

---

WPŁYW  
SUWAKA

---

Z

OFE

---

DO

ZUS

---

NA

GPW

— KAMIL SOBOLEWSKI —

\* \* \*

---

16 LISTOPADA 2022 ROKU

# — GŁÓWNE WNIOSKI —

Łączna kwota transferu z OFE do ZUS do 2040/41 roku wyniesie **124 mld zł.**

---

**Bez naruszenia interesów członków OFE** możliwa jest rokroczna sprzedaż akcji OFE za 4 mld zł rocznie. Zakładając dodatkowo likwidację wszystkich papierów dłużnych i całej gotówki daje to **do 2040/41 roku możliwość wypłaty na potrzeby suwaka 85 mld zł.**

---

Zbyt duża skala suwaka może spowodować nawet **eksplozywny spadek liczby składujących do OFE oraz spadek dywidend.**

---

Suwak w obecnym kształcie będzie miał **fatalne skutki nie tylko dla OFE, ale dla rynku kapitałowego, przedsiębiorstw potrzebujących kapitału na rozwój i dla całej gospodarki, obniżając przy okazji przyszłe emerytury, nie tylko z OFE, ale i z ZUS.**

---

**Do rozwiązania problemu wystarczająca wydaje się subtelna ingerencja w suwak** poprzez wydłużenie go z 10 do 20 lat, by startował jak obecnie 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego, ale kończył się 10 lat po jego osiągnięciu.

---

# 1.

## OFE I ICH ›REFORMA‹ Z 2014 ROKU

Wprowadzone w ramach szerokiego konsensusu politycznego zmiany systemu emerytalnego w 1999 roku objęły dwie zasadnicze kwestie. Po pierwsze, wysokość emerytur, także tych obsługiwanych w całości przez ZUS, stała się zależna od składek emerytalnych odprowadzonych przez daną osobę w trakcie jej aktywności zawodowej, a nie np. od wysokości jej wynagrodzenia w ostatnich 10 latach przed emeryturą. Po drugie, emerytury przestały opierać się wyłącznie o bieżące składki młodych lub bieżące dochody podatkowe budżetu, który dopłaca do emerytur. Część przyszłych emerytur oparto o oszczędności gromadzone w Otwartych Funduszach Emerytalnych w formie aktywów finansowych, głównie akcji i obligacji.

Powodem tych zmian była sytuacja demograficzna, którą łatwo było przewidzieć nawet z kilkudziesięcioletnim wyprzedzeniem. Wiadomo było, że liczba osób w wieku produkcyjnym, które mogą płacić składki, przeciętnie na jednego emeryta będzie malała z około 3,5 w roku 2010 do około 1,8 w roku 2050. Uznano, że bez „przechowania” części majątku wypracowanego przez liczne pokolenie urodzone np. w latach 70-tych XX wieku, utrzymanie tego licznego pokolenia w okresie emerytalnym będzie nadmiernym ciężarem dla znacznie, nawet o połowę mniej licznych pokoleń urodzonych na przełomie wieku. Rząd został zmuszony do prywatyzacji lub oszczędności, by zastąpić utracone wpływy z części składek emerytalnych trafiających do OFE.

OFE miały „przechować” majątek nie poprzez zakopanie go pod dębem czy wpłacenie na lokatę w banku. Pieniądze miały „pracować” na pomnożenie majątku członków OFE, ale też, a może przede wszystkim, na rozwój przedsiębiorstw i gospodar-

ki, bez zaangażowania „centralnego planisty”, którego kompetencje, jak pokazały słusznie minione czasy socjalizmu, nie nadążają za szczytną intencją do skierowania strumienia środków dokładnie do tych podmiotów, które mają najlepszy pomysł na ich wykorzystanie.

### **Źródłem przyszłych emerytur miały się stać dzisiejsze inwestycje, a nie jutrzejsza praca.**

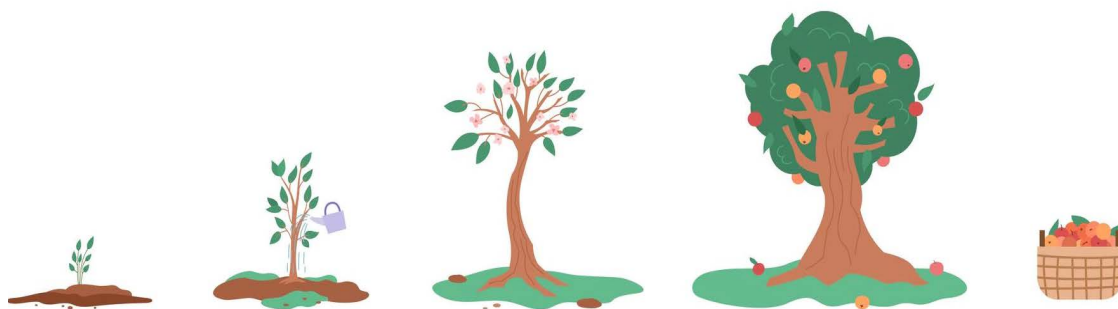
Istotą powstania OFE było zatem przekierowanie strumienia wydatków państwa z „zawsze potrzebnych” programów społecznych i socjalnych, których istotą jest „sprawiedliwy” podział tortu PKB (krajowej wartości dodanej) wedle politycznie określonych kryteriów, w kierunku wydatków rozwojowych, których celem jest wzrost wielkości gospodarczego tortu w czasie.

Prywatne OFE, kierujące się kryterium optymalnego profilu ryzyko-dochód, stały się stabilnym źródłem długoterminowego kapitału rozwojowego, dysponującym rozbudowaną wiedzą o naszej gospodarce, jej sektorach czy branżach i ich poszczególnych przedstawicielach. Trudno zmierzyć wpływ inwestycyjnej działalności OFE na rozwój gospodarczy Polski, ale trudno też zaprzeczyć, że 150 miliardów ówczesnych złotych, zainwestowane w inicjatywy biznesowe i drugie tyle czekające na atrakcyjne projekty, walnie przyczyniło się do wzrostu potencjału wytwórczego i innowacyjnego gospodarki, zapełniając przy okazji półki w kraju i za granicą i zapewniając pracę milionom Polaków.

