniem faktycznego udziału w rynku poszczególnych funduszy, wprowadzono maksymalny udział jednego funduszu na poziomie 15%.

W ciągu pięciu pierwszych lat, gdy obliczano stopę zwrotu pierwszym sposobem, najwyższa była w okresie od października 2001 roku do września 2003 roku i wynosiła 38,829%, najniższa zaś – od kwietnia 2000 roku do marca 2002 roku, kiedy to wyniosła 15,614%. Poszczególne OFE różniły się poziomem stóp zwrotu. We wskazanych wyżej okresach, najlepszy i najgorszy fundusz miały odpowiednio 53,575% oraz 22,586% (X 2001 – IX 2003) oraz 19,438% i 5,409% (IV 2000 – III 2002). W ostatnich pięciu latach, z wydłużonym okresem przyjmowanym do obliczania stopy zwrotu, najlepszy był okres od października 2001 roku do września 2004 roku, kiedy przeciętna stopa zwrotu wynosiła 53,824% (najlepszy fundusz 74,751%, najgorszy 36,104%), najgorszy zaś – od kwietnia 2006 roku do marca 2009 roku, kiedy to po raz pierwszy zanotowano ujemną stopę zwrotu. Wynosiła ona przeciętnie dla wszystkich funduszy $-2,930\%$, a dla poszczególnych funduszy wahała się w przedziale od $-0,045\%$ do $-5,544\%$. Zróznicowanie stóp zwrotu między funduszami pokazano dlatego, aby podać w wątpliwość spotykane w mediach twierdzenie, że stopy zwrotu wszystkich funduszy są prawie jednakowe i nie ma wśród nich konkurencji. Podane powyżej przykłady temu przeczą, a trzeba dodać, że w innych okresach różnice między funduszami bywały wyższe.

Z punktu widzenia członków funduszy ważna jest wartość jednostki uczestnictwa i jej wzrost w okresie zbierania na emeryturę. Wartość jednostki uczestnictwa w lipcu 2009 roku i stopę zwrotu od roku 1999 do lipca 2009 pokazuje tabela 3. Z tabeli widać, że w lipcu wartość jednostki rozrachunkowej wzrosła w porównaniu z czerwcem, co świadczy o tym, że fundusze zaczęły odrabiać straty z przełomu roku. Trzeba przyznać, że te straty mogły być postrzegane przez uczestników OFE jako bardzo duże.

Tabela 4 pokazuje stosunek aktywów w OFE do kwoty wpłaconych składek. Pokazano w niej okres dwuletni: od czerwca 2007 roku (kiedy to osiągnięto najwyższą wartość) do czerwca 2009 roku, kiedy już widać postępującą odbudowę aktywów. Najgorsza sytuacja miała miejsce w lutym 2009 roku. Wówczas wartość aktywów w OFE tylko o 7,95% przekraczała wartość wpłaconej składki. Wówczas słyszało się najwięcej głosów przeciwników OFE, i krytyka ich działania była najsilniejsza. Na szczęście wzrost wartości aktywów postępuje dość szybko.

Krytycy systemu emerytalnego powinni wziąć to pod uwagę przy ewentualnym planowaniu zmian na przyszłość¹.

1 W niniejszym referacie nie poruszono problemu portfeli inwestycyjnych funduszy ani opłat za zarządzanie, gdyż są one przedmiotem rozważań innych autorów.

Tabela 3. Wartość jednostki rozrachunkowej w lipcu 2009 oraz zmiana jej wartości od początku działalności OFE, 30.06.1999–31.07.2009

Nazwa funduszu	Wartość jednostki rozrachunkowej (zł)	Zmiana	
	31.07.2009	miesięczna	od początku działalności OFE
POLSAT	28,66	4,45%	186,60%
ING	27,89	4,89%	178,90%
GENERALI	27,62	4,34%	176,20%
NORDEA	26,79	4,28%	167,90%
WARTA	26,62	4,76%	166,20%
PZU ŻŁOTA JESIEŃ	26,43	5,01%	164,30%
AXA	26,24	4,63%	162,40%
AEGON	25,96	4,30%	159,60%
AVIVA	25,86	4,70%	158,60%
BANKOWY	25,35	4,80%	153,50%
AIG	25,28	4,59%	152,80%
PEKAO	25,08	4,67%	150,80%
ALLIANZ	24,77	4,51%	147,70%
POCZTYLION	24,66	4,40%	146,60%

Źródło: IGTE.

Tabela 4. Wartość aktywów netto w stosunku do przekazanych składek (czerwiec 2009)

Okres	Składki* (zł)	Aktywa netto (zł)	%
czerwiec 09	128 911 019 304,79	152 908 188 724,79	118,62
maj 09	127 116 178 493,65	147 090 669 062,83	115,71
kwiecień 09	125 397 635 650,88	144 961 146 808,64	115,60
marzec 09	123 246 412 492,17	137 198 688 150,87	111,32
luty 09	121 225 648 139,90	130 867 800 968,77	107,95
styczeń 09	119 734 152 345,86	136 422 991 309,70	113,94
grudzień 08	118 071 343 547,33	138 261 447 317,79	117,10
listopad 08	116 544 776 151,62	132 716 427 853,32	113,88
październik 08	114 846 054 287,58	130 190 322 822,17	113,36
wrzesień 08	113 153 384 632,76	139 677 370 674,18	123,44
sierpień 08	111 701 616 201,66	139 738 491 902,51	125,10
lipiec 08	109 637 301 226,81	139 244 103 524,91	127,00
czerwiec 08	107 736 126 951,30	136 395 441 690,87	126,60
maj 08	106 730 826 841,90	140 127 911 396,12	131,29
kwiecień 08	104 797 042 320,28	138 107 644 011,41	131,79
marzec 08	102 709 608 177,37	138 112 802 656,17	134,47
luty 08	100 598 201 703,20	134 551 591 273,98	133,75
styczeń 08	99 748 291 807,40	134 578 037 610,14	134,92
listopad 07	96 796 772 305,97	138 449 948 545,00	143,03
październik 07	95 517 427 807,66	142 800 986 642,69	149,50
wrzesień 07	93 042 570 272,84	139 304 942 370,45	149,72
sierpień 07	92 087 406 502,37	136 347 956 876,43	148,06
lipiec 07	89 728 637 242,60	137 455 334 138,24	153,19
czerwiec 07	88 464 030 934,00	138 289 016 990,90	156,32

* składki przekazane od 1999 roku wraz z bonami skarbowymi

Źródło: IGTE.

2. OFE a powszechne emerytalne systemy kapitałowe w innych krajach

Spotyka się czasem porównania międzynarodowe dotyczące funkcjonowania funduszy emerytalnych. Jednak łączy się z tym wiele nieporozumień, bo porównuje się ze sobą instytucje o zupełnie różnym charakterze. Warto przypomnieć, że obowiązkowe, zaliczane do powszechnego systemu emerytalnego fundusze emerytalne istnieją w większości krajów Ameryki Południowej, w prawie wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej, należących przed 1989 rokiem do bloku komunistycznego, oraz w części krajów byłego Związku Radzieckiego. Ponadto obowiązkowe, powszechne emerytury kapitałowe były wprowadzone w Szwecji w tym samym czasie, co w Polsce. Szwedzki kapitałowy filar emerytalny jest zorganizowany na odmiennych zasadach niż w naszym kraju, trudno więc w prosty sposób je porównywać. Warto ponadto wiedzieć, że składka na emeryturę w Szwecji wynosi 18,5%, ale tylko 2,5% idzie do filaru kapitałowego, czyli wpływ części kapitałowej na wysokość całej emerytury jest znacznie mniejszy niż w Polsce (składka emerytalna 19,52%, do II filaru 7,3%).

W Polsce II filar działa na podobnych zasadach, jak w Chile i niektórych innych krajach Ameryki Południowej, a także byłych krajach demokracji ludowej w Europie. Nie powinno się jednak porównywać tylko działania funduszy emerytalnych w tych krajach, nie biorąc pod uwagę całego otoczenia, przede wszystkim gospodarczego. Gospodarki krajów europejskich różnią się od południowoamerykańskich i od azjatyckich w krajach postradzieckich. Biorąc pod uwagę jedynie Chile (gdzie gospodarka i rynek ma się lepiej niż w innych krajach Ameryki Południowej), to jednak nawet tam zatrudnienie w szarej strefie jest kilkakrotnie wyższe niż w Europie, w związku z czym dostęp do powszechnego systemu emerytalnego jest utrudniony (mimo że jest to system obowiązkowy). Skutkuje to tym, że prawie 40% uczestników systemu emerytalnego nie uzyskuje prawa nawet do minimalnej emerytury. (Do 2008 roku w Chile był tylko jednofilarowy kapitałowy system emerytalny z 10-procentową składką; porównując do Polski – tak jakby istniał tylko II filar, czyli OFE.) Porównanie z Kirgizją i Turkmenią również nie ma większego sensu, z powodu chociażby różnic w funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Nawet duży i bogaty Kazachstan ma nieco inne podejście do emerytur kapitałowych, bo zakres ich dofinansowania przez budżet państwa jest z założenia wysoki. Porównania można więc prowadzić w ramach Europy. We wszystkich krajach kryzys odbił się na wynikach funduszy emerytalnych, funkcjonujących w ramach obowiązkowego systemu emerytalnego. Najbardziej odczuły go kraje nadbałtyckie, a Litwa nawet przejściowo obniżyła składkę do II filaru. Rosja w ogóle od 2008 roku zawiesiła filar kapitałowy, po pięciu latach jego istnienia, i chce zwrócić ubezpieczonym – chociaż nie wiadomo jeszcze, w jaki sposób – zgromadzone tam środki. Można więc powiedzieć, że Polska na tym tle prezentuje się bardzo dobrze. Co prawda, po raz pierwszy od chwili powstania fundusze zanotowały ujemną trzyletnią stopę zwrotu, ale już w ostatnich miesiącach zaczęła ona rosnąć, co daje podstawy do optymizmu.

Porównywania OFE z zakładowymi funduszami emerytalnymi w innych krajach, organizowanymi przez pracodawców, nawet jeśli są one obowiązkowe, albo dobrowolnymi funduszami emerytalnymi prowadzonymi przez różne instytucje finansowe, można dokonywać – pamiętając jednak o zupełnie innych przesłankach ich działania, tak w sferze społecznej, jak i ekonomicznej. Państwo jest zawsze gwarantem wypłaty świadczeń z ubezpieczenia społecznego – w tym emerytalnego – natomiast inne rodzaje gromadzenia środków na starość takich gwarancji nie dają. Dlatego regulacje prawne odnośnie tych dwóch rodzajów oszczędzania emerytalnego muszą być odmienne, a co za tym idzie, wyniki finansowe w poszczególnych okresach muszą się różnić.

Wojciech Otto

Koszty OFE a wysokość przyszłej emerytury. Jak podnieść bezpieczeństwo emerytalne

Racją bytu instytucji obsługujących fazę akumulacji oszczędności emerytalnych jest ich zdolność do zapewnienia możliwie wysokich świadczeń emerytalnych w przyszłości, przy danych obciążeniach uczestników w postaci wpłacanych składek. W II filarze polskiego systemu emerytalnego chodzi o to, by oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji składek wniesionych przez uczestnika była jak najwyższa, a równocześnie, aby nie podlegała na zbyt wielkim wahanom, szczególnie w okresie bezpośrednio poprzedzającym zamianę oszczędności na dożywotnią emeryturę kapitałową.

Przyjęte w Polsce rozwiązania minimalizują ryzyko operacyjne (defraudacji czy też przypadku z innych przyczyn znaczącej części aktywów OFE). Oddzielenie podmiotowe OFE i zarządzającego nim PTE posłużyło też do tego, aby skonstruować system, w którym rzeczą wyobraźną jest bankructwo PTE, natomiast OFE zbankrutować nie może. Oszczędności emerytów narażone są więc głównie na ryzyko związane ze zmiennością cen aktywów, w których są lokowane. Wskazaliśmy już na empiryczne potwierdzenie słuszności idei „bezpieczeństwa dzięki różnorodności”, osiąganego dzięki podziałowi składki emerytalnej pomiędzy I i II filar systemu. Nie zmienia to faktu, iż na zbyt duża zmienność stopy zwrotu w II filarze składa się mimo wszystko na zwiększoną niepewność co do wysokości łącznej emerytury z obu filarów. Pozostaje więc dylemat, jak zapewnić efektywność pomnażania oszczędności emerytalnych, utrzymując zmienność stóp zwrotu na akceptowalnym poziomie.

Twórcy systemu wprowadzili szereg rozwiązań, które miały w zamierzeniu ograniczyć zmienność stóp zwrotu zarówno w przekroju, jak i w czasie. Chodzi o to, aby uniknąć sytuacji, gdy dwóch uczestników wnoszących identyczne składki w ciągu tego samego okresu aktywności zawodowej zakumuluje bardzo różne kwoty kapitału emerytalnego tylko dlatego, że przystąpili do różnych OFE. Chodzi także o to, aby wysokość uzyskiwanego przez uczestnika dożywotniego świadczenia emerytalnego nie zależała zanadto od wyboru daty zamiany kapitału emerytalnego na to świadczenie. Pierwszy cel zrealizowano już od początku, wprowadzając minimalną wymaganą stopę zwrotu oraz związany z nią mechanizm wyrównania niedoboru. Drugi cel do dziś nie doczekał się realizacji – wciąż debatuje się o potrzebie wprowadzenia w ramach jednego OFE podfunduszy o zróżnicowanym profilu ryzyka, z zalecaną ścieżką oszczędzania najpierw w funduszu względnie agresywnym, by następnie stopniowo przesunąć środki do funduszu bezpiecznego.

Równocześnie zauważono szereg niedostatków w sposobie funkcjonowania II filaru. Zanim dokonamy ich przeglądu, trzeba na wstępie wyraźnie stwierdzić, że niedostatki te nie powinny przesłonić ogólnie pozytywnych rezultatów funkcjonowania OFE. Osiągnięte przez

OFE stopy zwrotu wytrzymują porównanie ze stopami zwrotu osiąganymi przez otwarte fundusze inwestycyjne o podobnej strukturze portfela¹.

Niedostatki w funkcjonowaniu OFE dotyczą przede wszystkim charakteru i natężenia konkurencji. Z tej właśnie przyczyny występują wyraźne tendencje do regulacji metodami administracyjnymi, zarówno na poziomie decyzji bieżących podejmowanych przez nadzór, jak i na poziomie ingerencji legislacyjnej w postaci kilkukrotnych zmian ustawowych. W dwóch przypadkach – nowelizacji Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 2003 roku oraz nowelizacji z 2009 roku dopiero co podpisanej przez prezydenta – wprowadzone zmiany miały dość zasadniczy charakter.

Podstawowe przejawy niedostatków konkurencji to:

- tendencja do koncentracji rynku w długim okresie, mająca swe źródło głównie w tym, iż na rynku nie pojawiają się nowi gracze, a oczywiście (jak na każdym rynku) raz na jakiś czas dochodzi do połączeń i przejęć;
- niedostateczna konkurencja w zakresie inwestycji, przejawiająca się w upodabnianiu struktury portfela do innych OFE, w szczególności tych dominujących na rynku (tzw. zachowania stadne);
- brak widomych oznak konkurencji cenowej (wysokością stawki prowizji od składki i stawki tzw. opłaty za zarządzanie).

Odpowiedzią na zagrożenie płynące z tendencji do łączeń i przejęć było wyraźne mnożenie przeszkód administracyjnych przez nadzór, szczególnie w czasach UNFE, a także w pierwszych latach funkcjonowania KNUiFE. Pewną odpowiedzią była także zmiana zasady przydziału nowych członków poprzez losowania przeprowadzane przez ZUS, wprowadzona w ramach nowelizacji ustawy z 2003 roku. Obowiązująca od tego czasu zasada spełnia równocześnie dwie funkcje: wspiera (a może tylko przedłuża) samodzielny byt małych funduszy i nagradza za osiągnięcie wyższych od przeciętnej stóp zwrotu z inwestycji. Co istotne, osłabia ona przy okazji efektywność konkurencji o nowych członków, która wiąże się dla największych funduszy z ponoszeniem znacznych kosztów akwizycji, podczas gdy małe fundusze pozyskują nowych członków „za darmo”. Pojawiła się także w debacie idea, aby raz na jakiś czas znajdować inwestora skłonnego do utworzenia nowego PTE i OFE, oferując mu ułatwienie przetrwania początkowego okresu poprzez skierowanie do niego 100% nowych „niezdecydowanych”, zamiast rozlosowywania ich pomiędzy istniejące OFE. Jest chyba mało prawdopodobne, aby taki pomysł wypalił – nowi gracze (przynajmniej ci dobrze wyposażeni w kapitał) postrzegają pewnie przejście istniejącego funduszu jako drogę wejścia na rynek obciążoną mniejszym ryzykiem. Na razie zresztą pozbawienie najmniejszych funduszy napływu nowych członków w dro-

¹ Sytuacja OFE jest nieco łatwiejsza, nie są bowiem narażone na znaczące ryzyko płynności. W odróżnieniu od funduszy stabilnego wzrostu zarządzanych przez TFI mają zapewniony dość stabilny napływ składek i narażone są jedynie raz na jakiś czas na odpływ uczestników do innych OFE, sygnalizowany na ogół ze sporym wyprzedzeniem. Z drugiej jednak strony ogranicza je sztywny gorset limitów dotyczących struktury lokat.

dze losowania może przynieść skutek odwrotny – kosztem wykreowania tą drogą nowego funduszu może okazać się zniknięcie jednego z dotychczasowych.

Pozostałe niepożądane zjawiska dotyczące się konkurencji bieżącej (słaba konkurencja efektywnością inwestycji i brak oznak konkurencji cenowej) są skutkiem zarówno czegoś, co można by nazwać naturą tego sektora działalności gospodarczej, jak i szczegółów przyjętych rozwiązań, stwarzających pozytywne i negatywne bodźce kształtujące, sprzyjające takiemu stanowi rzeczy. Jak dotąd, nie wprowadzono w życie (bądź w ogóle nie rozważano) rozwiązań, które mogłyby tę sytuację znacząco zmienić. Pewnym wyjątkiem jest wprowadzony nowelizacją z 2003 roku mechanizm rachunku premiewego, który w zamierzeniu miał stwarzać pozytywny bodziec do efektywnego inwestowania. Pomysł kierunkowo dobry, w realizacji już mniej. Skala bodźca jest za słaba, skoro maksymalny przychód z tego tytułu dla funduszu pobierającego opłatę za zarządzanie w wysokości 0,045% aktywów miesięcznie (a więc niedużego) wynosi 1/9 tej opłaty. Mechanizm ten ma zresztą i inne wady, o czym później.

Nie znajdując dobrej odpowiedzi na to, iż PTE – postępując w zastanych warunkach racjonalnie – skupiają się na działalności akwizycyjnej i nie konkurują cenowo, wprowadzono już w ramach nowelizacji z 2003 roku limity prowizji od składek oraz opłaty za zarządzanie. Mimo iż było to rozwiązanie administracyjne niesięgające istotnych przyczyn niedostatku konkurencji, to było ono mimo wszystko w jakimś stopniu przemyślane. Zasadę respektowania praw nabytych pogwałcono w stopniu umiarkowanym, wprowadzając wieloletnią ścieżkę redukcji maksymalnych stawek prowizji od składek, a także wprowadzając degressywną stawkę opłaty za zarządzanie, która zredukowała przychody PTE zarządzających największymi OFE tymczasem w stopniu niewielkim, zapowiadając w gruncie rzeczy stopniową redukcję stawek opłaty w bardzo długim horyzoncie czasu. Co istotne, nawet od aktywów przekraczających największy limit pozostawiła stawkę niewielką, ale nie zerową. Pod pewnym względem była to, mimo wszystko, zmiana krótkowzroczna. Nie przewidziano wówczas, że prędzej czy później może dojść do załamania cen akcji na giełdzie, i że dotychczasowy mechanizm nie jest przygotowany na taką sytuację.

Głębokie załamanie cen na rynkach akcji, z jakim mamy do czynienia od lata 2007 roku, unaocznilo kolejny defekt mechanizmu, a mianowicie daleko idącą odporność przychodów PTE na głęboki nawet spadek wartości aktywów OFE. Jest rzeczą naturalną, że w obliczu strat ponoszonych w całym sektorze prywatnym, trudności poradzenia sobie z narastającym deficytem budżetowym, wzrostem bezrobocia i zahamowaniem wzrostu wynagrodzeń, a wreszcie wobec strat ponoszonych przez członków OFE – luksusowa sytuacja PTE może oburzać. Oburzać tak, ale nie dziwić – przecież wynika ona z takich reguł kształtujących przychody PTE, jakie sami wprowadziliśmy.

Niestety, ostatnia nowelizacja niewiele ma wspólnego z wprowadzeniem prostej zasady, że zyski PTE mają być współmierne do tempa, w jakim pomnażają one oszczędności emerytów w zarządzanych przez siebie funduszach. Nowelizacja ta po prostu zyski te trwale redukuje – nie tylko teraz, ale także w perspektywie przyszłości, kiedy z powrotem

nadejście hossy na giełdzie, a zarządzający oszczędnościami emerytów nie będą mieli wystarczających motywacji (a może i kwalifikacji, jeśli najlepsi odejdą do instytucji zdolnych ich lepiej wynagradzać) do wykorzystania tego dla dobra uczestników.

Mechanizm kształtujący przychody PTE jest wadliwie zaprojektowany. Podstawowa ich część jest wprost proporcjonalna do liczby członków OFE i średniej składki przez nich wnoszonej, a także do zakumulowanej wartości uprzednio wniesionych składek. W rezultacie PTE mają silną motywację do pozyskiwania pokaźnej liczby członków, nawet za cenę wysokich prowizji płaconych agentom. Oczywiście ostatnio wprowadzone ograniczenia te motywacje osłabiają – szczególnie w przypadku największych funduszy – ale też i nie zwiększają motywacji do efektywnego zarządzania aktywami OFE. Jak dotąd, motywacje do efektywnego inwestowania wspierane są poprzez mechanizm losowania nowych członków, co nie dotyczy trzech największych funduszy.

Relatywne osłabienie motywacji największych graczy do pozyskiwania nowych członków mogłoby sprzyjać w dłuższym okresie zmniejszeniu stopnia koncentracji rynku. Wzrost wartości aktywów małych i średnich funduszy z tytułu mechanizmu losowania nowych członków jest jednak bardzo powolny. Przyspieszyć go może działalność akwizycyjna małych i średnich PTE. Dziwią więc projekty wprowadzenia administracyjnego zakazu akwizycji indywidualnej na rynku wtórnym, nakierowanej na przejmowanie dotychczasowych członków OFE. Zmiany już wprowadzone motywowane są m.in. nadzieją na uruchomienie procesu zmniejszania stopnia koncentracji rynku, zaś rozważane ograniczenia działalności akwizycyjnej mogą tylko ten proces zatrzymać lub bardzo rozciągnąć w czasie.

Niewspółmierność zysków PTE do tempa pomnażania aktywów OFE nie jest jedyną wadą mechanizmu kształtującego te zyski. Wymieńmy choćby dwie kolejne:

- niewspółmierność wymogów kapitałowych do skali zagrożenia koniecznością wyrównania niedoboru, co z punktu widzenia bezpieczeństwa systemu jest problemem najistotniejszym;
- kształt owego mechanizmu (podobnie jak mechanizmu rachunku premiowego), skłaniający do zachowań stadnych i pewnych działań o charakterze kooperacyjnym.

Pierwsza z tych wad jest dość fundamentalna. Mechanizm wyrównania niedoboru powoduje narażenie PTE na ryzyko o rozmiarach proporcjonalnych do wartości aktywów zarządzanego przez OFE. Dobrze znana z ubezpieczeń zasada głosi, że wysokość wymaganych środków własnych ubezpieczyciela powinna być taka, aby z dużym prawdopodobieństwem wystarczyły one na pokrycie ewentualnej straty. Chodzi o to, żeby zminimalizować prawdopodobieństwo niewywiązania się ubezpieczyciela z podjętych zobowiązań, ale także i o to, żeby strata była dla niego bolesna na tyle, aby zniechęcić go do podejmowania nadmiernego ryzyka w oczekiwaniu potencjalnych zysków.

Zabezpieczenia przewidziane przez ustawodawcę wydają się przeczyć tym zasadom. Wymaga się od PTE posiadania środków własnych w kwocie 5 mln EURO – bez względu na to, jak wielkim OFE owo PTE zarządza. Jeśli zaś dojdzie do konieczności wyrównania niedoboru,

buforem mają być: zawartość rachunku rezerwowego (prawdopodobnie będzie śladowa), środki Funduszu Gwarancyjnego, których wymagana wartość opiewa na 0,4% aktywów OFE (łącznie wartość tzw. części podstawowej i dodatkowej), następnie środki własne PTE (mogą być niewspółmiernie niskie), a potem – środki Funduszu Gwarancyjnego gromadzone z wpłat pozostałych PTE, wreszcie Skarb Państwa. Wyczerpanie trzech pierwszych źródeł – z których przynajmniej drugie jest proporcjonalne do możliwej straty – odbywa się niejako na koszt danego PTE. Konieczność sięgnięcia po dalsze środki oznacza bankructwo danego PTE i przerzucenie reszty straty na inne podmioty. Może to być bezbolesne dla owych innych podmiotów, jeśli przypadek dotyczy będzie małego OFE, ale może też oznaczać katastrofę w przypadku któregoś z największych. Tymczasem środki własne większości PTE są pokaźne i stanowią nie najgorsze zabezpieczenie. Rzecz w tym, że nadzór nie posiada instrumentów zmuszenia PTE do proporcjonalnego powiększania tych środków w miarę wzrostu aktywów ich OFE, jeśli okaże się, że z własnej nieprzymuszonej woli czynić tego nie chcą.

Mechanizm zabezpieczenia można na różne sposoby poprawić. Po pierwsze, można zwiększyć odpowiednio wymaganą wielkość tworzonej przez każde OFE części Funduszu Gwarancyjnego lub w jego miejsce wprowadzić wymóg posiadania przez PTE środków własnych w proporcji do aktywów OFE (z pewnością więcej niż 0,4% aktywów). Na pewno okaże się to potrzebne, jeśli wzmocnimy motywacje do podejmowania bardziej agresywnej strategii inwestycyjnej – oczekiwane przychody PTE z tego tytułu nie powinny bowiem zdominować obawy przed utratą środków własnych. Po drugie, można zmniejszyć zagrożenie, przyjmując na przykład zasadę, że w razie wystąpienia niedoboru PTE pokrywa jedynie jego połowę, a druga połowa niedoboru pozostaje na udziale uczestników OFE. Po trzecie wreszcie, możemy rozważyć, czy mechanizm wyrównania niedoboru wprowadzamy po to, aby zapewnić pewien stopień ostrożności w przyjmowanych strategiach inwestycyjnych OFE, czy też aby w pełni zagwarantować uczestnikom, że niedobór ich nie obciążą. Dotychczasowy kształt rozwiązań ma właśnie charakter gwarancji udzielonych uczestnikom OFE. Pierwszym gwarantem jest PTE, ale po wyczerpaniu jego możliwości na scenę wchodzi następni gwaranci, aż do pełnego wykonania gwarancji. Zachodzi jednak pytanie, po co uczestnikom taka gwarancja? Czy jest dla nich istotnie tak ważne, aby pod żadnym pozorem w pewnym okresie nie spaść poniżej trzyletniej stopy zwrotu w wysokości 30%, a dwa lata później poniżej –12%? A może wystarczy, żeby na skutek odpowiednio motywowanej polityki inwestycyjnej PTE być pewnym, że do takiej straty będzie dochodziło bardzo rzadko? Wtedy wystarczyłoby, aby wymogi kapitałowe wobec PTE były na tyle wysokie, aby zniechęcać je do nazbyt ryzykownej strategii inwestycyjnej, a jeśli już mimo to do niedoboru dojdzie, wyegzekwować wyrównanie do wysokości środków własnych PTE, dokonać jego likwidacji, a resztę niepokrytego niedoboru pozostawić na udziale uczestników OFE.

