



BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE



GAŁĄZKA

Wystąpienie Komisarz Albuquerque w połączeniu z jej szerokim doświadczeniem zawodowym daje nadzieję, że projekty legislacyjne w nowej kadencji KE będą dążyły do ograniczenia obowiązków nakładanych na instytucje rynkowe

NOWAK

W 14-letniej historii obecności Polski w analizie Mercera, ocena Polski wzrastała jedynie w 5 latach

WALISZEWSKI

Jak dotąd żaden inny podmiot na rynku europejskim nie wszedł na rynek PEPP, co jest związane głównie z barierą kosztową i kwestiami biznesowymi w postaci limitowania maksymalnych kosztów dla finalnego klienta do poziomu 1%

SPIS TREŚCI

2

Małgorzata Rusewicz
**Z nowym rokiem,
nowym krokiem**

4

dr Piotr Gałązka
**Nowa Komisarz,
nowe porządki**

8

Anna Golec
**Ład korporacyjny
a efektywność
przedsiębiorstw**

12

Krzysztof Waliszewski
**Wyniki międzynarodowego
badania posiadaczy PEPP**

18

dr hab. Katarzyna Sekścińska
**Czemu inwestowanie
wciąż nie jest naturalnym
dla Polaków sposobem
wykorzystania oszczędności?**

26

Krzysztof Nowak
**Badanie Mercer CFA Institute
- Global Pension Index 2024**



OD WYDAWCY

**Z nowym rokiem,
nowym krokiem**

Małgorzata Rusewicz

2024 rok dobiega końca, to skłania do refleksji i zastanowienia się, co przyniesie nowy, 2025 rok. Choć ten miniony nie przyniósł rekordowych stóp zwrotu, jak 2023, ale mimo to dał solidnie zarobić naszym klientom. Fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz fundusze cyklu życia zaofერowały w 2024 roku bardzo przyzwoity zwrot z zainwestowanego kapitału. Mamy nadzieję, że nasi klienci to zauważą, że wzmocni to ich zaufanie do naszego rynku kapitałowego i funkcjonujących w jego ramach instytucji finansowych. W końcu to pozytywne doświadczenia pozwalają kształtować i wzmocniać relacje, także te z klientami. Pozostaje również mieć nadzieję, że wyniki inwestycyjne przekonają naszych klientów do podzielnia się tymi informacjami ze swoimi bliskimi, znajomymi. Jak pokazują badania, Polacy często kierują się ich zdaniem w podejmowaniu decyzji finansowych.

Mijający rok przyniósł nam także chyba niespotykaną dotąd sytuację, bowiem dwóm kluczowym dla rynku kapitałowego ministerstwom, Ministerstwu Finansów oraz Ministerstwu Aktywów Państwowych, przewodzą eksperci od finansów, posiadający tytuł Chartered Financial Analyst. Pozwala to mieć nadzieję, że zarówno jeśli chodzi o regulacje i rozwój rynku kapitałowego, jak również w zakresie władztwa korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, będziemy mogli liczyć na zrozumienie, współpracę, a przede wszystkim sprawczość oraz racjonalne, pragmatyczne i efektywne decyzje. 11 grudnia mija równo rok od zaprzysiężenia rządu Donalda Tuska z Andrzejem Domańskim i Jakubem Jaworowski w składzie. Trzeba przyznać, że ze strony obu resortów mogliśmy dotąd liczyć na dobry, konstruktywny dialog. Mamy przekonanie, że zaowocuje on konkretnymi działaniami wspierającymi rozwój

rodzimego rynku kapitałowego. Kolejne lata powinny już zacząć przynosić wymierne efekty.

Okazja ku temu jest całkiem dobra, bowiem 1 stycznia 2025 roku Polska obejmuje przewodnictwo w Unii Europejskiej. Warto przy tym wskazać, że prezydencja oznacza reprezentowanie Rady UE w stosunkach z innymi instytucjami, Komisją Europejską i Parlamentem. Rola ta ma przede wszystkim charakter organizacyjny, niemniej tworzy wyśmienitą okazję, by nasz polski głos został odpowiednio wyrażony i usłyszany. To szansa, by odświeżyć kontakty, nawiązać relacje, aktywnie uczestniczyć w procesach konsultacyjnych i decyzyjnych. Biorąc pod uwagę skalę i jakość wyzwań polskiego sektora finansowego w kontekście dotyczącej go rosnącej liczby regulacji unijnych mamy dogodną możliwość, by w relacjach z administracją europejską i krajów członkowskich zbudować silną merytorycznie oraz otwartą na współpracę pozycję. Jeśli chodzi o pozostałe możliwości, jak wykorzystanie polskiego głosu w komisji parlamentarnej ECON, to aktualnie warto zastanowić się, co możemy zrobić, by w ramach pracy tej instytucji efektywnie dbać o nasze polskie interesy.

