

Bogumiła Wątopek

Portfel inwestycyjny otwartych funduszy emerytalnych a interesy ich uczestników

Zeszyty Naukowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Witelona w Legnicy 1, 169-178

2007

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Portfel inwestycyjny otwartych funduszy emerytalnych a interesy ich uczestników

ABSTRAKT

Referat poświęcony jest zagadnieniom dotyczącym prowadzenia działalności inwestycyjnej przez otwarte fundusze emerytalne. Niewątpliwie fundusze emerytalne, jako instytucje zaufania społecznego, mają w bezpieczny sposób pomnażać środki zgromadzone przez ich uczestników. W ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych kilkakrotnie pojawia się określenie „interes członków funduszy”. Rodzi się w związku z tym pytanie: jakiego typu lokowanie środków leży w interesie członków funduszy?

W pierwszej części pracy przedstawiona jest krótko istota OFE oraz wskazane są podstawowe ustawowo wyznaczone zasady dokonywania przez nie lokat. Następnie podjęta została próba interpretacji określenia „interes członków funduszy”. Dalsze analizy mają na celu uzyskanie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu działania inwestycyjne OFE są zbieżne z interesem ich uczestników.

Badanie obejmuje okres 1999–2005. Pokazana jest struktura portfela inwestycyjnego OFE i zmiany w jej składzie w analizowanym okresie. Dla porównania zaprezentowana została też struktura portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych w wybranych dwunastu krajach OECD w 2004 r. Następnie szczegółowo omówione zostały dwa główne elementy portfela polskich OFE, czyli obligacje i akcje. Łącznie te dwa instrumenty stanowią ponad 90% portfela, co sprawia, że może on być postrzegany właściwie jako portfel dwuelementowy. Na zakończenie nieco uwagi poświęcono inwestycjom zagranicznym dokonywanym przez OFE, a jest to aktualnie przedmiotem burzliwych dyskusji. Aktywa funduszy emerytalnych rosną z roku na rok, skutkiem tego polski rynek finansowy staje się zbyt mały i zagadnienie lokowania za granicą będzie nabierało coraz większego znaczenia.

1. Wstęp

Reforma systemu emerytalnego w Polsce zapoczątkowała funkcjonowanie otwartych funduszy emerytalnych, działających w ramach II filara systemu. Otwarte fundusze emerytalne cechuje obligatoryjny charakter, stanowią one obowiązkową kapitałową część przyszłej emerytury, a ich działalność podlega nadzorowi ze strony państwa. Podmiotem mającym uprawnienia do utworzenia otwartego funduszu emerytalnego jest Powszechne Towarzystwo Emerytalne działające w formie spółki akcyjnej i zarządzające funduszem odpłatnie. Działalność funduszy emerytalnych związana jest z lokowaniem środków finansowych pochodzących od osób oszczędzających w celach emerytalnych. Zadaniem niniejszego artykułu jest próba oceny struktury portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych w kontekście jego możliwego wpływu na wysokość przyszłej emerytury. Jak wiadomo, lokaty o dużym

stopniu bezpieczeństwa nie zawsze cechuje duży stopień rentowności, z drugiej strony możliwość osiągnięcia dużych zysków z inwestycji wiąże się z ponoszeniem ryzyka. W związku z tym przed każdym funduszem emerytalnym postawione zostało trudne zadanie poszukiwania optymalnego rozwiązania. Ponieważ OFE inwestują środki powierzone przez przyszłych emerytów, naczelną zasadą powinno być działanie w sposób, który nie naruszy interesu uczestników funduszu.

2. Istota otwartych funduszy emerytalnych

Zgodnie z art. 2 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, otwarty fundusz emerytalny jest osobą prawną, której przedmiotem działalności jest „gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie, z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego”. Czas trwania funduszu jest nieograniczony. Podmioty te są instytucjami wspólnego inwestowania, dla których charakterystyczne są następujące cechy [8]:

- a) wyłącznym celem jest inwestowanie środków pozyskanych na drodze publicznej,
- b) ryzyko inwestycyjne jest rozproszone,
- c) inwestycje są dokonywane na wspólny rachunek inwestorów.