Wprowadzenie wymogów kapitałowych zmniejsza zresztą pokusę do administracyjnego manipulowania stopą opłaty za zarządzanie. Skoro bowiem wymagany kapitał zabezpieczający ryzyko jest proporcjonalny do wartości aktywów OFE, to oczekiwana premia za ryzyko, stanowiąca wynagrodzenie owego kapitału, też będzie do niego proporcjonalna, i ta część opłaty za zarządzanie, która odpowiada premii za ryzyko, powinna

być utrzymana bez względu na wielkość aktywów. System dotychczasowy stwarza iluzję, że można tej opłaty uniknąć, ponieważ ignoruje potrzebę wymogów kapitałowych adekwatnych do rozmiaru ryzyka, zrodzonego przez mechanizm wyrównywania niedoboru. Prawda jest jednak taka, że bezpieczeństwo kosztuje.

Ostatnia z wymienionych uprzednio wad przyjętych mechanizmów to taki ich kształt, który motywuje do zachowań stadnych, być może nawet kooperacyjnych. Motywacje do działań kooperacyjnych mogą w pewnym stopniu występować na tym rynku z przyczyn naturalnych, przyjęte jednak regulacje mogą te motywacje wzmacniać. Niewątpliwie kształt mechanizmu wyrównywania niedoboru jest taką właśnie regulacją. Po pierwsze dlatego, że koszt niedoboru może obciążyć inne PTE, niż to, które zawiniło (o czym już była mowa). Ponadto, zachowania stadne są w dużej mierze rezultatem sposobu, w jaki niedobór jest zdefiniowany. Definicja minimalnej wymaganej stopy zwrotu (MWSZ) powoduje, iż sposobem na osiągnięcie bezpiecznej pozycji jest ukształtowanie portfela aktywów o strukturze bliskiej średniej strukturze portfeli wszystkich OFE. Gwarantuje to osiągnięcie stopy zwrotu zbliżonej do średniej, bowiem minimalizuje prawdopodobieństwo, że ceny aktywów, w które zainwestowaliśmy, odchylą się w innym kierunku niż ceny aktywów, w które zainwestowali pozostali. Jest to prosta konsekwencja zastosowania benchmarku w postaci średniej stopy zwrotu wszystkich OFE. Gdyby MWSZ była równa trzyletniej stopie inflacji, polityka unikania niedoboru prowadziłyby do zupełnie innej strategii inwestycyjnej, a w każdym razie nie wymagałyby tego, aby portfel swojego OFE upodabniać do portfeli innych funduszy.

Oczywiście stopa inflacji byłaby bardzo złym benchmarkiem, o ile to do niej odnosiłaby się definicja niedoboru, a mechanizm wyrównania pełnego niedoboru pozostałby utrzymany.

W pewnych fazach cyklu gospodarczego byłoby bardzo trudno uniknąć konieczności wyrównywania niedoboru, a strategię inwestycyjne minimalizujące to ryzyko doprowadziłyby w rezultacie do znacznej redukcji wysokości przyszłych emerytur. Zupełnie inaczej działać będzie – tak ten, jak i inne benchmarki – gdy wyrównamy dysproporcję pomiędzy karą za stopę zwrotu niższą od MWSZ, zdefiniowaną w relacji do przyjętego benchmarku, a nagrodą za stopę zwrotu od tego benchmarku wyższą.

Motywacji do zastosowania „endogenicznego benchmarku” można się domyślać – trudno bowiem znaleźć taki „egzogeniczny” benchmark, który dobrze odzwierciedla obiektywne możliwości osiągnięcia stopy zwrotu przez OFE w danym okresie. Benchmark egzogeniczny jest prawdopodobnie jedynym skutecznym sposobem na zmniejszenie rozmiarów naśladownictwa. Problem, czy wynagradzamy za coś, co jest efektem lepszej lub gorszej pracy zespołu zarządzającego aktywami, czy za to, że trafił się okres dobrej lub złej koniunktury (pewność taką dawał nam benchmark endogeniczny), wydaje się mniej istotny. Wszystkie OFE i tak będą dążyć do osiągnięcia maksymalnej stopy zwrotu. Mniejsze przychody PTE w czasie złej koniunktury nie muszą oznaczać mniejszych wynagrodzeń zespołu zarządzającego aktywami. Jego rola jest równie ważna wówczas, gdy w okresie bessy minimalizuje straty, jak i wtedy, gdy maksymalizuje korzyści odnoszone przez

członków OFE w okresie hossy. To zysk PTE może być amortyzatorem przychodów zmieniających się w rytmie zmian koniunktury. Wydarzenia ostatnich dwóch lat pokazują, że tak mniej więcej kształtują się oczekiwania społeczne.

Temat wyboru benchmarku oraz dokładnego zdefiniowania konsekwencji dla PTE z tytułu różnicy pomiędzy osiągniętą stopą zwrotu a benchmarkiem jest zagadnieniem złożonym, i powyższe uwagi służą jedynie zasygnalizowaniu problemu, wartego znacznie większych i szerszych analiz oraz dyskusji.

Podobne defekty ma mechanizm rachunku premiowego, choć tym razem chodzi o nagradzanie, a nie karanie. Kwota, która wchodzi w rachubę, to raz na pół roku 0,03% wartości aktywów (przeciętnej w tym okresie) danego OFE. PTE może dostać w formie premii od 0% do 100% tej kwoty. Jaka to będzie część, decyduje ułamek postaci $(SZ-m)/(M-m)$, gdzie SZ oznacza trzyletnią stopę zwrotu danego OFE, natomiast M oraz m oznaczają odpowiednio największą i najmniejszą ze stóp zwrotu osiągniętych przez wszystkie OFE. W rezultacie rekordzista dostaje 100% premii, maruder 0% premii, a pozostali – odpowiednią część, wyznaczoną przez ich odległość od marudera podzieloną przez odległość rekordzisty od marudera. Powiedzmy, że w przeddzień rozliczenia jest pewne, kto będzie tym razem rekordzistą, a kto maruderem. Oczywiście łatwo zgadnąć, jaki ruch stopy zwrotu marudera i stopy zwrotu rekordzisty opłaca się wszystkim pozostałym PTE. Wszyscy zyskają, jeśli stopa zwrotu rekordzisty lub marudera się obniży (najlepiej, gdy obniżą się obie). Wystarczy, aby dali się oni namówić, aby coś sprzedać tanio i kupić drogo. Ich straty z pewnością będą niższe od korzyści wszystkich pozostałych, tym bardziej, jeśli są to małe fundusze. Oczywiście są to rozważania czysto teoretyczne i szansa na zaistnienie takiej sytuacji jest niewielka. Trudno byłoby zabiegi zmierzające do sztucznych zmian stóp zwrotu ukryć przed regulatorem rynku. Ponadto udział przychodów z tytułu mechanizmu rachunku premiowego w przychodach z innych tytułów – kształtowanych przez reguły sprzyjające raczej konkurencji niż kooperacji – jest tymczasem niewielki. Mogłoby się to zmienić, gdyby doszło do redukcji opłaty za zarządzanie i równoczesnego zwiększania skali przychodów, kształtowanych przez mechanizm rachunku premiowego. Warto więc pomyśleć nad skonstruowaniem mechanizmu nagradzania za dobre wyniki inwestycyjne, który takiego defektu nie posiada.

Przedstawione w powyższych rozważaniach próbki analizy ilustrują tezę, iż dotychczasowe mechanizmy kształtujące przychody i koszty PTE (w tym w szczególności potencjalny koszt wyrównania niedoboru) nie są dopracowane, rodzić bowiem mogą efekty uboczne o niepożądanym kształcie, nie zapewniając wykorzystania w pełni potencjalnych możliwości pomnażania kapitału emerytalnego uczestników. Warto rozważyć zmiany tych mechanizmów. Zmiany takie mogłyby przynieść korzyści członkom OFE, niekoniecznie kosztem zmniejszenia przychodów PTE, a raczej poprzez zmianę sposobu ich powstawania. Na kwestię opłat za zarządzanie i prowizji od składki nie należy patrzeć przez pryzmat gry o sumie zerowej. Tkwi w tym błąd podobny do tego, który popełniamy wtedy, kiedy analizujemy złożoną problematykę reformowania systemu ubezpieczeń społecznych, zakładając niezależność procesu tworzenia dochodu narodowego od sposobu jego podziału.

Piotr Kwieciński

Multifundusze w systemie emerytalnym

Niniejszy artykuł ma na celu uświadomienie potrzeby wprowadzenia zróżnicowanych strategii inwestycyjnych dla różnych grup wieku uczestników II filaru systemu emerytalnego.

1. Multifundusze – potrzeba różnicowania strategii inwestycyjnych

Wysokość kapitału gromadzonego na emeryturę zależy w głównej mierze od trzech czynników:

- oszczędzania (wysokość składek = wynagrodzenie x stopa oszczędności),
- długości okresu oszczędzania (suma i struktura czasowa wpłat do programu emerytalnego),
- realnej stopy zwrotu z inwestycji (właściwej polityki inwestycyjnej oraz efektywności wykorzystania kapitału).

Każdy z tych czynników wpływa na kształt strategii inwestycyjnej, dlatego plan inwestycyjny jest czymś unikalnym, podobnie jak w każdym jednostkowym przypadku relacje tych czynników są odmienne. Dlatego jedna strategia inwestycyjna obejmująca wszystkich oszczędzających na emeryturę jest rozwiązaniem dalekim od optymalnego.

1.1. Oszczędzanie

Systematyczne oszczędzanie jest kluczowym elementem każdego planu emerytalnego. Kapitał zebrany na emeryturę stanowi podstawę do ustalenia wysokości wypłat emerytur w II filarze. Składa się z dwóch elementów: 1) zebranych składek ubezpieczonego, wpłaconych do funduszu w trakcie aktywności zawodowej oraz 2) zakumulowanych odsetek i zysków kapitałowych z inwestycji (od kwot wpłaconych do funduszu).

W początkowej fazie oszczędności stanowią podstawowy składnik kapitału zebranego na emeryturę. Z biegiem czasu udział składek maleje, stanowiąc na koniec okresu oszczędzania już tylko 35–50% kapitału końcowego. Resztę stanowią odsetki i zyski z inwestycji. Im dłuższy okres składkowy oraz im wyższa stopa zwrotu z inwestycji funduszu, tym mniejszy udział wpłat a większy zysków kapitałowych w końcowej wartości kapitału emerytalnego. Jeżeli ktoś zaczyna budować swój kapitał od zera, to w perspektywie początkowych 20 lat ważniejsze jest to, ile oszczędza niż to, jaką stopę zwrotu osiąga (na przyrost rachunku w większym stopniu oddziałuje wtedy składka niż zyski z inwestycji). Zważając na to, że w kwestii oszczędzania większość osób ma problem decyzyjny, obligatoryjność wpłat do systemu emerytalnego jest bez wątpienia atutem ubezpieczeń społecznych.

→ Wynagrodzenie

Jeśli oszczędzamy systematycznie pewną stałą część naszego miesięcznego dochodu, to wysokość emerytury będzie miała związek z wysokością dochodów osiągniętych

w trakcie kariery zawodowej – im wyższa składka oraz im wcześniej wpłacona, tym większy przyrost kapitału emerytalnego.

Wysokość wynagrodzenia zależy od wielu czynników. Warto jednak zwrócić uwagę na proporcję pomiędzy wysokością wynagrodzenia w danej kategorii wieku i wynagrodzenia w okresie przedemerytalnym (wiek 56+). Chociaż statystycznie osoby w wieku przedemerytalnym osiągają najwyższy w swojej karierze poziom wynagrodzenia, to mężczyźni mają przewagę względem kobiet, osiągając znacznie wcześniej szczyt swoich zarobków. Dzięki temu szybciej budują swój kapitał emerytalny oraz większa część ich emerytury pochodzi z zysków kapitałowych funduszu, czym wyraźnie zwiększają swój przyszły dochód. Mężczyźni osiągają najwyższe wynagrodzenia w przedziale wieku 31–35 lat oraz 51–55 lat, podczas gdy kobiety osiągają najwyższe zarobki po przekroczeniu 55. roku życia.

→ **Stopa oszczędności**

Aby właściwie ocenić wysokość emerytury, przyjęło się stosować w literaturze fachowej wskaźnik zwany stopą zastąpienia (ang. *replacement rate*), który określa relację pomiędzy wysokością emerytury a wysokością wynagrodzenia w ostatnim roku przed emeryturą. W Polsce wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 57%. Wyższy jest na Węgrzech (75%) i Szwecji (65%), zbliżony w Norwegii (53%). Znacznie niżej kształtuje się w Czechach (44%) i wybranych krajach rozwiniętych, jak USA (39%), Wielka Brytania (37%) czy Niemcy (46%).

W Polsce emerytura wypłacana będzie z dwóch filarów. Przyjmując, że wypłaty w ramach zreformowanego systemu zapewnią podobną stopę zastąpienia do obecnej (57%), oczekuje się, że wypłaty w II filarze powinny zapewnić stopę zastąpienia na poziomie ok. 30–35% (pozostałe 22–27% z ZUS).

Tabela 1. Stopa zastąpienia z II filaru w systemie obecnie obowiązującym¹ na podstawie relacji stopy oszczędności oraz długości okresu oszczędzania

Stopa oszczędności	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat	45 lat*
7,0%	13,8%	15,9%	17,4%	18,6%	21,2%
9,0%	17,7%	20,4%	22,4%	23,9%	27,3%
11,0%	21,7%	25,0%	27,4%	29,2%	33,4%
13,0%	25,6%	29,5%	32,3%	34,5%	39,4%
15,0%	29,6%	34,1%	37,3%	39,8%	45,5%

* przy założeniu, że rozpoczyna pracę w wieku 20 lat i pracuje o 2 lata dłużej niż wynosi przeciętny wiek przejścia na emeryturę

Źródło: obliczenia własne.

Przy stopie oszczędności na poziomie 7% kapitał zarządzany przez fundusz emerytalny zapewni emeryturę stanowiącą zaledwie 14–21% ostatniego wynagrodzenia, w zależności

¹ Kalkulacje użyte w modelu stanowiącym bazę dla analizy efektywności inwestycji w II filarze emerytalnym uwzględniają inflację na poziomie 3,1% rocznie, realną stopę z bonów skarbowych na poziomie 0,6% rocznie, premię za ryzyko rynku obligacji rządowych w wysokości 1,4% oraz premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 5,4% (statystyki z rynku amerykańskiego z okresu 1925–2008). Ponadto dla potrzeb modelowania struktury składek w II filarze przyjęliśmy wzrost płacy dodatkowo o 1% rocznie, który wynika z ostrożnych szacunków wzrostu wydajności i efektywności pracy w krajach rozwiniętych.

od długości okresu opłacania składek. Z kolei, aby osiągnąć pożądaną poziom kapitału emerytalnego zapewniający stopę zastąpienia na poziomie 30–35%, stopa oszczędności powinna być niemal dwukrotnie wyższa.

Przechodząc z poziomu teoretycznego na poziom symulacji na bazie danych rzeczywistych, przy założeniu, że obecnie funkcjonujący w Polsce system II filaru istniałby już od wielu lat w USA, kraju o ugruntowanej strukturze rynku kapitałowego, osoby przechodzące na emeryturę w 2009 roku osiągnęłyby przy stopie oszczędności na poziomie 7% stopę zastąpienia w przedziale 20–32% (czyli o około połowę więcej) odpowiednio dla stażu pracy 30–45 lat.

Analiza wysokości stopy oszczędzania w II filarze sugeruje następujące wnioski:

- przy obowiązującej wysokości stopy oszczędności (7,3%) niezwykle trudno jest oczekiwać kontrybucji wypłat z II filaru w wysokości dającej gwarancję osiągnięcia porównywalnego poziomu emerytury z obecnym,
- wiedząc, że istnieją niewielkie szanse na to, iż II filar zapewni odpowiednią stopę zastąpienia, przyszły emeryt powinien już dziś się zatroszczyć o zwiększenie dochodów emerytalnych (dodatkowe dobrowolne oszczędzanie w ramach III filaru lub wydłużenie okresu zatrudnienia) lub wymagana jest modyfikacja założeń systemu w celu podniesienia stopy zwrotu z inwestycji funduszy emerytalnych.

→ **Długość okresu oszczędzania**

Długość okresu oszczędzania ma kluczowe znaczenie dla wielkości kwoty końcowej stanowiącej podstawę do obliczenia wielkości dochodu emerytalnego. Jeżeli oszczędności wpłacane systematycznie, co miesiąc, zainwestujemy przy stopie procentowej 9% na okres 45 lat, wartość wypracowanych zysków prawie 11-krotnie przekroczy wartość wpłaconego kapitału – podczas gdy przy inwestycji 30-letniej wartość wypracowanych zysków będzie tylko 4-krotnie wyższa od wpłaconego kapitału.

Tabela 2. Udział zysków kapitałowych w końcowym kapitale emerytalnym – analiza wrażliwości relacji zysków kapitałowych do sumy systematycznie wpłacanych (miesięcznie) składek w zależności od poziomu stopy zwrotu z inwestycji oraz długości okresu inwestycyjnego

Stopa zwrotu	5 lat	10 lat	15 lat	20 lat	25 lat	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat
1%	2%	5%	8%	11%	13%	16%	20%	23%	26%
3%	8%	16%	26%	36%	48%	61%	75%	91%	109%
5%	13%	29%	47%	69%	95%	126%	164%	209%	263%
7%	19%	43%	73%	111%	161%	225%	307%	415%	555%
9%	25%	58%	104%	166%	253%	373%	541%	779%	1116%
11%	31%	75%	141%	237%	380%	596%	924%	1427%	2201%

Źródło: obliczenia własne.

1.2. Inwestowanie

Inwestowanie to sposób na pomnożenie dochodu emerytalnego. Niestety, większość osób nie posiada ani odpowiedniej wiedzy, ani doświadczenia koniecznego do podejmowania właściwych decyzji inwestycyjnych.

→ **Cel inwestycyjny**

Cel inwestycyjny jest prosty: zapewnienie odpowiedniej ilości środków na emeryturze. Zakładając, że reforma emerytalna miała na celu utrzymanie poziomu życia emerytów w stosunku do stanu zagwarantowanego przez stary system, II filar powinien zapewnić stopę zastąpienia przynajmniej na poziomie 30–35%. Warto jednak w tym miejscu zaznaczyć, że cel emerytalny jest nieco odmienny w przypadku każdego uczestnika II filaru w zależności od wieku, płci, stażu pracy, wysokości zarobków, perspektywy inwestycyjnej, wiedzy finansowej i innych czynników.

→ **Wynik inwestycyjny**

Równie ważnym, co oszczędzanie – a może jeszcze bardziej istotnym elementem planu emerytalnego – jest wynik inwestycyjny, który wypracowuje się w procesie zarządzania aktywami. W obecnym systemie jest on odpowiedzialny za ponad połowę kapitału emerytalnego. Bez odpowiedniej stopy zwrotu z inwestycji, kilkadziesiąt lat oszczędzania może być niewystarczające, aby utrzymać poziom życia na emeryturze w II filarze.

(A) Implikowana stopa zwrotu z funduszu w II filarze

Obecny poziom wpłat do II filaru, który ma przejąć na siebie główny ciężar wypłat emerytur w przyszłości, wskazuje, że relacja przyszłego dochodu w momencie przejścia na emeryturę do średniego wynagrodzenia osiąganego przed osobą oszczędzającą jest głęboko niezadowolająca i kształtuje się na poziomie 14–21%. Zatem od drugiego filaru, oprócz zabezpieczenia kapitału, oczekuje się znacznego podniesienia wysokości świadczeń emerytalnych, tak aby suma świadczeń z obu filarów nie spadła poniżej dotychczasowego poziomu 57%.

Zwiększając oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji funduszy emerytalnych, możliwe jest osiągnięcie docelowej stopy zastąpienia. Aby możliwe było wypracowanie kapitału końcowego na poziomie 30% ostatniego wynagrodzenia, fundusz emerytalny musiałby średniorocznie osiągać stopę zwrotu na poziomie 7,5–8,8% (przy założeniu wskaźnika inflacji w wysokości 3,1%), przy zachowaniu odpowiednio długiej, ponad 35-letniej perspektywy inwestycyjnej. Tak wysokiej stopy zwrotu nie są w stanie wypracować żadne aktywa, poza akcjami. Sugeruje to zatem udział akcji w portfelu funduszu średnio na poziomie 68–90%, znacznie powyżej obecnej średniej wynoszącej ok. 30%.

Tabela 3. Minimalny udział akcji w benchmarku funduszy emerytalnych i stopa zwrotu zapewniająca stopę zastąpienia z II filaru na poziomie 35% w modelu obecnie obowiązującym (w zależności od długości okresu oszczędzania)

Stopa zastąpienia z II filaru	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat	45 lat*
	Minimalny udział akcji w benchmarku				
25%	93,5%	72,0%	60,0%	52,7%	40,8%
30%	>100%	89,5%	76,3%	67,9%	56,5%
35%	>100%	>100%	89,7%	80,5%	68,9%
40%	>100%	>100%	>100%	91,2%	79,5%
	Minimalna oczekiwana stopa zwrotu z funduszu				
25%	9,0%	8,1%	7,6%	7,3%	6,8%
30%	>9,3%	8,8%	8,3%	7,9%	7,5%
35%	>9,3%	>9,3%	8,8%	8,5%	8,0%
40%	>9,3%	>9,3%	>9,3%	8,9%	8,4%

Źródło: obliczenia własne.

(B) Czynniki kształtujące wynik inwestycyjny

« Stopy zwrotu z różnych klas aktywów

Przy długoterminowej inwestycji nic tak dobrze nie potrafi zarabiać, jak akcje. Obligacje przynoszą dochód wyższy niż lokaty bankowe czy bony skarbowe, jednak w żadnym wypadku nie mogą się równać z akcjami. Średnie wskaźniki wzrostu inwestycji akcyjnych w perspektywie 30–40-letniej wynoszą 10–11% (średnia 83-letnia to 9,3%, co związane jest z niższym poziomem inflacji w latach 1925–1960), podczas gdy typowe depozyty bankowe dają zwrot w przedziale 3–4%. Około siedmioprocentowy dystans robi wielką różnicę, i jest on tym większy, im dłuższy jest okres oszczędzania. Oczekuje się od inwestycji w akcje, że na 10 tys. PLN po 10 latach wypracuje dodatkowe 15 940 zł, podczas gdy lokata bankowa – ok. 3 440 zł. Po 25 latach akcje powinny przynieść dodatkowe 98 350 zł, podczas gdy lokata bankowa zaledwie 10 940 zł. Różnica pomiędzy wypracowanym dochodem powinna wzrosnąć w wyniku wydłużenia okresu inwestycyjnego z 12 498 zł do 87 409 zł.

W wielu dowolnych okresach 10-letnich, oraz niektórych 15-letnich, zwiększenie udziału obligacji lub instrumentów rynku pieniężnego w portfelu przynosiło poprawę wyniku względem portfela czysto akcyjnego. Jednak już w dowolnej perspektywie 18-letniej i dłuższej żadna kombinacja akcji, obligacji i bonów skarbowych nie przyniosła wyższej stopy zwrotu niż portfel w stu procentach akcyjny.

Tabela 4. USA – średnioroczna nominalna stopa zwrotu z różnych klas aktywów, 1925–2008

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Akcje	11,0%	10,8%	11,1%	11,2%	11,0%	10,8%	10,1%	10,2%	10,6%	11,4%
Obligacje skarbowe	4,8%	4,8%	4,9%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	6,8%
Bony skarbowe	4,3%	4,3%	4,3%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	1,9%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswatha Damodaran (Stern School of Business), http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

« **Inflacja i realna stopa zwrotu**

Można wiele powiedzieć na temat przyczyn powstawania i utrzymywania się inflacji. Jedno jest jednak pewne, że nowoczesna gospodarka monetarna banków centralnych opiera się na tym, że mniejsza lub większa inflacja jest stanem permanentnym i akceptowalnym, a nawet pożądanym. Niestety inflacja ma bardzo negatywny skutek dla wszelkiego rodzaju oszczędności, które mogą tracić realnie na wartości. Jeżeli inflacja rośnie szybciej niż wartość danej lokaty, wtedy w efekcie wartość tej lokaty spada, gdyż można za nią nabyć coraz mniej.

Nawet niski poziom inflacji może w długim okresie wyrządzić spore szkody, obniżając siłę nabywczą zgromadzonych środków. Nawet przy umiarkowanej inflacji czterdziestolatek, który obecnie zadowala się miesięcznym dochodem na poziomie 3 500 zł, w perspektywie 20 lat będzie potrzebował dochodu 7 700 zł, aby zapewnić sobie ten sam standard życia, co obecnie. Jeśli jednak inflacja wzrośnie do 5% rocznie, wynagrodzenie, które otrzymuje dziś, zaspokoi zaledwie 36% potrzeb pokrywanych obecnie.

Do oceny długoterminowych stóp zwrotu akcji i obligacji stosuje się stopę zwrotu uwzględniającą stopę inflacji, zwaną realną stopą zwrotu. Od 1926 roku akcje amerykańskie przynosiły średnio 8% stopy zwrotu powyżej inflacji, podczas gdy obligacje rządowe ok. 2,4%. Instrumenty rynku pieniężnego dawały nie więcej niż 1% realnego wzrostu wartości. Warto zwrócić uwagę, że statystyka średniorocznych realnych stóp zwrotu z akcji jest bardzo stabilna i dla różnych średnio- i długoterminowych perspektyw inwestycyjnych podobnie wynosi 6,8–7,1%. Obligacje prezentują większe różnice (0,8–1,9%), a co ważniejsze, wraz z wydłużaniem się perspektywy inwestycyjnej w obligacjach skarbowych zmniejsza się oczekiwana realna stopa zwrotu. Ta sama tendencja ujawnia się w przypadku krótkoterminowych instrumentów (do 1 roku), jakimi są bony skarbowe.

Tabela 5. USA – średnioroczna realna stopa zwrotu z różnych klas aktywów, 1925–2008

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Akcje	6,8%	6,6%	6,9%	7,1%	7,1%	7,0%	6,6%	6,8%	7,3%	8,1%
Obligacje skarbowe	0,8%	0,8%	0,9%	1,2%	1,3%	1,6%	1,9%	2,0%	2,1%	2,4%
Bony skarbowe	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswatha Damodarana (Stern School of Business), http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

Akcje w najlepszy sposób zabezpieczają przed negatywnymi skutkami inflacji. Przedsiębiorstwa elastycznie przystosowują się do działania w warunkach inflacyjnych, dzięki czemu wartość firm odzwierciedla zawsze potencjał realnego zysku dla akcjonariusza. Wysoka inflacja wpływa na szybszy wzrost cen akcji, niska inflacja – obniża tempo wzrostu cen akcji, lecz zachowana zostaje perspektywa realnego wzrostu wartości. Na negatywny wpływ inflacji szczególnie narażone są długoterminowe obligacje stałokuponowe, których termin oraz wysokość wypłat kuponu i nominału są z góry ustalone. Instrumenty rynku pieniężnego w niewielkim stopniu służą do inwestowania. Ich stopy zwrotu mają zbyt niską marżę ponad inflację, aby skutecznie mogły zarabiać w długim okresie.

(C) Ryzyko

„Ryzyko bierze się z nieznanowości tego, co się robi” Warren Buffett

Ryzyko jest ceną za wyższą dochodowość. Obligacje cechują się kilkoma rodzajami ryzyka. Jednym z nich jest ryzyko stopy procentowej, które dotyczy papierów stałokuponowych. W okresie spadku stóp procentowych na rynku obligacji panuje hossa i osiągają one nieprzeciętnie wysokie stopy zwrotu. Istnieje jednak ryzyko, że w środowisku inflacyjnym wzrost stóp procentowych może doprowadzić do strat na obligacjach, zwłaszcza długoterminowych. Tracimy wtedy nie tylko z powodu inflacji, ale także na skutek przeceny rynkowej. Na drugim końcu palety znajdują się akcje, które mogą dać najwyższy dochód, ale którymi rynki najbardziej spekulują, narażając inwestorów na znaczne straty w krótkim okresie.