Wyzwań w nowym roku z pewnością nie będzie nam brakować, oby było ich jak najmniej. Mamy na świecie kilka punktów zapalnych – wojna w Ukrainie, działania militarne na Bliskim Wschodzie, część północnej Afryki też nie wydaje się spokojna, napięcie wokół Półwyspu Koreańskiego i Tajwanu zdaje się nie maleć. Jakby tego było mało, w dwóch istotnych dla utrzymania międzynarodowego porządku krajach wiele się zmieniło. W Stanach Zjednoczonych wybory prezydenckie wygrał Donald Trump, a wybór jego współpracowników budzi u wielu poważnych komentatorów bardzo duży niepokój. Rozpad koalicji

Fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz fundusze cyklu życia zaofęrowały w 2024 roku bardzo przyzwoity zwrot z zainwestowanego kapitału

rządowej w Niemczech nie wydaje się w powyższym kontekście niczym pozytywnym. Jak wiemy inwestorzy nie lubią niepewności, a wydaje się, że przez najbliższych kilka miesięcy trochę tej niepewności będzie. Choć rynki w USA po ogłoszeniu wyników wyborów prezydenckich zareagowały pozytywnie, to pytanie o ich odbiór ostatecznego kształtu gabinetu 47. prezydenta Trumpa i pierwsze decyzje nowej administracji Stanów Zjednoczonych pozostaje otwarte. Następny rok w Polsce będzie równie ciekawy i nie do końca przewidywalny. My również będziemy wybierać nowego Prezydenta RP.

Wszystkie czasy miały swoje specyficzne wyzwania i szanse. Choć nie wszystko zależy od nas, warto w przyszłym roku zrobić to, na co mamy wpływ, i optymistycznie, z podniesioną głową kroczyć w przyszłość.

Małgorzata Rusewicz

prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA



**KORESPON-
DENCJA**

Nowa Komisarz, nowe porządki

dr Piotr Gałazka

Na początku listopada 2024 roku w Komisji parlamentarnej ds. usług gospodarczych i monetarnych (ECON) miało miejsce przesłuchanie Marii Luís Albuquerque desygnowanej na komisarz ds. usług finansowych i Unii Inwestycji i Oszczędności (ISU). Odpowiedzi na pytania i tezy przedstawione przez nową panią komisarz mogą wskazywać, w którą stronę pójdzie polityka Komisji Europejskiej w zakresie regulacji rynku usług finansowych w nowej kadencji.

Warto przypomnieć, jak wygląda proces powoływania nowej Komisji Europejskiej, u którego końca w tej chwili jesteśmy. W pierwszej kolejności Rada Europejska proponuje kandydaturę na przewodniczącego Komisji Europejskiej, która podlega zatwierdzeniu przez Parlament Europejski – w przypadku przewodniczącej Ursuli von der Layen propozycję kandydatury przedstawiono w czerwcu, a zatwierdzenie miało miejsce w połowie lipca br.

W kolejnym kroku przewodnicząca Komisji Europejskiej – w oparciu o kandydatów zgłoszonych przez poszczególne państwa członkowskie – zaproponowała we wrześniu br. skład Komisji z podziałem na poszczególne teki.

W dalszej kolejności zatwierdzeniu przez Parlament Europejski podlegają poszczególni komisarze. Formalnie zatwierdzenie to następuje *in gremio* przez PE na posiedzeniu plenarnym, jednak faktycznie o wiele istotniejsze są wcześniejsze etapy tej procedury. W pierwszej kolejności komisja JURI weryfikuje kandydatury pod względem spełnienia przesłanek formalnych oraz brak konfliktu interesów, które mogłyby wykluczać daną kandydaturę. Następnie dany kandydat na komisarza jest przesłuchiwany przez komisję parlamentarną zajmującą się zagadnieniami w zakresie kompetencji danego komisarza, która

po przesłuchaniu głosuje w przedmiocie zatwierdzenia. W przypadku zatwierdzenia wszystkich kandydatów, następuje głosowanie nad całym składem Komisji Europejskiej.