Otwarte fundusze emerytalne spełniają wszystkie z wymienionych cech. Punkty a) i c) wynikają z samego przedmiotu działalności funduszy warunkowanego ustawowo, natomiast punkt b) jest związany z polityką lokacyjną funduszy – co również jest określone w ustawie, gdyż podaje się, że fundusz lokuje swoje aktywa, „dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat” [9]. Zapis ten wyraźnie wskazuje na konieczność dywersyfikacji lokat. Otwarte fundusze emerytalne są specyficznym rodzajem instytucji wspólnego inwestowania, gdyż oprócz wymienionych właściwości przypisuje im się ważne zadanie społeczne, którym jest zabezpieczenie emerytalne w okresie starości.

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną istotną rzecz, a mianowicie fundusze emerytalne działające w ramach II filara systemu emerytalnego cechuje otwarty charakter, a to oznacza, że [5]:

- każda osoba ma prawo swobodnego wyboru funduszu,
- fundusz nie może nikomu odmówić członkostwa, ani nie może ograniczać prawa wystąpienia z funduszu,
- każda osoba może zmienić fundusz bezpłatnie, o ile przez okres minimum 24 miesięcy opłacała składkę w danym funduszu.

3. Interesy uczestników funduszy emerytalnych

W ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych kilkakrotnie pojawia się określenie „interes członków funduszy”. Jest to pojęcie, które nie zostało w przepisach prawnych ściśle sprecyzowane. Pojawia się zatem pytanie, jak należy je interpretować. Co oznacza „interes członków funduszy”? Trudno jest udzielić jednoznacznej odpowiedzi. Bezpośrednio ze specyfiki otwartych funduszy emerytalnych wynika, że jako instytucje zaufania społecznego, mają w bezpieczny sposób pomnażać środki zgromadzone przez ich członków. Czyli na pewno w interesie uczestników OFE leży dokonywanie inwestycji przez fundusze, ale z zachowaniem zasady maksymalnego bezpieczeństwa lokat. Jednak taka interpretacja wydaje się nie w pełni oddawać znaczenie i wagę problemu.

Należy spojrzeć na to zagadnienie z szerszej perspektywy. Zarówno wysokość składek wpłacanych do funduszy, jak i wyniki inwestycyjne są uzależnione od sytuacji makroekonomicznej kraju (poziom zatrudnienia, płace realne, stopy procentowe itp.), więc uczestnicy funduszu muszą być zainteresowani dobrą koniunkturą gospodarczą w chwili obecnej i w przyszłości. Nie można zapominać, że z punktu widzenia społeczeństwa, nawet przy finansowaniu kapitałowym, system emerytalny jest „sposobem dokonywania podziału bieżącego PKB między pokolenie pracujące i pokolenie emerytów” [2]. Wynika stąd, że im wyższe tempo wzrostu PKB, tym realnie wyższe mogą być środki finansowe na konsumpcję emerytów w przeszłości. Podsumowując, w interesie uczestników funduszy leży, po pierwsze, bezpieczne lokowanie środków, po drugie, wysokie stabilne tempo rozwoju gospodarczego. Przedstawione w dalszej części pracy analizy obrazują, czy rzeczywiście te dwa zadania są przez otwarte fundusze emerytalne realizowane.

4. Portfele inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce i w krajach OECD

Aktywa otwartego funduszu emerytalnego obejmują trzy pozycje bilansowe: portfel inwestycyjny, środki pieniężne i należności. Głównym elementem aktywów w bilansie OFE jest portfel inwestycyjny (tabela 1), który stanowią wszystkie kategorie lokat dokonywanych przez fundusze. Wartość portfela inwestycyjnego wzrasta systematycznie od 2,16 mld zł w 1999 r. do 85,92 mld zł w 2005 r., co jest efektem głównie przekazywania środków przez ZUS, chociaż coraz większego znaczenia zaczyna nabierać wynik finansowy wypracowany przez fundusze. Udział portfela inwestycyjnego w aktywach od początku istnienia funduszy był bardzo wysoki – na poziomie przekraczającym 95% (z wyjątkiem roku 2000) – a w ostatnich latach jeszcze rośnie. Pozycja bilansowa „środki pieniężne” obejmuje środki oczekujące na przypisanie poszczególnym członkom funduszu oraz kwoty, których fundusz nie zdołał ulokować. „Należności” natomiast to środki należne m.in. w związku ze zbywaniem składników portfela inwestycyjnego, odsetki, dywidendy. Przy czym środki pieniężne oraz należności mają nieznaczny i z roku na rok malejący udział w aktywach funduszy.