Z perspektywy celu rozwoju sektora przedsiębiorstw i budowy trwałych podstaw wzrostu polskiej gospodarki, pierwsze 15 lat funkcjonowania OFE w Polsce to krótki okres. Okres, w którym nowo tworzone lub planujące ekspansję firmy musiały zaplanować i zrealizować szereg biznesowych kroków, ale też zauważyć, ocenić i zechcieć wykorzystać giełdę i możliwość sprzedaży na niej własnych akcji lub obligacji jako sposób na sfinansowanie zamierzonej ekspansji.

---

**Grafika 1:** Cykl inwestycyjny jest długotrwały.



---

Wejście na giełdę to dla firm kilka lat wysiłku, po których pozyskany pieniądź jest przez kolejne kilka lat inwestowany. Zakup gruntu, budowa hali, instalacja maszyn i linii produkcyjnych, zatrudnienie i szkolenie pracowników, znalezienie dostawców i odbiorców, optymalizacja procesów, dalsza ekspansja – to procesy długotrwałe, stanowiące preludium do realizacji celu, by przez dekadę lub dłużej przynosić zaplanowane owoce. Kilkaście lat to okres wylęgania się rzeczywistych efektów działalności firm, w które inwestowały OFE. Środki wpłacane sukcesywnie od 1999 roku do roku 2013 tylko częściowo mogły ujawnić wymierne efekty w biznesie do 2014 roku, oddziałując na gospodarkę jeszcze długie lata później, być może nawet do dziś (GRAFIKA 1).

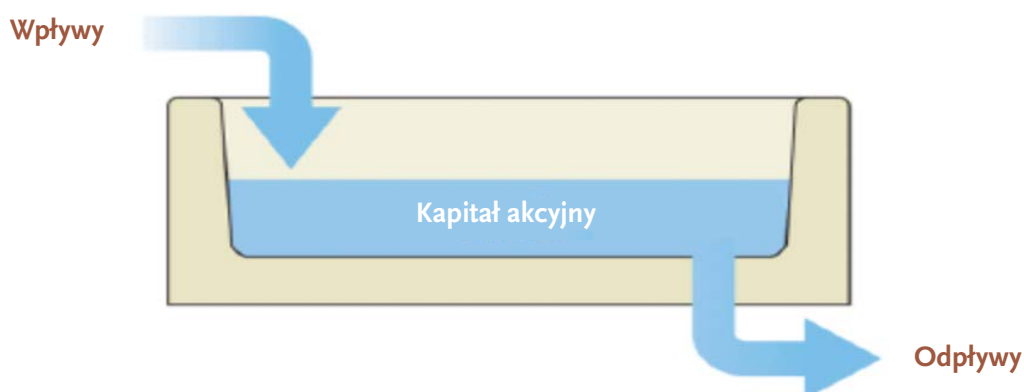
OFE jako instytucje finansowe zostały od 1999 roku poddane szeregowi ograniczeń prawnych, w ramach których miały prowadzić racjonalną politykę inwestycyjną ukierunkowaną na maksymalny zwrot przy danym ryzyku lub minimalne ryzyko przy danym zwrocie (art. 139 ustawy). W ramach racjonalnego planowania działalności zarządzający mogli zakładać, że faza inwestowania napływających netto środków potrwa co najmniej do 2030 roku, zaś po tym okresie nastąpi stopniowa, powolna faza wypłat netto.

W ramach tego ograniczenia zarządzający OFE zdecydowali połowę środków przeznaczyć na inwestycje w akcje czy obligacje przedsiębiorstw, których zgromadzenie, ale też dystrybucja to proces na minimum dekadę na zrównoważonym rynku, zaś drugą połowę utrzymywali w płynnych obligacjach skarbowych, warunkując ich przeznaczenie na projekty rozwojowe dostępnością i ceną takich projektów. Środki w obligacjach skarbowych nie były bezproduktywnie „zaparkowane”, stanowiły filar płynności tego rynku i przewidywalnych, stabilnych, umiarkowanych kosztów tego finansowania.

Tzw. reforma OFE w 2014 roku była w swojej istocie wydrenowaniem OFE z całości środków, jakie w krótkim okresie można było w nich zamienić na gotówkę. OFE odebrano ponad połowę, 51,5% aktywów, czyli całość aktywów zgromadzonych w obligacjach skarbowych i gotówce. Ponadto drastycznie, o 95% ograniczono napływ nowych środków: liczba osób wpłacających składki do OFE została ograniczona o 85%, zaś wpłaty każdej z nich o 69%. Dodatkowo wprowadzono mechanizm tzw. suwaka, zgodnie z którym wypłaty z OFE zostały przyspieszone o średnio 5 lat względem pierwotnego scenariusza. W wannie zakręcono kurek, otwarto odpływ i usunięto połowę zawartości, w rogu obfitości zaczęło prześwitywać dno (GRAFIKA 2).

---

**Grafika 2:** Reforma OFE z 2014 roku.



## 2. ANTYROZWOJOWE WYZWANIE

Zmiany z 2014 roku spowodowały, że OFE straciły zdolność finansowania netto nowych projektów inwestycyjnych i rozwojowych w gospodarce. Aby sfinansować nowy projekt, muszą wycofać się z dotychczasowych projektów w nawet większej skali.

Nowa, niezaplanowana sytuacja OFE zawisła niczym topór nad rynkiem kapitałowym w Polsce, zagrażając pełnieniu przez ten rynek funkcji pośrednika między oszczędzającymi (ludźmi) a inwestującymi (firmami).

Na ile polski rynek kapitałowy może dalej pełnić swoją pozytywną i potrzebną funkcję, wyręczać centralnych planistów? Czy giełda stała się nie tyle miejscem przekazywania nowych zasobów finansowych firmom poszukującym kapitału na rozwój, ile miejscem „odbierania” dawnych inwestycji OFE z ich rąk, potencjalnie po zaniżonych cenach?