Wyznaczone zadania

Tekę ds. usług finansowych i następczyni Unii Rynków Kapitałowych, czyli Investment and Savings Union otrzymała pani Maria Luis Albuquerque zgłoszona przez Portugalię. W liście dotyczącym zakresu kompetencji (tzw. *mission letter*), Przewodnicząca von der Layen podkreśliła, iż jej rolą będzie *odblokowanie znacznej ilości potrzebnych inwestycji prywatnych przy jednoczesnym zapewnieniu stabilności finansowej, zapewnienie lepszego dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw w UE oraz stworzenie obywatelom lepszych możliwości poprawy ich własnego bezpieczeństwa finansowego*. W tym celu konieczny będzie rozwój ISU, tak aby *wspierać ludzi w lepszym oszczędzaniu, promowaniu kapitału na innowacje, odblokowywaniu finansowania cyfrowego, zapewnianiu konkurencyjności sektora finansowego i wykorzystywaniu zrównoważonego finansowania*. W tym zakresie wyzwaniem będzie opracowanie przepisów o produktach oszczędnościowych i inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych, a także podjęcie prac w zakresie przeglądu przepisów o produktach emerytalnych.

Pozostałe zadania nowej komisarz nie są raczej zaskoczeniem i stanowią dotychczasowe wyzwania legislacyjne w zakresie rynku usług finansowych, takie jak ukończenie unii bankowej, zapewnienie konkurencyjności globalnej bankowości europejskiej, uregulowanie europejskiego systemu gwarantowania depozytów czy regulacji instytucji niebankowych w celu zapewnienia

Tezy przedstawione przez nową panią komisarz mogą wskazywać, w którą stronę pójdzie polityka Komisji Europejskiej w zakresie regulacji rynku usług finansowych w nowej kadencji

równego traktowania w przepisach ostrożnościowych.

Nota biograficzna

Pani Komisarz Albuquerque posiada w życiorysie doświadczenia zarówno w zakresie administracji publicznej, jak i sektora finansowego. Oprócz bycia urzędnikiem, pełniła funkcje zarządcze w państwowych przedsiębiorstwach portugalskich. Obejmowała urzędy ministra stanu i finansów oraz wiceministra skarbu. Była także posłanką do parlamentu portugalskiego i radną w samorządzie terytorialnym. Ponadto ma doświadczenie jako członkini rad nadzorczych w kilku instytucjach finansowych. Takie portfolio – obejmujące zarówno istotne elementy w sektorze

Tekę ds. usług finansowych i następczyni Unii Rynków Kapitałowych, czyli Investment and Savings Union otrzymała pani Maria Luis Albuquerque zgłoszona przez Portugalię

publicznym jak i prywatnym daje nadzieję, że Pani Komisarz będzie rozumiała argumenty wszystkich interesariuszy procesu legislacyjnego w UE.

Przebieg przesłuchania w PE

Wystąpienie Pani Komisarz było zdecydowanie zorientowane na rynek, a nie na konsumenta, jak w przypadku poprzedniej komisarz. Pani Albuquerque wielokrotnie podkreślała, że chce zapewnić ramy prawne, które pozwolą rynkowi działać i nie będą powodować problemów. W związku z tym zadeklarowała, że będzie dbać o ograniczenie tzw. *red-tape*, a jej celem będzie nie tworzenie nowych regulacji, lecz nowelizacja dotychczasowych przepisów, by lepiej mogły służyć celom, jakie przyświecać mają rynkowi finansowemu. Trzonem jej wypowiedzi była kwestia stabilności finansowej – podkreślała wielokrotnie, że będzie to podstawa legislacji projektowanej przez Komisję Europejską i jej zapewnienie będzie najistotniejszym dla niej wyzwaniem.

Znaczenie rynku kapitałowego

W swoim wystąpieniu komisarz Albuquerque zwracała uwagę na potrzebę zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego dla

dobra całego społeczeństwa, zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorstw, podkreślając, że istnieje potrzeba zapewnienia Europejczykom rozwiązań emerytalnych, a to musi iść w parze z rozwojem rynku kapitałowego. Dodatkowo, zaznaczyła, że dla działania rynku kapitałowego konieczna jest skala, bo tylko odpowiednio duży rynek kapitałowy, z odpowiednią liczbą uczestników będzie spełniał swoją rolę.

Zwróciła także uwagę, że brak rynku kapitałowego w UE jest bardzo kosztowny dla wszystkich – z jednej strony dla konsumentów, którzy nie mają odpowiednich produktów mających na celu ochronę ich oszczędności i zapewnienie godnej emerytury, a z drugiej przedsiębiorców, którzy nie mają alternatywy wobec finansowania

rozwoju przedsiębiorstwa kredytem bankowym. Wspominano także o tym, że brak możliwości inwestycji w rynek kapitałowy sprawia, że wielu konsumentów inwestuje w nieruchomości w celu ochrony wartości kapitału, nie zaś w celu spełnienia potrzeb mieszkaniowych. To istotnie podnosi ryzyko bańki na rynku nieruchomości, które mogłoby być mitygowane, gdyby istniał odpowiedni wybór produktów inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych.