Tabela 1. Portfel inwestycyjny jako % aktywów otwartych funduszy emerytalnych według stanu na koniec grudnia lat 1999–2005

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa*	2 257 419	10 033 699	19 520 321	31 752 109	45 439 257	63 039 519	86 319 200
portfel inwestycyjny*	2 158 341	9 267 025	18 815 917	30 487 511	44 233 900	61 614 182	85 925 315
środki pieniężne*	13 887	387 013	119 889	484 336	431 311	582 659	303 356
należności*	85 191	379 661	584 515	780 262	774 045	842 678	90 530
Portfel inwestycyjny jako % aktywów	95,61%	92,36%	96,39%	96,02%	97,35%	97,74%	99,54%

* w tys. zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie biuletynów kwartalnych KNUiFE.

Analiza składników portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych pozwala stwierdzić, że największym zainteresowaniem OFE cieszą się obligacje (tabela 2). Ich udział w portfelu przekracza 55% od początku istnienia funduszy. Zauważalne są jednak nieznaczne zmiany następujące w strukturze portfela w ostatnich latach. Obligacje nadal są instrumentem wyraźnie preferowanym, lecz coraz większego znaczenia nabierają akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Akcje te zajmują drugą pozycję w portfelu funduszy, a ich udział waha się od 29,7% na koniec 1999 r. do 32,1% na koniec 2005 r. Łącznie akcje i obligacje stanowią ponad 90% portfela. Udział depozytów bankowych i bankowych papierów wartościowych oraz bonów skarbowych i akcji NFI jest bardzo nieznaczny, co sprawia, że portfel inwestycyjny otwartych funduszy emerytalnych może być postrzegany właściwie jako portfel dwuelementowy.

Tabela 2. Struktura portfela inwestycyjnego OFE na koniec lat 1999–2005

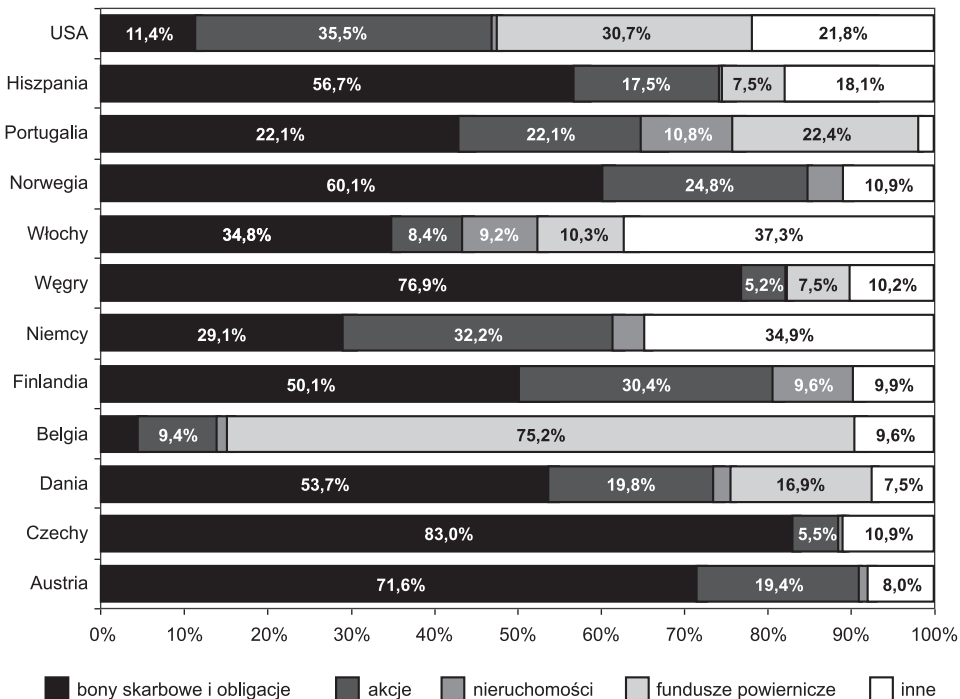
Rodzaj inwestycji	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Akcje NFI	0,0%	0,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	29,7%	33,9%	28,2%	26,8%	32,3%	33,6%	32,1%
Bony skarbowe	6,8%	1,7%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	0,6%
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	2,1%	2,0%	2,9%	2,6%	3,8%	4,9%	3,8%
Obligacje	61,2%	61,3%	65,8%	67,0%	59,4%	58,1%	63,1%
Inne lokaty	0,2%	1,1%	0,0%	1,5%	0,4%	0,5%	0,4%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE.

