

TERESA TATIANA CZERWIŃSKA

Uniwersytet Gdański

**AKTYWNOŚĆ INWESTYCYJNA
OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH
NA GIEŁDOWYM RYNKU AKCJI
PROJEKCJA ROZWOJU**

Wprowadzenie

Funkcjonujące od 1999 roku otwarte fundusze emerytalne (OFE) są pod względem wielkości aktywów drugą (za bankami) formacją finansową kształtującą potencjał systemu finansowego w Polsce. Doświadczenia wielu krajów pokazują, że aktywność inwestycyjna funduszy emerytalnych należy do tak zwanych akceleratorów rozwoju rynku finansowego w aspekcie organizacyjno-prawnym, a akumulacja długoterminowego kapitału w tych instytucjach samoistnie przyczynia się do generowania popytu na profesjonalizację i specjalizację procesu inwestycyjnego oraz stymuluje innowacje finansowe¹.

Celem opracowania jest projekcja zaangażowania kapitałowego OFE na rynku akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w świetle proponowanych zmian w regulacjach dotyczących emerytur kapitałowych w Polsce.

¹ K. Kołodziejczyk, *Systemy emerytalne w Ameryce Łacińskiej: od repartycji do kapitalizacji*, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Poznań 2004, s. 102–103.

1. Pozycja otwartych funduszy emerytalnych na giełdowym rynku akcji

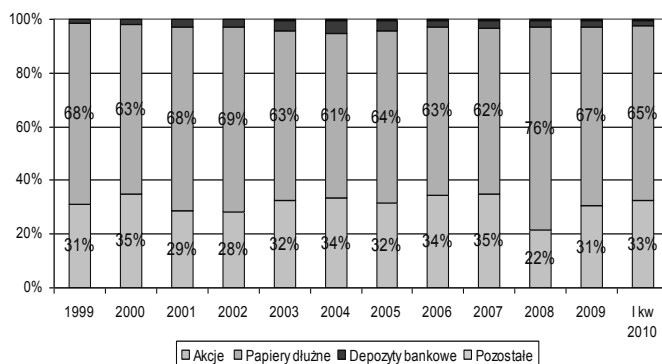
Pozycja funduszy emerytalnych i ich wpływ jako katalizatora rozwoju rynku kapitałowego jest w dużym stopniu zdeterminowane rozmiarami zakumulowanego portfela aktywów. Z danych statystycznych wynika, że wartość aktywów OFE w latach 2006–2009 (z wyjątkiem 2008 roku) przewyższała wartość aktywów zakładów ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych. Kluczowym czynnikiem wzrostu wartości aktywów OFE, przynajmniej przez pierwsze kilkanaście lat funkcjonowania, jest stały, zagwarantowany dopływ składek członkowskich przekazywanych przez ZUS (obligatoryjna partycypacja w OFE). Wartość aktywów OFE ulegała dynamicznemu wzrostowi, zwłaszcza w początkowej fazie wdrożenia reformy emerytalnej, w latach 1999–2003 (przeciętnie 40% rocznie), kiedy największy wpływ na wartość aktywów netto funduszy miał dopływ składek, będący pochodną liczby aktywnych członków funduszy. W kolejnych latach funkcjonowania, z kolei, coraz większą rolę w kształtowaniu wartości aktywów netto funduszy zaczęła odgrywać efektywność realizowanej działalności inwestycyjnej, a strumień przepływów pieniężnych z tytułu składek był coraz mniejszy w relacji do zarządzanych przez fundusze aktywów. W latach 2004–2008 miała miejsce tendencja spadkowa tempa wzrostu aktywów funduszy, osiągając w 2008 roku wartość ujemną (–1,21% w relacji do roku poprzedniego), co miało związek z niekorzystną koniunkturą na rynku giełdowym (kryzys na światowych rynkach finansowych). Pod koniec 2009 roku OFE dysponowały już jednak aktywami netto o wartości ponad 178,6 mld zł, co oznacza wzrost o 40,4 mld zł (o 29,2%) w ciągu zaledwie dwunastu miesięcy².

Realizowany przez fundusze emerytalne w latach 1999–2009 model alokacji portfela można określić, w pewnym uproszczeniu, jako 30% akcji i 65% instrumentów dłużnych (przede wszystkim obligacje skarbowe). Drugą, co do wielkości, kategorią portfela inwestycji OFE są akcje spółek, które stanowiły od 22% w roku 2008 (udział minimalny) do 35% w latach 2000 i 2007 (udział maksymalny) portfela inwestycji (rysunek 1)³. Struktura portfela inwestycji OFE była

² Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 29.09.2006–30.09.2009, KNF, Warszawa 2009.