Zadanie analityczne, którego efektem jest niniejszy artykuł, polegało na ocenie rozmiarów problemu i jego skutków. Wnioski okazały się na tyle daleko idące, że artykuł, obok opisu zagrożeń, przedstawia także konstruktywną propozycję drobnych, łatwych do wdrożenia zmian w suwaku z OFE do ZUS, które mogłyby mieć istotne pozytywne znaczenie dla rozwoju gospodarki, giełdy, a także wysokości przyszłych emerytur, nie tylko tych pochodzących z OFE. Warto zadbać o drożność kanałów finansowych, bo wpłynie ona na przyszłą skalę gospodarki oraz dochody pokoleń pracujących i emerytów.

### 3.

## SUWAK OFE,

## czyli ile OFE potrzebują gotówki, by obsłużyć obowiązkowe wypłaty

Dokonano obliczenia kwot gotówki, która będzie potrzebna wszystkim OFE łącznie na wypłaty do ZUS w ramach tzw. suwaka w kolejnych latach.

### 3.1 Źródła danych i założenia

Założono, że suwak funkcjonuje zgodnie z obecnymi przepisami ustaw, a aktywa każdego członka OFE są w ramach suwaka przenoszone do ZUS równomiernie przez 10 lat do dnia osiągnięcia przez członka wieku emerytalnego, który wynosi 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn.

Dane o aktywach netto zgromadzonych w OFE na 30 czerwca 2022 w podziale kohorty (roczniki) członków OFE i w podziale ze względu na ich płeć nie są publikowane. KNF publikuje jedynie dane o liczbie członków w poszczególnych kohortach. Wykorzystane dane pochodzą z IGTE i zostały opracowane na podstawie informacji od dziewięciu zarządzających zrzeszonych w IGTE, spośród łącznie dziesięciu istniejących zarządzających. Aktywa, dla których uzyskano dane stanowią 98,2% wartości aktywów netto sektora raportowanych przez KNF w raporcie na 30 czerwca 2022 roku. Założono poznaną dystrybucję aktywów na płcie i kohorty dla 100% aktywów netto OFE.

Ze względu na precyzję obliczeń i punkt pozyskania danych przypadający w połowie 2022 roku przyjęto lata łamane, trwające od trzeciego kwartału do drugiego kwartału następnego roku kalendarzowego włącznie. Dla uproszczenia założono, że



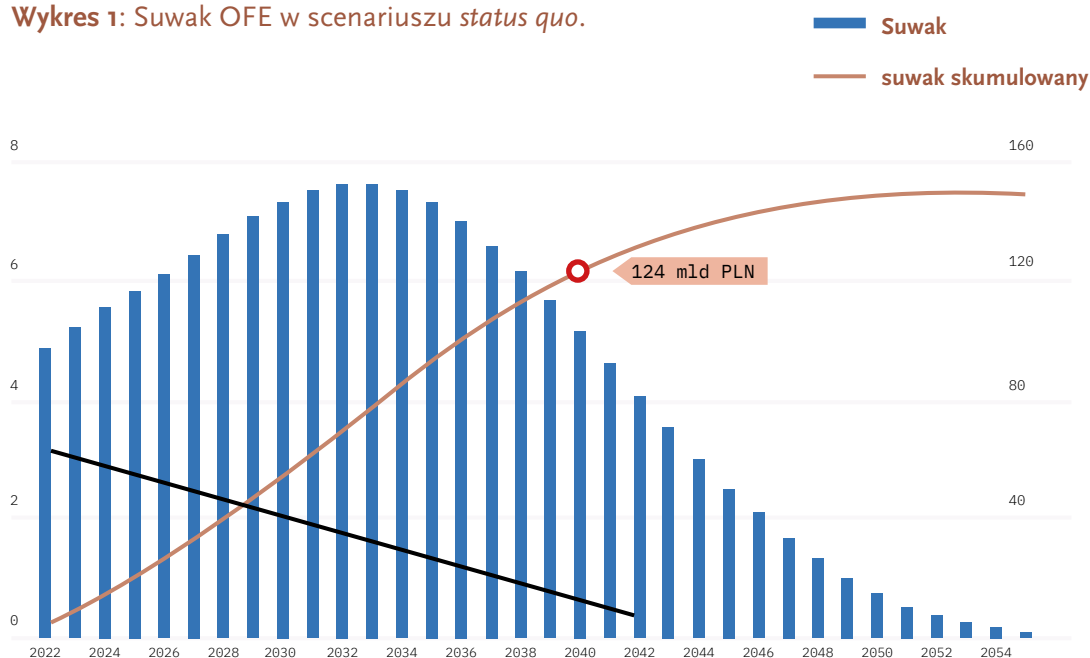
przepływy przypadające zgodnie z prawem przed rokiem 2022 lub po roku 2055 zostaną zrealizowane odpowiednio w roku 2022 (precyzyjnie między połową 2022 a połową 2023 roku) i w roku 2055 (precyzyjnie 2055/56).

We wszystkich obliczeniach przyjęto zerową inflację cen i płac, brak zmiany cen rynkowych i zerowy koszt pieniądza w czasie. Takie podejście eliminuje wpływ częściowo znoszących się, subiektywnych założeń na wnioski.

### 3.2 Wnioski

Zgodnie z obliczeniami, największe odpływy przypadną na okres od 2023 do 2040 roku. W tym czasie OFE będą przekazywać ZUS corocznie od 5 do ponad 7,5 mld zł. Apogeum przypadnie w roku 2032/33. **Łączna kwota do wypłaty do 2040/41 roku wyniesie 123,8 mld zł (WYKRES 1).**

Wykres 1: Suwak OFE w scenariuszu *status quo*.



Kwoty roczne (słupki, lewa skala) i narastająco (linia, prawa skala), mld PLN

Dane na 30 czerwca 2022 wg WAN w podziale kohorty I płeć na podstawie 9/10 OFE zrzeszonych w IGTE (98,2% WAN sektora)

Czarna linia przybliża ew. roczne napływy. Lata łamane Q3-Q2.