Realna wartość akcji w perspektywie roku może się wahać w przedziale od -39% do +56%, przy czym prawdopodobieństwo straty wynosi 35%. Obligacje rządowe, chociaż częściej tracą na wartości w perspektywie roku (43% przypadków), to jednak skala ewentualnych strat jest mniejsza i może wynieść maksymalnie ok. 14%. Największe prawdopodobieństwo realnej straty na obligacjach jest przy inwestycjach 10–30-letnich, i wynosi wtedy 40–43%. Co prawda oczekiwana wysokość ujemnej stopy zwrotu znacznie spada wraz z wydłużeniem horyzontu czasowego, ale jednak wciąż pozostaje ujemna. Największy potencjał utraty realnej wartości istnieje w instrumentach rynku pieniężnego. Mimo krótkiego okresu zapadalności (do 1 roku) nie są one w stanie skutecznie zabezpieczyć inwestora przed negatywnymi skutkami inflacji ze względu na niską dochodowość.

Tabela 6. USA – potencjał i prawdopodobieństwo spadku wartości realnej różnych klas aktywów, 1925–2008

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Potencjał spadku (wynik najgorszego okresu)										
Akcje	4,5%	4,0%	4,3%	1,0%	-0,1%	-4,1%	-10,8%	-26,7%	-31,7%	-38,6%
Obligacje skarbowe	-0,7%	-2,0%	-1,4%	-2,3%	-3,3%	-4,9%	-8,0%	-11,3%	-12,5%	-13,8%
Bony skarbowe	-0,9%	-1,2%	-1,8%	-3,0%	-3,7%	-5,1%	-6,0%	-8,4%	-11,4%	-15,0%
Odsetek okresów inwestycyjnych zakończonych stratą										
Akcje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	12,3%	20,5%	23,8%	25,9%	35,4%
Obligacje skarbowe	30,3%	32,6%	43,4%	39,7%	39,7%	39,7%	39,7%	33,8%	35,8%	42,7%
Bony skarbowe	45,5%	44,2%	41,5%	31,7%	29,4%	37,0%	37,2%	36,3%	34,6%	35,4%
Potencjał wzrostu (wynik najlepszego okresu)										
Akcje	8,8%	9,2%	10,6%	12,6%	14,1%	16,8%	24,6%	31,2%	38,6%	56,3%
Obligacje skarbowe	2,7%	3,2%	4,9%	7,1%	7,9%	9,4%	15,7%	17,7%	22,0%	27,9%
Bony skarbowe	1,4%	1,5%	1,9%	3,0%	3,1%	4,1%	8,4%	11,1%	12,0%	12,5%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswatha Damodarana (Stern School of Business), http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

W przypadku akcji potencjał utraty realnej wartości spada niemal do zera w perspektywie dowolnych 15 lat, przy czym wraz z wydłużeniem się okresu inwestycyjnego nie wystąpiły przypadki, aby akcje nie przyniosły dodatniej stopy zwrotu, a najgorszy uśredniony wynik w perspektywie 30 lat lub dłuższej wyniósł realnie ponad 4%. Istnieją także

inne rodzaje inwestycji, które ujawniają swą wartość w długim okresie. Chodzi zwłaszcza o inwestycje na rynku nieruchomości, w złoto lub inwestycje na rynkach towarowych. Mimo iż potencjał wzrostu wartości nie jest tak duży jak na rynku akcji, to ich wspólną cechą jest ochrona przed skutkami inflacji oraz stabilizacja dochodu.

A jak wygląda sytuacja w przypadku tzw. bezpiecznych inwestycji? Jeżeli jedynym parametrem oceny bezpieczeństwa będzie krótkookresowa zmienność cen, to rzeczywiście obligacje rządowe, lokaty bankowe oraz trzymanie oszczędności „w skarpecie” jest bezpieczne. Tak skrajne podejście może jednak nieuważnego badacza wprowadzić w błąd. Od inwestycji oczekujemy przede wszystkim tego, aby nie traciły na wartości. Jeżeli zatem ocenę uzależnimy od zdolności zachowania realnej wartości w długim okresie, wtedy ocena ryzyka może się diametralnie zmienić. Największym wrogiem inwestora w długim okresie nie jest zmienność, lecz inflacja, która w sposób skryty, niejawni sprawia, że wartość zgromadzona na cel emerytalny (dotyczy to każdego innego celu) z każdym rokiem „koroduje” i maleje.

Długa perspektywa inwestycyjna daje duży komfort. Dlatego można się zdecydować na wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego: tym wyższy, im dłuższy czas do emerytury. W dłuższym okresie wartość rynkowa jest zawsze związana z akumulacją kapitału przez spółki i przez to przywiązana jest do wartości fundamentalnych, takich jak zysk netto czy wartość księgową firm. Mimo iż spadek cen na giełdzie sprawia, że wartość inwestycji spada czasami poniżej wartości zakupu, to w przypadku inwestora z długim horyzontem czasowym straty te w znacznej mierze mają charakter papierowy. Rzeczywista strata pojawia się w momencie sprzedaży, a w przypadku oszczędzania na emeryturę – moment sprzedaży przypadnie dla większości inwestycji po tak długim czasie, że ryzyko strat spadnie do zera.

Ponieważ ryzyko zmienia się wraz ze skracaniem okresu inwestycyjnego, przyjęcie jednolitej polityki ryzyka dla wszystkich oszczędzających na emeryturę jest bardzo nieefektywne – jeden fundusz dla wszystkich to rozwiązanie dalece suboptymalne. Ograniczając dochodowość aktywów w programie emerytalnym, sprawiamy, że uczestnik musi zwiększyć kwotę oszczędności, czym pośrednio wpływamy na potrzebę podniesienia składki emerytalnej. Przyjęcie w założeniach zbyt niskiej dochodowości w praktyce naraża także uczestników na utratę realnej wartości kapitału emerytalnego.

→ **Właściwy dobór inwestycji**

Szczegółowe różnice pomiędzy poszczególnymi uczestnikami w zakresie celu inwestycyjnego, awersji do ryzyka i osobistych preferencji sprawiają, że przyjęcie jednolitej polityki inwestycyjnej nie zapewni części, albo nawet większości uczestników pełnej realizacji ich jednostkowych celów inwestycyjnych. Jest to podstawowa słabość obecnego rozwiązania systemowego, która sprawia, że alokacja środków w ramach systemu jest suboptymalna z punktu widzenia konkretnego uczestnika. Idealnym rozwiązaniem jest umożliwienie gromadzenia środków na cele emerytalne na indywidualnych rachunkach, działających w oparciu o indywidualnie dobrane strategie inwestycyjne. Przyjęcie rozwiązania opartego na pojedynczej strategii inwestycyjnej jest dalekie od optymalnego dla wielu grup wieku: dla osób wchodzących na rynek pracy i mających przed sobą ok. 35–45 lat pracy

zawodowej obecny system będzie zbyt zachowawczy, niewykorzystujący w pełni potencjału, jaki daje rynek akcji. Z kolei dla osób wchodzących za chwilę w wiek emerytalny, strategia oparta w ok. 25–30% na akcjach może okazać się zbyt agresywna.

Rozwiązaniem kompromisowym pomiędzy stanem obecnym a rozwiązaniem uznawanym na świecie za docelowe jest zarządzanie programem w oparciu o kilka funduszy, różniących się strategią inwestycyjną dopasowaną do perspektywy inwestycyjnej oraz dochodowości i ryzyka aktywów.

Nie ma powszechnej zgody doradców finansowych na temat optymalnej strategii alokacyjnej w różnych grupach wieku. Prezentowane schematy zawierają się w przedziale od bardzo zachowawczych do stosunkowo agresywnych. Jednakże ich wspólną cechą jest to, że przedziały środkowe dla danej klasy aktywów przesuwają się wraz z wiekiem (czyli ze skracaniem się horyzontu inwestycyjnego) od 80% w akcjach w okresie długoterminowym (ponad 25 lat) (pozostałe obligacje 25% i krótkoterminowe lokaty do 5%), do 55% akcji w perspektywie 10-letniej, oraz przyjęciem rozwiązań relatywnie bezpiecznych w perspektywie ostatnich 5 lat przed emeryturą (25% akcji).

Nie wszyscy muszą jednak czuć się z akcjami komfortowo, mimo ich wszelkich długoterminowych atutów. Dlatego dla tych, którzy preferują mniejszą zmienność wartości rachunku inwestycyjnego wywołaną zmianami cen na rynku, należy zalecić zwiększenie udziału mniej zmiennych cenowo instrumentów, jak obligacje. Ceną będzie obniżenie dochodowości portfela, ale inwestor zyska komfort psychiczny. **Możliwość ostatecznego wyboru staje się zatem ogromnym atutem programu.**

Z punktu widzenia strategii inwestycyjnej najistotniejszym elementem jest to, że planu tego należy przestrzegać. Zazwyczaj największe pokusy i naciski na zmianę planu powstają wtedy, kiedy jest najmniej odpowiedni moment do przeprowadzenia owych zmian. Badania na rynku amerykańskim pokazują, że istnieje duża rozbieżność pomiędzy wynikami funduszy inwestycyjnych, a średnimi rocznymi stopami zwrotu osiąganymi przez uczestników inwestujących w te fundusze. Rozbieżności te wynikają głównie z tzw. timingu (czyli wyboru tzw. najodpowiedniejszego momentu do zawarcia transakcji), wysokości ponoszonych opłat, rotacji aktywów w portfelach indywidualnych. Niestety powszechne doświadczenia inwestycyjne wskazują, w przypadku akcji, na co najmniej mierne wyniki inwestycyjne osób indywidualnych w porównaniu z wynikami funduszy. Osiągane stopy zwrotu z rynku akcji były o ok. 8 punktów procentowych niższe niż w przypadku indeksów giełdowych. Na rynku obligacji różnica ta również była niekorzystna, lecz jej zakres był niższy i wyniósł ok. 4% poniżej wyników benchmarków. Dlatego ważne jest, aby na obecnym etapie rozwoju systemu, przy wciąż daleko niezadowalającym poziomie edukacji ekonomicznej społeczeństwa, rolę strażnika wykonania właściwej strategii inwestycyjnej z perspektywy emerytalnej należy pozostawić doświadczonym profesjonalistom, specjalizującym się w tematyce emerytalnej uczestnikom rynku – funduszom emerytalnym.

2. Multifundusze – rekomendowane rozwiązania

2.1. Rosnąca rola prywatnych programów emerytalnych

Plany emerytalne w poszczególnych krajach możemy podzielić na trzy główne grupy:

- obowiązkowe systemy nadzorowane przez państwo (zarządzane administracyjnie i/lub prywatnie),
- plany pracownicze, tworzone przez pracodawców (obowiązkowe i dobrowolne),
- indywidualne konta emerytalne.

W 13 na 30 krajów poddanych analizie nadal działają systemy emerytalne oparte o budżety państwowe. W części krajów, np. w USA, ich znaczenie jest jednak marginalne. Szwecja, Finlandia, Francja i Szwajcaria mają z kolei obowiązkowe plany emerytalne tworzone w miejscach pracy. Obowiązkowy system emerytalny w postaci indywidualnych kont emerytalnych funkcjonuje w Polsce, a także na Węgrzech, Słowacji oraz w niektórych krajach Ameryki Łacińskiej.

W krajach, w których obowiązkowy filar zapewnia niską stopę zastąpienia, a prywatne systemy nie są obowiązkowe (USA, Wielka Brytania), nieobowiązkowe plany emerytalne są niezwykle istotne, ponieważ decydują o tym, czy ludzie będą mieli wystarczające środki na emeryturę. W tych krajach znaczenie emerytury z prywatnego systemu emerytalnego jest bardzo duże. Szacuje się, że 40–50% emerytury pochodzi właśnie z prywatnych systemów.

	Emerytura pracownicza		Emerytura osobista		System państwowy
	Obowiązkowy	Nieobowiązkowy	Obowiązkowy	Nieobowiązkowy	
Australia	✓		✓	✓	
Austria		✓		✓	
Belgia		✓		✓	
Czechy				✓	
Dania	✓			✓	✓
Finlandia	✓	✓		✓	✓
Francja	✓	✓		✓	✓
Grecja		✓		✓	
Hiszpania				✓	✓
Holandia				✓	
Irlandia				✓	✓
Islandia	✓			✓	
Japonia				✓	✓
Kanada		✓		✓	✓
Korea Pd.				✓	✓
Luksemburg			✓	✓	
Meksyk			✓	✓	
Niemcy		✓		✓	
Norwegia				✓	✓
Nowa Zelandia				✓	✓
Polska			✓	✓	
Portugalia				✓	✓
Słowacja			✓	✓	
Szwajcaria	✓			✓	✓
Szwecja	✓			✓	✓
Turcja		✓		✓	
USA		✓		✓	✓
Węgry	✓	✓	✓	✓	
Wielka Brytania		✓		✓	
Włochy				✓	

Źródło: OECD

Z drugiej strony są kraje – jak Hiszpania czy Szwecja – w których obowiązkowe plany emerytalne dostarczają wysoką stopę zastąpienia, a mimo to programy nieobowiązkowe odgrywają istotną rolę. Dzieje się tak dlatego, że stopy zastąpienia dla osób o wysokich zarobkach są niskie. Jest także drugi powód: spodziewane stopy zastąpienia w przyszłości, będące efektem reform, mają się zmniejszyć.

W Polsce oraz innych krajach naszego regionu (Czechy, Słowacja, Węgry, Austria) znaczenie prywatnych systemów emerytalnych jest ciągle marginalne. Ponieważ jednak stopa zastąpienia, jaką oferują obowiązkowe systemy, dla wielu osób może być niezadowalająca, należy się spodziewać wzrostu znaczenia w kolejnych latach prywatnych oszczędności emerytalnych.

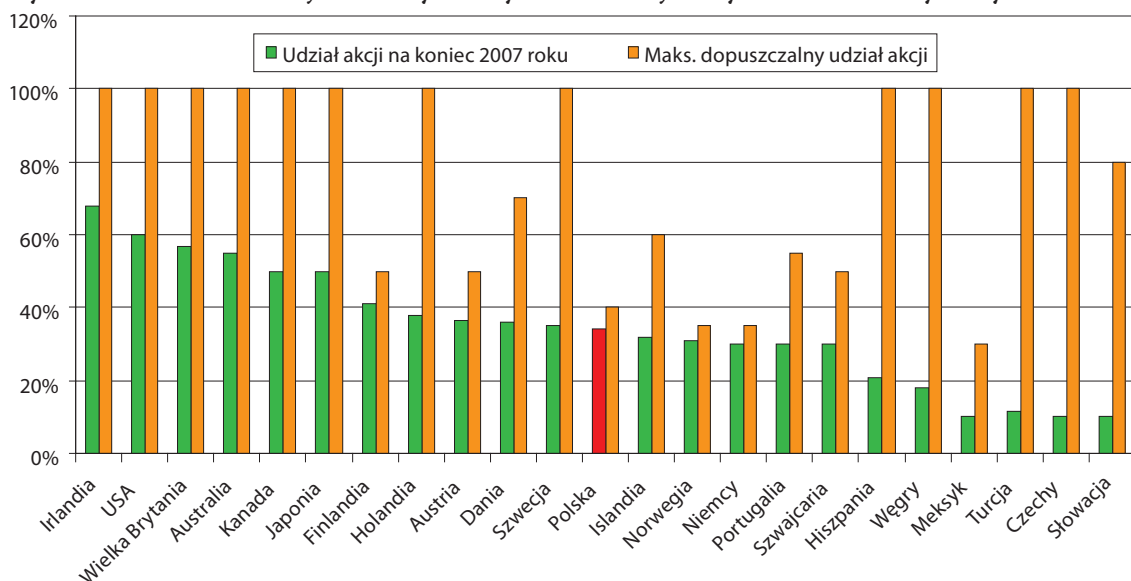
2.2. Alokacja aktywów w systemach emerytalnych

Plany emerytalne w poszczególnych krajach znacząco różnią się między sobą. Różnice dotyczą produktów, w które są lokowane oszczędności – funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez prywatne podmioty (np. Australia, Szwecja) oraz podmioty wyspecjalizowane w zarządzaniu aktywami emerytalnymi (np. polskie OFE). Różnice dotyczą także udziału poszczególnych kategorii aktywów w portfelach emerytalnych. Największe udziały mają w nich akcje znajdujące się w publicznym obrocie, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego oraz gotówka. Pieniądze na emerytury lokowane są także w nieruchomości oraz w akcje spółek niepublicznych (private equity).

Na wynik inwestycyjny portfeli emerytalnych szczególnie duży wpływ ma udział części akcyjnej. W poszczególnych krajach udział ten znacząco się różni. Na koniec 2007 roku największy odsetek papierów udziałowych miały portfele emerytalne w Irlandii, Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz Australii (ponad 50% aktywów). Na drugim końcu zaś znalazły się portfele czeskie, słowackie oraz meksykańskie, gdzie udział akcji nie przekraczał 10% aktywów.

Na przykładzie rynku polskiego – gdzie w okresie silnych wzrostów cen na rynku akcji udział części udziałowej w portfelach OFE wynosił niemal 40%, a w 2008 roku spadł do niewiele ponad 20% – widać, że udział części akcyjnej może być dość zmienny. Warto zatem przyjrzeć się także maksymalnym limitom zaangażowania w akcje, jakie obowiązują w poszczególnych krajach. Okazuje się, że aż w 12 na 23 analizowanych krajów zarządzających portfelami emerytalnymi mają nieograniczony limit inwestycji akcyjnych, czyli bardzo dużą swobodę w kwestii zmniejszania lub zwiększania zaangażowania w akcje. Polska z kolei jest jednym z nielicznych krajów, gdzie maksymalny limit inwestowania w akcje jest niższy od 50% portfela. Pozostałe kraje o podobnym schemacie to Norwegia, Niemcy oraz Meksyk.

Rysunek 1. Udział akcji i maksymalny udział akcji w systemach emerytalnych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD.

2.3. Multifundusze – strategie dopasowane do wieku w praktyce

→ *Alokacja aktywów dopasowana do wieku oszczędzającego*

Strategie inwestycyjne, które zmieniają alokację z bardziej dochodowej (ryzykownej) na bardziej zachowawczą (bezpieczną) wraz ze skracaniem się perspektywy inwestycyjnej oszczędzającego, noszą miano strategii lub funduszy dopasowanych do wieku oszczędzającego (ang. *lifecycle funds* (LCFs) lub *target-date funds* (TDFs)). Wraz ze zbliżaniem się do wieku emerytalnego udział akcji w funduszu spada, a rośnie udział bardziej bezpiecznych obligacji. Pomysł pojawił się w związku z kontrolą procesu inwestycyjnego oderwaną od oceny bieżącej koniunktury na rynkach, która – jak wiadomo – nie zawsze okazuje się trafna. Dzięki temu proces inwestycyjny staje się prosty, klarowny i zrozumiały. Idea funduszy dopasowanych do wieku łączy klasyczną alokację krótkoterminową z alokacją długoterminową, określoną w oparciu o bardziej rozbudowane modele finansowe.

Przeciwnicy tych rozwiązań wskazują, że nie jest efektywne zwracanie uwagi tylko na wiek, jako główny czynnik decydujący o alokacji aktywów. Nie uwzględnia on bowiem ich indywidualnych preferencji. Poza tym, niektórzy mogą nie chcieć zmieniać swojej strategii alokacyjnej, mimo zmiany perspektywy inwestycyjnej (w rzeczywistości z symulacji wszystkich przebadanych przez nas programów emerytalnych o długości przynajmniej 35 lat i opartych w 95% na akcjach żaden nie przyniósł wyniku gorszego niż średni wynik portfeli z alokacją wzorowaną na idei II filaru w Polsce, a większość pokazała wyniki o nawet 50–90% wyższe).

Fundusze dopasowane do wieku oszczędzającego zyskują popularność, stanowiąc już ok. 15% rynku rozwiązań emerytalnych w USA. Dla przykładu, amerykański fundusz T. Rowe Price proponuje ścieżkę alokacyjną zaczynającą się zaangażowaniem w akcjach na poziomie 90% na przynajmniej 25 lat przed wejściem w wiek emerytalny. Stopniowo schodzi do alokacji 55% w wieku 65 lat, utrzymuje alokację 35% w wieku 80 lat oraz zachowuje zawsze 25% akcji dla tych, którzy przekroczą 90 lat.

→ *Założenia do modelu rekomendowanego*

W rekomendowanym przez nas modelu znajdują się cztery fundusze o odmiennych strategiach inwestycyjnych:

1. Fundusz długoterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 25 lat i większej, inwestujący średnio 80% portfela w akcje.
2. Fundusz długoterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 16–24 lata, inwestujący średnio 60% portfela w akcje.
3. Fundusz średnioterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 6–15 lat (najbardziej zbliżony strategią do obecnie działających funduszy emerytalnych), inwestujący średnio 40% portfela w akcje.
4. Fundusz krótkoterminowy (fundusz obligacyjny) o perspektywie inwestycyjnej klienta do 5 lat, inwestujący tylko 5% portfela w akcje.

Dodatkowe postulaty, które należy rozważyć przy wdrażaniu modelu multifunduszowego:

1. Przy rozbudowie systemu do czterech funduszy należy na nowo przemyśleć benchmarki oraz sposób oceny wyników funduszy.
2. W związku z tym, że rynki rozwijające się (ang. *emerging markets*) oferują wyższe oczekiwane stopy zwrotu z akcji, rekomendujemy zwiększenie zaangażowania funduszy o najdłuższej perspektywie inwestycyjnej na tych rynkach.

Doświadczenie polskich zarządzających w inwestycjach na innych rynkach naszego regionu (Turcja, Rumunia, Rosja, Czechy, Węgry) pozwala na rozwijanie kompetencji w tym kierunku i dość szybkie rozpoczęcie inwestycji w innych krajach regionu.

3. Przebudowa systemu skutkująca zwiększeniem zaangażowania aktywów emerytalnych na rynku akcji powinna brać pod uwagę ograniczoną płynność akcji na rynku polskim (przeprowadzona analiza nie uwzględniała ograniczeń inwestycyjnych wynikających z mniejszej płynności danego rynku). Zwiększenie limitów inwestycji zagranicznych oraz właściwe ustalenie benchmarków może skutecznie rozwiązać ograniczenie wynikające z relatywnie niskiej wartości free float'u akcji polskich.
4. Zakładając, że satysfakcjonująca stopa zastąpienia wynosi 70%, istnieje potrzeba, aby rozwijać dodatkowe oszczędzanie emerytalne w oparciu o III filar, który powinien wypracować brakujące ok. 20–30 punktów procentowych stopy zastąpienia (30–40% emerytury).
5. Równocześnie do istotnej poprawy stopy zastąpienia może przyczynić się podniesienie wieku przejścia na emeryturę o 2–3 lata. Wprowadzenie modelu multifunduszowego mogłoby poprawić wysokość przyszłej emerytury o ok. 12–27%.
6. Należy pamiętać, że wydłużanie okresu inwestowania w bezpiecznym funduszu nie przyczynia się do poprawy stopy zastąpienia. Z analizowanych przez nas modeli – teoretycznego oraz opartego na historycznych danych z rynku w USA – wynika, że wprowadzenie takiego rozwiązania nie poprawi oczekiwanej stopy zastąpienia z funduszu, a wręcz może doprowadzić do pogorszenia tej stopy nawet o 1,3 punktu procentowego.
7. Prezentowany model multifunduszowy nie uwzględnia kosztów zarządzania. Przy aktualnie obowiązujących przepisach nie będzie możliwe inwestowanie na rynkach zagranicznych z uwagi na koszty takich inwestycji (po przekroczeniu pewnego niskiego limitu koszty inwestycji zagranicznych nie mogą być pokrywane z opłaty za zarządzanie funduszem). Przy rozważaniu modelu multifunduszowego należy zatem uwzględnić tę kwestię.

→ **Opis analizowanych strategii alokacyjnych**

W celu oceny wysokości przyszłej wartości emerytur wypłacanych z II filaru, a także zagrożeń w tym zakresie, dokonaliśmy odpowiedniej symulacji stanu rachunku emerytalnego w wariantach funduszy dopasowanych do wieku oszczędzającego. Punktem odniesienia jest strategia funduszy emerytalnych realizowana obecnie w ramach II filaru

(średni udział akcji na poziomie ok. 30%). Poszerzyliśmy spektrum badanych możliwości o multifundusze w wersji rekomendowanej oraz o rozwiązanie klasyczne w tym zakresie na świecie. Jako piątą dołożyliśmy strategię agresywną, która utrzymuje stałe, wysokie zaangażowanie w akcjach, dzięki czemu pokazuje swoją atrakcyjność od strony dochodowej.

1. System obecny
2. System obecny + Fundusz B²
3. Multifundusze w wersji rekomendowanej
4. Fundusze dopasowane do wieku (rozwiązanie klasyczne)
5. Strategia agresywna

Poniższa tabela prezentuje benchmarkowy udział akcji dla każdej analizowanej strategii w zależności od długości okresu do przejścia na emeryturę.

Tabela 7. Alokacja w akcje i obligacje w zależności od liczby lat do przejścia na emeryturę

Scenariusz	0	1 rok	2 lata	3 lata	5 lat	6–10 lat	11–15 lat	16–20 lat	21–24 lata	25+ lat
Alokacja w akcje – scenariusze										
1	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
3	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	40,0%	40,0%	60,0%	60,0%	80,0%
4	20,0%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%	65,0%	80,0%	95,0%	95,0%	95,0%
5	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%

Źródło: obliczenia własne.

→ **Symulacja wysokości emerytury z II filaru – ocena rozwiązań**

System funkcjonujący obecnie wraz z systemem proponowanym przez rząd (system obecny (30% akcje) na 5 lat przed emeryturą zamieniany na fundusz bezpieczny bez udziału akcji) okazały się najsłabszymi rozwiązaniami ze wszystkich analizowanych, przy założeniu, że perspektywa inwestycyjna wynosi ponad 30 lat.

W perspektywie oszczędzania w II filarze przez 35–45 lat multifundusze mogą poprawić wysokość emerytury o ok. 4–10%. Symulacje w oparciu o dane rzeczywiste z rynku amerykańskiego sugerują nawet, że może to być 9–32%, co jest już godne rozważenia (średnia różnica z wyników programów emerytalnych o określonej długości inwestowania kończących się w latach 1970–2008). Ponieważ multifundusze w wersji rekomendowanej wprowadzają bezpieczniejsze (ale i mniej dochodowe) rozwiązania w okresie przed-emerytalnym, programy emerytalne o krótszej perspektywie niż 25 lat przyniosą prawdopodobnie mniejszy dochód, niż możliwy do osiągnięcia na bazie rozwiązań obecnie funkcjonujących.

² System obecny + Fundusz B – strategia, która ma zostać wdrożona przez rząd i polegająca na tym, że na 5 lat przed emeryturą fundusz emerytalny ze średnio 30% udziałem akcji zamieniony zostaje na fundusz dłużny.

Warto jednak zwrócić uwagę, że model klasyczny (4) i model agresywny (5) mogą przyczynić się do znacznego wzrostu emerytury. W perspektywie 35–45 lat, beneficjent może liczyć na wzrost emerytury w stosunku do dzisiejszych rozwiązań o 39–58% w modelu klasycznym oraz o 65–89% w modelu agresywnym. Symulacje takich programów emerytalnych, kończących się w latach 1970–2008 w USA, mimo kryzysów i obecnej dekonunktury na rynkach akcji, pozwoliłyby na zwiększenie emerytury średnio o 55–88% w modelu klasycznym i 72–110% w modelu agresywnym.

Tabela 8. Wysokość stopy zastąpienia z II filaru w oparciu o kalkulacje teoretyczne w zależności od długości okresu inwestycyjnego*

Nazwa strategii alokacyjnej	45 lat	40 lat	35 lat	30 lat	25 lat	20 lat
System obecny (30% akcje/70% obligacje)	24,8%	22,1%	18,9%	15,4%	12,3%	9,5%
System obecny + Fundusz B	23,4%	20,9%	17,9%	14,6%	11,6%	9,0%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	29,2%	25,0%	20,5%	16,0%	12,3%	9,3%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	39,2%	33,0%	26,3%	19,8%	14,6%	10,6%
Strategia agresywna	46,9%	39,3%	31,2%	23,4%	17,1%	12,3%
Wzrost (spadek) emerytury z II filaru w relacji do rozwiązań obowiązujących						
System obecny + Fundusz B	-5,4%	-5,4%	-5,3%	-5,3%	-5,1%	-5,0%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	9,4%	6,6%	3,8%	1,2%	-0,5%	-1,6%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	58,3%	48,8%	38,7%	28,2%	19,1%	11,8%
Strategia agresywna	89,0%	77,4%	64,7%	51,5%	39,7%	29,6%

* przy założeniu wydłużenia wieku przejścia na emeryturę o 2 lata

Źródło: obliczenia własne.