³ Inwestycje OFE w akcje spółek, prawa poboru, prawa do akcji, obligacje zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, akcje NFI, obligacje zamienne na akcje, prawa poboru spółek nienotowanych na rynku oficjalnych notowań ograniczone są do maksymalnie 40% wartości aktywów funduszu. Jednocześnie fundusz emerytalny może nabywać akcje, prawa do akcji, prawa poboru i kwity depozytowe – maks. 10% jednej emisji, w przypadku, gdy udział

w decydującym stopniu zdeterminowana: sytuacją na polskim rynku finansowym – rynek płytki, o niskim stopniu płynności, duża podaż i wysoka rentowność skarbowych papierów dłużnych oraz niekorzystna koniunktura na rynku giełdowym w latach 2001–2002 i 2008, brak ograniczeń w zakresie inwestowania w skarbowe papiery wartościowe, oraz regulacjami, które limitują zarówno koncentrację kapitału funduszy w jednej spółce, jak i aktywność na zagranicznych rynkach finansowych (do 5% portfela aktywów)⁴.



Rys. 1. Struktura portfela OFE ogółem w latach 1999–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Fundusze emerytalne należą do najważniejszych inwestorów na GPW SA. Portfel akcji funduszy emerytalnych w ujęciu zagregowanym stanowił od 0,52% w 1999 roku do 8,55% na koniec 2003 roku kapitalizacji GPW w Warszawie (rysunek 3). Początkowo wskaźnik ten dynamicznie wzrastał, co miało bezpośredni związek z dynamiką wzrostu wartości aktywów OFE wskutek przekazywanych składek członkowskich przez ZUS. Następnie w latach 2005–2006 udział ten,

papierów wartościowych danej spółki nie przekracza 1% aktywów funduszu, dozwolone nabywanie do 20% jednej emisji akcji spółki. Suma aktywów funduszu emerytalnego ulokowanych w emisjach akcji spółek, w których lokaty funduszu stanowią więcej niż 10% jednej emisji akcji limitowane jest do maksymalnie 5% aktywów OFE. Por. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 stycznia 2006 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, DzU 2006, nr 13, poz. 91; Ustawa z dnia 28 lipca 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU z 20.11.1997 z późn. zm.

⁴ Rozporządzenie Ministra Finansów z 18 lutego 2000 roku w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, DzU 2000, nr 15, poz. 182.

wskutek znacznego wzrostu kapitalizacji giełdy, obniżył się do poziomu 4,51% w 2007 roku. Zaangażowanie funduszy emerytalnych na rynku akcji przede wszystkim odzwierciedlało stan koniunktury na GPW SA. Wyraźny był wzrost udziału akcji w portfelach funduszy w latach 2000, 2006–2007 oraz 2009–2010, co było związane z bardzo dobrą koniunkturą na GPW. Jednocześnie, zaobserwowano znaczny spadek udziału akcji w portfelu inwestycji funduszy w latach 2001–2002 oraz w 2008 roku (najniższy udział akcji w portfelu funduszy od początku ich działalności w 1999 roku).

Fundusze emerytalne inwestowały przede wszystkim w spółki należące do sektora: finansów oraz chemiczny i paliwowy (tabela 1). W ramach sektora finansów OFE inwestowały prawie wyłącznie w akcje banków. Sytuacja ta jest konsekwencją – z jednej strony – dominacji banków w sektorze finansów rynku giełdowego (pozostałe spółki w tym sektorze stanowią raczej margines), z drugiej zaś – polityki dywidendowej banków, które wypłacały wysokie dywidendy swoim akcjonariuszom. Odniesienie sektorowej struktury portfela akcji funduszy emerytalnych do struktury indeksu WIG pozwala wnioskować, z pewnym uproszczeniem, o zakresie realizowanych przez fundusze strategii inwestycyjnych na rynku giełdowym⁵. Różnicując proporcje portfela akcyjnego w relacji do struktury rynku (struktura indeksu WIG), zarządzający funduszami emerytalnymi podejmowali próby tak zwanego pokonania rynku, dokonując wyraźnej selekcji spółek do portfela akcji i aktywnie profilując relacje ryzyko–dochód w ramach portfela, na co mogą wskazywać „przeważenie” lub „niedoważenie” poszczególnych branż w portfelu akcyjnym funduszy emerytalnych w relacji do indeksu WIG⁶. Widoczna jest zbieżność znaczącego wzrostu zaangażowania kapitałowego z ożywieniem koniunktury gospodarczej w branżach: informatycznej oraz budowlanej, na co wskazuje „przeważenie” tych branż w portfelach funduszy w relacji do struktury indeksu WIG. W najbliższej perspektywie można się spodziewać dalszego zaangażowania kapitałowego funduszy emerytalnych w sektor finansów (IPO PZU) oraz nowe prywatyzacje w sektorach energetycznym i transportowym.