W roku 2022/55 zawarto przepływy należne wcześniej/później.

4.

## PORTFELE OFE A GIEŁDA, czyli jak szybko OFE sprzedadzą zgromadzone aktywa

W tej części abstrahowano od wniosków z powyższych rozdziałów, poszukując odpowiedzi na pytanie, ile gotówki OFE mogą pozyskać ze sprzedaży posiadanych akcji na giełdzie.

### 4.1 Źródła danych i założenia

Na podstawie publicznie dostępnych danych o składzie portfeli inwestycyjnych poszczególnych OFE, które raportowane są raz w roku i pochodzą z końca 2021 roku, skonstruowano zagregowany portfel akcji wszystkich OFE łącznie.

Zebrano dane giełdowe o obrotach akcjami spółek. Jako okres do dalszej analizy arbitralnie wybrano dane z drugiej połowy 2021 roku, to był najnowszy dłuższy okres optymizmu, korzystny z punktu widzenia nastrojów rynkowych i obrotów giełdowych, przypadający po fluktuacjach wynikających z pandemii oraz przed zawirowaniami wywołanymi wybuchem wojny. Skorygowano te dane o 10% w dół z uwagi na udział OFE w historycznych obrotach. **Powyższe podejście odpowiada założeniu na przyszłość stabilnej, korzystnej koniunktury gospodarczej i rynkowej, mimo realizowania przez OFE wyłącznie sprzedaży akcji.**

Przyjęto teoretyczne i nieprawdziwe założenie, że poszczególne OFE koordynują i optymalizują wspólne działania sprzedażowe, by uniknąć negatywnego wpływu na rynek.

W korekcie danych z końca 2021 roku do warunków z połowy 2022 roku, tj. na datę szacowania potrzeb suwaka, przy-

jęto spadek wartości portfela akcji OFE zgodnie z danymi KNF (ze 152 do 134 mld zł) oraz spadek wolumenów o 10% względem drugiej połowy 2021 roku. Zignorowano pogorszenie sytuacji rynkowej w drugiej połowie 2022 roku.

Dokonano analizy, w jakim tempie OFE mogą na tak płynnym rynku, przy takich założeniach sprzedać tak zdefiniowany zagregowany portfel akcji, dwoma metodami.

### **Metoda 1**

Obliczono **średni ważony czas** zejścia z pozycji akcyjnych w zagregowanym portfelu OFE przy założeniu 10% udziału OFE w historycznym wolumenie. Wynosi on 29,6 roku. Wagami są udziały poszczególnych akcji w portfelu.

### **Metoda 2**

Obliczono **wartość gotówki do uzyskania w kolejnych latach** ze sprzedaży akcji przez zagregowany portfel OFE, przy założeniu, że OFE sprzedają akcje każdej spółki nie bacząc na limity prawne ani profil ryzyko-dochód portfela, po prostu zaspokajając popyt zdefiniowany jako 10% wyżej zdefiniowanych obrotów, jako dodatkowe ograniczenie przyjęto sprzedaż rocznie nie więcej niż 10% *free float*.

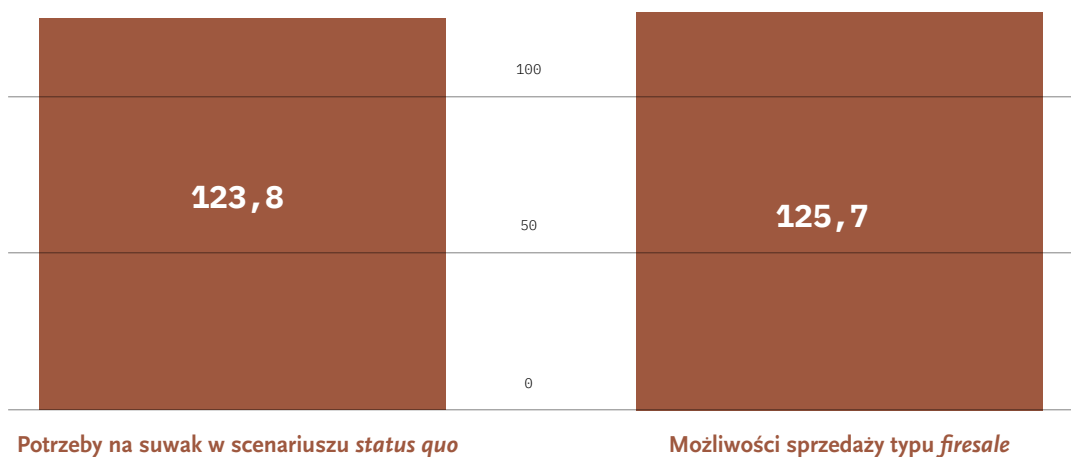
## **4.2 Wnioski**

**Proporcjonalna** likwidacja portfela, średnio codzienna sprzedaż każdej akcji w portfelu na 10% wolumenu bez uwagi na *free float* zajęłaby około **30 lat**. Sprzedaż najmniej płynnych składników portfela w tym czasie wymagałaby systematycznego zainteresowania podmiotów zwykle nieaktywnych na rynku, np.: funduszy *private equity*, większymi, ale pojedynczymi pakietami mało płynnych akcji. Warunek proporcjonalnej redukcji skali portfela **wymaga sprzedaży równomiernie rozłożonej w czasie**, co daje 5 mld zł rocznie według cen z końca 2021 roku. Przy istotnie niższych wycenach rynkowych na półrocze 2022, **możliwa do uzyskania byłaby kwota 4 mld zł rocznie**.