3. Multifundusze – podsumowanie

Podsumowując niniejsze opracowanie, które zostało pomyślane jako pewien wstęp do dyskusji – nie zaś jako prezentacja ostatecznych rozwiązań, godne uwagi są następujące stwierdzenia:

1. Nie ma jednej dobrej strategii, wspólnej dla wszystkich.
2. Optymalna strategia to indywidualna strategia inwestycyjna dopasowana do szeregu czynników i preferencji inwestora.
3. Z dużym prawdopodobieństwem obecny system nie zapewni oczekiwanego poziomu emerytury, a może nawet przyszłe emerytury będą o 30–40% niższe od oczekiwań (wyrażonych stopą zastąpienia).
4. Zwiększenie dochodowości funduszy jest istotną kwestią, godną rozważenia, z uwagi na poprawę sytuacji przyszłych emerytów.
5. Podobnie warte debaty jest wsparcie prywatnych oszczędności emerytalnych, mogących zapewnić powstałą lukę w dochodach emerytalnych, których nie zabezpieczą wypłaty z obu filarów.

6. Przy rozważaniu inwestycji w akcje nie należy mylić perspektywy krótkoterminowej i długoterminowej. W długim okresie z akcjami nie może się równać żadna klasa aktywów. Nie jest to jednak twierdzenie dogmatyczne i wymaga odpowiedniego zrozumienia.
7. Symulacje teoretyczne, a także te na bazie danych rzeczywistych, wskazują, że zwiększenie akcji w portfelach emerytalnych może istotnie podnieść dochodowość tych portfeli, bez istotnego ryzyka, że może się pogorszyć sytuacja uczestników programu w relacji do dochodów oferowanych przez system obecnie obowiązujący.
8. Multifunduszowość jest wartą rozważenia odpowiedzią na potrzebę indywidualizacji podejścia w inwestycjach emerytalnych.
9. Wystandaryzowane strategie inwestycyjne dopasowane do wieku oszczędzających na emeryturę (*lifecycle funds*) są kompromisowym rozwiązaniem pomiędzy jednofunduszowością, która jest rozwiązaniem dalece suboptymalnym, a całkowicie indywidualnym podejściem do inwestycji emerytalnych w ramach IKE.

Krzysztof Lutostański

Konkurencja na rynku OFE

W teorii ekonomii konkurencja uznawana jest za podstawę wolnego rynku. W odniesieniu do rynku otwartych funduszy emerytalnych, w których udział jest obowiązkowy, konkurencja z definicji poddana jest pewnego rodzaju ograniczeniom, gdyż OFE – rozumiane jako cały rynek – nie są zagrożone przez dostawców dóbr i usług substytucyjnych oraz nie muszą z nikim konkurować o składki swoich członków. Już w tym miejscu warto więc zaznaczyć, że jeśli byśmy chcieli zwiększyć poziom konkurencji na rynku OFE, to jedną z recept na to jest zezwolenie na odkładanie na subkontach w OFE również dobrowolnych oszczędności członków. Nie rozwijam tego tematu, choć zagadnienie to jest ciekawe i podnoszone od 1999 roku, w tym również przez pierwszy (doczekaliśmy się już trzeciego) nadzór nad rynkiem emerytalnym.

Można by się też zastanawiać, na ile zmieni się podejście teoretyków ekonomii do dobrodziejstw konkurencji po obecnym kryzysie finansowym, który nie tyle może zachwiać wiarę w te dobrodziejstwa, co skierował uwagę na fakt, że niektóre formy i przejawy konkurencji mogą być dla rynku bardzo niebezpieczne. Niby prawda to nie nowa, ale przy „ideologicznym”, a nie pragmatycznym podejściu do promowania wolnego rynku i konkurencji, łatwo o niej zapomnieć. Zwracam na to uwagę tylko dlatego, aby zaznaczyć, że nie należy do oceny konkurencji na rynku OFE automatycznie stosować teoretycznych podejść, praktykowanych przed dzisiejszym kryzysem finansowym.

Pamiętając o powyższym, zastanówmy się więc, jaką rolę odgrywa na rynku OFE konkurencja, w czym się przejawia i czy można – oraz czy warto – ją zaostrzyć lub osłabić. Dla potrzeb tych rozważań przyjmijmy, że chodzi nam nie o jakąkolwiek konkurencję, nie o dogmatycznie rozumianą konkurencję „w ogóle”, nie o konkurencję jako cel sam w sobie, nie o konkurencję, która jest dobra z definicji i nie trzeba dowodzić jej pozytywnego wpływu na rynek i interesy jego uczestników. Chodzi tylko o taką konkurencję, która ma pozytywny wpływ na cenę i jakość świadczonych usług.

1. Konkurencja cenowa

W 1999 roku zarządy powszechnych towarzystw emerytalnych uważały, że cena świadczonej usługi będzie miała znaczenie przy podejmowaniu decyzji przez klientów. A być może chodziło tylko o wyróżnienie się na rynku i dostarczenie argumentu sprzedażowego (choćby jego pozor) sieci sprzedaży. Faktem jest, że rozpiętość opłat od składki (nie tylko między poszczególnymi OFE, ale i w tym samym OFE w zależności od stażu) wynosiła wówczas od 0 do 10 procent. Trzeba oczywiście zauważyć, że duża część tych najniższych opłat miała ewidentnie charakter programów lojalnościowych, których celem – z natury rzeczy – było wpływanie na ograniczanie jednego z przejawów konkurencji między OFE, jakim są transfery członków. Jeśli ktoś dzisiaj uważa, że skala transferów

między OFE jest zbyt duża, powinien rozważyć, czy byłaby taka sama przy utrzymaniu zasady obniżki opłaty od składki z tytułu stażu w danym funduszu. Pozwalam sobie na tę małą złośliwość tylko dlatego, aby zwrócić uwagę, że regulator rynku ma tendencję do widzenia poszczególnych jego problemów z osobna; oddzielnie poprawia opłaty, oddzielnie konkurencję, oddzielnie transfery, oddzielnie inwestycje. Wręcz nie można się powstrzymać od porównania tych działań z dwoma odrębnymi lekarzami: jeden od lewej, drugi od prawej nogi.

Odnotujmy też, że w 1999 roku statuty OFE przewidywały zaprzestanie pobierania opłaty za zarządzanie po osiągnięciu przez nią poziomu od 11,2 milionów PLN w danym roku, aż po brak ograniczeń w tym względzie w jednym funduszu. Ale to już przeszłość.

W wyniku dwóch nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, pierwszej w roku 2003 i drugiej w roku bieżącym (2009), opłata od składki będzie wynosiła 3,5%, a maksymalna opłata za zarządzanie została ustalona na tym samym – niższym od dotychczasowego – poziomie. I bez znaczenia jest to, że – formalnie rzecz biorąc – są to maksymalne poziomy opłat, jakie mogą pobierać PTE. Niski poziom tych opłat – a zwłaszcza praktyka organu nadzoru, zakazująca podniesienia opłat po ich obniżeniu poniżej poziomu maksymalnego – przesądzają o tym, że opłaty na rynku OFE będą jednakowe i że o konkurencji cenowej trzeba zapomnieć.

Biorąc pod uwagę opłaty za usługi OFE, krystalizuje się więc sytuacja opisana w definicji oligopolu, którego cechą charakterystyczną jest brak konkurencji cenowej. Tyle że oligopol w tym zakresie nie powstał w wyniku zмовы OFE czy procesów koncentracji rynku (z tego ostatniego względu nie jest to klasyczny oligopol, bo podmiotów na rynku jest 14, a nie 2–7), ale w wyniku działań ustawodawcy.

Uregulowawszy w powyższy sposób kwestię przychodów OFE, regulator nie tylko stworzył antybodźce do powiększania rozmiarów funduszu emerytalnego powyżej 45 miliardów PLN (niezależnie czy to przez przyjmowanie nowych członków, czy przez poprawę wyników inwestycyjnych – w obu przypadkach rosną wpłaty na fundusz gwarancyjny i kwota potencjalnej dopłaty, a przychody z aktywów nie), ale praktycznie zamknął powracającą dotychczas co jakiś czas dyskusję na temat obniżenia barier wejścia na rynek. Wobec tak niskiego poziomu opłat i praktyki ustawowego ich obniżania co pewien czas (średnio co 5 lat), nikt nowy na ten rynek nie wejdzie. A jeśliby się nawet taki desperat znalazł, to konkurencji cenowej nie zdoła reanimować. Zarówno zyski ubezpieczonych z obniżenia opłat, jak i ich straty z powodu braku konkurencji cenowej między OFE nie są duże, gdyż relatywnie niewielki jest wpływ opłat na wysokość przyszłej emerytury. Można by więc powiedzieć, że „nie ma sprawy”, gdyby nie utrata zaufania akcjonariuszy PTE do regulatora. Dotychczas, w dyskusjach z rządem, PTE i ich izba gospodarcza starały się mocno akcentować interes ubezpieczonych. Przekonały się, że nie warto, a obecnie już ich na to nie stać. Oznacza to, że dyskusja o wielofunduszowości – niesłuchanie istotna dla wysokości przyszłych emerytur – będzie toczyć się w sytuacji, w której zainteresowanie i cele najlepiej zorientowanych w sprawie podmiotów niekoniecznie będą

zgodne z interesem ubezpieczonych. Grozi to przeforsowaniem rozwiązań ewidentnie suboptymalnych.

Można przy tym założyć, że jeśli koszty wielofunduszowości będą znaczne, a regulacje w sprawie opłat nie zostaną zmienione, rynek OFE czekają znaczące zmiany.

2. Konkurencja jakością usług

Na kwestię jakości usług składają się: jakość produktu, jakość wykonania i jakość obsługi klienta. Ponieważ produkt pod nazwą „obowiązkowe oszczędzanie na emeryturę” jest dokładnie opisany w prawie, wystandaryzowany, homogeniczny i nie pozostawia dostawcy żadnej swobody w jego kształtowaniu – nie ma tu przestrzeni dla konkurencji.

Niewiele lepiej wyglądają możliwości konkurowania jakością obsługi klienta. Pomijając nawet fakt, iż ugruntowywanie opinii o przewadze konkurencyjnej w dziedzinie jakości obsługi członków przez jakiś fundusz jest przedsięwzięciem długotrwałym o niepewnych rezultatach PR-owskich i sprzedażowych, to przestrzeń dla takich działań jest zawężona przez obowiązujące regulacje. Określają one m.in.: format informacji o stanie rachunku, zakres obowiązkowej informacji o działalności inwestycyjnej, długą listę przypadków, kiedy należy skontaktować się z członkiem, przekazując mu w ustalony sposób informację o jakimś zdarzeniu (zautomatyzowane wykonanie tych zadań przez agenta transferowego wymaga przygotowania ponad 200 wzorów listów). Jeśli nawet ktoś potrafi tchnąć w te listy odrobinę polszczyzny zrozumiałej dla choćby części członków – prawdopodobnie nie zrobi tego, bo nagroda będzie niewielka – jeśli w ogóle będzie – a ryzyko duże. Internetowy dostęp do rachunku klienta mają już chyba wszystkie OFE – tak jak wszystkie dysponują call center i możliwością wypełnienia umowy przystąpienia do OFE w internecie. Jedynym potencjalnie istotnym obszarem konkurowania w dziedzinie jakości obsługi członków wydaje się jakość obsługi przez sieć sprzedaży. Dbanie o wysoki poziom wiedzy sprzedawców OFE i egzekwowanie od nich wysokich standardów pracy – choć na krótką metę pogarsza to wyniki sprzedaży – może doprowadzić w długim okresie do uzyskania opinii funduszu przyjaznego klientom, co może się przełożyć na wyniki sprzedaży.

Póki co jednak, trudno byłoby wskazać wśród OFE liderów obsługi. Wyraźnie nie ugruntowała się jeszcze opinia w tej sprawie lub też nikt nad uzyskaniem takiej opinii nie pracuje zbyt wytrwale. Jak widać z powyższego wywodu, miałyby ona – jak się wydaje – większe znaczenie dla PTE niż dla członków OFE. Nie jest więc konkurencja jakością obsługi niezbędnym elementem systemu, chyba że się założy, iż osiągnięty poziom może się obniżyć w ramach poszukiwania oszczędności kosztów po obniżce opłat (nie ma np. obowiązku posiadania call center).

Pozostało nam zatem do omówienia wyłącznie konkurowanie jakością wykonania produktu, czyli – mówiąc potocznie – wynikami inwestycyjnymi. Jest to z uwagi na wysokość przyszłej emerytury kluczowy obszar konkurencji, ale też i najtrudniej poddający się analizie, gdyż jest bardzo skomplikowany przez swoją wielowątkowość, odmienne potrzeby i subiektywne preferencje ubezpieczonych, deformujący konkurencję wpływ regulacji itp.

Przedstawione poniżej rozważania są w tej sytuacji tylko jednym z wielu możliwych ujęć tego obszernego tematu, i autor byłby usatysfakcjonowany, gdyby czytelnik uznał, że ujęcie to cokolwiek do niego wnosi.

Zacznijmy od oceny samych wyników inwestycyjnych. Chcąc uniknąć posądzeń o stronniczość w tej akurat sprawie, posłużę się oceną obiektywnego i niezależnego organu nadzorującego, czyli Komisji Nadzoru Finansowego:

„W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była nieco lepsza od zmiany indeksu WIG (OFE: -37,86% i WIG: -40,24%) i istotnie wyższa niż zmiana indeksu WIG20 (o niemal 9,4 pkt proc.) (...). Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była wyższa o 0,2 pkt. proc. niż zmiana globalnego indeksu polskich obligacji skarbowych kalkulowanego przez FTSE group (*FTSE Global Bond Index*). Większość OFE miało lepszy wynik subportfela części dłużnej niż zwrot z indeksu.” (*Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 01.03.2006–01.03.2009*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 24).

To – moim zdaniem – prawdziwa rzadkość, kiedy cała branża, mająca duży, sięgający 6,7% udział w rynku akcji i prawie 22% w krajowym zadłużeniu skarbu państwa, osiąga w okresie bessy wyniki lepsze od indeksu. Porównajmy to jednak, dla pewności, z wynikami innych – najbliższych omawianemu – uczestników rynku, posługując się również dokumentem KNF.

„Nie istnieją na polskim rynku instytucje, które inwestowałyby w sposób bardzo zbliżony do OFE. Można jednak założyć, że portfel funduszy emerytalnych jest czymś pośrednim między konserwatywnie inwestującymi funduszami stabilnego wzrostu, a posiadającymi relatywnie dużo akcji funduszami zrównoważonymi. Stopa zwrotu OFE w bardzo dobrym dla rynku finansowego roku 2006 znajdowała się w przedziale od 15,2 do 22,4%, przy medianie 17,1%. Dla funduszy stabilnego wzrostu stopy wahały się od 2,4 do 15,3% (mediana 9,9%), a dla funduszy zrównoważonych inwestujących na rynku polskim od 4,4 do 30,7% (mediana 13,6%). W roku 2007 fundusze odczuły skutki kryzysu na światowych rynkach finansowych, więc średnie stopy spadły znacząco, a rozpiętość i odchylenie standardowe również się obniżyły, ale w mniejszym stopniu. Fundusze emerytalne wykazują wyraźnie mniejsze zróżnicowanie wyników niż fundusze inwestycyjne, niemniej to ograniczenie zmienności nie przekłada się negatywnie na nominalne wartości stóp. Jeśli abstrahować od konkurencji, a oceniamy wyniki z punktu widzenia teorii inwestowania, która zakłada dodatnią korelację zmienności i stopy zwrotu, można powiedzieć, że fundusze emerytalne są nawet bardziej efektywne niż dostępne na polskim rynku fundusze inwestycyjne.” (*Konkurencja na rynku OFE*, Komisja Nadzoru Finansowego 2008, s. 36).

Można więc przyjąć, że niezależna, nadzorująca branżę instytucja, uznaje jej wyniki co najmniej za dobre. I jest to – moim zdaniem – ocena trafna. Jaka jest przyczyna tych dobrych wyników (porównania dla innych okresów wypadają nawet lepiej)? Nasuwa się pięć hipotez: minimalna wymagana stopa zwrotu, fundusz premiowy, udział w losowaniach, ambicje i systemy motywacyjne zespołów zarządzających inwestycjami OFE, potrzeby działalności akwizycyjnej. Przyjrzyjmy się im po kolei.

3. Dlaczego fundusze osiągają dobre wyniki inwestycyjne

Minimalna wymagana stopa zwrotu w powszechnej ocenie zabija konkurencję, gdyż skłania do naśladownictwa w polityce inwestycyjnej i niepodejmowania ryzyka dopłaty – a więc do powielania portfela średniego dla rynku. Obowiązki informacyjne OFE (codziennie wartość jednostki, co miesiąc struktura aktywów, co roku pełny skład portfela), oraz płytkość polskiego rynku (indeksy charakteryzujące rynki akcji i obligacji prawie w 100% opisują wyniki OFE) powodują, że prowadzenie polityki naśladownictwa jest dosyć proste. Jeśli więc minimalna wymagana stopa zwrotu jest przyczyną dobrych wyników inwestycyjnych OFE, to warunkiem tego musi być wysoki poziom kadry zarządzającej inwestycjami w OFE, stawiający konkurentom wysokie wymagania. Znaczyłoby to, że trzeba dobrze opłacać zarządzających aktywami OFE, aby o tę pracę starali się najlepsi. Zwłaszcza że naśladowanie portfela średniego też stawać się będzie coraz trudniejsze, w miarę poszerzania spektrum dopuszczalnych inwestycji (derywaty, zagranica itp.).

Fundusz premiowy nie odgrywa dużej roli w stymulowaniu konkurencji wynikami inwestycyjnymi. Jako że obserwujemy systematyczne zmniejszanie się rozpiętości wyników funduszy emerytalnych, musimy przyjąć, że bodźce do znalezienia się blisko średniej są silniejsze od bodźców do wyróżnienia się wynikami. Jest to zupełnie zrozumiałe, gdy weźmie się pod uwagę, że przychody PTE z rachunku rezerwowego stanowią ok. 2% ich przychodów ogółem. Pierwotna propozycja MPiPS w 2003 roku zakładała 10-krotnie większy udział rachunku premiowego w opłacie za zarządzanie, ale odpowiedzialny za projekt nowelizacji tej ustawy podsekretarz stanu ograniczył siłę tego instrumentu, przekonany argumentem, który w skrócie można ująć następująco: przy wysokiej nagrodzie PTE będą ryzykowały pieniędzmi ubezpieczonych, aby same mogły więcej zarobić, podczas gdy zyski ubezpieczonych nie będą proporcjonalne do zwiększonego ryzyka. Moim zdaniem, dobrze się stało, że taki dwuznaczny etycznie układ nie powstał. Tym bardziej że wyniki inwestycyjne wskazują na to, iż nie jest potrzebny. Nie ma natomiast pewności co do tego, że po ograniczeniu przychodów od składki i z opłaty za zarządzanie, fundusz premiowy nie stanie się bardziej atrakcyjnym źródłem finansowania PTE. Perspektywy takiej nie oceniam pozytywnie.

Nieco inaczej wygląda sprawa udziału w losowaniach członków, jako bonusu za dobre wyniki inwestycyjne. Koszt pozyskania w drodze akwizycji członków rozlosowywanych w ciągu roku do funduszy można szacować na około 10% kosztów zarządzania OFE i ponad 25% kosztów akwizycji ponoszonych przez rynek. Jeśli uwzględnić fakt, że trzy największe OFE od 2004 roku nie biorą udziału w losowaniu, to okaże się, że dla pozostałych OFE losowanie jest oszczędnością rzędu 80% ich kosztów akwizycji. Jest to o tyle zrozumiałe, że duże OFE, nie uczestnicząc w losowaniach, nadrabiają to w ostatnich latach rozwojem akwizycji i zwiększają w ten sposób swój udział w jej ogólnych kosztach. Trzeba więc założyć, że dla 11 średnich i małych OFE możliwość uczestniczenia w losowaniu jest ważnym powodem troski o wyniki inwestycyjne. Jako że warunkiem udziału w losowaniu jest pokonanie średniej ważonej stopy zwrotu, ale w odróżnieniu

od funduszu premiowego skala przekroczenia średniej nie ma już znaczenia, to mimo że mechanizm jest ten sam (ryzykuję pieniędzmi członków, aby przysporzyć korzyści PTE), jego potencjalna szkodliwość jest dużo mniejsza. Pozostaje natomiast wątpliwość, czy tak nierówne traktowanie podmiotów jest potrzebne i czemu służy? Do poprawiania wyników inwestycyjnych małych i średnich OFE czy do zmniejszania udziału dużych w rynku? Niewątpliwie mamy bowiem do czynienia z kolejnym przykładem ograniczenia konkurencji na rynku OFE przez ustawodawcę. W tym kontekście warto także wskazać, że likwidacja możliwości prowadzenia aktywnej akwizycji na rynku wtórnym będzie najprawdopodobniej oznaczała umocnienie pozycji dużych OFE kosztem średnich, co wpłynie na zaburzenie konkurencji na rynku. Wobec braku zagrożenia utratą klientów, duże OFE środki, które do tej pory kierowały na obronę przed transferami klientów, przeznaczają najpewniej na umocnienie swojej pozycji na rynku pierwotnym, na którym i tak dziś zajmują wiodącą pozycję.

O sposobach motywowania zespołów zarządzających aktywami OFE nie wiemy praktycznie nic. Możemy jedynie założyć, że w trosce o utrzymanie dobrze płatnej posady i w trosce o własne CV – ale też z powodu ambicji zawodowych – starają się one pokonać konkurencję w ramach warunków określonych przez zarząd PTE. Mimo że najmniej znany i nieuregulowany prawem, ten element konkurencji wydaje się najbardziej trwały, ale nie mamy przesłanek do oceny siły jego wpływu na wyniki inwestycyjne OFE.

Nie ulega wątpliwości, że we wszystkich OFE, prowadzących działalność akwizycyjną, działają sprzedaży wywierają nacisk na zarządzających inwestycjami, aby uzyskiwali jak najlepsze wyniki. To ułatwia im pracę w pozyskiwaniu członków. Presja ta jest w jakimś stopniu na pewno skuteczna, chociaż – widząc zmienność pozycji w rankingach i coraz mniejsze odchylenie standardowe wyników – zarządy PTE starają się przekonać swoje sieci sprzedaży do pozyskiwania członków przy użyciu innych argumentów, bardziej trwałych i niezależnych od koniunktury na rynkach kapitałowych. Wbrew pozorom, działalność akwizycyjna i jej rozwój muszą być widziane przez PTE w horyzoncie czasowym dłuższym niż działalność inwestycyjna, której horyzont ustawodawca określił na sześć miesięcy.

Dla podsumowania tego najważniejszego dla systemu obszaru konkurencji OFE można postawić hipotezę, że rynek osiąga dobre wyniki inwestycyjne w wyniku konkurencji. Nie znamy jednak siły wpływu żadnego z co najmniej pięciu czynników, które tę konkurencję pobudzają. Ergo, nie wiemy czego (może poza funduszem premiowym) nie powinniśmy ruszać, aby wyników nie pogorszyć, ani co poprawiać, gdyby wyniki się pogorszyły mimo braku zmian w systemie.

Krzysztof Lutostański

Transfery członków OFE między funduszami

Cztery razy w roku kilkadziesiąt tysięcy członków OFE zmienia fundusz, do którego należy. W ostatnich pięciu transferach liczba ta przekroczyła 100 tysięcy. Czym kierują się osoby zmieniające fundusz emerytalny? Na pierwszym miejscu wymieniają niesatysfakcjonujące wyniki finansowe, na drugim niezadowolenie z jakości obsługi, a na trzecim – namową znajomych. Dopiero na czwartym miejscu – wpływ agenta obecnego funduszu (za ARC Rynek i Opinia). Obraz ten nie pasuje do powszechnej na rynku opinii, że bez działalności akwizytorów transfery byłyby przynajmniej 10-krotnie mniejsze. Często jednak jest tak, że to właśnie akwizytor uświadamia ubezpieczonemu, iż jego dotychczasowy fundusz słabo inwestuje lub że może oczekiwać lepszej obsługi w innym funduszu.

Oba główne powody zmiany funduszu, podawane przez ubezpieczonych, w większości przypadków trudno uznać za obiektywnie uzasadnione. Naśladownictwo w polityce inwestycyjnej zbliża do siebie stopy zwrotu i nie pozwala zbudować trwałej przewagi w tej dziedzinie. Jedynym elementem mogącym istotnie różnicować jakość obsługi poszczególnych OFE jest wiedza i wyszkolenie akwizytorów. Oni jednak rzadko zajmują się obsługą klienta, jeśli nie jest to związane z jego transferem. Czy oznacza to, że nie ma merytorycznych powodów zmiany funduszu emerytalnego?

Te osoby, które zmieniły fundusz, wskazując na niezadowolenie z jakości obsługi (więcej niż 20% z ponad trzech milionów członków OFE, którzy dokonali transferu), prawdopodobnie odniosły jakąś korzyść ze zmiany funduszu. Akwizytor objaśnił zasady działania programu emerytalnego, pomógł im sprawdzić, czy otrzymali wszystkie należne składki, i ewentualnie napisać reklamację do ZUS. Dzięki doradztwu ubezpieczeni mogli wskazać osobę uposażoną – czego wcześniej nie zrobili, uaktualnić swoje dane osobowe i adresowe, co mogło ułatwić z nimi kontakt itd.

A co z zyskami tych, którzy odeszli z poprzedniego funduszu w nadziei na wyższe profity z inwestycji? Jedni prawdopodobnie trochę zyskali, inni trochę stracili, a saldo tych zmian oscyluje gdzieś w granicach zera. Tylko ZUS, wiedząc dokładnie, kto i kiedy przeszedł z którego do którego funduszu, mógłby wykonać dokładne obliczenia. Pewnego przybliżenia można jednak się podjąć na podstawie ogólnie dostępnych danych. Wszyscy, którzy w danym transferze przeszli z funduszu X do Y, zyskali na tym, jeśli od dnia transferu do dzisiaj stopa zwrotu w funduszu Y jest wyższa. Ci, którzy przeszli w tym samym transferze w odwrotnym kierunku (z Y do X) stracili tyle samo na stopie zwrotu, co pierwsi zyskali. Z uwagi na sumę skutków dla zmieniających fundusz X na Y i Y na X ważne jest, czy więcej było osób, które przeszły do funduszu o wyższej stopie zwrotu, czy też do tego o niższej. Możemy dla każdego transferu, dla każdej pary funduszy policzyć, jaka jest suma straconych i zyskanych punktów procentowych stopy zwrotu. Jeśli zsumujemy te zyski i straty dla wszystkich par funduszy i podzielimy przez liczbę osób uczestniczących w danym transferze, otrzymamy

oszacowanie wpływu transferu na średnią stopę zwrotu osób w nim uczestniczących (nie uwzględniające oczywiście różnic w wysokości ich aktywów).

A oto wyniki takich obliczeń dla kilku wybranych transferów:

Data transferu m-c/rok	Zmiana średniej stopy zwrotu w pkt. proc.
08.2002	-1,17
02.2003	-0,94
08.2003	-0,99
02.2004	-0,27
08.2004	-0,76
02.2005	-0,32
11.2005	-0,07
02.2006	0,20
11.2006	0,18

Obliczenia przeprowadzono według wartości jednostek na 30 czerwca 2009 roku. To ważne, gdyż ich wynik codziennie będzie inny, ponieważ po każdorazowej wycenie jednostek rozrachunkowych zmieniają się relacje stóp zwrotu między funduszami. Wyliczenia powyższe są prawdziwe przy założeniu, że jeden członek funduszu brał udział tylko w jednym transferze. Jeśli ponownie zmienił fundusz, to wyliczenie dla transferu, w którym uczestniczył poprzednio, przestało być precyzyjne. Rachunki te abstrahują również od faktu, że część transferów dotyczyła osób bez środków na koncie emerytalnym, co za wyjąz bezwzględną zmianę w stosunku do jej faktycznego znaczenia.

Ponieważ liczba uczestników tych transferów była podobna, można szacować, że ich uczestnik w dniu 30 czerwca 2009 roku odnotował średnią stratę stopy zwrotu w wysokości 0,45 punktu procentowego. Wynika to prawdopodobnie z faktu, że największe fundusze emerytalne są bardziej aktywne na rynku transferów i jednocześnie w ostatnich latach osiągają gorsze od średniej wyniki, co istotnie obniża statystykę.