Dla porównania, rysunek 1 przedstawia strukturę portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych w 12 krajach OECD. W portfelach prezentowanych państw dominują 4 elementy: bony skarbowe i obligacje, akcje, nieruchomości oraz uczestnictwo w funduszach powierniczych. W większości krajów te cztery pozycje stanowią razem około 80–90% całości inwestycji. Piątym elementem w portfelu jest pozycja inne, do której zalicza się m.in. gotówkę, depozyty, pożyczki, polisy ubezpieczeniowe.

W większości krajów wybierane są inwestycje o najwyższym stopniu bezpieczeństwa, czyli w bony skarbowe oraz obligacje – zarówno skarbowe, jak i korporacyjne. W państwach takich jak Austria, Czechy i Węgry inwestycje te stanowią ponad 70% portfela, a w Danii, Finlandii, Norwegii oraz Hiszpanii około 50–60%. Inwestycje w akcje są preferowane w Niemczech oraz USA. Pozycją znaczącą w niektórych krajach są udziały w funduszach powierniczych, np. w Belgii 75,2% portfela, w USA 30,7%, a w Portugalii 22,4%. Inwestycje w nieruchomości mają dużo mniejsze znaczenie – od 0,2% na Węgrzech i w Hiszpanii do 10,8% w Portugalii.

Portfele inwestycyjne funduszy emerytalnych zaprezentowanych krajów mają pewne cechy wspólne z portfelem polskich OFE. Przede wszystkim, zarówno w Polsce, jak i w większości wybranych krajów, preferowane są inwestycje bezpieczne w papiery dłużne. Na drugiej pozycji pojawiają się akcje. W przypadku OFE obligacje są elementem dominującym, a w po-



Rys. 1 Struktura portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych w wybranych krajach w 2004 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECD, Pension Markets in Focus, December 200S, Issue 2, s. 8

łączeniu z akcjami stanowią ponad 90% portfela inwestycyjnego. W tak skonstruowanym portfelu właściwie nie ma już miejsca na inne instrumenty. Fundusze większości państw mają portfele dużo bardziej zdywersyfikowane. Poza tym należy wskazać jeszcze jedną istotną różnicę - OFE nie posiadają w swym portfelu nieruchomości, gdyż polskie prawo nie przewidywa takiej możliwości inwestycyjnej. I chociaż w większości państw nieruchomości stanowią niewielki procent portfela, to przyczyniają się do jego dywersyfikacji i mogą być atrakcyjne ze względu na długi horyzont inwestycyjny funduszy emerytalnych.

5. Wybrane elementy portfela inwestycyjnego OFE

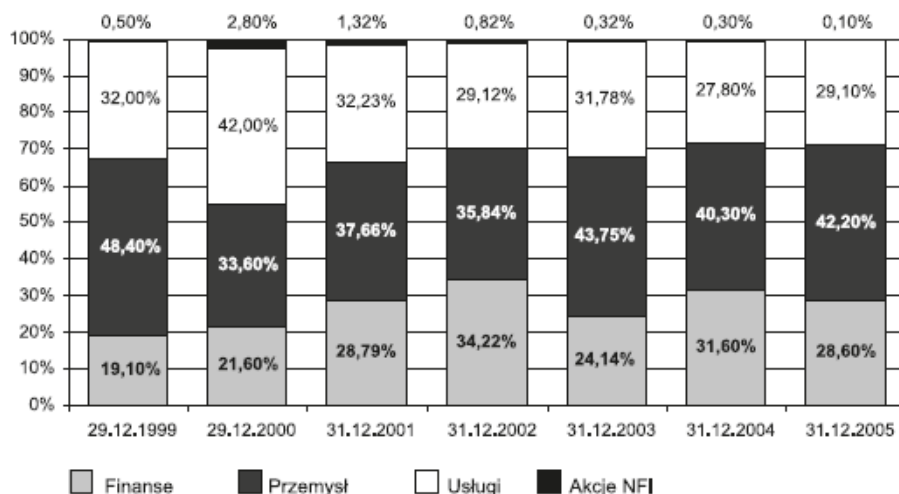
Skoro głównym elementem portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych w Polsce są obligacje, jest to niewątpliwie portfel bezpieczny, tym bardziej że ponad 97% obligacji stanowią obligacje skarbowe bądź gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa (tabela 3). Od roku 2004 fundusze emerytalne mogą lokować aktywa w nowe kategorie lokat, m. in. po raz pierwszy pojawiają się w portfelu obligacje zamienne na akcje spółek, a w 2005 r. obligacje przychodowe. Na kształt portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych wpływa niewątpliwie sytuacja makroekonomiczna kraju. Lata 2000-2002 to