Sprzedaż **nieproporcjonalna** z wpływem na strukturę aktywów, czyli z **ryzykiem łamania limitów** prawnych, a przede wszystkim **bez optymalizacji** portfela OFE względem profilu zysku do ryzyka, jest możliwa pod warunkiem, że portfel OFE stałby się **wypadkową popytu reszty rynku**, a nie wyborem zarządzających OFE. **Interes członków OFE i wynik z inwestycji OFE musiałyby zostać potraktowane jako drugorzędne.**

Przyjęcie takiego podejścia daje „komfort” uzyskania znacznych kwot w najbliższych latach: wtedy OFE sprzedałyby najpierw najbardziej płynne i pożądane przez innych uczestników rynku akcje. Do roku 2026/27 przy takich założeniach dałoby się uzyskać ze sprzedaży akcji 81,4 mld zł. Kwoty do uzyskania w kolejnych 10 latach byłyby wówczas poniżej średnio 4 mld zł rocznie, zaś do **2040/41** roku udałoby się pozyskać kwotę **125,7 mld zł** (WYKRES 2). Późniejsze roczne wpływy ze sprzedaży nie przekraczałyby 1 mld zł.

**Wykres 2:** Płynność portfela akcji OFE na GPW.



Potrzeby płynnościowe OFE vs możliwości, mld zł, suma do roku 2040/41.

## 5. SKŁADNIKI AKTYWÓW OFE INNE NIŻ AKCJE

**Wszystkie składniki aktywów OFE po korekcie o zobowiązania, czyli aktywa netto OFE pomniejszone o portfel akcji, na koniec czerwca 2022 roku miały wartość 13,1 mld zł.** Składają się na nie depozyty i dłużne papiery wartościowe.

Trudno zakładać funkcjonowanie OFE bez bufora gotówki (w formie depozytów bankowych), który na koniec czerwca wynosił 3,1% portfela OFE (4,6 mld zł), a po korekcie o zobowiązania (1,7 mld zł) stanowił 2% aktywów netto OFE (2,9 mld zł).

Jeszcze trudniej zakładać szybką likwidację w całości portfela papierów dłużnych w skali 10,2 mld zł, **gdyż miałyby ona negatywny wpływ na płynność i kapitały szeregu przedsiębiorstw, w tym między innymi deweloperów i spółek finansowych**, w zakresie, w jakim OFE finansowały te potrzeby, które z różnych powodów nie mogą być finansowane przez banki. Przykładem jest niezabezpieczony dług deweloperów na poziomie spółek holdingowych, który z perspektywy banku jest wkładem własnym dewelopera w spółkach projektowych, czy obligacje podporządkowane banków. **Wycofanie się OFE z finansowania tych inwestycji nawet w horyzoncie 5 lat miałyby negatywne konsekwencje dla dłużników, a tym samym gospodarki i wyceny akcji tych firm w portfelach OFE.** Ze względu na niską płynność polskiego rynku obligacji korporacyjnych i obecną dekoniunkturę w funduszach dłużnych zarządzanych przez TFI, część portfela dłużnego OFE jest technicznie niesprzedawalna.

## 6. PRZEPIŁYWKY GOTOWKI DO OFE INNE NIŻ SUWAK: DYWIDENDY I SKŁADKI

Oczywistym dodatkowym źródłem gotówki dla OFE w analizach statycznych (*ceteris paribus*) są składki i dywidendy. Niniejsza analiza kwestionuje podejście *ceteris paribus*.

Składki do OFE wyniosły w 2021 roku ok. 3,5 mld zł rocznie i w scenariuszu statycznym miałyby do zera przez 20 lat, zasilać OFE do roku 2040/41 kwotą rządu 30 mld zł. Ich przekazywanie do OFE jest aktywnym wyborem członków, a w scenariuszu bessy członkowie prawdopodobnie zrezygnowaliby z wpłat do OFE: „konkurencyjne” subkonto w ZUS daje jak dotychczas dość przewidywalną i wysoką stopę zwrotu, tylko członkowie o silnej preferencji kapitałowej formy inwestowania emerytalnego kapitału trwaliby w swoim wyborze, gdyby na giełdzie ceny akcji były pod powszechnie rozpoznaną presją przez długi czas. **Istnieje sprzężenie zwrotne między wartością składek do OFE a skalą suwaka, zbyt duża skala suwaka implikowałaby pośrednio, przez wpływ na ceny akcji i stopy zwrotu OFE, dalszy, nawet eksplozywny spadek liczby składających członków OFE.**

W normalnych warunkach dywidendy z portfela akcji o wartości 132 mld zł mogłyby osiągnąć 3-4 mld zł rocznie, średnio w cyklu gospodarczym. W miarę sprzedaży portfela kwota ta miałyby proporcjonalnie, sięgając netto w skali 18-tu lat ok. 40 mld zł. Niestety, także w tym przypadku **istnieje sprzężenie zwrotne między koniunkturą na giełdzie a wypłatą dywidend przez notowane spółki. Spółki, które nie miałyby perspektywy sprzedaży nowych akcji na giełdzie z uwagi na nawis podaży**

starych akcji z portfeli OFE, a więc dokładnie te spółki, których akcje dominowałyby w portfelach OFE w razie konieczności przyśpieszenia wyprzedaży, prawdopodobnie ograniczałyby lub wstrzymywały wypłatę dywidend w celu zapewnienia sobie płynności na rozwój lub sytuacje nadzwyczajne.

# 7.

## BILANS POTRZEB I MOŻLIWOŚCI GOTÓWKOWYCH OFE W CZASIE

Bez naruszenia interesów członków OFE możliwa jest rokroczna sprzedaż akcji OFE za 4 mld zł rocznie. W skali 18 lat do roku 2040/41, po których znaczenie suwaka będzie wyraźnie malało, daje to kwotę 72 mld zł.

Optymistycznie zakładając likwidację w tym czasie bez negatywnych skutków ubocznych całego portfela depozytów i papierów dłużnych (13 mld zł), do roku 2040/41 OFE mogą wygenerować na potrzeby suwaka maksymalnie 85 mld zł.

Potrzeby suwaka do roku 2040/41 są zdecydowanie większe i wynoszą 124 mld zł.