Z faktu, iż średnie stopy zwrotu funduszy coraz bardziej się upodabniają – ale też ze wzrostu wiedzy i umiejętności członków funduszy – wynika, że wpływ transferów na średnią stopę zwrotu będzie coraz mniejszy. W takich samych obliczeniach przeprowadzonych jeszcze dwa lata temu zdarzył się transfer, którego członkowie w pewnym momencie zyskiwali ponad 3 punkty procentowe na średniej stopie zwrotu. Teraz jest to już znacznie mniej prawdopodobne.

1. Jakie funkcje pełnią dzisiaj transfery w systemie emerytalnym

Z punktu widzenia członków funduszy transfer – poza tym, że pozwala często poprawić jakość umowy z OFE oraz sposób jej realizacji – jest niewątpliwie manifestacją władczych uprawnień klienta, realizacją jego prawa wyboru, które oczywiście jest też prawem do błędu. Kiedy, wybrałszy markę i model kupowanego samochodu, wybieramy jego kolor, nie wpływamy już na komfort i bezpieczeństwo jazdy, ale gdy nie mamy wpływu na kolor

naszego samochodu, zmniejsza to naszą satysfakcję z zakupu. Podobny mechanizm funkcjonuje prawdopodobnie w odniesieniu do OFE, gdyż ci, którzy zmienili fundusz, częściej od pozostałych deklarują zadowolenie ze swojego funduszu.

Jeśli ktoś uważa za istotny poziom koncentracji na rynku OFE, powinien pamiętać, że to właśnie transfery powodują, iż mimo zmniejszenia liczby OFE z 21 do 14, wskaźnik koncentracji wykazuje niezbyt silną, ale wyraźną tendencję spadkową (*Konkurencja na rynku OFE*, KNF 2008, s. 28).

Działalność akwizycyjna w systemie emerytalnym ma według mnie – obok wyżej wymienionych – ważniejsze obecne i przyszłe funkcje do spełnienia. Nowy system emerytalny zmienił już istotnie przepływy środków finansowych między pracownikami, pracodawcami, ZUS-em, budżetem, rynkiem kapitałowym. Ta część reformy była jednak relatywnie prosta. Prawdziwym sukcesem będzie dopiero zmiana zachowań ubezpieczonych, zgodna z ich interesem i zamiarami reformatorów. Daleko jeszcze do wykorzenia poglądu, iż wysokość emerytury zależy od państwa, a nie od „moich zarobków” (np. od braku zgody na wypłatę wynagrodzenia lub jego części „pod stołem”, „w kopercie”, czyli zgody na funkcjonowanie w szarej strefie), i od momentu przejścia na emeryturę. Nawet przedstawiciele zawodów z definicji „oświeconych” godzą się na systematyczną wypłatę części wynagrodzenia poza ewidencją, a przechodzenie na emeryturę w momencie osiągnięcia wieku emerytalnego – a jeszcze lepiej wcześniej – jest standardem. Można oczywiście czekać kilkadziesiąt lat, aż system to zmieni. Ale z pewnością byłoby lepiej, gdyby świadomość tych zależności dotarła do ludzi wcześniej. Problem polega tylko na tym, że do większości z nich wiedza taka nie dotrze z gazety, TV ani internetu. Do większości ludzi z takim przesłaniem może dotrzeć tylko inny żywy człowiek.

Od szeregu lat obserwujemy na rynku emerytalnym – tak jak we wszystkich innych sferach naszego życia – rosnącą rolę internetu w dostarczaniu informacji. Widać ją też w wynikach tegorocznych badań Pentora. Jednak gdy dochodzi do podejmowania decyzji rzutujących na naszą finansową przyszłość, dane z komputera nie wystarczają. Aż 97% badanych uważa, że członek OFE powinien mieć możliwość skorzystania z usług akwizytora, 66% deklaruje, że sami by z tej możliwości skorzystali, a gdyby wprowadzono zróżnicowane pod względem ryzyka typy funduszy emerytalnych – potrzebę konsultacji z agentem deklaruje 80% badanych. Aż 67% twierdzi, że zmieniając fundusz, opierało się na opiniach znajomych, rodziny lub akwizytorów (innymi słowy – na źródłach osobowych).

2. Jaką rolę ma do odegrania akwizycja

W tym miejscu dochodzimy do sprawy – moim zdaniem – kluczowej dla dyskusji o przyszłym kształcie akwizycji na rynku OFE. Pytanie nie brzmi bowiem: „Jaka jest dzisiaj rola akwizycji w systemie emerytalnym?”, tylko: „Jaka powinna być jutro?”. Podejmowanie decyzji dotyczących przyszłości na podstawie wyłącznie doświadczeń z przeszłości to podstawowy błąd. Jakież to zdarzenia przyszłe i niepewne będą miały wpływ na charakter akwizycji na rynku OFE lub nawet na sens jej istnienia?

Po pierwsze, są co najmniej trzy powody, aby stopy zwrotu funduszy emerytalnych przestały się do siebie upodabniać: wzrost dopuszczalnego udziału inwestycji zagranicznych, wprowadzenie wielofundusowości i częściowo z tym związane – postulowane jednak także w celu wzmocnienia konkurencji – osłabienie wpływu minimalnej wymaganej stopy zwrotu na politykę inwestycyjną OFE. Dzisiaj różnice w polityce inwestycyjnej OFE są na tyle subtelne, że nawet fachowcy z branży nie dla każdego funduszu potrafią wskazać specyficzne cechy jego polityki, że już nie wspomnę o jej dopasowywaniu do preferencji określonego typu klientów. Nie występuje więc ona jako argument sprzedażowy. Utworzenie funduszy, których struktura aktywów będzie dopasowana do cyklu życia ubezpieczonych i nieuchronne szersze wejście na rynki zagraniczne (co utrudni naśladownictwo średniego portfela) zmienią tę sytuację. Skala zmian będzie natomiast zależała od tego, czy modyfikacje minimalnej wymaganej stopy zwrotu będą głębokie, czy powierzchowne. Nie mam jednak wątpliwości, że pojawią się różnice w strategiach inwestycyjnych, które trzeba będzie kilkunastu milionom ubezpieczonych tłumaczyć, bo ich decyzje o wyborze OFE nie będą już mogły być porównywane z wyborem koloru samochodu, lecz będą miały rzeczywisty wpływ na ich bezpieczeństwo emerytalne.

Po drugie, stopniowo będzie rosła – aż do kilkuset tysięcy rocznie – liczba osób przechodzących na emeryturę ustaloną według nowego systemu. Rosło więc też będzie zapotrzebowanie na wyjaśnianie tym osobom reguł obowiązujących w zakresie ustalania i wypłat emerytur. Jeszcze tych reguł nie znamy, ale już wiemy, że raczej nie będą na tyle proste, aby ubezpieczeni mogli je łatwo samodzielnie przyswoić.

Po trzecie – jak już wspominałem – jest do wykonania olbrzymia praca uświadamiająca oszczędzającym na emeryturę, które z ich zachowań – i jak – wpływają na wysokość przyszłego świadczenia. Bez wykonania tej pracy wdrożenie systemu nie będzie pełne, gdyż nie spowoduje on założonej zmiany zachowań ubezpieczonych.

Czy mając taką perspektywę, stać nas na zrezygnowanie z kilkudziesięciu tysięcy osób coś już o systemie emerytalnym wiedzących i zainteresowanych rozmowami o tym z uczestnikami tego systemu? Moim zdaniem nie. Tym bardziej że zgłaszane od jakiegoś czasu postulaty zakazania akwizycji w OFE są klasycznym wylewaniem dziecka z kąpielą. Nikt, choć trochę zorientowany w sytuacji na rynku, nie zaprzecza, że w kontaktach akwizytorów z ubezpieczonymi dochodzi do nieprawidłowości, ale nie spotkałem się z żadnym opracowaniem klasyfikującym rodzaje tych nieprawidłowości i analizującym możliwości ich likwidacji lub ograniczenia. Najlepiej, gdyby zrobiły to same powszechnie towarzystwa emerytalne. Pamiętajmy jednak o tym, że jeśli zlikwidujemy akwizycję, to nie PTE na tym najbardziej ucierpią, tylko struktury państwa, obwiniane o prawdziwe i zmyślane błędy i słabości systemu emerytalnego. Taka będzie cena rezygnacji z kilkudziesięciu tysięcy naturalnych sojuszników, zainteresowanych mówieniem dobrze o systemie emerytalnym.

O tym, że nieprawidłowościom w akwizycji można przeciwdziałać, świadczą na przykład standardy pracy z klientem wprowadzone przez niektórych ubezpieczycieli na życie, zainteresowanych, aby wybór rodzaju polisy i sumy ubezpieczenia odpowiadał potrzebom

klienta, a nie interesowi akwizytora. Na rynku emerytalnym wiadomo także, co należy zrobić, aby zapobiec kumulowaniu zawiadomień o transferze w ostatnich dniach przed jego przeprowadzeniem. Ta praktyka ma na celu uniemożliwienie sprawdzenia, czy podlegający transferowi członek funduszu nie został wprowadzony w błąd. Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych już trzy lata temu zaproponowała potrzebne do osiągnięcia tego celu zmiany rozporządzenia. Właściwy minister nie znalazł jednak czasu, aby je wprowadzić.

Przedstawione powyżej w skrócie powody uzasadniają – moim zdaniem – tezę, że likwidacja akwizycji na rynku OFE odbyłaby się ze szkodą dla systemu. Zamiast tego, trzeba rzeszę akwizytorów potraktować nie jak dopust boży, lecz jak aktywa systemu emerytalnego, i popracować nad zwiększeniem efektywności ich pracy na rzecz systemu.

Krzysztof Opolski
Joanna Wróblewska

Rynek OFE – dylematy i uwarunkowania wyboru

1. Rynek OFE a rynki innych usług finansowych

Fundusz emerytalny, podobnie jak fundusz inwestycyjny, jest instytucją, która w ramach zasad obranej polityki inwestycyjnej zarządza środkami finansowymi pewnej grupy osób. Otwarty charakter funduszu emerytalnego oznacza, że każda osoba, która chciałaby się do funduszu zapisać i spełnia warunki członkostwa w OFE, musi zostać do niego przyjęta. Członkostwo w OFE ma naturę obligatoryjną dla niemal wszystkich uczestników rynku pracy, co sprawia, że usługa zarządzania kapitałem emerytalnym, w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych, nie ma żadnych substytutów – nie ma możliwości poszukiwania innych sposobów ulokowania składek emerytalnych. Proces decyzyjny konsumentów ogranicza się do wyboru usług jednego z funduszy emerytalnych działających na rynku. Przy czym usługi oferowane na rynku funduszy emerytalnych są do siebie bardzo podobne, co odróżnia ten rynek od rynku usług bankowych oraz innych usług inwestycyjnych¹. Stąd też decyzja o wyborze jest dość trudna – co prowadzi niejednokrotnie do pewnego działania mechanicznego, bez głębszych refleksji i analizy opłacalności wyboru. Tym bardziej iż niejednokrotnie same OFE nadmiernie „upraszczają” informacje adresowane do potencjalnych klientów.

Z raportu *Konkurencja na rynku OFE*, wydanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, wynika, że w kampaniach reklamowych OFE wykorzystywano dotychczas jedynie opłatę od składki, nie pojawiała się natomiast kwestia prowizji za zarządzanie aktywami, pomimo faktu, iż wpływa ona na ostateczną wielkość kapitału emerytalnego silniej niż opłata od składki (informacja o istnieniu kosztów zarządzania kapitałem nie dotarła aż do 70% członków OFE)².

Z punktu widzenia konsumenta wybierającego OFE, szczególnie istotną informacją jest strategia inwestycyjna funduszu, a dokładnie relacja między stopą zwrotu z kapitału a ryzykiem. Przeciętny konsument nie posiada dostatecznej wiedzy do samodzielnej analizy strategii rozwoju funduszy, w związku z czym informacją pomocną przy wyborze konkretnego OFE mogą się okazać ewentualnie stopy zwrotu. Świadomy i racjonalny konsument powinien poszukiwać takiego OFE, który jest najtańszy i jednocześnie osiąga wysokie stopy zwrotu. Tymczasem w praktyce wnioskowanie ludzkie jest procesem ograniczonym i obarczonym wieloma błędami. Błędy wnioskowania nierzadko prowadzą do powstania nierealnych oczekiwań wobec OFE, a w dłuższej perspektywie do niezadowolenia z dokonanego

1 Wynika to z regulacji ustawowych, określających limity inwestycyjne funduszy emerytalnych, a także wysokość i rodzaj opłat pobieranych przez towarzystwa inwestycyjne.

2 *Konkurencja na rynku OFE*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 33.

wyboru, czyli tzw. dysonansu poddecyzyjnego (inaczej: pozakupowego). Mając na uwadze niewystarczający poziom wiedzy konsumentów, fundusze emerytalne – prowadząc aktywną akwizycję w celu przyciągnięcia nowych członków – powinny się skupić na prezentacji swoich wyników inwestycyjnych i osiągniętej stopy zwrotu, żeby rywalizacja między funduszami prowadziła do podejmowania przez konsumentów racjonalnych i satysfakcjonujących dla nich decyzji, a w konsekwencji do podniesienia zaufania społecznego do OFE. Ten ostatni czynnik jest szczególnie ważny w podejmowaniu długofalowych decyzji finansowych. Stąd też znajomość czynników determinujących wybór konsumenta musi mieć olbrzymie znaczenie w prowadzeniu odpowiedzialnych społecznie kampanii informacyjno-reklamowych OFE.

2. Determinanty wyboru konsumenta

2.1. Racjonalność ograniczona

Racjonalność, jako cecha ludzkich działań, jest fundamentalnym założeniem, przyjmowanym w naukach ekonomicznych. Zgodnie z tym założeniem, zachowanie jednostki (a także zbiorowości) ma na celu maksymalizację jej funkcji użyteczności lub, innymi słowami, maksymalizację osiągniętej satysfakcji. Klasycy ekonomii zakładali istnienie *homo oeconomicus*, czyli jednostki racjonalnej, charakteryzującej się dążeniem do podnoszenia poziomu własnego dobrobytu oraz konsekwencją tego dążenia³. Opierając się na analizie ludzkich działań, przyjęli oni, że *homo oeconomicus* posiada doskonałą wiedzę oraz zdolności przetwarzania informacji, dzięki czemu kształtuje swoje preferencje i podejmuje decyzje zgodne z postulatami spójności, zachłanności i przechodniości. Jednostki wraz z napływem nowych informacji automatycznie aktualizują swoje wyobrażenia o prawdopodobieństwie pewnych zdarzeń. Czy jednak zachowanie zgodne z opisanymi powyżej postulatami jest zgodne z rzeczywistością?

Klasyczną dziś krytykę nierealistycznych założeń o racjonalności jednostek wysunął Herbert Simon. Zwrócił on uwagę na ograniczenia technologiczne oraz czasowe, które udaremniają istnienie jednostek doskonale racjonalnych⁴. Skala i złożoność problemów decyzyjnych, z którymi zmagają się ludzie, przerasta niejednokrotnie jego możliwości. Po pierwsze, decydent maksymalizuje zwykle nie jeden, lecz wiązkę celów. Przykładowo konsument stojący przed wyborem odpowiedniego OFE powinien, zgodnie z teorią racjonalnego wyboru, zacząć od ustalenia, jakie fundusze dostępne są na rynku, a następnie określić, jakie cechy funduszu są w jego przekonaniu ważne, np. wysokość opłat i prowizji, osiągnięta stopa zwrotu, ryzykowność inwestycji, marka funduszu itd. To zadanie wydaje się trudne do wykonania bez pomocy osoby kompetentnej w tej kwestii, np. doradcy finansowego lub agenta ubezpieczeniowego. Później należałoby ocenić każdy OFE

3 Kieźel Ewa. *Racjonalność w postępowaniu konsumentów (w świetle teorii i wyników badań empirycznych)*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2005, s. 19.

4 Cieślak Anna. *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*. Materiały i Studia NBP, 172, Warszawa 2003, s. 45.

pod względem każdej z ustalonych cech, uwzględniając ich ważność, po to by dokonać najlepszego z możliwych wyborów. Przeprowadzenie takiego procesu wymaga niewątpliwie włożenia znacznego wysiłku i poświęcenia dużej ilości czasu, kosztem zaniedbania realizacji innych celów (np. praca zawodowa, obowiązki rodzinne). Na takie poświęcenie większość konsumentów nie może sobie pozwolić.

Po drugie – proces decyzyjny jest ograniczony ze względu na niekompletność informacji o dostępnych rozwiązaniach i ich cechach oraz brak możliwości wyczerpującej analizy dostępnych informacji. Na przykład, osoba wybierająca OFE nie jest w stanie, w czasie przeznaczonym na podjęcie decyzji, zdobyć wszystkich istotnych informacji o funduszach, a także nie jest ich w stanie dokładnie przetworzyć. Można więc przypuszczać, że nie zdoła rozpatrzyć wszystkich możliwych ewentualności, by maksymalizować swoją użyteczność. Co więcej – uprości proces decyzyjny, rozważając jedynie te rozwiązania, które wydadzą się subiektywnie istotne.

Takie postępowanie, odbiegające od zasad optymalizacji, Simon nazwał strategią satysfakcji (*satisfactory*)⁵. Decydent kierujący się tą zasadą początkowo ustali poziom swoich aspiracji, a następnie będzie poszukiwał takiej opcji, która pozwoli osiągnąć ten poziom. Nie nastąpi przy tym analiza wszystkich dostępnych ofert, a raczej wybór pierwszej napotkanej oferty, która w dostatecznym stopniu sprosta postawionym wymaganiom.

W tym miejscu warto odnotować, że postępowanie konsumentów kształtowane jest zarówno przez czynniki ekonomiczne, jak i pozaekonomiczne, do których głównie zalicza się zmienne psychologiczne, jak np. postawy konsumenckie.

2.2. Teoria perspektywy

Idee ograniczeń racjonalności oraz strategii satysfakcji doprowadziły do powstania deskryptywnej teorii decyzji, mającej na celu opis procesu dokonywania wyboru maksymalizującego satysfakcję. Fundamentalny wkład w rozwój podejścia deskryptywnego wniosła teoria perspektywy D. Kahnemana i A. Tverskiego⁶. Zgodnie z założeniami tej teorii, konsumenci posiadają indywidualną funkcję wartości (o kształcie zbliżonym do litery S), która odzwierciedla sposób postrzegania przez nich zysków i strat. Różnice w poziomie bogactwa, definiowane przez subiektywny punkt odniesienia jednostki, wpływają na sposób postrzegania wartości różnych zdarzeń (*framing*) oraz na subiektywną ocenę tych zdarzeń. Zdarzenia leżące na prawo od punktu odniesienia są postrzegane jako zysk, natomiast zdarzenia leżące na lewo od punktu odniesienia – jako straty. Funkcja wartości jest wklęsła dla zysków i wypukła dla strat, co implikuje, że pierwsza zarobiona złotówka przynosi większą satysfakcję, niż każda kolejna, i analogicznie – strata pierwszej złotówki

5 Simon Herbert. *A Behavioral Model of Rational Choice*. Quarterly Journal of Economics, 69, 99–118. 1955, s. 105.

6 Teoria perspektywy została zaproponowana przez Kahnemana i Tversky'ego w 1979 roku jako uzupełnienie i modyfikacja do obowiązującej w naukach ekonomicznych teorii oczekiwanej użyteczności von Neumana i Morgensterna. Dokładne przedstawienie tych koncepcji wykracza poza zakres niniejszego artykułu. Więcej informacji na ten temat czytelnik znajdzie w: Cieślak Anna. *Behawioralna ekonomia finansowa...*, op. cit., s. 116.

jest odczuwana silniej, niż kolejnych. Inaczej mówiąc, ludzi charakteryzuje awersja do ryzyka w dziedzinie zysków bądź tendencja do zachowań ryzykownych w dziedzinie strat⁷. Subiektywny punkt odniesienia, przyjmowany przez decydentów, może mieć związek z posiadaną wiedzą, sposobem sformułowania problemu decyzyjnego lub procesem przetwarzania informacji. Zjawisko to uwidacznia się przede wszystkim w strategiach decyzyjnych stosowanych przez konsumentów. Z rozmaitych badań wynika, że większość konsumentów, zamiast złożonych strategii decyzyjnych, stosuje heurystyki upraszczające, które zapewniają wybór satysfakcjonujący, a nie optymalny⁸. Jednym z takich uproszczeń jest heurystyka rozpoznawalności (*recognition heuristic*), zgodnie z którą decydent przypisuje najwyższą wartość tej ofercie, która jest subiektywnie najlepiej rozpoznawalna na tle innych ofert⁹. Często stosowana jest również heurystyka reprezentatywności (*representativeness heuristic*), polegająca na wnioskowaniu o danej ofercie na podstawie powszechnych przekonań, nawiązujących do osobistego doświadczenia decydenta, przy jednoczesnej ignorancji wobec twardych danych statystycznych na jej temat. Przydatne wydają się również heurystyka dostępności (*availability heuristic*), związana z wnioskowaniem na podstawie informacji łatwo dostępnych w pamięci, a także heurystyka zakotwiczenia (*anchoring heuristic*), polegająca na wnioskowaniu o rzeczywistej wartości oferty, w oparciu o pierwotnie zasugerowaną informację – tzw. kotwicę¹⁰. Należy podkreślić, że konsekwencje stosowania heurystyk upraszczających są dwuznaczne. Z jednej strony autorzy podkreślają, że heurystyki są źródłem systematycznych błędów wnioskowania, przez co uniemożliwiają optymalizację dokonywanych wyborów. Z drugiej jednak strony, pozwalają na zdecydowaną redukcję wysiłku poznawczego wkładanego w przetwarzanie dużych ilości informacji. Ich skuteczność wynika z dopasowania do konkretnej rzeczywistości. Co więcej, ze względu na systematyczność zastosowań, umożliwiają pewne predykcje zachowań jednostek na rynkach finansowych.

2.3. Księgowanie mentalne

W nawiązaniu do zależności opisanych w teorii perspektywy, powstała koncepcja tzw. księgowości mentalnej (*mental accounting*), stworzona przez R. Thaler. Księgowanie mentalne jest to „zespół operacji umysłowych, wykorzystywanych przez jednostki oraz gospodarstwa domowe w celu organizowania, oceniania oraz analizowania transakcji finansowych”¹¹. W myśl tej koncepcji, w umyśle człowieka istnieją konta przypisane różnym zdarzeniom. Mechanizm obsługi tych kont jest do pewnego stopnia nieświadomy. Umysłowe księgowanie różnych transakcji ma na celu określenie opłacalności angażowania się w daną sytuację. Podejście to uwidacznia analogię pomiędzy księgowością

7 Cieślak Anna. *Behawioralna ekonomia finansowa...*, op. cit., s. 82–85.

8 Dokładny opis różnych strategii decyzyjnych znaleźć można w wielu publikacjach, na przykład: Tyszka Tadeusz (red.). *Psychologia ekonomiczna*. Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.

9 Chase M.Valerie, Hertwig Ralph, Gigerenzer Gerd. *Visions of rationality*. Trends in Cognitive Sciences, 2, 1998, s. 208.

10 Tversky Amos, Kahneman Daniel. *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*. Science, 185, 1124–1131. 1974.

11 Thaler Richard H. *Mental accounting matters*. Journal of Behavioral Decision Making, 12, 183–206. 1999, s. 183.

umysłową a rachunkowością finansową, stosowaną do rejestrowania operacji gospodarczych w różnego rodzaju instytucjach. W odróżnieniu do rachunkowości, księgowość mentalna nie kieruje się żadnymi normatywnymi regułami, a jej zasady poznać można wyłącznie dzięki wnikliwej obserwacji zachowań konsumentów¹².

Thaler zauważył, że dążąc do uzyskania jak najwyższej satysfakcji z podejmowanych decyzji finansowych, jednostki wykazują dużą kreatywność i analizują komponenty budżetu gospodarstwa domowego na trzech poziomach: wydatki (jedzenie, rachunki), majątek (oszczędności, polisy) oraz dochody (regularne lub jednorazowe). Różne wyniki finansowe są kombinowane w obrębie jednego budżetu w taki sposób, by manipulować funkcją wartości. Zjawisko to zostało określone jako przyjmowanie hedonistycznych ram odniesienia (*hedonic framing*).

W praktyce istnieje szeroki wachlarz zachowań ludzkich, które są konsekwencjami hedonistycznego przyjmowania ram odniesienia oraz awersji do strat. Można przypuszczać, że decydenci będą w każdej sytuacji postrzegać wyniki finansowe w taki sposób, by uniknąć poczucia straty. Warto podkreślić, iż z punktu widzenia ekonomii księgowanie mentalne, podobnie jak heurystyki, prowadzi do błędnego wnioskowania i uniemożliwia optymalizację dokonywanych wyborów. A jednak z obserwacji rzeczywistych zachowań rynkowych konsumentów wynika, że księgowość mentalna ma zastosowanie w wielu sytuacjach dotyczących finansów.

Za przykład takiej sytuacji posłużyć może proces podejmowania decyzji kredytowej. Zgodnie z teorią finansów, za główny wyznacznik kosztu kredytu uznawane jest jego oprocentowanie rzeczywiste, ponieważ na tej podstawie szacuje się wartość przyszłych odsetek. Banki usiłują przyciągnąć potencjalnych kredytobiorców, prezentując atrakcyjne oprocentowanie w reklamach. W tym miejscu nasuwa się pytanie: czy kredytobiorca rzeczywiście postrzega koszt kredytu w kategoriach oprocentowania?

Istnieje alternatywne podejście, zgodnie z którym koszty kredytu mogą być księgowane mentalnie w dwojaki sposób. Przedstawiony w pracy Ranyarda i współpracowników *dual mental account model* wyznacza dwa sposoby kategoryzacji kosztów kredytu: rachunek kosztów całkowitych (*total account*) lub rachunek cyklicznych wydatków (*recurrent budget period account*)¹³. W ramach tej koncepcji spostrzeganie kosztów kredytu nie musi wiązać się z analizą oprocentowania. Kredytobiorcy, wybierając konkretną ofertę, mogą zwracać uwagę na koszt całkowity kredytu lub wysokość miesięcznej raty.

Zależności te potwierdzono w badaniach dotyczących preferencji kredytowych polskich konsumentów¹⁴. Zastanawiając się nad wyborem konkretnej oferty kredytowej, decydenci

12 Ibid., s. 184.

13 Ranyard Rob, Hinkley Lisa, Williamson Janis, McHugh Sandie. *The role of mental accounting in consumer credit decision processes*. Journal of Economic Psychology, 27, 571–588. 2006.

14 Więcej informacji na ten temat czytelnik znajdzie w: Wróblewska Joanna. *Proces podejmowania decyzji kredytowych (na przykładzie ofert wybranych banków detalicznych)*. Niepublikowana praca magisterska, napisana pod kierunkiem prof. dr hab. Krzysztofa Opolskiego, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009.

analizowali, jak duże będzie ogólne obciążenie budżetu gospodarstwa domowego z tytułu zaciągniętego kredytu, i na tej podstawie podejmowali ostateczną decyzję. Nie bez znaczenia okazała się również wysokość miesięcznej spłaty. Kredytobiorcy preferowali najniższą możliwą wysokość miesięcznej raty, przedkładając ją nad możliwość szybkiej spłaty zadłużenia. Koszt kredytu był zatem skrupulatnie dopasowywany do miesięcznego budżetu gospodarstwa domowego. Należy podkreślić, że takie postrzeganie kosztów kredytu jest zgodne z ideą racjonalności, ograniczonej przez niedoskonałość wnioskowania oraz złożoność poznawczą procesu oceny kosztów kredytu. Można przypuszczać, że podobne zależności istnieją również w procesach decyzyjnych związanych z wyborem OFE. Wymaga to dalszych badań.