Wielu postów, zwłaszcza z mniejszych państw członkowskich, wyrażało obawy związane z pełną realizacją postulatów przedstawionych m.in. w raporcie Dragiego dotyczących pełnej harmonizacji przepisów nadzorczych i wprowadzenia jednolitego europejskiego nadzoru nad tym rynkiem. Pani Komisarz zadeklarowała, że nie jest doktrynalnie pozytywnie nastawiona do centralnie nadzorowanego rynku, lecz pozostaje otwarta na wszelkie możliwe rozwiązania, które mogą urzeczywistnić cele prawidłowo działającego rynku usług kapitałowych. Wyraziła zrozumienie, że lokalne rynki mogą wymagać lokalnego podejścia, jednakże dla zapewnienia funkcjonowania rynku w całej UE, niezbędne jest zapewnienie konwergencji nadzoru i utrzymanie tego samego poziomu jakości nadzoru we wszystkich państwach członkowskich, a to może być

Wystąpienie Pani Komisarz było zdecydowanie zorientowane na rynek, a nie na konsumenta, jak w przypadku poprzedniej komisarz

wyzwaniem bez jednolitego mechanizmu nadzoru przynajmniej w jakimś zakresie.

Ochrona konsumenta

Pani Komisarz nie odwoływała się często do kwestii ochrony konsumenta na rynku usług finansowych – jedynie pytana wprost przez postów zaznaczała, że będzie miała na tę kwestię bacznie. Nie odnosiła się także zbyt często do kwestii edukacji finansowej.

W odniesieniu do pakietu RIS (Retail Investment Strategy) Albuquerque zadeklarowała, że nie będzie walczyć o utrzymanie zakazu „zachęt” zgodnie z pierwotnym projektem Komisji, gdyż widzi wyraźnie, iż nie znajduje to wystarczająco szerokiego poparcia.

Sekurytyzacja

Na koniec warto zwrócić uwagę na zagadnienie sekurytyzacji, które w ostatnich kwartałach wywołuje istotne zainteresowanie w większych krajowych sektorach finansowych. Duże banki europejskie, prowadzące globalną działalność gospodarczą często podkreślają, że nie mają równych warunków konkurencji w porównaniu do np. banków amerykańskich, które mają łatwiejszy dostęp do sekurytyzacji, a zatem są w stanie wygenerować wyższe finansowanie przy podobnym poziomie kapitałów.

Sekurytyzacja kojarzy się wielu z kryzysem finansowym, stąd jej dość negatywne postrzeganie przez niektórych, zwracających uwagę na to, że może to prowadzić do przelewarowania instytucji rynku finansowego i zachęcać do zbytnej ekspozycji na ryzyko.

Komisarz Albuquerque zadeklarowała silne poparcie dla odpowiednio zbalansowanych regulacji i zwróciła uwagę, że należy rozróżnić prawidłowo działającą sekurytyzację od jej niewłaściwego wykorzystania i nadużywania. Skoro jednak

Wystąpienie Komisarz Albuquerque w połączeniu z jej szerokim doświadczeniem zawodowym daje nadzieję, że projekty legislacyjne w nowej kadencji KE będą dążyły do ograniczenia obowiązków nakładanych na instytucje rynkowe

ma ona kluczowe znaczenie dla banków w kontekście zwiększania możliwości finansowania gospodarki, a firmy unijne nadal zależą w dużej mierze od kredytu bankowego, należy poważnie brać pod uwagę zwiększenie możliwości korzystania z tej instytucji.

Wystąpienie Komisarz Albuquerque w połączeniu z jej szerokim doświadczeniem zawodowym daje nadzieję, że projekty legislacyjne w nowej kadencji KE będą dążyły do ograniczenia obowiązków nakładanych na instytucje rynkowe i będą we właściwy sposób balansowały interesy wszystkich uczestników rynku, nie tylko konsumentów, mając na uwadze cele funkcjonowania rynku i stabilność finansową.

dr Piotr Gałązka

adwokat, ekspert ds. Unii Europejskiej, dyrektor Przedstawicielstwa Związku Banków Polskich w Brukseli, ekspert Team Europe Direct



EKSPERTYZA

Ład korporacyjny a efektywność
przedsiębiorstw

dr Anna Golec

Corporate governance (CG), to pojęcie tłumaczone na język polski najczęściej jako nadzór lub ład korporacyjny, które można zdefiniować jako zbiór reguł, praktyk i procesów, które regulują sposób zarządzania i kontrolowania firmy. W skrócie, CG odnosi się do tego, jak firma jest prowadzona, jakie ma cele, a także jakie są role, prawa i odpowiedzialności kluczowych interesariuszy, takich jak zarząd, akcjonariusze i kierownictwo wyższego szczebla (Shleifer i Vishny, 1997).