W scenariuszu status quo, gdy suwak zostaje w obecnym kształcie, dostosowanie się OFE do takich potrzeb oznaczałoby konieczność wymuszonej sprzedaży pakietów akcji zbyt dużych w relacji do możliwości rynku. Nawet przy optymistycznych założeniach co do otoczenia gospodarczo-rynkowego i koordynacji procesu sprzedaży akcji pomiędzy poszczególnymi OFE, wpłynęłoby to na spadek giełdowych cen akcji, a zatem na:

- a) przychody OFE ze sprzedaży akcji, które rosłyby mniej niż proporcjonalnie do sprzedawanych wolumenów,
- b) stopy zwrotu z OFE, wpływając na dobrowolne decyzje członków OFE o wpłatach do OFE zamiast do ZUS,
- c) decyzje akcjonariuszy co do wypłaty dywidendy, gdyż w warunkach bessy ponowne pozyskanie fi-



nansowania z giełdy może być niemożliwe, więc w interesie spółek byłoby zatrzymanie wypracowanych zysków.

W skrajnym przypadku wyprzedaży aktywów OFE bez względu na interes członków, w oparciu jedynie o popyt rynkowy, wpływy ze sprzedaży szacuje się na 126 mld zł, czyli tyle samo co 124 mld zł potrzeb wynikających z suwaka. W takim przypadku wpływy z dywidend i nowych składek mogą okazać się niewielkie z uwagi na istniejące sprzężenia zwrotne.

W przypadku, w którym podaż akcji ze strony OFE byłaby znaczna w relacji do obrotów rynku, konieczna do zrealizowania przez OFE i transparentna, czyli wiadoma dla pozostałych uczestników rynku, OFE stałyby się bardzo podatne na spekulacyjne zachowania innych uczestników rynku. Ten efekt nie został uwzględniony w powyższej analizie, a stanowi także rodzaj negatywnego sprzężenia zwrotnego. Oddziałuje on zarówno na ceny, jak i wolumeny, co przedstawiono w kolejnych dwóch punktach.

## 8. JAK RYNKI TRAKTUJĄ INWESTORÓW

zmuszonych do zawarcia transakcji  
niezależnie od warunków cenowych –  
wpływ wymuszonej sprzedaży na ceny

Znaczna, wymuszona sprzedaż akcji przez OFE w skali istotnej dla rynku może prowokować zmianę zachowania innych uczestników rynku. Pojedynczy inwestorzy, świadomi ogromnego nawisu podażowego na danej spółce, z wysokim prawdopodobieństwem powstrzymają się od zakupu akcji, po którym znaczną przewagę na rynku dalej będzie miała podaż. Uczynią tak niezależnie od fundamentalnej oceny wartości akcji, kierując się powszechną wśród inwestorów giełdowych krótkoterminową perspektywą oceny wyników inwestycyjnych. To zjawisko może drenować popyt, a nawet zwiększać nie pochodzącą z OFE podaż akcji spółek, w przypadku których nawis podaży ze strony OFE jest istotny względem płynności rynku.

Historia dostarcza przykładów sytuacji, w których inwestorzy zmuszeni do zawarcia transakcji w określonym czasie, bez względu na warunki rynkowe, których funkcja reakcji była znana innym uczestnikom rynku, dokonywali tych transakcji po cenach bardzo niekorzystnych ze swojego punktu widzenia.

W początku sierpnia 2000 roku Prezydent RFN podpisał ustawę określającą, że Fundacja Polsko-Niemieckie Pojednanie wypłaci Polakom odszkodowania za pracę przymusową. Moment przewalutowania, przeznaczonej na wypłaty stosunkowo wielkiej kwoty niecałego miliarda EUR, określono na ostatni dzień roboczy czerwca 2001 roku. Ten dzień okazał się momentem najniższych notowań EURPLN w ówczesnej historii.

Kurs EURPLN w ciągu roku przed i roku po przewalutowaniu utrzymywał się średnio ponad 10% powyżej ceny, po której sprzedała Fundacja (WYKRES 3).

Wykres 3: Jak rynek „ogrywa” przewidywalnych – ceny 2001.



Kurs EURPLN w okresie wypłaty odszkodowań z Fundacji Polsko-Niemieckie Pojednanie (<1 mld EUR)  
Oznaczono moment przewalutowania (okrąg) i moment informacji (podpis prezydenta RFN, linia)  
Źródło: Bloomberg.

Wbrew dość popularnym przekonaniom, TFI ani PPK nie mają obowiązku ani motywacji, by kupować akcje tych spółek, które OFE będą zmuszone sprzedawać.

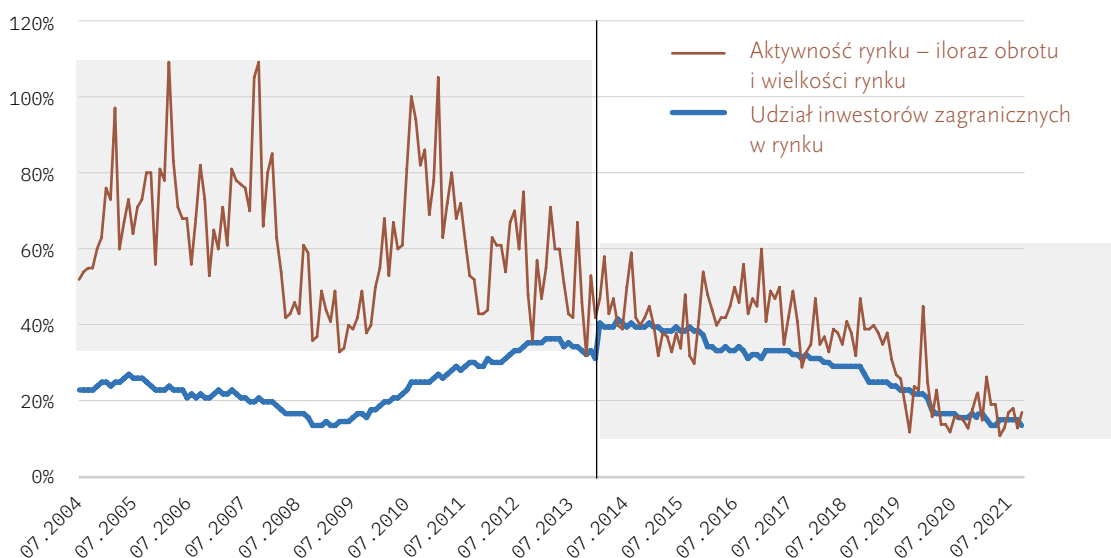
**Mechanizmy rynkowe, oparte o instynkt samozachowawczy innych inwestorów, w razie przewagi podaży ze strony OFE mogą istotnie wykrzywić ceny rynkowe na niekorzyść OFE. Skalę potencjalnego spadku cen z tego tytułu autor subiektywnie szacuje na 20 procent.**