okres bessy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i wysokie realne stopy procentowe, czego efektem jest duże zainteresowanie funduszy obligacjami, a mniejsze akcjami. Poprawa koniunktury gospodarczej w 2003 r. korzystnie zmieniła sytuację giełdową, powodując zwiększenie zainteresowania akcjami dające się zauważyć w 2003 r. i kontynuowane w 2004 r.

Tabela 3. Struktura portfela obligacji OFE na koniec lat 2000–2005

Rodzaje obligacji	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Niezabezpieczone całkowicie obligacje spółek publicznych dopuszczone lub niedopuszczone do publicznego obrotu	0,00%	1,71%	1,34%	0,86%	0,27%	0,15%
Obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu dopuszczone lub niedopuszczone do publicznego obrotu	0,04%	0,02%	0,01%	0,01%	0,00%	0,05%
Obligacje zamienne na akcje spółek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,34%	0,23%
Obligacje skarbowe	99,76%	97,93%	98,19%	97,14%	97,56%	98,18%
Obligacje gwarantowane lub poręczane przez SP	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,13%	0,09%
Zabezpieczone całkowicie obligacje dopuszczone lub niedopuszczone do publicznego obrotu	0,19%	0,35%	0,10%	0,10%	0,26%	0,21%
Obligacje przychodowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%
Obligacje zagraniczne	0,00%	0,00%	0,35%	1,87%	1,43%	1,02%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE.



Rys. 2. Struktura portfela akcji w ujęciu sektorowym na koniec lat 1999–2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE.

Najmniejszy, mało znaczący udział w portfelu akcji OFE mają akcje NFI (zob. rysunek 2 i tabela 4), największy zaś jest udział akcji spółek sektora przemysłowego – od 33,6% na koniec 2000 r. do 43,75% na koniec 2003 r. Wśród nich największym zainteresowaniem cieszą się akcje spółek przemysłu chemicznego (15,5–21,3% wartości portfela), metalowego (ok. 5–8,5% wartości portfela) oraz budownictwa (3–14% wartości portfela).

W latach 2001–2002 zauważalny jest spadek zainteresowania sektorem usług na rzecz sektora finansowego, w 2003 r. sytuacja ulega zmianie – akcje sektora finansowego stanowią 24,14% całego portfela, podczas gdy akcje sektora usług wzrastają do 31,78%. Proporcje te ulegają zmianie znowu w 2004 r. – udział sektora finansowego wzrasta do 31,6%, głównie za sprawą prywatyzacji PKO BP, a w 2005 r. są na zbliżonym poziomie.

Tabela 4. Struktura portfela akcji OFE według sektorów na koniec lat 1999–2005

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Finanse	19,1%	21,6%	28,8%	34,2%	24,1%	31,6%	28,6%
banki	19,0%	20,5%	28,5%	34,0%	24,1%	31,6%	28,6%
ubezpieczenia	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
pozostałe	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Przemysł	48,4%	33,6%	37,7%	35,8%	43,8%	40,3%	42,2%
budownictwo	14,7%	4,0%	3,9%	2,9%	3,2%	5,5%	7,2%
chemiczny	15,5%	16,3%	18,0%	19,0%	21,3%	18,9%	19,7%
drzewny	1,5%	2,1%	3,2%	3,0%	4,4%	3,2%	3,1%
elektromaszynowy	4,0%	0,9%	1,5%	0,9%	0,5%	0,4%	0,7%
lekki	0,2%	0,5%	0,2%	0,1%	0,0%	0,3%	0,3%
materiałów budowlanych	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	2,5%	2,9%	2,8%
metalowy	8,5%	7,4%	6,7%	4,7%	8,5%	5,8%	6,6%
spożywczy	2,4%	0,5%	2,2%	3,0%	2,8%	2,7%	1,5%
pozostałe	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	0,6%	0,6%	0,3%
Usługi	32,2%	42,0%	32,2%	29,1%	31,8%	27,8%	29,1%
handel	2,0%	1,3%	3,2%	2,6%	3,3%	4,4%	4,7%
informatyka	7,4%	12,7%	10,3%	7,3%	7,3%	5,6%	5,8%
media	3,0%	5,1%	4,5%	3,1%	2,2%	1,8%	2,4%
telekomunikacja	12,0%	19,7%	12,1%	14,5%	17,2%	14,2%	10,9%
pozostałe	7,2%	3,2%	2,1%	1,7%	1,8%	1,8%	5,2%
Akcje NFI	0,5%	2,8%	1,3%	0,8%	0,3%	0,3%	0,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE.