Z badań wynika, że portfel akcji funduszy emerytalnych cechował się znaczną koncentracją, co świadczy o wzroście ryzyka specyficznego portfela. W latach 2000–2005 minimum 1/3 portfela akcji funduszy emerytalnych w ujęciu zagregowanym stanowiły akcje trzech spółek (tabela 2). OFE inwestowały głów-

⁵ Por. *Inwestycje funduszy emerytalnych na rynku akcji*, www.analizy.pl, 27.01.2006.

⁶ Zob. T.T. Czerwińska, *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych – istota, uwarunkowania, instrumenty*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009, s. 268–269.

nie w akcje dużych, najbardziej płynnych spółek wchodzących w skład indeksu WIG-20, to jest PKN ORLEN SA, TP SA, KGHM SA, Asseco SA oraz banków: PeKaO SA, PKO BP, BPH PBK SA, BZ WBK SA, ING Bank Śląski⁷. Jest to związane przede wszystkim z limitami koncentracji zaangażowania aktywów funduszu w kapitały jednej spółki. Znaczne zaangażowanie kapitałowe funduszy emerytalnych w małe niedowartościowane spółki giełdowe potencjalnie może się wiązać zarówno z ryzykiem przekroczenia nałożonych limitów, jak i z problemami z wycofaniem się z inwestycji z uwagi na ryzyko płynności.

Tabela 1

Struktura sektorowa inwestycji giełdowych OFE w latach 1999–2008 [%]

Sektor	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
finanse, w tym	19,1	21,6	28,8	34,2	25,1	31,6	28,6	31,8	31,9	35,9
banki	19,0	20,5	28,6	34,0	25,1	31,6	28,6	31,7	30,9	35,8
przemysł, w tym	48,4	33,6	37,7	35,8	43,2	40,3	42,2	46,4	47,4	36,1
budownictwo	14,7	4,0	4,0	2,9	3,2	5,5	7,2	13,5	8,5	9,5
chemiczny	15,5	16,3	18,0	19,0	21,1	18,9	19,7	2,9	3,2	1,6
deweloperzy	–	–	–	–	–	–	–	–	8,2	4,4
drzewny	1,5	2,1	3,2	3,0	4,3	3,2	3,1	3,5	2,3	1,5
elektromaszynowy	4,0	0,9	1,5	0,9	0,5	0,4	0,7	1,4	2,1	1,2
lekki	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	0,3	0,3	0,7	0,8	0,0
materiałów budowlanych	1,6	1,7	1,8	1,8	2,4	2,9	2,8	3,8	3,6	2,7
metalowy	8,5	7,4	6,7	4,7	8,4	5,8	6,6	7,0	6,5	3,5
paliwowy	–	–	–	–	–	–	–	11,9	10,2	10,6
spożywczy	2,4	0,5	2,2	3,0	2,7	2,7	1,5	1,4	0,8	0,6
przemysł pozostałe	0,0	0,2	0,1	0,4	0,6	0,6	0,3	0,3	1,2	0,4
usługi, w tym	32,0	42,0	32,1	29,1	31,4	27,8	29,1	21,5	19,9	27,2
handel	2,0	1,3	3,1	2,6	3,3	4,4	4,7	5,1	8,6	7,1
informatyka	7,4	12,7	10,2	7,3	7,2	5,6	5,8	3,8	3,8	5,5
media	3,6	5,1	4,3	3,1	2,2	1,8	2,4	2,1	1,8	3,8
telekomunikacja	12,0	19,7	12,1	14,5	17,0	14,2	10,9	6,8	3,8	5,8
usługi pozostałe	7,2	3,2	2,5	1,7	1,8	1,8	5,2	3,8	1,9	5,0
NFI	0,5	2,8	1,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,8	0,8

⁷ Zob. *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy...*

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Razem akcje bez NFI	99,5	97,8	98,7	99,2	99,7	99,7	99,9	99,7	99,2	99,2
Razem portfel akcji	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.