# 9.

## WPŁYW PODAŻY I SPADKU UDZIAŁU OFE W RYNKU NA WOLUMENY (obrót w sztukach)

Na przykładzie rynku polskich złotych obligacji skarbowych można wskazać, że **eliminacja OFE z rynku prowadzi do spadku płynności rynku i zmniejsza rolę na tym rynku innych inwestorów, szczególnie zagranicznych, dla których obecność dużych kontrpartnerów krajowych i skala możliwych do zawarcia transakcji jest jednym z kryteriów wyboru skali zaangażowania na rynku (WYKRES 4).**

**Wykres 4:** Wpływ braku OFE na płynność rynku i aktywność zagranicy.



Rynek krajowych obligacji skarbowych – miary procentowe

Źródło: Miesięczny Przegląd Ekonomiczny Pracodawców RP, maj 2022

Po eliminacji OFE z rynku obligacji skarbowych obroty tego rynku, mierzone w relacji do jego wielkości by uwzględnić nominalne efekty wzrostu gospodarczego i inflacji w czasie, spadły o ponad połowę, z ok. 75% do ok. 35% wielkości rynku miesięcznie.

Udział inwestorów zagranicznych spadł o łącznie 40%, z 32% do poniżej 19%.

**Stopniowa eliminacja OFE z rynku akcji zniechęciłaby inwestorów zagranicznych do uczestnictwa w polskim rynku akcji, zmniejszyłaby wolumeny, pogorszyła płynność rynku także dla pozostałych grup inwestorów polskich. Potencjalną skalę spadku wolumenów autor subiektywnie szacuje na 20 procent.**

# 10.

## RYZYKO EFEKTU DOMINA

**Scenariusz ryzyka w razie zachowania suwaka bez zmian to bessa skutkująca wycofaniem się z giełdy inwestorów, w tym indywidualnych, w tym członków OFE. Spadek wolumenów towarzyszący spadkom cen. Mniejsze grono inwestorów zagranicznych, w mniejszym stopniu zaangażowanych w polski rynek akcji.**

**W tych warunkach sztywna podaż OFE jeszcze mocniej przytłoczyłaby rynek. Emitentom trudniej byłoby pozyskać kapitał na rozwój, co ograniczyłoby dywidendy oraz wyeliminowałoby część projektów, szczególnie w firmach o kapitalizacji do 1 mld zł. Większe spółki mogłoby kierować się po kapitał na parkiety zagraniczne.**

Ucierpiałyby polskie fundusze inwestycyjne, mające obowiązek umarzać jednostki na żądanie uczestnika, ewentualny popyt przeniósłby się na fundusze akcji zagranicznych. Ucierpiałyby sektor polskich domów maklerskich, realizując niższe wolumeny na rynku pierwotnym i wtórnym rynku akcji oraz przy dystrybucji polskich funduszy inwestycyjnych. Nastąpiłaby konsolidacja i spadek konkurencyjności w poszczególnych grupach instytucji na polskim rynku kapitałowym.