O ile na początku analiza CG skupiała się głównie na relacjach pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami i potencjalnych oportunistycznych zachowaniach tej pierwszej grupy (tzw. problem agencji typu I), to w miarę upływu czasu, lepszego poznawania kontekstu i struktury rynków finansowych w różnych krajach, problematyka CG zaczęła obejmować również relacje pomiędzy akcjonariuszami dominującymi i mniejszościowymi (tzw. problem agencji typu II) oraz między akcjonariuszami a wierzycielami (problem agencji typu III).

Współczesne badania przyjmują jeszcze bardziej obszerną perspektywę, wskazując, że CG nie jest już tylko systemem nadzoru, ale także podstawą relacji pomiędzy spółką a szeroko rozumianym otoczeniem oraz mechanizmem wspierającym zrównoważony rozwój i odpowiedzialność społeczną.

Nadzór korporacyjny stał się więc elementem koncepcji ESG (*Environmental, Social, Governance*). Warto zauważyć, że chociaż CG jest historycznie najstarszym elementem ESG, to dla wielu osób jest to jednocześnie najbardziej tajemniczy składnik tej triady. Działania proekologiczne (E) i społeczne (S) są interpretowane dość intuicyjnie i podanie przykładów pozytywnych aktywności w tych obszarach nie sprawia większych trudności nawet osobom bez

specjalistycznej wiedzy, natomiast odpowiedź na pytanie czym jest dobre „G” i jak może ono wpływać na wartość firmy, nadal nastrocza sporo problemów.

W teorii...

Próbie zdefiniowania dobrych praktyk można by poświęcić wiele miejsca, lecz na potrzeby uproszczonej analizy można przyjąć, że dobre CG promuje przejrzystość i odpowiedzialność, co ma kluczowe znaczenie w budowaniu zaufania między firmą a inwestorami (Shleifer i Vishny, 1997).

Prowadząc logiczne rozważania na poziomie teoretycznym łatwo dojść do wniosku, że właściwe struktury i procesy zarządzania korporacyjnego mogą wpływać na wyniki finansowe firmy, stabilność jej relacji z otoczeniem, w tym jej atrakcyjność w oczach inwestorów. Zadaniem mechanizmów CG jest redukcja konfliktów pomiędzy różnymi grupami interesariuszy i zapewnienie zgodności działań z wymogami regulacyjnymi i normami społecznymi oraz dostępności optymalnej puli talentów, tak aby wartość firmy mogła rosnąć stabilnie i długofalowo. Nadużycia lub niedopatrzania w którymkolwiek z tych obszarów, nawet jeżeli prowadzą do chwilowych korzyści, mogą być szkodliwe dla długofalowego rozwoju przedsiębiorstwa, powodować straty i załamanie wartości i zaufania. W skrajnych przypadkach może to nawet prowadzić do upadku, co pokazały przykłady firm takich jak Enron czy Lehman Brothers. Również raport G30 opublikowany w 2012 roku wskazuje słabość mechanizmów CG, które umożliwiały zarządzającym bankami podejmowanie nadmiernego ryzyka, jako jedną z głównych przyczyn kryzysu. (G30, 2012)

Z kolei przejrzystość w podejmowaniu decyzji, właściwe procedury, regularna

Współczesne badania przyjmują jeszcze bardziej obszerną perspektywę, wskazując, że CG nie jest już tylko systemem nadzoru, ale także podstawą relacji pomiędzy spółką a szeroko rozumianym otoczeniem

komunikacja i raportowanie wyników finansowych pozwalają uczestnikom rynku na pozyskanie informacji i wzmacniają wiarygodność firmy. Dzięki silnym mechanizmom CG inwestorzy zyskują przekonanie, że ich środki są właściwie zarządzane, a prawa szanowane. Ponieważ wartość firmy jest bezpośrednio powiązana z poziomem zaufania inwestorów i jej stabilnością operacyjną, zatem firmy, które stosują właściwe rozwiązania CG, powinny być postrzegane jako bardziej stabilne i obciążone mniejszym ryzykiem. Z tego względu powinny one przyciągać kapitał o niższym koszcie w porównaniu do spółek, które takich zasad nie stosują, ponieważ racjonalnie działający inwestorzy będą domagać

się od tych drugich premii za dodatkowe ryzyko.