Jedną z dozwolonych prawem możliwości lokowania środków przez otwarte fundusze emerytalne są inwestycje zagraniczne. 5-procentowy limit tych inwestycji nie jest przez otwarte fundusze emerytalne w pełni wykorzystywany. W początkowym okresie działania – w latach

1999–2000 – fundusze w ogóle nie inwestowały za granicą. Dopiero w dniu 22 marca 2000 r. weszło w życie rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie zezwolenia na lokowanie aktywów poza granicami kraju*.

Tabela 5. Inwestycje zagraniczne otwartych funduszy emerytalnych w latach 2001–2005

Wyszczególnienie	Wartość wyceny w tys. zł na dzień 31 grudnia				
	2001	2002	2003	2004	2005
Akcje spółek notowanych na giełdach państw obcych	55 133,9	365 207,1	175 734,9	574 914,6	580 592,8
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,0	0,0	0,0	0,0	58 288,1
Bankowe papiery wart. o zmiennym oprocent. emitowane przez banki zagraniczne	0,0	0,0	0,0	249 130,0	295 615,5
Obligacje indeksowane emitowane przez banki zagraniczne	0,0	0,0	50 000,0	0,0	0,0
Obligacje indeks. emitowane przez EBRD, EIB, IBRD	0,0	0,0	280 000,0	0,0	0,0
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez zagr. spółki giełdowe	0,0	199,0	300,9	263,1	0,0
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EBRD, EIB, IBRD	0,0	0,0	80 000,0	413 741,4	451 186,2
Obligacje zerokuponowe emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,0	71 887,5	81 607,5	86 577,1	94 279,7
Depozyty w bankach zagranicznych	13 514,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zagraniczne obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	0,0	0,0	0,0	10 033,4	0,0
Razem	68 648,4	437 293,6	667 643,3	1 334 659,6	1 479 962,4
Aktywa	19 520 321,0	31 752 109,0	45 439 257,0	63 039 519,0	86 319 200,5
Inwestycje zagraniczne jako % aktywów	0,35%	1,38%	1,47%	2,12%	1,71%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE.

* Obecnie obowiązuje Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz. U. z 2003 r. Nr 229, poz. 2286).

Pierwsze inwestycje zagraniczne dokonane zostały w roku 2001, kiedy to OFE PZU „Złota Jesień” i ING Nationale-Nederlanden Polska OFE zainteresowały się akcjami spółek notowanych na giełdach państw obcych, a AIG OFE włączył do swojego portfela depozyty w bankach zagranicznych. Jednak w roku tym inwestycje zagraniczne stanowiły bardzo mały procent aktywów – jedynie 0,35% (tabela 5). W kolejnych latach udział inwestycji zagranicznych w całości aktywów funduszy emerytalnych systematycznie wzrastał, na koniec 2004 r. stanowiły one już 2,12% aktywów, jednak na koniec 2005 r. udział ten spadł do 1,71%. W roku 2001 inwestycji poza granicami kraju dokonywały wspomniane już trzy fundusze. W roku 2002 dołączył Commercial Union OFE, w 2003 r. kolejne dwa: OFE DOM i OFE Skarbiec-Emerytura, a w 2004 r. Pekao OFE. Widać więc wyraźnie, że fundusze poszukują coraz to nowych możliwości lokowania swych środków. Zmienia się też skład portfela inwestycji zagranicznych. W roku 2001 znalazły się w nim jedynie dwa instrumenty, ale w latach 2002–2005 portfel ten został rozbudowany i pojawiły się w nim zagraniczne obligacje skarbowe, obligacje emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe i banki zagraniczne oraz bankowe papiery wartościowe emitowane przez banki zagraniczne. Otwarte fundusze emerytalne inwestują głównie na dobrze rozwiniętych rynkach europejskich, a także w Azji i Stanach Zjednoczonych. Wyrażają swoje zainteresowanie akcjami tych sektorów, które nie mają silnej reprezentacji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, np. przemysł farmaceutyczny.