Tabela 2

Wskaźniki koncentracji portfela akcji OFE w latach 1999–2008

Wskaźnik koncentracji	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
C3	24,47	29,82	33,33	39,93	40,76	37,65	33,65	23,90	25,02	29,89
C5	33,80	39,90	41,56	50,69	50,42	51,32	46,30	34,80	33,48	39,70
C10	50,36	53,01	61,24	66,65	66,77	63,07	61,61	52,02	49,17	52,65

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.

W celu projekcji wartości aktywów netto OFE na podstawie danych Komisji Nadzoru Finansowego oraz GUS z lat 2002–2009 przyjęto następujące założenia:

1. Liczba aktywnych członków OFE na koniec 2009 roku – 14,4 mln osób. Wartość składek przekazanych przez ZUS w 2009 roku do OFE – 21,4 mld zł (wzrost o 2,2% w stosunku do roku poprzedniego). Biorąc pod uwagę fakt, że w latach 2000–2009 tempo przyrostu nowych członków funduszy ustabilizowało się na poziomie około 500 tys. osób rocznie, można przyjąć, że w najbliższych latach – według ostrożnych szacunków – liczba członków OFE będzie wzrastała średnio o 400 tys. rocznie, przekraczając w 2014 roku liczbę 16 mln osób. Następnie będzie następował wzrost liczby członków o 200 tys. rocznie do 2020 roku. Tempo wzrostu nie powinno się istotnie zmienić w latach prognozy, ponieważ spodziewany jest wzrost wskaźnika aktywności zawodowej.
2. Wskaźnik zatrudnienia w grupie wiekowej 18–59/64 lata będzie się utrzymywał na poziomie zbliżonym do obecnie obserwowanego na polskim rynku pracy, czyli 65%.
3. Coroczny wskaźnik wzrostu składki przekazywanej do OFE, wynikający ze średniego rocznego wzrostu wynagrodzeń, przyjęto na poziomie 4%.
4. Wysokość opłaty dystrybucyjnej przyjęto na poziomie 3,5% składki przekazanej przez ZUS w całym okresie prognozy.

5. Biorąc pod uwagę zróżnicowanie wysokości opłat za zarządzanie, pobieranych przez poszczególne OFE, w szacunkach pominięto te wielkości.
6. Średnia w roku stopa zwrotu OFE – 4% rocznie.

Uwzględniając propozycje Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej⁸ w zakresie zmniejszenia składki przekazywanej do OFE, rozpatrzono dwa najbardziej prawdopodobne scenariusze dopływu składek do OFE:

- I scenariusz – utrzymanie dotychczas obowiązującego poziomu składki w wysokości 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne;
- II scenariusz – obniżenie poziomu składki do 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne⁹.

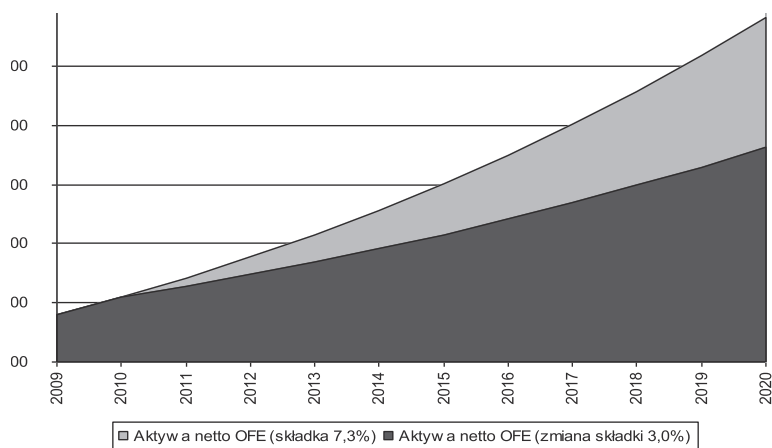
W prognozie nie uwzględniono ewentualnych zmian wartości aktywów OFE, związanych z umożliwieniem osobom ubezpieczonym przeniesienia zgromadzonych składek do FUS lub IKE przy osiągnięciu określonego wieku. W horyzoncie czasowym prognozy ubytek tych osób w najbliższych latach będzie zdecydowanie rekompensowany przez przystępowanie do OFE najmłodszych roczników.