Warto podkreślić, że nie wszyscy inwestorzy godzą się na to ryzyko i dla części z nich brak odpowiednich standardów w zakresie CG może stanowić automatyczną podstawę wykluczenia zaangażowania w daną spółkę pomimo posiadania przez nią wielu silnych stron i obiecujących perspektyw rynkowych.

Patrząc na kwestie wartości firmy od strony czysto technicznej, czyli najczęściej wykorzystywanego modelu DCF zauważyć można, że właściwe rozwiązania w zakresie ładu korporacyjnego mogą prowadzić zarówno do zwiększenia wartości elementów występujących w liczniku tego modelu, a więc przepływów pieniężnych oraz długofalowej stopy wzrostu, jak również zmniejszać mianownik poprzez redukcję kosztu kapitału.

A w badaniach empirycznych...

Chociaż problematyka nadzoru korporacyjnego poruszana była już przez Adama Smitha, to prawdziwy rozkwit badań nad związkiem między CG a efektywnością firm przypada na przełom XX i XXI w. Analizy te przyniosły wiele interesujących i często zróżnicowanych wyników. Z jednej strony istnieją liczne badania, które potwierdzają pozytywną korelację pomiędzy solidnym ładem korporacyjnym a wzrostem wartości przedsiębiorstwa i różnymi miarami jego efektywności.

Z drugiej strony niektóre analizy wskazują na brak jednoznacznych dowodów na istnienie takiego związku, co sugeruje, że kontekst i specyficzne czynniki mogą odgrywać istotną rolę w tej relacji. Dodatkowo, jak już wspomniano, ogromnym wyzwaniem jest zdefiniowanie tego czym jest dobre CG, równie problematyczny jest jego pomiar (Golec 2016).

Zadaniem mechanizmów CG jest redukcja konfliktów pomiędzy różnymi grupami interesariuszy i zapewnienie zgodności działań z wymogami regulacyjnymi i normami społecznymi

Publikacje potwierdzające pozytywny związek między CG a wybranymi elementami efektywności przedsiębiorstw

Publikacja Gompersa, Ishii'ego i Metricka (2003) jest jednym z najbardziej wpływowych badań potwierdzających pozytywny związek między CG a wzrostem sprzedaży i wartością firmy. W pracy tej autorzy stworzyli *index governance* (G-Index), który oceniał praktyki ładu korporacyjnego na podstawie kilkunastu zmiennych. Wyniki pokazały, że firmy o wyższych wartościach indeksu G wykazywały lepsze wyniki finansowe oraz wyższą wartość rynkową.

Do podobnych wniosków doszedł Ho (2005) analizując zależność CG

i wskaźnika wzrostu sprzedaży na przestrzeni trzech lat. Ponadto, stwierdził on, że wzrost indeksu nadzoru korporacyjnego o 1 punkt powodował wzrost wskaźników sprzedaż/aktywa i sprzedaż/kapitały własne odpowiednio o 52 centy na każdego dolara aktywów oraz 563 dolarów na 1 zatrudnionego. Dodatkowo, to samo badanie wskazuje na występowanie pozytywnej zależności pomiędzy indeksem CG a dynamiką zysku netto. Affes i Jarboui (2023) przebadali 160 spółek z Wielkiej Brytanii w latach 2005-2018, stwierdzając, że firmy z dobrymi standardami CG osiągały wyższe wskaźniki rentowności kapitałów własnych.

Duża grupa badań wskazuje, że dobry nadzór korporacyjny ma szczególne znaczenie w krajach rozwijających się, gdzie albo brakuje odpowiednich regulacji lub ich rzeczywiste wdrożenie jest dalekie od standardów przyjętych na rynkach rozwiniętych. W tej sytuacji, jak pokazują badania Claessensa, Djankova i Langa (2000) analizujące firmy azjatyckie, czy Blacka, Love i Rachinskiego (2006) przeprowadzone na rynku rosyjskim, przejrzystość i silne wewnętrzne struktury CG pomagają firmom osiągać wyższe wyceny. Podobnie, badania Bui i Krajcsáka (2023) dla spółek wietnamskich wskazały, że generalnie wyższy index CG wykazywał pozytywną korelację z rentownością aktywów, kapitałów własnych i wskaźnikiem Q-Tobina, obrazującym wartość firmy.