6. Zakończenie

Podsumowując działania inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych, wyraźnie możemy dostrzec, że instrumentem preferowanym są obligacje skarbowe, które gwarantują stabilne pomnażanie środków uczestników funduszu. Wydawać się może, że jest to dobry pomysł na prowadzenie działalności w sposób bezpieczny, z jednoczesnym osiągnięciem odpowiedniego stopnia rentowności. Czyli spełnione są podstawowe wymagania ustawowe. Jednak emisja skarbowych papierów wartościowych, czyli zaciąganie przez państwo długu publicznego, jest jednym ze sposobów pokrywania deficytu budżetowego. W ten sposób większość środków, którymi dysponują fundusze, nie jest przeznaczana na zakup aktywów w sektorze prywatnym, a przecież to właśnie takie inwestycje są korzystne dla rozwoju gospodarczego. Przypomnieć należy, że wysokie stabilne tempo wzrostu gospodarczego na pewno leży w interesie uczestników funduszu. Składki wpływające do funduszy emerytalnych powinny być przeznaczane na inwestycje w sektorze prywatnym, gdyż jest to korzystne dla gospodarki [2] i [3]. Głównym celem działalności funduszy nie jest wprawdzie sprzyjanie rozwojowi gospodarce kraju, ale inwestowanie środków w sposób najkorzystniejszy dla przyszłych emerytów. Jednak trzeba zauważyć, że te dwa elementy są ze sobą w rzeczywistości bardzo powiązane. Innymi słowy, jeżeli nie będą wykonywane działania prowadzące do stabilnego wzrostu gospodarczego, wysokość świadczenia emerytalnego w przyszłości może się okazać zbyt niska w stosunku do potrzeb. A otwarte fundusze emerytalne, jako dysponent dużej części środków pieniężnych, mogą stymulować rozwój gospodarczy kraju. Niewątpliwie jednak należy zwrócić uwagę na jeszcze inne ważne aspekty. Po pierwsze, obowiązujące regulacje prawne w znacznym stopniu ograniczają działania inwestycyjne funduszy. Po drugie, rynek kapitałowy w Polsce jest jeszcze zbyt mały w stosunku do wysokości składek trafiających do OFE. Bez zmian w tych dwóch obszarach niemożliwe będzie stymulowanie korzystnego wpływu funduszy emerytalnych na gospodarkę. Ponieważ jednak OFE dysponują ogromnymi środkami, warto więc stworzyć odpowiednie możliwości do ich wykorzystania.

Literatura

- [1] Góra M., *System emerytalny a dług publiczny*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 2 lutego 2004 r. (<http://www.igte.com.pl>).
- [2] Góra M., *System emerytalny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
- [3] Góra M., *Wpływ systemu emerytalnego na długookresowy wzrost gospodarczy*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 30 września 2003 r. (<http://www.igte.com.pl>).
- [4] <http://www.knuife.gov.pl>
- [5] Kołosowska B., *Skutki finansowe reformy systemu emerytalnego w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.
- [6] OECD, *Pension Markets in Focus*, December 2005, Issue 2.
- [7] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz. U. z 2003 r. Nr 229, poz. 2286).
- [8] Sas-Kulczycka K., D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1998.
- [9] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. z 1997 r. Nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

SUMMARY

The investment portfolio of open pension funds and the interest of their members

This article deals with the problem of investment activities undertaken by open pension funds. The main purpose of open pension fund is the accumulation of monetary funds and their investment in order to protect the fund's members after they reach the age of retirement. The act on the Organization and Operation of Pension Funds dated 28th August 1997 uses words "the interest of the fund's members", so there is a question which investment activities are due to the interest of their participants?

The first part describes law requirements of the investment activities of open pension funds. Then the author tries to interpret the words "the interest of the fund's members". The analyses shown in this paper aim at answering the question if the investment activities of open pension funds are in accordance with the interest of their participants.

The research contains data from years 1999-2005. It shows the investment portfolio of open pension funds and its changes during analysed years. The pension funds' assets in Poland are invested mainly in bonds issued by the State Treasury and equities. The results are compared with the investment portfolios of pension funds in 12 OECD countries in 2004. The conclusion is that open pension funds should think about diversification of their portfolios. Open pension funds may invest a small part of their assets abroad. Because funds' assets are growing fast, the Polish financial market seems to be too small. It allows to say that investment abroad would become more important in the future.