U podłoża tej koncepcji leży przekonanie MPiPS, że OFE pełnią funkcję jedynie pośrednika w zamianie przekazywanych składek emerytalnych na skarbowe instrumenty dłużne, za co członkowie są obciążani niewspółmiernie wysokimi kosztami. Zatem, w celu wsparcia trudnej sytuacji budżetowej oraz optymalizacji kosztów uczestnictwa w systemie emerytalnym, funkcję tę według propozycji może spełniać ZUS, który po pobraniu składki będzie zamieniał określoną jej część na dług skarbowy, a pozostałą – 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne – będzie przekazywał do OFE. W proponowanych założeniach projektowych nie ma propozycji dotyczących zmian w obowiązujących regulacjach dotyczących działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Jednocześnie MPiPS deklaruje, że dostrzega potrzebę zniesienia limitów inwestycyjnych na poszczególne kategorie lokat krajowych w zakresie inwestowania środków pozostałych w zarządzaniu OFE, przy uwzględnieniu mechanizmów zapewniających stabilność środków zgromadzonych przez ubezpieczonych na kontach w OFE

⁸ Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy z dnia 6 stycznia 2010 roku, MPiPS.

⁹ Ponadto, MPiPS proponuje umożliwienie członkom OFE dokonania jednorazowej wypłaty całości środków zgromadzonych na rachunku w OFE (po ukończeniu przez oszczędzającego 65 lat) na wskazany przez ubezpieczonego rachunek bankowy lub indywidualne konto emerytalne (IKE), jeżeli kwota składek zaewidencjonowanych na prowadzonym przez ZUS koncie ubezpieczonego pozwala na wypłatę miesięcznej emerytury, w kwocie nie niższej niż dwukrotność kwoty najniższej emerytury. Zob. *ibidem*.

i ZUS¹⁰. Należy zaznaczyć, że w przeciwnym wypadku, jeśli nie zostaną zrewidowane ograniczenia i limity w zakresie inwestowania aktywów, zmniejszenie części składki przekazywanej do OFE spowoduje istotny spadek zaangażowania funduszy emerytalnych w inwestycje na rynku giełdowym. Wskutek wdrożenia rozwiązania przedstawionych w projekcie ustawy nastąpi spadek tempa wzrostu aktywów OFE.



Rys. 2. Projekcja wartości aktywów netto OFE w latach 2010–2020 [mld zł]

Źródło: obliczenia własne.

W przypadku scenariusza pierwszego, w którym założono utrzymanie dotychczas obowiązującego poziomu składki w wysokości 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne, wartość aktywów OFE w 2020 roku przekroczy 681 mld zł, co stanowi wzrost o 257% w relacji do poziomu z 2009 roku. W wypadku zaś obniżenia poziomu składki do proponowanych 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne, wartość aktywów funduszy emerytalnych wzrośnie w perspektywie 2020 roku do 463 mld zł, czyli będzie to wzrost o 156% w relacji do 2009 roku (rysunek 3). Spełnienie jednego z założonych scenariuszy będzie miało zasadniczy wpływ zarówno na pozycję samych funduszy emerytalnych na rynku finansowym, która jest warunkowana wartością portfela aktywów, jak i na funkcjonowanie i rozwój tego rynku, aktywność inwestycyjna funduszy emerytalnych kształtuje też bowiem koniunkturę na rynku finansowym.

¹⁰ Zob. MPiPS w odpowiedzi do KNF z dnia 26 marca 2010, DUS-0210-10 RW/10.

2. Projekcja aktywności otwartych funduszy emerytalnych na rynku giełdowym

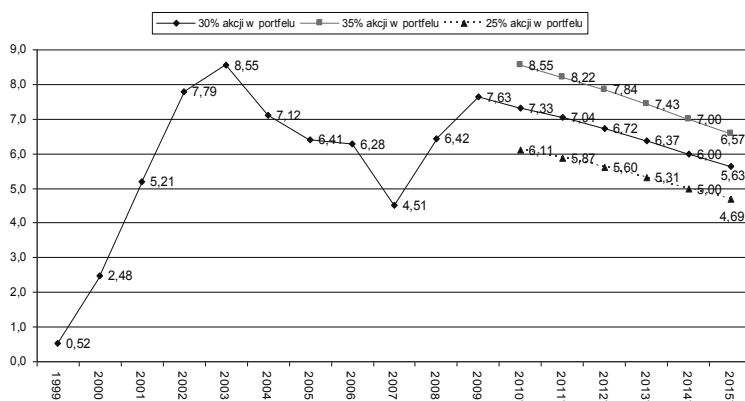
Prognozując udział portfela akcji znajdujących się w posiadaniu OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie na podstawie analizy szeregów czasowych, można przyjąć:

1. Średnie roczne tempo wzrostu kapitalizacji GPW w wysokości 20%, przy założeniu kontynuacji przez Skarb Państwa polityki prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych o dużej wartości rynkowej (na przykład oferty publiczne PZU SA i Tauron SA). Wartość obrotów na rynku akcji będzie wzrastać w tempie adekwatnym do kapitalizacji, to jest 20% rocznie.
2. Fundusze będą inwestowały w zależności od koniunktury giełdowej od 25%, 30% do 35% napływających z ZUS składek członkowskich, przy utrzymaniu składki na poziomie 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne – w pierwszym wariantcie prognozy, oraz zgodnie z ogłoszonymi zamiarami MPiPS przy zmniejszeniu składki do 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne od 2011 roku – w drugim wariantcie prognozy, jednocześnie zwiększając zaangażowanie w akcje od 30 do 50% portfela inwestycji w danym roku (przy założeniu zwiększenia limitu na akcje do 50% wartości aktywów OFE).
3. Struktura popytu kierowanego przez OFE na rynek giełdowy będzie się kształtowała podobnie do lat poprzednich: 20% środków przeznaczonych na zakup akcji skierowane zostanie na pierwotny rynek giełdowy oraz 80% na nabywanie akcji w obrocie wtórnym¹¹.

Biorąc pod uwagę wariant prognozy, zakładający utrzymanie dotychczas obowiązującego poziomu składki 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne, udział portfela akcji OFE w kapitalizacji GPW będzie się kształtował na poziomie od 7,33% w 2010 roku do 5,63% w 2015 roku, przy założeniu, że akcje będą stanowiły średnio w roku 30% portfela inwestycji funduszy ogółem. Należy jednak mieć na uwadze, że udział OFE w wolnym obrocie może być znacznie większy (na przykład w latach 2005–2008 kształtował się na poziomie około 20%), co w większym stopniu odzwierciedla rangę inwestycji funduszy emerytal-

¹¹ Por. badania: T. Orlik, *Projekcja rozwoju polskiego rynku kapitałowego do 2005 roku*, w: *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do 2005 roku*, red. E. Pietrzak, A. Sławiński, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2002, s. 76–77.

nych dla rynku giełdowego. Jednakże przy zachowaniu założonego tempa wzrostu obrotów oraz kapitalizacji giełdy, nie należy raczej obawiać się większych problemów z absorpcją kapitału kierowanego przez fundusze emerytalne na rynek giełdowy. W przypadku zaś obniżenia składki do poziomu proponowanego przez rząd – 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne – oraz zwiększenia zaangażowania w akcje, udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW wzrośnie w stosunku do poprzedniego wariantu prognozy. Biorąc pod uwagę specyficzną – ostrożną – politykę inwestycyjną OFE oraz wskazane wcześniej naśladownictwo polityki inwestycyjnej, nawet przy znacznej liberalizacji limitu zaangażowania w akcje, trudno się spodziewać, że fundusze emerytalne będą całkowicie pomijać skarbowe instrumenty dłużne w alokacji portfela inwestycji. Wówczas, możliwym scenariuszem jest wzrost zaangażowania funduszy w akcje do 50% portfela inwestycji. Zatem udział ten będzie się kształtował od 11,06% w 2011 roku do 7,38% w 2015 roku przy założeniu, że akcje będą stanowiły przeciętnie 50% portfela inwestycji funduszy ogółem.