Warto również zaznaczyć, że silne wewnętrzne mechanizmy CG, a więc takie, o których spółka może samodzielnie zdecydować, a nie wynikają one z narzuconego prawa, idą w parze z tendencją do większego zaangażowania w realizację Celów Zrównoważonego Rozwoju (Martínez-Ferrero i García-Meca 2020).

Publikacje wskazujące na brak związku lub wpływ kontekstowy

Poza badaniami wskazującymi na jednoznacznie pozytywny wpływ CG na efektywność i wartość firmy, istnieje bardzo liczna grupa analiz, w których takiego związku nie udało się zaobserwować. W badaniu Bhagata i Boltona (2008) stwierdzono, że pomimo ogólnej zależności między dobrym ładem korporacyjnym a wynikami operacyjnymi firmy, wiele czynników – takich jak struktura właścicielska i poziom złożoności zarządzania – może wpływać na siłę i kierunek tego związku. Badanie wykazało, że struktura rady nadzorczej i systemy wynagrodzeń mają bardziej złożony wpływ na wyniki finansowe, co oznacza, że nie zawsze można mówić o prostym związku między CG a efektywnością firmy.

Podobnie badanie Danilova (2024) dotyczące spółek z sektora IT wchodzących w skład indeksu S&P500 przyniosło niejednoznaczne wyniki. Niektóre elementy CG, takie jak np. częstotliwość spotkań rady dyrektorów, zróżnicowanie rady ze względu na płeć, niezależność komitetu audytu oraz obecność komitetów nominacji i wynagrodzeń, wykazywały pozytywną korelację z rentownością spółki. Z kolei czynniki takie jak rozdzielanie funkcji prezesa od funkcji przewodniczącego rady dyrektorów, liczba członków rady czy obecność komitetu odpowiedzialności społecznej były negatywnie skorelowane z rentownością przedsiębiorstwa.

Próby uogólnienia wniosków

Ponieważ indywidualne badania prowadzone na przestrzeni trzech ostatnich dekad dawały tak rozbieżne wyniki, warto przyjrzeć się metaanalizom, których celem jest sformułowanie uogólnionych wniosków na podstawie wcześniejszych publikacji.

Badanie Nguyen & Dao (2022) skupiło się na analizie 55 artykułów naukowych dotyczących relacji pomiędzy CG a efektywnością spółek, które obejmowały ponad 632 tysiące obserwacji z całego świata. Jako obserwację należy tu rozumieć wyniki spółki w jednym roku. Metaanaliza wykazała, że spółki o wyższych standardach CG, mierzonych jako łączny indeks nadzoru korporacyjnego, osiągały lepsze wyniki.

Interesujące wnioski płyną również z badania Siddiqui (2015), będącego przeglądem 25 publikacji bazujących na 47 różnych grupach spółek. Analiza prowadziła do wniosku, że badania będące przedmiotem oceny nie zapewniają wystarczającego wsparcia dla hipotezy, że lepsze standardy CG prowadzą do lepszych wyników w ujęciu księgowym, jednak zauważalna była niewielka, pozytywna korelacja między wysokimi standardami CG a miarami wartości firmy.

Podsumowując, chociaż istnieją różnice w wynikach badań, ogólny obraz wskazuje, że solidne praktyki CG mają potencjał wspierania efektywności firm. W zależności od kontekstu i specyfiki przedsiębiorstwa, ich wpływ na wartość może jednak się różnić i rozwiązania wdrożone przez spółkę powinny być oceniane indywidualnie.

dr Anna Golec, CFA

University West School of Business,
Economics & IT

Źródła:

Affes, W., & Jarboui, A. (2023). The impact of corporate governance on financial performance: A cross-sector study. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20, 374–394.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257–273.

Black, B., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361–379.

Bui, H., & Krajcsák, Z. (2023). The impacts of corporate governance on firms' performance: From theories and approaches to empirical findings. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 32(1), 18–46.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81–112.

Danilov, G. (2024). The impact of corporate governance on firm performance: Panel data evidence from S&P 500 Information Technology. *Future Business Journal*, 10(86).

Golec, A. (2016). Bariery tworzenia i wykorzystania miar nadzoru korporacyjnego w badaniach ilościowych. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 10, 99–109.

Group of Thirty (G30) Corporate Governance Working Group. (2012). *Toward effective governance of financial institutions*. Washington, D.C.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.

Ho, C.-K. (2005). Corporate governance and corporate competitiveness: An international analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 13, 211–253.

Martinez-Ferrero, J., & Garcia-Meca, E. (2020). Internal corporate governance strength as a mechanism for achieving sustainable development goals. *Sustainable Development*, 28, 1189–1198.