3. Jak poprawić relacje z klientem i przekonać go o słuszności decyzji

Na rynku OFE istnieje skomplikowana, trudna do oszacowania dla przeciętnego konsumenta, struktura opłat. Koszty oszczędzania w funduszach emerytalnych są wypadkową wielu czynników – przede wszystkim opłat i prowizji, ale także czasu oszczędzania, przyszłych stóp zwrotu i wielkości funduszu emerytalnego. Szacowanie i porównywanie tych kosztów jest technicznie trudne i wymaga od decydentów skomplikowanego procesu wnioskowania. Niestety zasoby posiadanej wiedzy oraz możliwości ludzkiego umysłu często nie są wystarczające, by takie wnioskowanie przeprowadzić, co skutkuje powierzchowną analizą ofert i stosowaniem różnorodnych heurystyk myślowych w celu wyboru oferty satysfakcjonującej, choć niekoniecznie optymalnej. Powoduje to powstanie błędnych lub zbyt wygórowanych oczekiwań w stosunku do wybieranego OFE, a w następstwie – dysonans podecyzyjny, wynikający z niedopasowania oczekiwań do faktycznych wyników zarządzania kapitałem emerytalnym przez wybrany OFE. W wyniku połączenia dysonansu z aktywną polityką akwizycyjną pozostałych funduszy emerytalnych, następują transfery do innych OFE, czyli, innymi słowy, utrata klientów. Biorąc pod uwagę fakt, że konsumenci, podejmując decyzje, stosują różnorodne heurystyki myślowe – w tym np. heurystykę reprezentatywności – obecny system emerytalny, w którym konsumenci mają bezpośredni kontakt z akwizytorami, daje możliwość zweryfikowania podjętej przez nich decyzji oraz jej ewentualnej korekty, która wyrazi się w zmianie funduszu emerytalnego na inny, osiągający lepsze wyniki.

Obligatoryjny charakter przynależności do OFE implikuje, że niemal wszystkie osoby rozpoczynające pracę – bez względu na poziom swoich kompetencji finansowych – muszą zmierzyć się z wyborem funduszu emerytalnego. Decyzja ta jest bardzo istotna, ponieważ ma charakter długookresowy, a jej celem jest zabezpieczenie finansowej przyszłości decydenta. Niestety nie wszyscy konsumenci są tego świadomi. W związku z tym, wybór takich decyzji, zależy w dużej mierze od argumentacji przedstawianej przez akwizytorów funduszy emerytalnych. Zawód akwizytora OFE wymaga nie tylko wiedzy finansowej i prawnej, ale także sprawności psychologicznej w zakresie identyfikacji cech klienta oraz umiejętności prowadzenia rozmowy w sposób adekwatny do możliwości klienta i zapewniający klientowi jak największą percepcję informacji.

W świetle przedstawionych powyżej rozważań, kwestią szczególnie ważną dla utrzymania dotychczasowych członków funduszu emerytalnego jest zrozumienie, w jaki sposób myślą przeciętni konsumenci i odkrycie mechanizmów sterujących procesem podejmowania decyzji dotyczących wyboru OFE. Taka wiedza pozwoliłaby na zmianę sposobu postrzegania klientów funduszy emerytalnych z pasywnych odbiorców polityki akwizycyjnej na aktywnych uczestników rynku OFE, poszukujących korzystnej i taniej usługi zarządzania swoim kapitałem emerytalnym.

Teza ta powinna znaleźć odzwierciedlenie w sposobie sprzedaży usług OFE. Należy uwzględnić w polityce akwizycyjnej wymóg szczegółowej edukacji konsumentów w zakresie kosztów, które poniosą w trakcie oszczędzania w wybranym OFE, ryzyka takiej inwestycji, jej oczekiwanych wyników, a także potencjalnych korzyści w porównaniu z ofertami konkurencyjnych funduszy. Klienci posiadający pełen zakres informacji byłiby w stanie dokonywać bardziej świadomych i przemyślanych, a zatem optymalnych dla siebie wyborów.

Homogeniczność usług OFE (ujednolicone opłaty i zbliżone stopy zwrotu różnych funduszy) ułatwia konkurencyjnym funduszom przeciąganie klientów na swoją stronę. Biorąc powyższe pod uwagę, fundusze emerytalne powinny skoncentrować się na budowaniu długotrwałych relacji z klientem i dbaniu o niego po zawarciu transakcji. Kluczem do tego jest wprowadzenie i realizacja zasad CRM, czyli zarządzania relacjami z klientem (*customer relationship management*). Korzystając z doświadczeń bankowości, fundusze emerytalne powinny podejmować starania zmierzające do pogłębienia lojalności klientów i zacieśnienia więzi z nimi. Zakres tych starań obejmować może np. budowanie szczegółowych baz danych klientów, nawiązywanie do ich preferencji w polityce inwestycyjnej, wysyłanie odpowiednich materiałów informacyjnych, utrzymywanie regularnych i stałych kontaktów z klientami w celu przekazywania informacji o wynikach funduszu oraz aktualnej sytuacji na rynkach finansowych itd. Charakter kontaktów klient – OFE wymaga wrażliwości, otwartości i ciągłej nauki. Proces ten jest możliwy tylko wtedy, gdy podejmuje się próby zrozumienia potrzeb, wartości cenionych przez klienta, ich hierarchii, procesu decyzyjnego, sposobu zakupu z punktu widzenia rentowności, istotnej dla obu stron zaistniałego związku. Szczególnie istotnym elementem procesu instytucjonalizacji CRM jest wykształcenie umiejętności uczenia się organizacji. Dlatego niezbędne jest utworzenie cyklu zamkniętego, czyli wykorzystywanie informacji zwrotnych uzyskanych od klienta. Regularne kontakty z klientem powinny umożliwić zrozumienie jego postaw, poziomu satysfakcji i zaangażowania, a także nabytych doświadczeń. W praktyce, dzięki stosowaniu metod CRM, akwizytorzy OFE uzyskaliby rolę doradców finansowych, zarządzających kapitałem emerytalnym swoich klientów. Prawdopodobnym wynikiem takiej strategii postępowania może być eliminacja dysonansu pozakupowego, spowodowanego niedopasowaniem oczekiwań i faktycznych rezultatów oszczędzania w funduszu, a tym samym zmniejszenie kosztów utraty klientów.

Literatura cytowana

Chase Valerie M., Hertwig Ralph, Gigerenzer Gerd. *Visions of rationality*. Trends in Cognitive Sciences, 2. 1998.

Cieślak Anna. *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*. Materiały i Studia NBP, 172, Warszawa 2003.

Kieźel Ewa. *Racjonalność w postępowaniu konsumentów (w świetle teorii i wyników badań empirycznych)*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.

Konkurencja na rynku OFE. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.

Ranyard Rob, Hinkley Lisa, Williamson Janis, McHugh Sandie. *The role of mental accounting in consumer credit decision processes*. Journal of Economic Psychology, 27, 571–588. 2006.

Simon Herbert. *A Behavioral Model of Rational Choice*. Quarterly Journal of Economics, 69, 99–118. 1955.

Thaler Richard H. *Mental accounting matters*. Journal of Behavioral Decision Making, 12, 183–206. 1999.

Tversky Amos, Kahneman Daniel. *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*. Science, 185, 1124–1131. 1974.

Tyszka Tadeusz (red). *Psychologia ekonomiczna*. Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.

Wróblewska Joanna. *Proces podejmowania decyzji kredytowych (na przykładzie ofert wybranych banków detalicznych)*. Niepublikowana praca magisterska, napisana pod kierunkiem prof. dr hab. Krzysztofa Opolskiego, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009.

Krzysztof Zagórski

Polacy na rynku OFE – oczekiwania, oceny i zachowania

1. Opinie o OFE i reformie systemu emerytalnego w początkowym jej okresie

Wprowadzenie otwartych funduszy emerytalnych jako tak zwanego drugiego filaru polskiego systemu emerytalnego stanowiło jeden z podstawowych, jeśli nie najważniejszy, element jego reformy. Ta stanowiła natomiast bardzo istotny element pakietu „czterech reform”, rozpoczętych na ostatnim przełomie wieków.

Jak wskazują dane CBOS, reforma systemu emerytalnego była początkowo uznawana przez społeczeństwo za najkorzystniejszą z czterech reform. Już jednak w ciągu pierwszego roku jej wprowadzania rozpoczął się proces pogarszania tych ocen.

Tabela 1. Czy dla ludzi takich jak Pan(i) wprowadzenie reformy jest korzystne, czy nie? Lata 1999–2000 (%)

Przedmiot reformy, rok	Korzystne	Nie ma znaczenia	Niekorzystne	Trudno powiedzieć	Ogółem
System emerytalny					
III/1999	28	35	17	20	100
VI/2000	24	39	21	16	100
I/2001	22	38	18	22	100
Służba zdrowia					
III/1999	21	14	46	20	100
VI/2000	19	17	55	9	100
Administracja terenowa					
III/1999	17	33	23	27	100
VI/2000	18	40	21	21	100
Szkolnictwo					
VI/2000	18	37	23	22	100

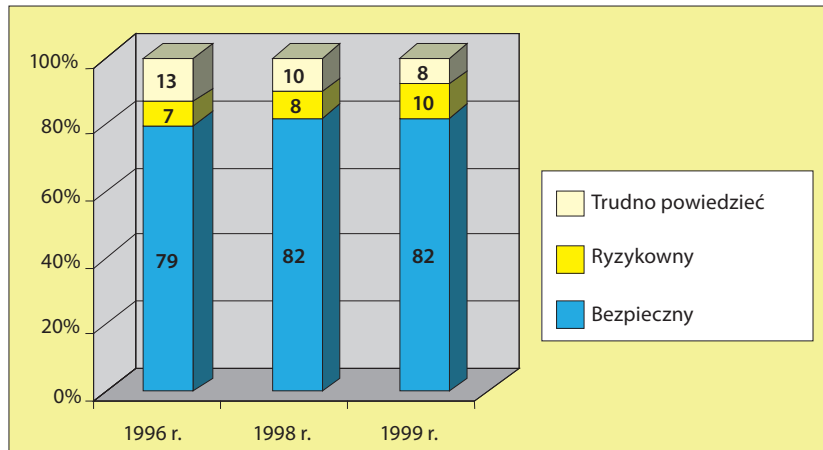
Źródło: CBOS, komunikaty BS/94/200, BS/18/2001.

Od samego początku ludzie uznawali reformę systemu emerytalnego znacznie częściej za korzystną dla siebie niż za niekorzystną. Była to jedyna z czterech reform, o której opinie pozytywne przeważały nad negatywnymi, choć jej oceny zaczęły szybko się pogarszać. Utrzymująca się do 2001 roku – mimo pogorszenia – przewaga opinii o korzyściach płynących z reformy łączyła się bezsprzecznie ze znacznymi oczekiwaniami wobec nowego systemu, który zakładał ściśle związki pomiędzy składkami a wysokością emerytury oraz – częściowo przynajmniej – niezależniał te ostatnie od budżetu państwa.

Wysokie, a zarazem optymistyczne oczekiwania wiązały się jednak z określonymi preferencjami odnośnie do funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. W głównej

mierze preferencje dotyczyły bezpieczeństwa wkładów. CBOS zadał w latach 1996–1999 pytanie, w jakim funduszu potencjalni jego uczestnicy woleliby lokować swoje składki. Przedstawiono wybór pomiędzy funduszem, który największą wagę przywiązuje do bezpieczeństwa zgromadzonych pieniędzy, inwestuje ostrożnie, ale może w efekcie przynosić mniejsze zyski – a funduszem, który największą wagę przywiązuje do pomnażania pieniędzy klientów, podejmując ryzykowne decyzje, które mogą przynieść większe zyski, ale i zwiększają niebezpieczeństwo strat.

Rysunek 1. Preferowany sposób funkcjonowania (inwestowania) wybranego otwartego funduszu emerytalnego. Lata 1998–2000 (opinie potencjalnych klientów)



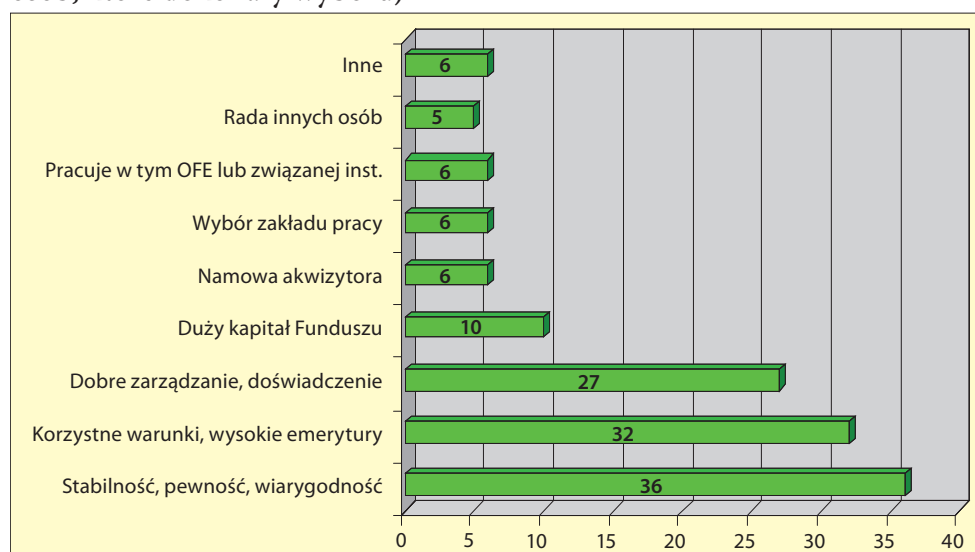
Źródło: CBOS, komunikaty BS/121/98; BS/61/99.

Ogromna większość potencjalnych klientów OFE od samego początku preferowała bezpieczne fundusze, przy czym liczba preferujących agresywne, ale i mniej bezpieczne fundusze, wykazywała tendencję spadkową.

Łączyło się to z licznie występującymi poglądami na temat konieczności prawnego ograniczania swobody decyzji funduszy, szczególnie dotyczących inwestowania w jedno duże przedsięwzięcie. Wprawdzie 41% potencjalnych klientów OFE uznawało za słuszną zasadę dużej swobody w inwestowaniu przez OFE swoich pieniędzy, jednak większa liczba (48%) uważała, iż niezbędne są pod tym względem ograniczenia prawne, zmniejszające ryzyko strat (CBOS: BSW/61/99).

Zwracanie dużej uwagi na bezpieczeństwo wkładów znajdowało swój wyraz w rzeczywistych wyborach funduszy emerytalnych. Osoby, które już w 1999 roku dokonały wyboru funduszy, zapytane zostały przez CBOS o motywy tego wyboru. Najczęściej wymienianym powodem wybrania określonego funduszu było przekonanie o jego stabilności, pewności, wiarygodności (36%). Wybierano najczęściej fundusze dające pewność wkładów i gwarancje (w tym gwarancje państwa). Jeśli do takich motywacji dodać przekonanie o dobrym zarządzaniu i dużym kapitale, które również uznać można za sprzyjające bezpieczeństwu wkładów, to odsetek osób stosujących wówczas tego typu kryteria wyboru wzrasta do 43%. Na drugim miejscu wśród motywów wyboru OFE wymieniano w 1999 roku korzystne warunki proponowane przez fundusz, wśród których nie bez znaczenia była wysokość opłat, a nie tylko przewidywana wysokość emerytury.

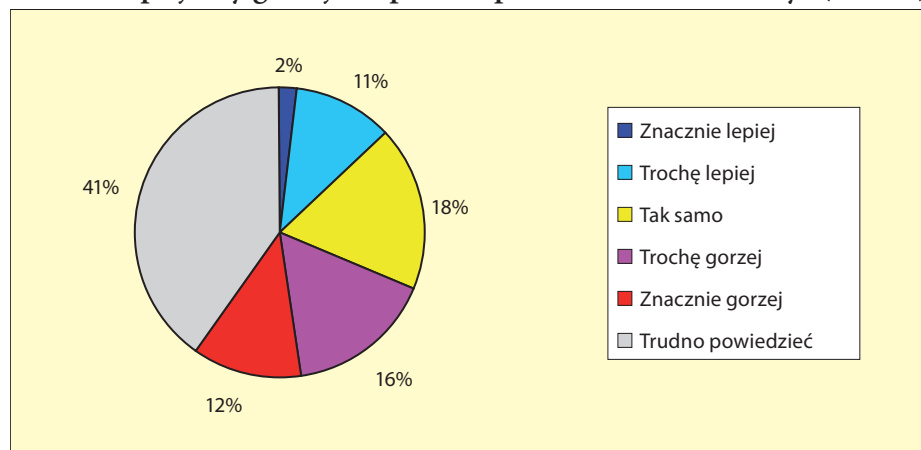
Rysunek 2. Motywy wyboru otwartego funduszu emerytalnego w 1999 r. (odsetki osób, które dokonały wyboru)*



* Odsetki przewyższają 100%, bowiem można było podać więcej niż jeden powód wyboru danego funduszu.
Źródło: CBOS, komunikat BS/76/99.

Aktualne opinie o OFE oraz obecne zachowania ich uczestników nie mogą być tłumaczone i interpretowane z pominięciem opisanych wyżej oczekiwań i preferencji formułowanych u progu reformy systemu emerytalnego, tym bardziej że już w 2001 roku opinie o negatywnych skutkach reformy dla funkcjonowania całego systemu były ponaddwukrotnie częstsze niż opinie o skutkach pozytywnych (28% wobec 13%, przy znacznej liczbie braku opinii).

Rysunek 3. Czy Pana(i) zdaniem system ubezpieczeń emerytalnych funkcjonuje obecnie lepiej, czy gorzej niż przed wprowadzeniem reformy? (2001 r.)



Źródło: CBOS, komunikat BS/18/2001.

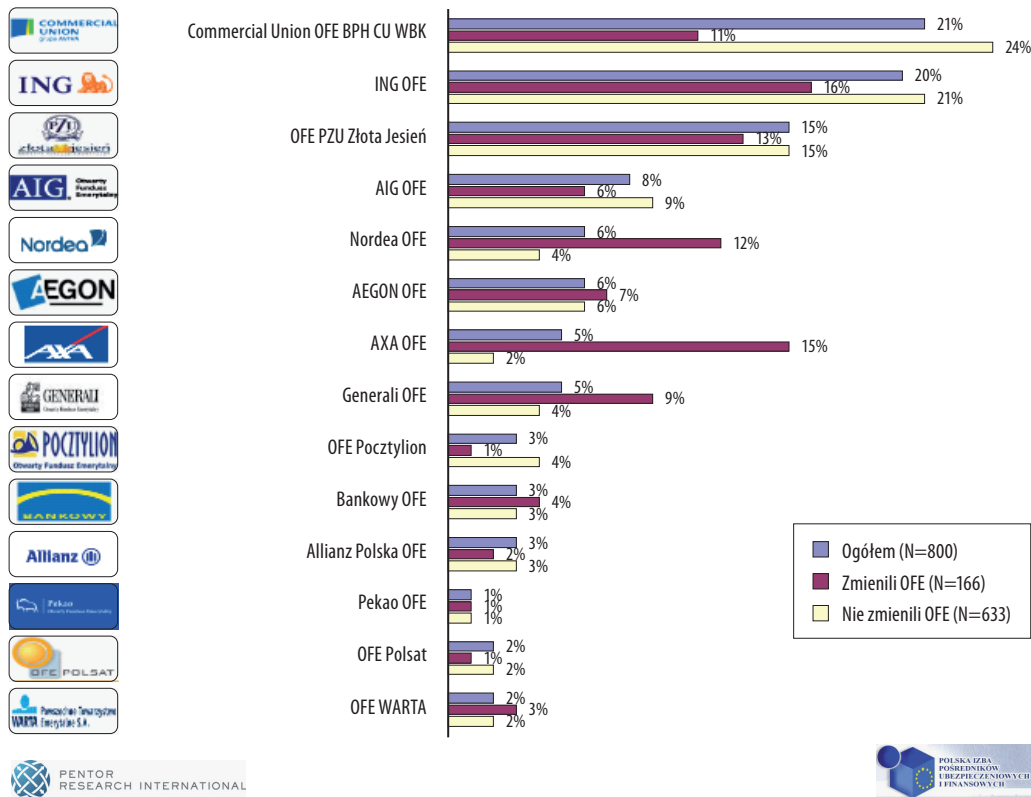
2. Opinie o OFE w 2009 roku i zmiany funduszu

Wyniki badania instytutu Pentor Research International, zrealizowanego w 2009 roku, należy rozpatrywać, pamiętając o początkowo dobrych opiniach na temat reformy systemu emerytalnego, które bardzo szybko zaczęły się pogarszać, a także o dużym znaczeniu poczucia bezpieczeństwa kapitału pochodzącego ze składek członkowskich jako motywu wyboru konkretnego funduszu. Z tej perspektywy dobrze jest też rozpatrywać kwestię zmian

wybranych początkowo funduszy¹. Zanim jednak przejdziemy do analizy ocen, oczekiwań i zachowań członków OFE, przedstawić należy udział poszczególnych funduszy na rynku.

Rysunek 4. Członkostwo w Otwartych Funduszach Emerytalnych

P1. Którego Otwartego Funduszu Emerytalnego jest Pan(i) obecnie członkiem?



Bezwzględni liderami pod względem liczby członków są Commercial Union OFE BPH CU WBK (21%) oraz ING OFE (20%). Na trzecim miejscu uplasował się OFE PZU Złota Jesień (15%). Pozostałe fundusze mają tylko kilkuprocentowy udział w puli wszystkich członków.

Inaczej przedstawia się jednak struktura członkostwa zbiorowości tych klientów, którzy dokonali zmiany funduszu. Różnicę pomiędzy udziałem danego funduszu w zbiorowości osób, które dokonały zmiany, i w zbiorowości członków pozostających dotąd w funduszu pierwszego wyboru potraktować można jako wskaźnik relatywnej atrakcyjności tego funduszu, skutkującej napływem z innych funduszy. Różnica ta jest największa w przypadku funduszy AXA, NORDEA i Generali. Jest to godne podkreślenia, bo nie są to bynajmniej fundusze znajdujące się w czołówce pod względem ogólnej liczby członków. Trzy fundusze o najwyższej liczbie członków charakteryzują się mniejszym udziałem w zbiorowości osób zmieniających fundusze, niż w zbiorowości pozostałych członków.

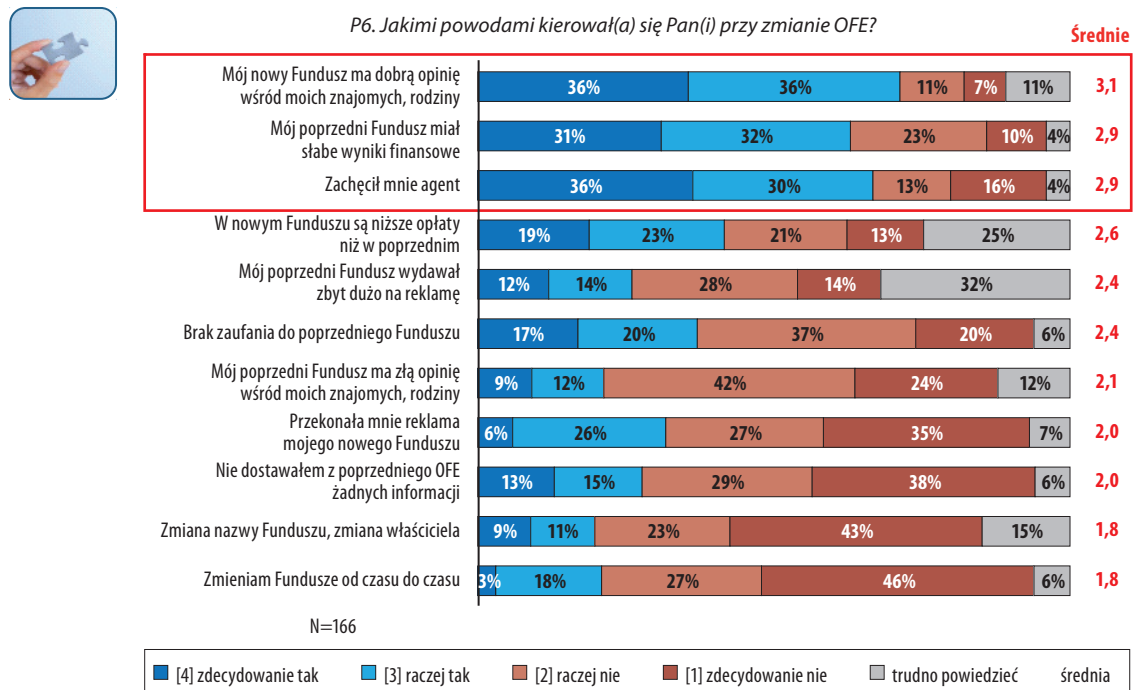
W tym miejscu trzeba podkreślić, że w ciągu stosunkowo krótkiego czasu, w jakim OFE rekrutowały swoich członków, aż ponad jedna piąta (21%) z nich zmieniła swój fundusz, co uznać należy za wskaźnik bądź niezadowolenia z pierwotnego wyboru, bądź nadziei

¹ W tej części opracowania przytaczać będziemy dane badania zrealizowanego przez Pentor w czerwcu 2009 r. i opublikowanego w raporcie pt. *Opinie Polaków o rynku emerytalnym (OFE)*. Z tego raportu pochodzą wszystkie przytoczone cytaty i dane liczbowe.

na korzystniejsze członkostwo w innym funduszu. Co piąta osoba decydująca się na zmianę uczyniła to już więcej niż raz.

Nie da się porównać odpowiedzi na pytania o przyczyny wyboru poszczególnych funduszy, zadane w badaniach CBOS i Pentora. Ten ostatni pytał bowiem raczej o to, kto miał wpływ na dokonany wybór, niż o to, jakie były motywy tego wyboru, niezależnie od źródła informacji i wpływu. Według Pentora największy wpływ na wybór funduszy miały rady i opinie znajomych oraz rodziny. Szkoda, że nie znamy argumentów stojących za tymi radami i opiniami. Bardziej porównywalne z badanymi przez CBOS przyczynami wyboru funduszu są zbadane przez Pentor przyczyny jego zmiany.

Rysunek 5. Zmiana Otwartego Funduszu Emerytalnego



Trzy czynniki wpływające najczęściej na zmianę funduszu to dobra opinia znajomych lub rodziny o nowym funduszu, słabe wyniki finansowe poprzedniego funduszu i argumenty agentów nowego funduszu. Należy przy tym przypuszczać, że argumenty tych ostatnich, a także opinie przyjaciół i rodziny, również dotyczyły przede wszystkim lepszych przewidywanych wyników finansowych. Trzeba podkreślić, że brak zaufania do funduszu, który dominował wśród przyczyn pierwotnego wyboru, znajduje się mniej więcej w połowie rankingu motywów zmiany tego wyboru. O ile niezadowolenie z wyników finansowych poprzedniego funduszu wymieniane było jako przyczyna zmiany przez około dwie trzecie (63%) osób dokonujących zmiany, o tyle utrata zaufania – przez około jedną trzecią (37%) z nich. Oczywiście przyczyny te mogą ze sobą współwystępować.

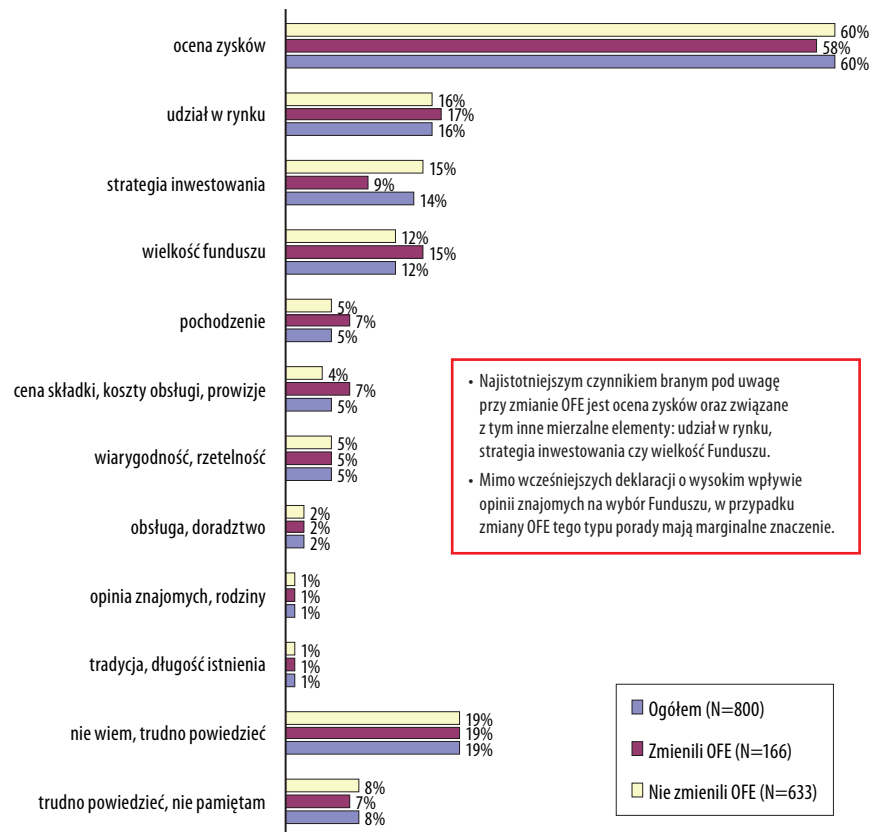
Pentor zadał wszystkim członkom OFE pytanie, jakie czynniki brałoby pod uwagę, gdyby rozważali zmianę funduszu. Szkoda, że lista czynników, których dotyczyło pytanie, nie jest porównywalna z listą czynników uwzględnionych w pytaniu o przyczyny dokonanych zmian

funduszu. Ponieważ jednak wyniki przedstawiono nie tylko dla całej populacji członków, ale i w podziale na zmieniających i niezmieniających swej przynależności do OFE, uznać można, że podawane odpowiedzi dotyczą w części także decyzji już podjętych.