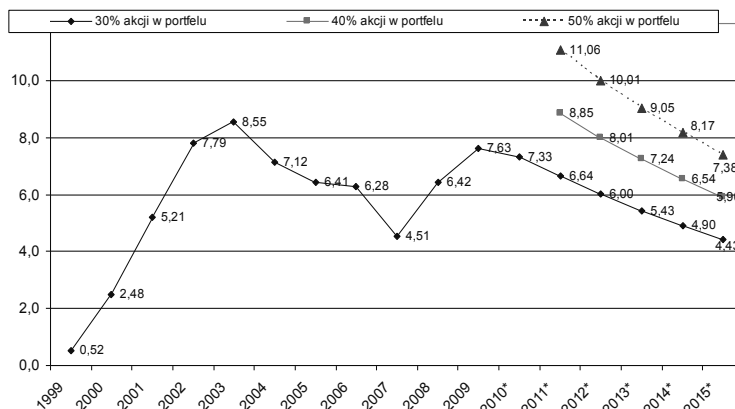


Rys. 3. Udział portfela akcji OFE ogółem w kapitalizacji GPW SA w Warszawie w latach 1999–2015 (od 2010 roku prognoza scenariuszowa: składka 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF i GPW SA.

Prognozowany udział popytu zgłaszanego przez fundusze emerytalne inwestujące napływające składki w miesięcznych obrotach GPW będzie się kształtował na poziomie od 6% w 2010 roku do 3,4% w 2015 roku, przy założeniu obowiązującego poziomu przekazywanej funduszom składki i utrzymywaniu 30% wartości portfela w akcjach. Zakładając zmniejszenie składki do 3% podstawy wymiaru

na ubezpieczenie emerytalne i inwestowania 40% nowo napływających składek w akcje, średni miesięczny udział OFE w obrotach na GPW może się kształtować na poziomie od 2,95% w 2011 roku do 1,84% w 2015 roku (tabela 3). W sytuacji znacznej przebudowy portfela, zwłaszcza w przypadku dużych funduszy, udział popytu/podaży funduszy emerytalnych w wartości obrotów giełdowych może zaś



Rys. 4. Udział portfela akcji OFE ogółem w kapitalizacji GPW SA w Warszawie w latach 1999–2015 (od 2011 roku prognoza scenariuszowa: składka 3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF i GPW SA.

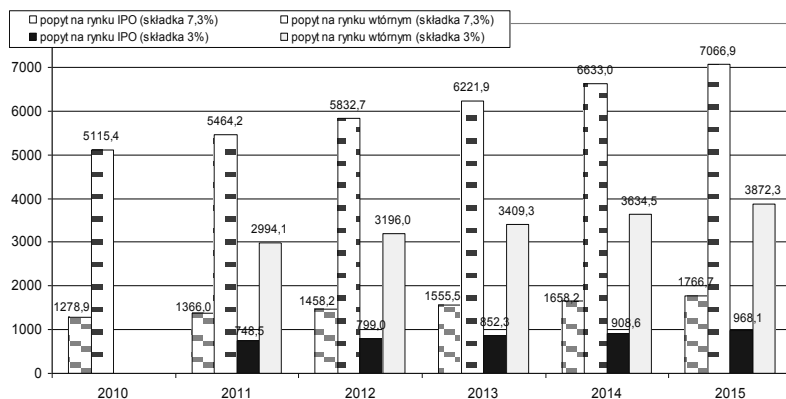
Tabela 3

Relacja części składki inwestowanej w akcje do wartości obrotów na GPW w ujęciu miesięcznym – prognoza na lata 2010–2015

Lata	Średnia miesięczna wartość obrotów (pojedynczo) [mln zł]	Średnia miesięczna wartość inwestycji na GPW (składka 7,3%) [mln zł]	Udział inwestycji OFE w obrotach na GPW (składka 7,3%) [%]	Średnia miesięczna wartość inwestycji na GPW (składka 3%) [mln zł]	Udział inwestycji OFE w obrotach na GPW (składka 3%) [mln zł]
2010	17 594,3	532,85	6,06	–	–
2011	21 113,1	569,19	5,39	311,88	2,95
2012	25 335,7	607,57	4,80	332,92	2,63
2013	30 402,9	648,12	4,26	355,13	2,34
2014	36 483,4	690,93	3,79	378,59	2,08
2015	43 780,1	736,14	3,36	403,36	1,84

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF i GPW SA.

znacząco wzrosnąć, nawet do 15%. Wówczas, biorąc pod uwagę płytkość naszego rynku, pojawia się istotne niebezpieczeństwo dla płynności rynku giełdowego. Zatem, warunkiem pozytywnego oddziaływania OFE na stabilizację krajowego rynku giełdowego jest stymulowanie jego płynności, kontynuacja prywatyzacji dużych przedsiębiorstw państwowych oraz pozyskiwanie emitentów zagranicznych i rozwój nowych rynków, to jest *new connect*.