# 11.

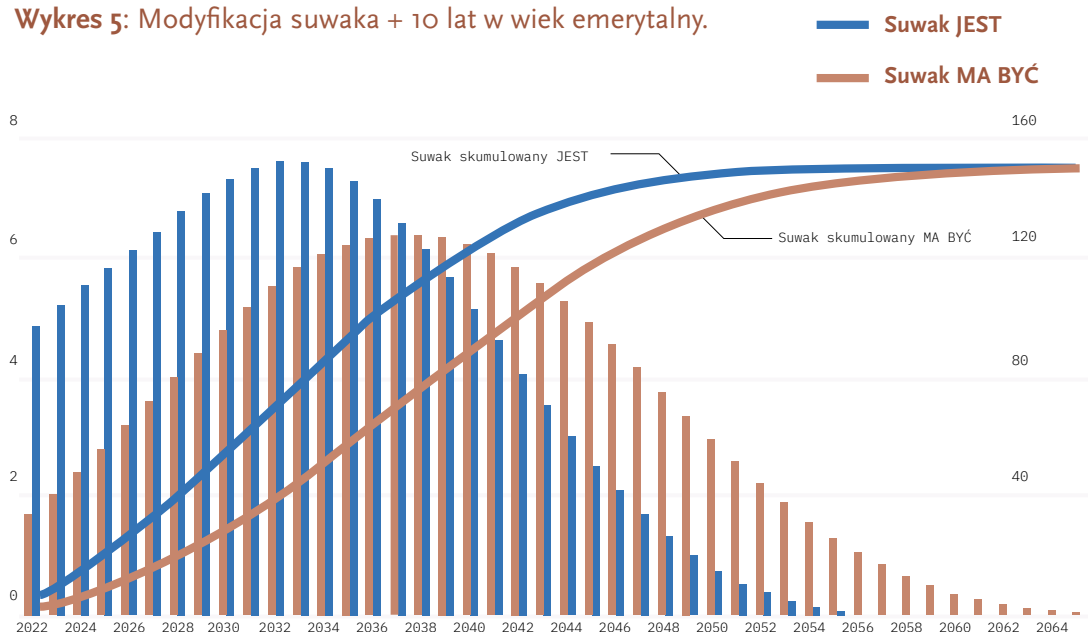
## WNIOSKI I REKOMENDACJE

Niniejszy artykuł nie zakłada ingerencji w system emerytalny. Zdaniem autora, stabilność i przewidywalność systemu emerytalnego w horyzoncie dorosłego życia człowieka, a więc minimum 50 lat, jest wartością budującą wzrost gospodarczy dzięki przewidywalności warunków życia jednostki czy rodziny, np. z perspektywy wygładzania konsumpcji w cyklu życia, ale też z perspektywy sytuacji przedsiębiorstw. Ewentualne zmiany systemu emerytalnego to zadanie wymagające kompleksowej, eksperckiej oceny uwarunkowań i skutków, konsensusu środowisk politycznych dla zapewnienia stabilności prawa w czasie, jak również umiejętnego wprowadzenia nowych zasad dla poszczególnych kohort z zachowaniem najlepiej kilkuletniego *vacatio legis* i okresów przejściowych idących w dekady.

Podstawowy wniosek z przeprowadzonej analizy brzmi: **suwak z OFE do ZUS w obecnym kształcie będzie miał fatalne skutki nie tylko dla OFE, ale dla rynku kapitałowego, przedsiębiorstw potrzebujących kapitału na rozwój i dla całej gospodarki, obniżając przy okazji przyszłe emerytury, także te pochodzące z ZUS.**

**Do rozwiązania problemu wystarczająca wydaje się subtelna ingerencja w suwak OFE poprzez wydłużenie go z 10 do 20 lat, by startował on jak obecnie 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego, ale kończył się 10 lat po osiągnięciu wieku emerytalnego. Poniższy wykres przedstawia skutki takiej decyzji dla rokrocznych i skumulowanych kwot suwaka.**

Wykres 5: Modyfikacja suwaka + 10 lat w wiek emerytalny.



Kwoty roczne (słupki, lewa skala) i narastająco (linia, prawa skala), mld PLN

Scenariusz „ma być”: start suwaka 10 lat przed, koniec 10 lat po osiągnięciu wieku emerytalnego.

Lata łamane Q3–Q2.

Dane na 30 czerwca 2022 wg WAN w podziale kohorty I płeć na podstawie 9/10 OFE zrzeszonych w IGTE (98,2% WAN sektora)

W wyniku zmiany w horyzoncie do 2040/41 roku zapotrzebowanie na gotówkę z OFE w ramach suwaka spada z obecnych 124 do 90 mld zł. Wyprzedaż majątku OFE nastąpi wówczas w racjonalnym tempie bez wywołania sprzężeń zwrotnych, skutkujących:

- bessą, w tym nasileniem spekulacji wykorzystującej słabą pozycję negocjacyjną OFE,
- ograniczeniem dywidend przez spółki,
- ograniczeniem składek do OFE,
- utratą płynności i kapitałów przez emitentów dłużnych papierów wartościowych,
- spadkiem emerytur nie tylko z OFE,
- spadkiem możliwości rozwojowych przedsiębiorstw i gospodarki.

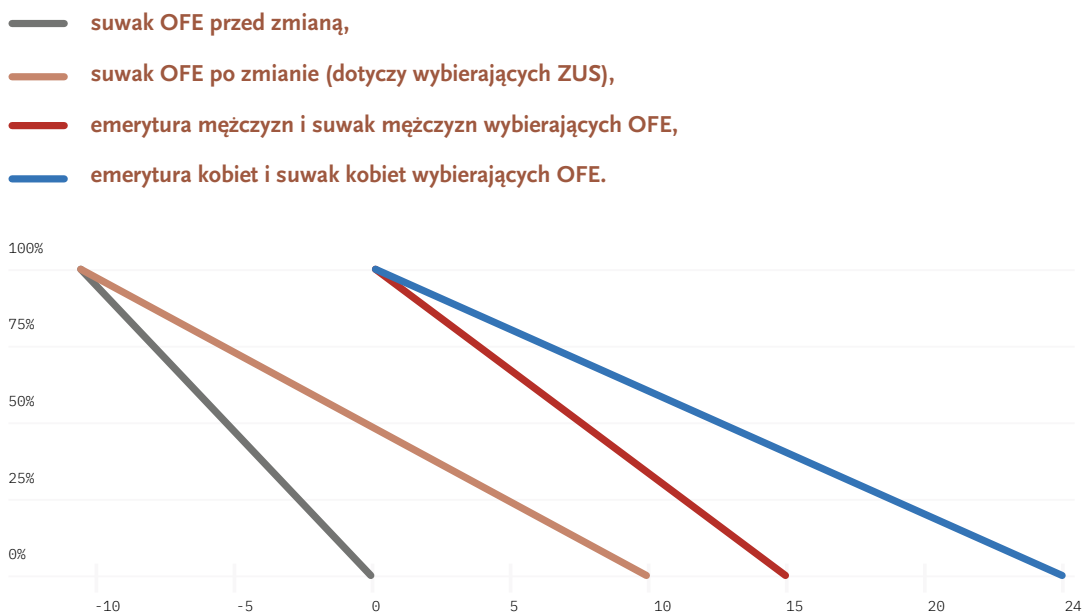
Dla osób, które zdecydowały kierować składki do OFE, postuluje się, by suwak postępował w tempie wypłat emerytur i startował z chwilą osiągnięcia wieku emerytalnego. Z perspektywy OFE złagodzi to ryzyka związane z suwakiem, a z perspektywy członka OFE, który nie zdecydo-



wał o całkowitej zależności od ZUS, pozwoli uniknąć zachowań stadnych i utrzymać ułamkową część emerytury w systemie kapitałowym do dnia wypłaty.

WYKRES 6 przedstawia schematyczny rozkład wypłat w ramach suwaka z OFE na tle tempa wypłat emerytur.

Wykres 6.: Suwak OFE a wypłata emerytur (% kapitału zgromadzonego).



Założono wiek emerytalny 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn oraz dalsze trwanie życia odpowiednio 24 i 15 lat

Kamil Sobolewski  
Główny Ekonomista Pracodawców RP