Rysunek 6. Czynniki istotne podczas zmiany OFE



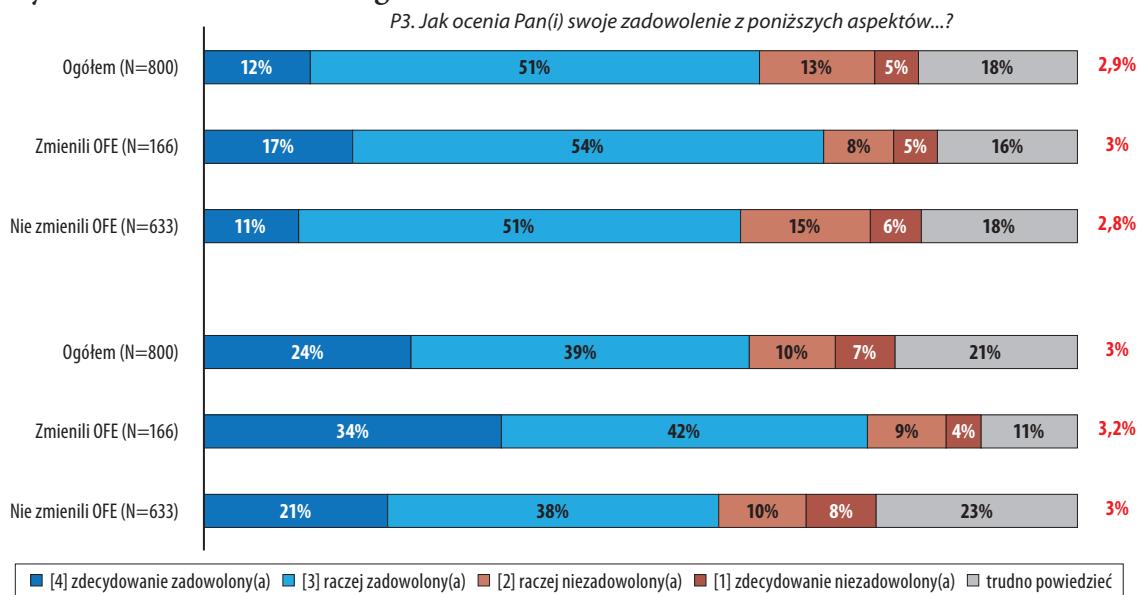
P13. Gdyby Pan(i) rozważał(a) zmianę OFE, to na jakie czynniki zwrócił(a)by Pan(i) uwagę przy zmianie OFE?



Odpowiedzi osób, które zmieniły swój fundusz, nie różnią się od odpowiedzi członków wiernych swojemu pierwotnemu wyborowi. Wyraźnie najważniejszą przyczyną ewentualnej zmiany, a więc – jak można przypuszczać – także pierwotnej decyzji o wyborze, jest ocena zysków funduszu, którą wymienia blisko dwie trzecie (60%) wszystkich członków. Od 15 do 20% członków OFE wymienia takie potencjalne przyczyny, jak udział w rynku, strategia inwestowania i wielkość funduszu; nie jest przy tym jasne, czym wielkość funduszu różni się od jego udziału w rynku. Po około 5% wskazań uzyskały takie potencjalne motywy ewentualnej zmiany, jak pochodzenie funduszu, koszty ponoszone przez członka (prowizje, koszt obsługi itp.) oraz wiarygodność i rzetelność. Uwzględnienie tych czynników w pytaniu sprawiło, iż opinia znajomych i rodziny oraz doradztwo ze strony funduszu – które wymieniane były najczęściej (obok wyników finansowych) w odpowiedzi na pytanie o czynniki wpływające na już dokonaną zmianę – tutaj wymienione zostały tylko przez 1–2% badanych. Potwierdza to hipotezę, że to rady i opinie dotyczące funkcjonowania funduszu – a także własna wiedza na ten temat – stanowią przyczynę zmian zarówno dokonanych, jak i potencjalnych.

Postawić można pytanie, czy zmiana funduszu łączy się z poprawą opinii o poszczególnych aspektach jego funkcjonowania. Pentor skoncentrował się na dwóch aspektach – mianowicie na wynikach finansowych OFE oraz na jakości obsługi przez doradcę. Osoby, które zmieniły fundusz, lepiej oceniają oba te aspekty jego funkcjonowania niż osoby, które zmiany nie dokonały. Wprawdzie badacze Pentora uznali te różnice za nieznaczne, jednak porównanie odsetka osób zadowolonych z wyników finansowych aktualnego funduszu wskazuje na istotnie większe zadowolenie z funduszy zmienionych, niż niezmienionych. Osoby zdecydowanie zadowolone i raczej zadowolone z wyników finansowych stanowią 71% członków po zmianie funduszu wobec 62% członków, którzy funduszu nie zmienili. W odniesieniu do jakości obsługi przez doradcę, różnica wynosi 76% wobec 59%.

Rysunek 7. Ocena aktualnego OFE



Uwaga: Górny panel wykresu dotyczy opinii o wynikach finansowych funduszu, a dolny panel o jakości obsługi przez doradcę.

Z danych tych wyciągnąć można dwa wnioski. Po pierwsze, zmiana funduszu jest na ogół racjonalna i skutkuje lepszą opinią o jego funkcjonowaniu, niż w przypadku braku takiej zmiany. Po drugie, zdecydowana większość członków – zarówno zmieniających swe fundusze, jak i nie zmieniających ich – wyraża satysfakcję z tak ważnych aspektów ich funkcjonowania, jak wyniki finansowe i jakość obsługi. W tym miejscu podkreślić jednak należy z całą mocą, iż opinie te wyrażane były przed przyznaniem pierwszych emerytur i bez realistycznego rozeznania w ich potencjalnej wysokości.

3. Stopień zainteresowania członków OFE ich funkcjonowaniem

Od rezultatów funkcjonowania OFE zależą w ogromnej mierze przyszłe warunki materialne ich członków, kiedy przejdą już na emeryturę. W tej sytuacji za wielce niepokojące uznać należy stwierdzenie Pentora o bardzo niskim stopniu zainteresowania klientów problematyką funduszy emerytalnych. Aż połowa członków OFE deklaruje absolutny brak zainteresowania tematami związanymi z funkcjonowaniem funduszy, a 45% – tylko umiarkowane zainteresowanie. Członkowie bardzo interesujący się funduszami stanowią

jedynie 5% całej populacji. Być może wynika to z faktu, że większość członków ma jeszcze przed sobą wiele lat, zanim przejdą na emeryturę. Nie można jednak oprzeć się wrażeniu, że przedstawione dane świadczą o ich pewnej niefrasobliwości.

Interesująco przedstawia się częstotliwość korzystania z poszczególnych źródeł informacji o otwartych funduszach emerytalnych.

Tabela 2. Odsetek członków OFE korzystających z poszczególnych źródeł informacji o ich funkcjonowaniu (2009 r.)

Źródła informacji	Korzystają regularnie	Korzystają od czasu do czasu	Nigdy nie korzystają	Ogółem
Materiały informacyjne przesyłane pocztą	15%	40%	45%	100%
Samodzielne porównywanie ofert, wyników OFE i danych na ich temat w mediach	11%	44%	45%	100%
Opinie ekspertów zasłyszane w mediach	8%	45%	47%	100%
Opinie i rady znajomych lub rodziny	8%	42%	50%	100%
Konsultacje z doradcą, agentem ubezpieczeniowym	7%	33%	60%	100%
Reklama w mediach	4%	41%	55%	100%

Źródło: Pentor, op. cit.

Najczęściej wykorzystywanymi informacjami na temat OFE są materiały informacyjne przesyłane pocztą oraz samodzielne porównywanie ofert, wyników OFE i danych na ich temat w mediach. Źródła te wymienia 55% członków. Niewiele mniej członków interesuje się publicznie upowszechnianymi opiniami ekspertów. Opinie i rady znajomych, rodziny oraz agentów ubezpieczeniowych, a także reklama, odgrywają jeszcze nieco mniejszą rolę.

4. Pożądane i postrzegane cechy agenta, doradcy OFE

Członkowie OFE mają wyrobione poglądy dotyczące pożądanych cech agentów i doradców reprezentujących fundusze.

Tabela 3. Pożądane cechy agentów i doradców OFE oraz cechy dostrzeżone u agentów dokonujących zapisu do obecnego funduszu (2009 r.)

Cechy agenta/doradcy	Pożądane	Dostrzeżane (zdecydowanie)
Rzetelny, uczciwy	79% (1)	38% (3-4)
Chętny do udzielania informacji	42% (2)	46% (2)
Dbą o klienta	39% (3)	33% (6-7)
Dostępny	31% (4)	38% (3-4)
Uprzejmy	23% (5)	53% (1)
Dyskretny	20% (6)	34% (5)
Można na niego liczyć	18% (7)	33% (6-7)
Zna klienta	12% (8)	30% (8)
Kompetentny, fachowy	3% (9)	b.d.

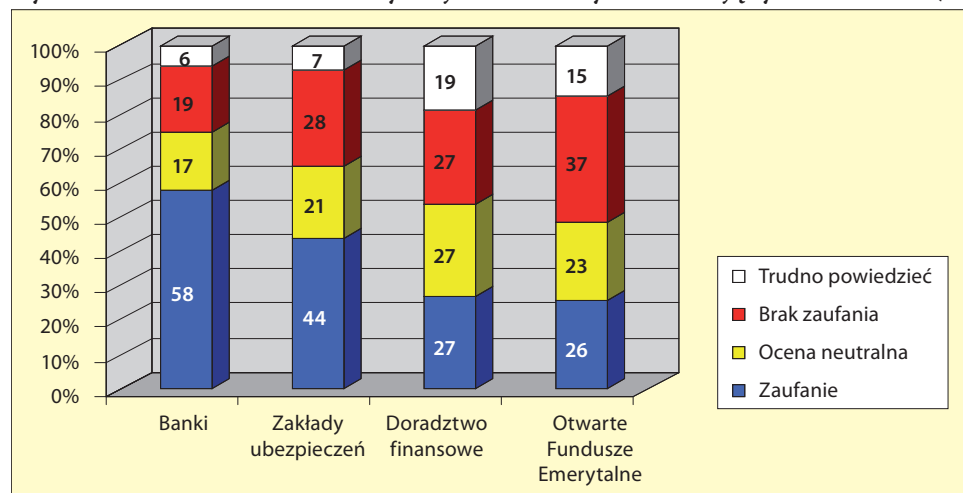
Źródło: Pentor, op. cit.

Ze względu na sposób zadawania pytań nie można bezpośrednio porównywać odsetek poszczególnych odpowiedzi. Można natomiast porównać kolejność pod względem ich występowania. Najczęściej pożądanymi cechami doradców i agentów OFE są uczciwość i rzetelność, które pod względem częstotliwości rzeczywistego występowania znajdują się dopiero na trzecim–czwartym miejscu, łącznie z dostępnością. Gotowość do udzielania informacji zajmuje pod obydwohoma względami to samo drugie miejsce. Dbalność o klienta, która pod względem częstotliwości wymieniania wśród cech poświadczanych lokuje się na wysokim, trzecim miejscu, postrzegana jest wśród reprezentantów funduszy znacznie rzadziej, lokując się na miejscu szóstym–siódmym. Członkowie OFE najczęściej dostrzegają u agentów i doradców uprzejmość, która pod względem subiektywnej wagi znajduje się dopiero w połowie hierarchii cech poświadczanych. Nisko oceniana jest znajomość klientów przez agentów i doradców, jednak cecha ta należy również do najmniej poświadczanych. Ciekawe jest, iż tylko nieznaczny odsetek klientów wymienia fachowość i kompetencje jako poświadczane cechy reprezentantów OFE. Podkreślenia wymaga niekorzystna niezgodność pomiędzy uznaniem za poświadczane a dostrzeganiem w rzeczywistości takich cech, jak rzetelność i uczciwość oraz dbalność o klienta.

5. Zaufanie do OFE

Członkowie OFE badani przez Pentor stosunkowo dobrze oceniali wyniki finansowe funduszy oraz jakość obsługi klienta. W tej sytuacji podkreślenia wymaga stosunkowo niski poziom zaufania do OFE, jaki okazali wszyscy Polacy (nie tylko rzeczywisci klienci) w badaniu CBOS.

Rysunek 8. Zaufanie do instytucji finansowych działających w Polsce (2009 r.)



Źródło: CBOS, komunikat BS/75/2009.

Zaufanie do otwartych funduszy emerytalnych wyraża obecnie jedynie jedna czwarta (dokładnie 26%) dorosłych Polaków. OFE stanowią jedyny rodzaj instytucji finansowych, zaufanie do których wyrażane jest znacznie rzadziej od braku zaufania, kształtującego się na poziomie ponad jednej trzeciej (dokładnie 37%). Zarówno banki, jak i zakłady ubezpieczeń cieszą się o wiele większym zaufaniem obywateli. (Stosunkowo niskie zaufanie do instytucji doradztwa finansowego wynika w dużej mierze z braku opinii na ten temat

u znacznej liczby ankietowanych.) Bezpieczeństwo kapitału, dobre wyniki finansowe, a także rzetelność i wiarygodność funduszy oraz ich przedstawicieli, stanowią ważne cechy wpływające na wybór funduszu i ocenę jego funkcjonowania oraz pracy jego reprezentantów. Wydaje się, iż w tym świetle rozpatrywać należy niski poziom zaufania do otwartych funduszy emerytalnych.

Literatura cytowana

Derczyński W., *Oczekiwania wobec funduszy emerytalnych*, CBOS, BS/61/99.

Falkowska M., *Fundusze emerytalne – decyzje i wybory*, CBOS, BS/76/99.

Falkowska M., *Nadzieje czy niepewność? System emerytalny po zmianie*, CBOS, BS/18/2001.

Opinie Polaków o rynku emerytalnym (OFE), Pentor Research International, VI/2009.

Pankowski K., *Zaufanie do banków na początku kryzysu finansowego*, CBOS, BS/75/2009.

Wciórka B., *Gotowość uczestnictwa w drugim i trzecim filarze ubezpieczeń społecznych – oczekiwania pod adresem kapitałowych funduszy emerytalnych*, CBOS, BS/121/98.

Wciórka B., *Cztery reformy w opinii społecznej: poinformowanie i ocena*, CBOS, BS/94/2000.

Aleksandra Wiktorow

Potrzeba oszczędzania z punktu widzenia przyszłego emeryta

Nie ma systemu emerytalnego na świecie, który by wszystkich zadowolił. Na ogół nie podoba się on zarówno pracującym i emerytom, jak i rządowi. Jednak powody tego niezadowolenia są całkowicie różne – pracujący narzekają, że płacą za wysokie składki, emeryci, że mają za małe emerytury, a minister finansów, że zbyt duży budżet państwa musi dokładać do emerytur w postaci corocznych – i to rosnących – dotacji. Rosnące wydatki na emerytury nie podobają się też ekonomistom, bo widzą w nich ograniczenie możliwości rozwoju gospodarczego. Można powiedzieć, że powstaje zamknięte koło niemożności – nie można obniżyć bieżących emerytur, trudno jest obniżyć przyszłe emerytury, a jednocześnie nie można zwiększać w nieskończoność wydatków na te świadczenia, zwłaszcza gdy nie pochodzą one tylko z oszczędności, ale w dużej części z bieżących dochodów budżetu. Dlatego też niektóre kraje zapoczątkowały reformę swoich systemów emerytalnych. Są to kraje Ameryki Łacińskiej, kraje Europy Środkowo-Wschodniej (były blok tzw. demokracji ludowej) oraz większość krajów powstałych po rozpadzie Związku Radzieckiego. Z krajów Europy Zachodniej reformę emerytalną wprowadziła u siebie Szwecja oraz częściowo Włochy. Inne kraje rozwinięte, w tym Stany Zjednoczone, o reformie mówią, przygotowują projekty, ale jeszcze nie podjęły konkretnych decyzji w sprawie zmiany swoich systemów emerytalnych.

Polska była przodownikiem zmian w Europie. W 1999 roku rozpoczęła reformę emerytalną, której podlegały osoby będące wówczas poniżej 50. roku życia. Prezentowane założenia przemawiały do pracowników, bowiem o wysokości emerytur miał decydować tylko wkład własny, nie miało być w systemie redystrybucji na rzecz innych jego uczestników. Dlatego też w grupie, gdzie ubezpieczeni mogli wybierać, czy chcą w całości pozostawać w systemie repartycyjnym (finansowanie z bieżącej składki), chociaż na nowych zasadach (zdefiniowanej składki), czy też część składki przekazywać do wybranego otwartego funduszu emerytalnego, w większości zdecydowali, że chcą uczestniczyć w II filarze emerytur kapitałowych. Można powiedzieć, że – teoretycznie rzecz biorąc – uwierzyli w sens oszczędzania na swoją przyszłość. Czy działali świadomie, czy też pod wpływem dobrej kampanii promocyjnej? Przez długi czas rzeczywiście podobała im się idea oszczędzania dla siebie, również dlatego, że nie bardzo mieli świadomość przyszłej wysokości emerytury. Większości wydawało się, że na inwestowaniu się tylko zarabia, a zyski z inwestycji – zwłaszcza na giełdzie – zawsze będą wysokie. Nie przyjmowali do wiadomości, że zdarza się również *bessa* i wartość zgromadzonego kapitału może się zmniejszyć. Tak zresztą przez 8 lat nie było. Wartość aktywów rosła. Wiara w inwestycje zaowocowała również masowym udziałem w funduszach inwestycyjnych, choć oszczędzanie było już przecież całkowicie dobrowolne.

Kampania promocyjna reformy emerytalnej, a także późniejsze działania reklamujące otwarte fundusze emerytalne sprawiły, że Polacy uwierzyli, iż nowe emerytury będą wysokie. Mimo prób zachęcania do dodatkowego celowego oszczędzania na starość (a nie tylko doraźnego oszczędzania w ogóle) w różnych formach – czy to zorganizowanych, czy też indywidualnych – ich zwolenników nie było wielu.

Dopiero ostatnie dwa lata (wówczas rozpoczęła się dyskusja publiczna i zaczęto przygotowywać projekty ustaw regulujących zasady wypłaty świadczeń z drugiego filaru) pokazały – ku zdumieniu dużej części uczestników systemu emerytalnego – że nowe emerytury nie będą wysokie, a dla wielu z nich niższe niż ze starego systemu. Dodatkowo niezadowolone budziło niezrozumienie zasad ubezpieczeń, nie tylko społecznych, a przecież system emerytalny, regulowany ustawowo, jest elementem systemu ubezpieczeń społecznych niezależnie od tego, czy administrują nim instytucje publiczne czy prywatne. Głównym punktem „oburzenia” przyszłych emerytów był fakt, że emerytura nie jest dziedziczna. Po śmierci emeryta, niezależnie od tego, czy jest ona z I filaru (FUS), czy też z II filaru (prywatnego – zakłady emerytalne), rodzina czy też inni spadkobiercy nie otrzymają reszty pozostałych środków. „Jak to – przecież to są *moje kapitały, prywatne*, a państwo chce je ukraść, przechwycić na jakieś, z pewnością, cele”. To, że jedni umierają wcześniej, a drudzy później – nawet po przekroczeniu tej średniej dalszej długości życia dla danej grupy wieku, a więc już dawno wyczerpali „swoją własny” kapitał i teraz korzystają z kapitału pozostawionego przez tych, którzy żyli krócej – do ubezpieczonych nie docierało. Czy dotarłaby informacja, że emeryturę ma się tylko do wyczerpania środków, a ci, którzy żyją dłużej niż przeciętnie, nie będą jej otrzymywać? Nie, bo wówczas państwo byłoby złe, ponieważ nie dba o najstarszych emerytów. To jest problem świadomości. W Polsce świadomość ubezpieczeniowa co prawda rośnie, ale niedostatecznie szybko. A w systemie emerytalnym dodatkowo ciągle odbija się przeszłość: „Ja mam prawa, a państwo ma obowiązki. Ma mi dać dobrą emeryturę i już. Skąd środki? To już niech się państwo martwi.” To nieporozumienie z dziedziczeniem wynikało też z zasady dziedziczenia środków w OFE. Zasada dziedziczenia środków w okresie ich zbierania, która została wprowadzona jako zachęta do przystępowania do OFE, została w prosty sposób przeniesiona przez ubezpieczonych na okres wypłaty. Trudno się pogodzić z „utrata” środków, które przecież należały do rodziny i miały konkretny wymiar finansowy.

W 2009 roku, kiedy odnotowywano spadek wartości jednostek uczestnictwa w funduszach emerytalnych, po raz pierwszy zaczęto wypłacać nowe emerytury, co prawda niewielkiej grupie kobiet, i to na innych zasadach, niż przyszłe emerytury dożywotnie. Emerytury z części kapitałowej są mniejsze, niż się spodziewano – wynoszą od kilkunastu do dwustu złotych, stanowiąc niewielki procent całej emerytury. Taki niekorzystny dla filaru kapitałowego początek wypłat emerytur nie powinien się jednak przekładać na totalną krytykę nowego systemu emerytalnego. Przecież składki na II filar były zbierane tylko przez 10 lat, a aktywność zawodowa pracownika trwa 3–4-krotnie dłużej. Trzeba to uwzględnić, myśląc nie tylko o emeryturze kapitałowej, ale również o emeryturze z I filaru. Oba składniki nowej emerytury – z FUS i kapitałowy – są emeryturami o charakterze zdefiniowanej

składki. Oznacza to, że wysokość emerytury, zarówno wypłacanej przez ZUS, jak i przez przyszłe zakłady emerytalne czy obecnych emerytur okresowych, zależy od dwóch czynników – kwoty zapisanej na indywidualnym koncie emerytalnym w ZUS, waloryzowanej corocznie wskaźnikiem określonym ustawowo, kwoty zgromadzonej na rachunku w OFE oraz przeciętnego dalszego trwania życia dla wieku przejścia na emeryturę. Kwota na rachunku w OFE rośnie, gdy lokowanie środków przynosi zysk, a spada – gdy inwestycje przynoszą straty. Taka sytuacja nie występuje na koncie w ZUS, gdyż z ustawy wynika, że nawet gdyby ze wskaźnika waloryzacji wynikało zmniejszenie kapitału na koncie, to operacji waloryzacji się nie przeprowadza, a zapis na koncie pozostaje bez zmiany. Jest to możliwe, gdyż operacje na koncie ubezpieczonego są tylko papierowymi zapisami, a nie kryją się za nimi rzeczywiste pieniądze. Natomiast operacje finansowe w OFE dokonywane są na prawdziwym rynku finansowych i odzwierciedlają rzeczywiste rynkowe wartości kapitału przyszłych emerytów. Przeciwwstawianie sobie obu filarów nie jest uprawnione, bo – jak widać – rządzą się one całkowicie odmiennymi zasadami. Mówienie dwa lata temu, że przyszły emeryt stracił, bo nie należał do OFE, a stopa zwrotu wszystkich OFE była wyższa od wskaźnika waloryzacji w ZUS, jest równie mylące jak twierdzenie obecnie (w połowie 2009 roku), że przyszły emeryt stracił, należąc do OFE, bo wskaźnik waloryzacji w ZUS za 2008 rok jest najwyższy w historii: 116,26%, podczas gdy OFE nie osiągnęły dodatniego wyniku finansowego i kapitał tam zgromadzony zmniejszył się. Te dwa filary wzajemnie się uzupełniają. I to jest właśnie zaleta reformy emerytalnej – gdy jest gorzej w drugim filarze, to lepiej może być w pierwszym, i odwrotnie – gdy jest koniunktura i wysoka stopa zwrotu w II filarze, to I filar może notować mniejsze przyrosty. Też jest on zależny od stanu gospodarki – bo wskaźnik waloryzacji odzwierciedla poziom inflacji, sytuację na rynku pracy i wzrost wynagrodzeń. W 2008 roku rosło dość szybko przeciętne wynagrodzenie oraz zatrudnienie, a więc rósł wskaźnik waloryzacji. W 2009 roku nie będzie już taki wysoki, bo zatrudnienie spada, a wynagrodzenia rosną dużo wolniej.

To wszystko trzeba tłumaczyć przyszłym emerytom, a nie porównywać – dla nieznanymi celów – współczynniki waloryzacji i stopę zwrotu. Z tego rodzą się nieporozumienia, niepotrzebne żądania gwałtownych zmian w systemie emerytalnym, czy wreszcie dobrowolności przystępowania do OFE, możliwości wycofania się z II filaru albo też całkowitej jego likwidacji. Przyniosłoby to więcej szkody niż pożytku, zachwiałoby zaufaniem do systemu emerytalnego, a co za tym idzie – do państwa. Dochody na starość są dla ludzi bardzo ważne i nie można reformować emerytur drogą prób i błędów. System emerytalny musi być stabilny ustawowo w długim okresie. Nie znaczy to, że nie można w nim wprowadzać żadnych zmian; one są potrzebne, chociażby zmiany w limitach inwestycyjnych czy zasadach inwestowania za granicą. Jednak podstawy funkcjonowania muszą być w długim okresie niezmiennie, dające gwarancję bezpieczeństwa dochodów na starość.

Nowy system emerytalny jest bardzo trudny w odbiorze dla ubezpieczonych. Jeśli nawet już są oni przyzwyczajeni do tego, że emerytura jest z dwóch filarów, to trudno większości z nich samemu zdecydować się na wybór czy zmianę funduszu. Nie wglębiając się w to, co decyduje o wyborze konkretnych OFE i ich zmianie, trzeba stwierdzić, że nie

zawsze jest to wybór racjonalny i często przyszły emeryt nie umie go uzasadnić. Tak samo nieuzasadnione jest występowanie z OFE, jeśli nie ma się zamiaru przechodzić na wcześniejszą emeryturę; dzieje się tak pod wpływem medialnych, katastroficznych informacji o spadku wartości aktywów w funduszach emerytalnych.

Porównywanie dwóch filarów nie ma też sensu z tego powodu, że nikt sam nie wybiera, ile chce przeznaczyć na FUS, a ile na OFE. To reguluje ustawa. I nie można płacić ani większej, ani mniejszej składki. Oszczędzanie w II filarze jest przymusowe dla określonych kategorii aktywnych zawodowo i zachęcanie do niego lub zniechęcanie jest w tym przypadku bezprzedmiotowe.

W związku z trudną sytuacją finansową FUS pojawiły się głosy, aby znieść limit podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne. Wówczas od zarabiających ponad 30-krotność przeciętnego wynagrodzenia również wpływałyby składki do FUS (zapomina się, że do OFE też) i potrzebne byłyby mniejsze dotacje budżetu. Tylko większe składki dziś rodzą większe zobowiązania w przyszłości, nie można o tym zapominać, bowiem to państwo jest gwarantem wypłat emerytur i będzie musiało w przyszłości dofinansowywać te wyższe emerytury. Zdecydowanie lepiej jest zastanowić się nad działaniami, których efekty będą pozytywne zarówno dla emerytów, jak i dla gospodarki kraju.