Rys. 5. Struktura popytu otwartych funduszy emerytalnych na rynku giełdowym – prognoza na lata 2010–2015

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF i GPW SA.

Można prognozować, że fundusze emerytalne będą przeznaczać rocznie na inwestycje na rynku wtórnym od 5 115,4 mln zł w 2010 roku do 7 066,9 mln zł w 2015 roku, a także będą partycypować w rynku IPO, absorbując od 1 278,9 mln zł w 2010 roku do 1 766,7 w 2015 roku (przy założeniu zachowania dotychczasowego poziomu składki 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne). Jest to w zasadzie stały, regularny dopływ kapitału na rynek pierwotny, który stanowi przede wszystkim o perspektywach jego rozwoju.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania wykazały, że fundusze emerytalne należą do najważniejszych inwestorów na GPW SA – w 2008 roku 22% akcji spółek, w latach 2000 i 2007 35% portfela inwestycji. Zaangażowanie funduszy emerytalnych na

rynku akcji odzwierciedlało stan koniunktury na GPW SA. Biorąc pod uwagę wariant prognozy, zakładający utrzymanie dotychczas obowiązującego poziomu składki 7,3% podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne, udział portfela akcji OFE w kapitalizacji GPW będzie kształtował się na poziomie od 7,33% w 2010 roku do 5,63% w 2015 roku, przy założeniu, że akcje będą stanowiły średnio w roku 30% portfela inwestycji funduszy ogółem.

Wartość zarządzanego przez fundusze emerytalne portfela akcji sprawia, że ich decyzje wywierają obecnie znaczny wpływ na funkcjonowanie polskiego rynku giełdowego. Dopływ kapitału o charakterze długoterminowym na GPW – z jednej strony – jest kluczowy dla funkcjonowania i stabilności rynków finansowych, kształtuje bowiem koniunkturę na tych rynkach, z drugiej zaś – ze względu na znaczący wzrost udziału tych instytucji we własności przedsiębiorstw – stawia je wśród podmiotów mających istotny wpływ na funkcjonowanie podmiotów gospodarczych. Zaangażowanie funduszy emerytalnych na rynku giełdowym może pełnić funkcje stabilizującą koniunkturę na rynku, co jest niezwykle istotne dla stabilności systemu finansowego, zwłaszcza w czasach globalnego kryzysu gospodarczego. Jednocześnie znaczny udział funduszy emerytalnych we *free float* rodzi niebezpieczeństwo zmniejszenia płynności rynku giełdowego, manipulacji oraz powstawania tak zwanych bąbli spekulacyjnych.

Literatura

Czerwińska T.T., *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych – istota, uwarunkowania, instrumenty*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009.

Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 29.09.2006–30.09.2009, KNF, Warszawa 2009.

Inwestycje funduszy emerytalnych na rynku akcji, www.analizy.pl, 27.01.2006.

Kołodziejczyk K., *Systemy emerytalne w Ameryce Łacińskiej: od repartycji do kapitalizacji*, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Poznań 2004.

MPiPS w odpowiedzi do KNF z dnia 26 marca 2010, DUS-0210-10 RW/10.

Orlik T., *Projekcja rozwoju polskiego rynku kapitałowego do 2005 roku*, w: *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do 2005 roku*, red. E. Pietrzak, A. Sławiński, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2002.

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 stycznia 2006 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytal-

nego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, DzU 2006, nr 13, poz. 91.

Rozporządzenie Ministra Finansów z 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, DzU 2000, nr15, poz. 182.

Ustawa z dnia 28 lipca 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU z 20.11.1997, z późn. zm.

Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy z dnia 6 stycznia 2010 r., MPiPS, Warszawa 2010.

INVESTMENT ACTIVITY OF THE OPEN PENSION FUNDS ON THE STOCK MARKET PROJECTION OF THE DEVELOPMENT

Summary

The value of pension funds managed by the portfolio of stocks makes their decisions have a significant impact on the current functioning of the Polish stock market. The involvement of pension funds on the stock market can function as a stabilizing situation on the market, which is crucial for the stability of the financial system especially in times of global economic crisis.

Aim of this paper is to analyze the share portfolio of open pension funds and a projection of the capital investment of pension funds on the WSE in the light of proposed changes in the regulation of funded pensions in Poland.

Translated by Teresa Tatiana Czerwińska

Słowa kluczowe: fundusz emerytalny, rynek akcji, inwestycje

Keywords: pension funds, stock market, investment