Co ogranicza chęć oszczędzania na starość, oprócz powszechnie wskazywanego osiągnięcia niskich dochodów? Pewna, aczkolwiek nie zawsze uświadamiana racjonalność działania, wynikająca z obowiązującego prawa. Dzisiaj już wszyscy zdają sobie sprawę, że nowe emerytury nie będą bardzo wysokie, chyba że znacząco podniesiony zostanie wiek emerytalny. Rzeczywiście, idąc na emeryturę w wieku 67 czy 70 lat wiemy, że będzie ona dużo wyższa niż wówczas, gdybyśmy na nią przeszli od razu po osiągnięciu minimalnego wieku emerytalnego. Zauważmy jednak, że emeryturę mogą łączyć z pracą bez ograniczeń kobiety, które przekroczyły 60 lat i mężczyźni ponad 65-letni. Nie muszą oni nawet rozwiązać stosunku pracy i powiadomić pracodawcy. Czy zrezygnują oni, w imię przyszłych zysków, z przejścia na emeryturę w minimalnym dopuszczalnym wieku, jeśli mają to samo co poprzednio wynagrodzenie i dodatkowe dochody w postaci emerytury, jeśli nadal płacą składki i ich emerytura rośnie z każdym dalszym rokiem pracy, czyli po całkowitej rezygnacji z pracy i tak będzie wyższa niż w momencie rozpoczęcia jej pobierania. Może również dlatego jest tylu przeciwników podniesienia wieku emerytalnego. Wcześniej zaczyna się pobierać emeryturę, kontynuuje się pracę, a emerytura i tak rośnie – może trochę wolniej, niż gdyby jej pobieranie odroczyć, ale jednak rośnie – a bieżące dochody są wyższe. Może dla ludzi starszych taka kalkulacja jest właściwa, bo wcześniej korzystają z większych dochodów. Niektórzy mogą się bać, że odraczając zakończenie pracy i rozpoczęcie pobierania emerytury, nie zdążą z niej skorzystać. A wówczas – ich zdaniem – przypadnie w ogóle, bo nie podlega dziedziczeniu. Taka kalkulacja na pewno nie poprawi stanu finansów ubezpieczeń społecznych.

Czy i kiedy pracujący dostrzegą potrzebę dodatkowego oszczędzania? Na to pytanie trudno odpowiedzieć. Może dopiero wtedy, kiedy okaże się, że emerytury z nowego systemu

– te z elementem emerytury dożywotniej – są niewysokie, a część kapitałowa nie jest waloryzowana (bo nie może być) w taki sposób, jak emerytura z I filaru – chociaż w pierwszym okresie wysokość emerytury będzie nieco sztucznie zawyżona przez wysoki udział kapitału początkowego. Jednak wydaje się, że pierwszą reakcją i emerytów, i ubezpieczonych może być żądanie zmiany systemu emerytalnego, a nie zwiększenie zainteresowania własną starością. To zainteresowanie byłoby znacznie większe tylko wtedy, gdyby państwo gwarantowało jakiś stały zysk z inwestycji albo wyrównywało ewentualne straty przy ujemnych stopach zwrotu. A tego przecież być nie może.

Dotychczasowe zachęty do indywidualnego oszczędzania na starość (bo na stworzenie i kształt PPE pracownicy mają ograniczony wpływ, a w wielu sektorach nie powstaną one nigdy – nie tylko dlatego, że nie ma takiej chęci, ale dlatego, że jest to niemożliwe) nie są wystarczające. IKE nie spełniają swojego zadania. Czy zachęty mogą być bardziej znaczące i przekonujące dla pracujących? Tak, ale nie należy się spodziewać szybkiego ich wprowadzenia, chociażby z powodu sytuacji budżetu państwa. Każda zachęta wiąże się bowiem z uszczupleniem jego dochodów. Najważniejsza jednak jest świadomość konieczności oszczędzania na starość, a ta chyba szybko się nie zmieni. Pokazały to badania, w których w odpowiedzi na pytanie: „Co więcej cenisz – wcześniejszą emeryturę czy trochę później emeryturę wyższą?”, Polacy częściej wybierali wcześniejsze emerytury. Emeryci stanowią dużą siłę wyborczą i są w tej kwestii optymistami. Przecież, jeśli emerytury będą niskie, zawsze znajdzie się jakaś partia polityczna – nie ma znaczenia, czy opozycyjna, czy rządząca (choć ta ostatnia rzadziej) – która pochyli się na ciężką dolą emerytów, uchwali specjalne dodatki, zmieni zasady waloryzacji, i „będzie lepiej”. Tak dotychczas było. Czy mamy gwarancje, że tak nie będzie w przyszłości?

Aleksandra Wiktorow

Wyzwania rynku OFE

Minęło dziesięć lat od chwili rozpoczęcia reformy emerytalnej. Czy jest to wystarczający okres, aby poznać jej efekty? Na pewno nie. Nowy system to nie tylko zbieranie i pomnażanie składek, ale też wypłata emerytur. Dopiero gdy będą w pełni funkcjonowały obie strony tego systemu, gdy będą znane wyniki inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych, działających w różnych sytuacjach – w tym w warunkach kryzysu gospodarczego – oraz wysokość nowych emerytur, można będzie ocenić, czy reforma emerytalna spełniła swoje zadanie: z jednej strony ustabilizowała finanse ubezpieczenia emerytalnego w długim okresie, a z drugiej – zapewniła stałe dochody na starość. Pierwszy cel łatwiej spełnić. Drugi znacznie trudniej, na co wskazywano w prezentowanych referatach. Trzeba bowiem wcześniej odpowiedzieć na pytanie, jakiej wysokości mają być emerytury, aby pozwoliły na standard życia porównywalny do tego z okresu aktywności zawodowej. Uważa się, że godziwe są emerytury, które stanowią ok. 60% ostatnich dochodów z pracy. Nie ma gwarancji, że nowy system emerytalny w przyszłości zapewni wszystkim świadczenia na takim poziomie, zależy to bowiem od czynników, które trudno przewidzieć, biorąc pod uwagę kilkudziesięcioletni okres od rozpoczęcia do zakończenia pracy. Można z całą pewnością stwierdzić, że nowy system emerytalny jest przyjazny dla osób, które nie mają żadnych przerw w pracy i dobrze zarabiają. Osoby, które z różnych powodów – wychowanie dzieci, opieka nad innymi członkami rodziny, bezrobocie – miały przerwę w opłacaniu składek na ubezpieczenie emerytalne, mogą mieć emerytury znacznie niższe niż 60% zarobków, nie zawsze przecież wysokich. Ważna jest zatem nie tylko wysokość składek, ale też długość okresu ich opłacania. Rzecz tak oczywista jak zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn oraz – w dalszej perspektywie – jego podniesienie, nie powinna być już przedmiotem dalszej dyskusji. Trzeba pamiętać, że otwarte fundusze emerytalne są elementem publicznego, przymusowego systemu emerytalnego, gwarantowanego przez państwo. Dlatego regulacje ustawowe ich dotyczące muszą się różnić od regulacji związanych z innymi rynkowymi instytucjami finansowymi, uczestnictwo w których jest całkowicie dobrowolne, a więc niepodlegające gwarancji państwa. Takie specjalne regulacje są przez rynek finansowy i fundusze emerytalne odczuwane z jednej strony jako korzystne, z drugiej zaś jako ograniczenia.

Korzystne jest dla nich na pewno to, że mają stały, przewidywalny dopływ nowych członków. Wiadomo również, ilu uczestników i kiedy odejdzie na emeryturę. Ewentualnie mogą oni odejść później, ale nigdy wcześniej. Można zatem stwierdzić, że fundusze mają zachowaną stabilność swojego działania pod względem liczby członków. Na zmiany w liczbie funduszy wpływają zmiany członkostwa – spore, ale nie na tyle, aby zachwiać jakimkolwiek funduszem (największa liczba transferów była w 2007 roku, kiedy to zmieniło fundusz 384 tys. osób z ponad 13,5 mln wszystkich członków).

Przyczynami niezadowolenia są głównie zasady polityki inwestycyjnej, które – zdaniem niektórych specjalistów – nie pozwalają na osiąganie lepszych wyników z działalności lokacyjnej. Zwraca się uwagę na to, że ustawowe regulacje dotyczące inwestowania i sposobu liczenia minimalnej stopy zwrotu – a według niektórych, samo jej istnienie – ograniczają konkurencję między funduszami.

Ogniskiem niezgody między funduszami a rządem, mediami i – częściowo – opinią publiczną, są koszty zarządzania. W ostatnim czasie – głównie z powodu kryzysu – wskazywano, że fundusze zarabiają dużo dla siebie, a mało (lub wręcz tracą) dla swoich członków. Powodem tego miała być zbyt wysoka prowizja od składki i opłata za zarządzanie aktywami. Fundusze wskazywały, że te opłaty mają mały wpływ na przyszłą emeryturę, ale ustawa obniżająca dopuszczalną wysokość opłat została przez parlament przyjęta i wejdzie w życie od 2010 roku.

Drażliwą sprawą – niezwiązaną może w sposób bezpośredni z działalnością OFE obecnie – jest to, że mimo iż od 2009 roku są wypłacane pierwsze emerytury z nowego systemu – także z II filaru – to nie ma jeszcze przepisów, które regulowałyby wypłaty dożywotnich emerytur kapitałowych. Odpowiednia ustawa tego dotycząca, uchwalona w końcu 2008 roku, została zawetowana przez prezydenta, a sejm nie zdołał tego weta odrzucić. Nadal nie wiadomo więc, jak i kto będzie wypłacał emerytury, na które kapitał jest gromadzony w OFE. Wydaje się, że ostateczne rozwiązanie powinno być uchwalone na wiosnę 2013 roku, aby co najmniej kilkadziesiąt tysięcy osób mogło zacząć pobierać emerytury kapitałowe z początkiem 2014 roku. Również to, czy OFE będą jednym z podmiotów mogących tworzyć zakłady emerytalne, nie jest bez znaczenia dla strategii ich działania.

Otwarte fundusze emerytalne w Polsce są już czymś trwałym i dobrze rozpoznawalnym. Ich wprowadzenie było dobrze odebrane przez społeczeństwo. Krytyka ich działalności, w związku ze spadkiem wartości aktywów w czasie kryzysu, też ustępuje wraz ze wzrostem wartości jednostek rozrachunkowych w ostatnich miesiącach. Instytucje związane z emeryturami, a więc z przyszłym bytem wszystkich pracujących, muszą być pewne i budzące zaufanie. Zmiany ich dotyczące nie mogą być pochopne i wynikać z okresowych trudności gospodarczych. Takie doraźne zmiany mogą się niekorzystnie odbić w przyszłości, a nie wszystko da się szybko i łatwo zmienić, bo procesy legislacyjne rządzą się własnymi prawami – o czym można było się przekonać nie tylko przy próbie uchwalenia ustawy o dożywotnich emeryturach kapitałowych, ale też przy okazji uchwalania zmian w opłatach w OFE.

Okres dziesięciu lat działania OFE – zwłaszcza że w tym czasie wystąpił duży światowy kryzys gospodarczy, dający się również odczuć w Polsce – może być podstawą dla wyciągnięcia wniosków na przyszłość. Są to wnioski różnej natury, ale mają jedną wspólną cechę – podkreślają konieczność wzmocnienia instytucji otwartych funduszy emerytalnych i poprawy ich funkcjonowania.

Wydawało się, że kampania reklamowa z 1998 roku dotarła do wszystkich pracujących, że dzięki temu wiedza o nowym systemie emerytalnym jest powszechna. Informacje

o otwartych funduszach emerytalnych stale też gościły w mediach. Okazało się jednak, że wiedza społeczeństwa na ten temat jest bardzo powierzchowna i nie zawsze prawdziwa. Nawet wysoko postawione osoby ze świata polityki myślały, że w przyszłości w ogóle nie będzie emerytury z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, a będą tylko z OFE. Jedyne, co chyba zapadło wszystkim w pamięć, to fakt, że społeczeństwo się starzeje i w przyszłości nie będzie miał kto finansować emerytur. Takie dość zmasowane kampanie informacyjne dotyczące reformy emerytalnej powinny przynieść zainteresowanie pracujących własną emeryturą. Tak się nie stało. Duża część przystępujących do pracy nie wybiera samodzielnie funduszu, nie reaguje na wezwania i zdaje się na losowanie. Może to świadczyć o tym, że albo jest im wszystko jedno, albo nie umieją dokonać świadomego wyboru. Brak zainteresowania własną emeryturą potwierdza jednak fakt, że ubezpieczeni nie reagują na informacje o zapisanej na koncie – administrowanym przez ZUS – składce w I filarze, oraz o stanie tego konta. Na wysyłane od 2002 roku informacje reaguje niewielu adresatów. Najwięcej reklamacji zgłoszono w roku 2002 (pierwszym roku wysyłki informacji), kiedy na 11,8 mln wysłanych informacji zareagowało 308 tysięcy osób (2,62%), z czego zasadnych było tylko 105 tysięcy reklamacji (0,89%). Większość nie wiedziała, że składki nie są płacone w czasie zwolnienia chorobowego oraz po przekroczeniu rocznego limitu podstawy wymiaru. Część reklamacji dotyczyła zmiany adresu do korespondencji. W następnych latach reklamacje nie przekroczyły 0,5% liczby wysłanych zawiadomień. Czy naprawdę tylko 45 tys. osób – z 12,6 mln, którzy otrzymali informacje w 2007 roku – mogło mieć wątpliwości co do swoich składek? Tylko 0,09% reklamacji było w tymże roku zasadnych. Prawdopodobnie większość ubezpieczonych po otrzymaniu koperty z ZUS nawet jej nie otwiera, tracąc przy tym szansę bieżącego wyjaśnienia ewentualnych braków na koncie. Niezmiernie rzadko ubezpieczeni sami zwracają się o podanie stanu konta czy o jakieś inne wyjaśnienia. A przecież ciągle jeszcze przez kilkanaście lat większą część dochodów na starość będzie stanowiła emerytura z FUS.

Problem wyboru określonego OFE był wskazywany przez różnych autorów, między innymi również w kontekście zmiany funduszu. Były zgłaszane wątpliwości, czy likwidacja doradców jest słuszna, bo pojedynczy ubezpieczony często nie rozumie pokazywanych wskaźników i nie wie, czym kierować się przy podejmowaniu decyzji. Jednak istnieją jakieś przesłanki wyboru: stopa zwrotu, zmiana wartości jednostek rozrachunkowych, czy wreszcie – tak drażliwe w ostatnim czasie – opłaty za zarządzanie. Poza tym przy złym – zdaniem członka funduszu – wyborze można go dokonać jeszcze raz. Nie ma ograniczonej liczby zmian w trakcie całego okresu uczestnictwa. Inna rzecz, czy takie zmiany są korzystne i uzasadnione. Tutaj już wchodzimy w delikatną materię polityki dotyczącej transferów, różnej w różnych funduszach. Ale można się zgodzić z jednym – transfery są kosztowne dla PTE (które utrzymują się przecież z opłat wnoszonych przez członków OFE), a mogą też być „kosztowne” dla osób zmieniających fundusz, bo dość często nie jest to zmiana na lepsze, zapewniająca wyższą emeryturę. Trzeba się starać te koszty ograniczać, ale czy całkowicie da się wyeliminować doradców, można mieć wątpliwości. Od kogo ma uzyskać informacje osoba, która nie wie, czym się kierować przy wyborze czy

ocenie działania swojego funduszu. Czy wystarczy przeglądarka w internecie? Dla niektórych na pewno nie. Jeszcze trudniejsza będzie kwestia wyboru zakładu emerytalnego, które będą administrować emeryturami dożywotnimi. Tam wybór będzie dokonywany raz na zawsze, bez możliwości zmiany. Parametr wyboru będzie jeden. Jak będą konkurowały zakłady, określając stawkę za 1000 zł zgromadzonego w OFE kapitału? Stawka najwyższa – to będzie wybór przyszłego emeryta. Czy zawsze będzie to wybór najlepszy, i co jeszcze należałoby wziąć pod uwagę – chociaż zakłada się, że same zakłady nie mogą prowadzić akwizycji. To wszystko jeszcze przed nami.

Potrzebna jest dobrze zorganizowana – najlepiej na szczeblu krajowym, przy udziale administracji rządowej – akcja informacyjna na temat funkcjonowania systemu emerytalnego. Skala tego przedsięwzięcia powinna być porównywalna z promocją reformy emerytalnej w 1998 roku. Może, na wzór innych krajów, wprowadzić należy – obok nauki przedsiębiorczości w szkołach średnich – również skrócony program ubezpieczeń społecznych. Dotyczą one wszystkich obywateli; wiedza o ich zasadach przyda się z chwilą podjęcia jakiegokolwiek aktywności zawodowej, nawet tej w okresie studiów. Świadomość tego, po co istnieją ubezpieczenia społeczne i w jaki sposób funkcjonują, nabyta w młodości i utrwalana w wyniku ponawianej co kilka lat powszechnej akcji informacyjnej, pozwoli na podejmowanie racjonalnych decyzji.

Dzisiaj wyzwaniem stojącym przed OFE jest zwiększenie efektywności działania poprzez:

- poprawę wyników inwestycyjnych w okresie pokryzysowym i odrobienie strat w aktywach, co już w ostatnich miesiącach zaczyna być trendem stałym,
- obniżenie kosztów działalności bez uszczerbku w obsłudze klientów, co zostanie wymuszone ustawą zmniejszającą opłaty,
- uczestnictwo w dyskusji o zmianach zasad funkcjonowania OFE w przyszłości, w celu zapewnienia bezpieczeństwa uczestnikom przy jednoczesnym wzroście stóp zwrotu.

Pierwszy punkt trzeba realizować bez czekania na zmiany ustawowe, wykorzystując wszystkie dzisiaj istniejące możliwości. Najważniejsze jednak jest dokonanie bilansu dziesięciu lat i przygotowanie odpowiednich zmian ustawowych, które pozwoliłyby podnieść efektywność działania OFE. Chodzi o to, aby nowe, zmienione zasady inwestowania mogły przynieść większe korzyści członkom, ale też, żeby były dla nich w miarę bezpieczne. Dotyczy to zarówno zmian w polityce lokacyjnej, zmian limitów inwestycyjnych dla różnych instrumentów, jak też wprowadzenia instrumentów nowych. Ważna byłaby decyzja o zwiększeniu możliwości inwestowania za granicą, wobec stale rosnących aktywów funduszy. Takie propozycje zgłaszali specjaliści, również z KNF. Przesądzone jest też chyba wprowadzenie dodatkowych funduszy do OFE, przede wszystkim tzw. funduszy bezpiecznych dla osób w wieku przedemerytalnym. Trzeba przy tym dobrze zastanowić się, czy uczestnictwo w funduszu bezpiecznym ma być obowiązkowe i kiedy – z dniem osiągnięcia określonego wieku, czy w jakimś jego przedziale. Są to fundamentalne decyzje, które mogą przesądzić o wysokości zgromadzonych środków, a co za tym idzie

– o przyszłej emeryturze. Trzeba dobrze wypośredkować racje funduszy, których działanie przy wielu istniejących funduszach będzie trudniejsze i być może droższe, oraz racje przyszłych emerytów, którzy na konkretnym zapisie ustawowym wcale nie muszą zyskać. Czasami zakładane bezpieczeństwo może się stać dla nich pułapką. Można też się zastanowić nad dodatkowymi funduszami dla młodych, odważniejszych, którzy nie boją się bardziej agresywnego inwestowania i mają czas na ewentualne odrobienie strat. Ale to znowu jest trudniejsze dla funduszy.

Pewnym ograniczeniem w podejmowaniu decyzji przez ustawodawcę może być fakt niewielkiej możliwości skorzystania z doświadczeń innych krajów. Większość jest na podobnym etapie, albo opóźnionym, jeśli chodzi o funkcjonowanie obowiązkowych kapitałowych systemów emerytalnych. Przykład Ameryki Południowej w ostatnim okresie nie jest najlepszy – z różnych powodów, również kształtu całości systemu emerytalnego i ogólnego rozwoju gospodarczego tych krajów. Trzeba więc brać pod uwagę długoletnie działania innych podmiotów rynku kapitałowego, doświadczonych w inwestowaniu środków powierzonych przez klientów: banków, towarzystw ubezpieczeniowych czy funduszy inwestycyjnych. Zawsze jednak trzeba pamiętać, że te dwa segmenty rynku muszą się w niektórych elementach różnić, ze względu na cele, jakie im postawiono.

Jak widać, otwarte fundusze emerytalne czekają – w bliższej i dalszej przyszłości – ogromne wyzwania. Będą zmiany, do których OFE muszą się dostosować. Powinny to być zmiany na lepsze, bo takie są oczekiwania społeczeństwa. Reforma emerytalna musi być tą reformą, która się w pełni udała.

Noty o autorach

Piotr Kwieciński – dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami AXA Życie S.A. Doradca inwestycyjny, zarządzający funduszami funduszy, odpowiedzialny za dobór i realizację strategii inwestycyjnej, a także funkcjonowanie i wyniki zarządzania Departamentu Zarządzania Aktywami. Na rynku kapitałowym pracuje od 1994 r. (w branży maklerskiej i inwestycyjnej). Posiada licencję maklera (1994) oraz doradcy inwestycyjnego (1996), jest doświadczonym analitykiem inwestycyjnym i strategiem rynku akcji. W AXA Życie TU S.A. pracuje od 2007 r. na stanowisku Dyrektora Departamentu Zarządzania Aktywami. W latach 1996–2007 był analitykiem/doradcą inwestycyjnym w międzynarodowym zespole DMBH/CIR (Dom Maklerski Banku Handlowego/Citigroup Investment Research), a wcześniej, od 1994 do 1996 roku, pracował jako makler papierów wartościowych w Domu Maklerskim Pomorskiego Banku Kredytowego w Szczecinie. W 1996 roku odbył także staż w Barclays de Zoette Wedd, jako analityk/doradca inwestycyjny.

Krzysztof Lutostański – ekspert rynku emerytalnego. W latach 1998–2008 Prezes Powstającego Towarzystwa Emerytalnego Bankowy. Współzałożyciel i pierwszy Prezes Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

Prof. dr hab. Krzysztof Opolski – profesor ekonomii, kierownik Katedry Strategii i Polityki Gospodarczej Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W latach 1990–1998 zajmował stanowisko prezesa zarządu firmy edukacyjno-konsultingowej. Od 2002 do 2005 r. był wiceprzewodniczącym Rady Nadzorczej Ruchu S.A. W 2006 r. został członkiem zespołu doradców ekonomicznych Prezesa Rady Ministrów RP. W latach 2006–2009 sprawował funkcję członka Rady Nadzorczej Citibank Handlowy. Obecnie jest szefem zespołu doradców prezesa Narodowego Banku Polskiego, członkiem Rady Nadzorczej AXA Polska, członkiem Międzynarodowego Konsorcjum CHER (Cosnortium of Higher Education Researchers), członkiem Komitetu Doradczego New Connect oraz Rady Edukacji i Ładu Informacyjnego przy GPW. Jest również redaktorem naczelnym pisma naukowego „Ekonomia”. Prowadzi seminaria dla przedsiębiorstw, banków, organizacji samorządowych i zdrowotnych w zakresie budowania strategii, zarządzania poprzez jakość, zarządzania zasobami ludzkimi i marketingu. Jest autorem wielu publikacji książkowych, m.in. z dziedziny strategii, audytu strategicznego i zarządzania ryzykiem oraz zarządzania jakością.

Dr hab. Wojciech Otto – doktor nauk ekonomicznych, profesor Uniwersytetu Warszawskiego. Pracuje w Katedrze Statystyki i Ekonometrii na Wydziale Nauk Ekonomicznych tej uczelni. Specjalizuje się w ekonometrii. W latach 1996–1999 był prodziekanem WNE UW. Tę funkcję pełni ponownie od 2005 r. Jest również kierownikiem Letniej Szkoły Nauk Aktuarialnych (od 1995) i Podyplomowego Studium Ubezpieczeń (od 1999) na tym wydziale. Był przewodniczącym Komisji Egzaminacyjnej dla Aktuariuszy (1996–2003),

a od 2003 r. jest jej wiceprzewodniczącym. Od 2005 r. doradza Komisji Nadzoru Finansowego oraz Ministerstwu Pracy i Polityki Społecznej w obszarze reformy emerytalnej. Jest delegatem Polskiego Stowarzyszenia Aktuariuszy do Komitetu Emerytalnego Groupe Consultatif Actueriel Europeen.

Dr Aleksandra Wiktorow – doktor nauk ekonomicznych. W latach 1973–1991 pracowała w Instytucie Pracy i Spraw Socjalnych, w ostatnich latach na stanowisku kierownika Zakładu Warunków Bytu. W latach 1991–1993 wiceminister pracy i spraw socjalnych, nadzorująca ubezpieczenia społeczne oraz organizację i warunki pracy. Od 1993 roku profesor w Akademii Finansów (dawnej Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości), w latach 1994–1995 dziekan Wydziału Ubezpieczeń na Życie i Zarządzania Funduszami Ubezpieczeniowymi, w latach 1996–2003 prorektor ds. naukowych i dydaktycznych, od 2004 roku kierownik Katedry Ubezpieczeń. Od 1994 r. pracownik naukowy Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. W latach 2001–2007 prezes Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Autorka wielu publikacji z dziedziny zabezpieczenia społecznego, warunków życia ludności, porównań międzynarodowych ubezpieczeń społecznych.

Joanna Wróblewska – magistrantka Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Dr Bohdan Wyżnikiewicz – doktor nauk ekonomicznych, wiceprezes Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Absolwent ekonometrii Szkoły Głównej Planowania i Statystyki (SGH), stypendysta Fulbrighta. Doktorat uzyskał w 1984 r. na Uniwersytecie Warszawskim. W latach 1991–1992 był prezesem Głównego Urzędu Statystycznego. Wcześniej pracował w Europejskiej Komisji Gospodarczej ONZ, Instytucie Polityki Naukowej i Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN. Od 1992 r. jest pracownikiem naukowym Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Był wiceprzewodniczącym rad nadzorczych w PHS SA (1994–1995) i w Nafcie Polskiej SA (1998–2000), członkiem Rady Nadzorczej Stalexportu SA (lipiec 2005 – maj 2006). W 2005 r. został niezależnym członkiem CEIES, Europejskiego Komitetu Doradczego ds. Informacji Statystycznych w Sferze Gospodarczej i Społecznej przy urzędzie statystycznym Unii Europejskiej EUROSTAT. Jest ekspertem Sejmu RP, Giełdy Papierów Wartościowych, PKPP Lewiatan i The Conference Board Europe. Wykłada w Warszawskiej Wyższej Szkole Ekonomicznej i gościnnie na Uniwersytecie Warszawskim, Uniwersytecie Gdańskim i w Szkole Głównej Handlowej. Jest wiceprzewodniczącym Rady Towarzystwa Ekonomistów Polskich. Specjalizuje się w ekonomii stosowanej, analizach makroekonomicznych, badaniach rynków i sektorów oraz analizach konkurencyjności. Autor ponad stu raportów, studiów i artykułów naukowych, publicysta prasy gospodarczej.

Prof. dr hab. Krzysztof Zagórski – ukończył socjologię na Uniwersytecie Warszawskim. Doktorat i habilitację otrzymał w Instytucie Filozofii i Socjologii PAN, a tytuł profesora w czasie zarządzania Centrum Badań Opinii Społecznej. Obecnie wykłada socjologię

i kieruje Centrum Socjologii Empirycznej w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie. Pracował na Uniwersytecie Warszawskim, w Głównym Urzędzie Statystycznym, Instytucie Filozofii i Socjologii oraz Instytucie Studiów Politycznych PAN. Czternaście lat zajmował się badaniami socjologicznymi w Australii, pracując w Szkole Badań Nauk Społecznych Australijskiego Uniwersytetu Narodowego oraz w Instytucie Stosowanych Badań Społecznych i Ekonomicznych Uniwersytetu Melbourne. Wykładał też na Politechnice i na Uniwersytecie Stanu Wirginia w Blacksburg, USA. W latach 1998–2008 był dyrektorem Centrum Badania Opinii Społecznej. Lista jego publikacji obejmuje sto kilkadziesiąt pozycji, w tym wiele obcojęzycznych, głównie z dziedziny struktury i ruchliwości społecznej, socjologii regionalnej, politycznej i ekonomicznej oraz postaw i opinii publicznej.