Nguyen, N. P. A., & Dao, T. T. B. (2022). Liquidity, corporate governance, and firm performance: A meta-analysis. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2137960.
Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

Siddiqui, S. S. (2015). The association between corporate governance and firm performance: A meta-analysis. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23(3), 218–237.



BADANIA



**Wyniki międzynarodowego
badania posiadaczy PEPP**

prof. UEP, dr hab. Krzysztof Waliszewski

Rok od wejścia w życie przepisów dotyczących Ogólnoeuropejskiego Indywidualnego Produktu Emerytalnego (ang. Pan-European Pension Product) to dobry czas na dokonanie podsumowania jego funkcjonowania w Polsce jako tzw. Europejskiej Emerytury (to nazwa własna wprowadzona przez jedyne go oferenta). Ponadto korzystając z faktu, że w przypadku UE poza Polską produkt ten jest oferowany w Czechach, Słowacki i Chorwacji przez jedyne go oferenta – słowacki dom maklerski Finax – we wrześniu br. przeprowadzono badanie w 4 krajach oferowania PEPP. Według stanu na wrzesień br. PEPP w poszczególnych krajach jego oferowania posiadało: Polska 4700 osób, Słowacja ok. 2200 osób, Chorwacja ok. 1400 osób, Czechy ok. 70 osób.

Jak dotąd żaden inny podmiot na rynku europejskim nie wszedł na rynek PEPP, co jest związane głównie z barierą kosztową i kwestiami biznesowymi w postaci limitowania maksymalnych kosztów dla finalnego klienta do poziomu 1%. W przypadku Czech ze względu na liczbę posiadaczy poniżej 100, a zwrotność ankiet była na poziomie kilku sztuk, odstąpiono od analizy w dalszej części artykułu. Badanie ankietowe w formie ankiety internetowej CAWI przeprowadzono dzięki uprzejmości i przy aktywnym udziale dostawcy rozwiązania. Głównym kontem produktu jest w tym wypadku konto na Słowacji, a produkty w Polsce, Chorwacji i Czechach, działają jako subkonta. Słowacka legislacja dotycząca trzeciego filaru, która od 2023 roku wprowadziła w nim górny limit łącznych kosztów ponoszonych przez oszczędzających na 1% kapitału rocznie (identycznie z nałożonym przez UE limitem dla PEPP), niewątpliwie także pomogła w powstaniu tego produktu właśnie na Słowacji. Mimo to, w każdym z analizowanych krajów, istnieją różnice

między PEPP, a innymi produktami z trzeciego filaru emerytalnego. Powoduje to także różnice w funkcjonowaniu PEPP od tego samego dostawcy pomiędzy poszczególnymi krajami. Różnice te przedstawiono w TABELI 1.

W badaniu udział wzięło udział 236 mieszkańców Polski, 142 mieszkańców Chorwacji i 130 mieszkańców Słowacji. Mężczyźni stanowili 85,6% grupy Polaków, 64,1% grupy Chorwatów i 87,7% grupy Słowaków. Analiza testem 2 Pearsona wykazała, że występowała istotna statystycznie różnica między grupami państw w rozkładzie płci, przy czym największy odsetek kobiet korzystających z PEPP był w grupie mieszkańców Chorwacji (TABELA 2). Wykazano również, że między grupami występował istotne statystycznie różnica w strukturze wieku (TABELA 3). W grupie Polaków był większy odsetek osób starszych po 45 roku życia, niż w grupie mieszkańców Chorwacji i w grupie mieszkańców Słowacji.

Respondentom z 3 krajów zadano pytanie o powody oszczędzania poprzez PEPP (WYKRES 1). Struktura odpowiedzi jest zróżnicowana w zależności od kraju. W przypadku Polski najważniejsze jest uzyskanie ulg podatkowych (67%), pokonywanie długoterminowej inflacji, czyli utrzymanie realnej wartości pieniądza (50%), niska i ograniczona opłata (28%). Pozostałe warianty odpowiedzi uzyskały wskazanie ok. 20% ankietowanych i mniej.

W przypadku Słowacji najczęściej ankietowanych wskazało jako powód oszczędzania poprzez PEPP wyższą rentowność niż w przypadku lokalnych produktów emerytalnych (52%), a następnie na podobnym poziomie 3 odpowiedzi – pokonywanie długoterminowej inflacji, czyli utrzymanie realnej wartości pieniądza oraz uzyskanie ulg podatkowych

Jak dotąd żaden inny podmiot na rynku europejskim nie wszedł na rynek PEPP, co jest związane głównie z barierą kosztową i kwestiami biznesowymi w postaci limitowania maksymalnych kosztów dla finalnego klienta do poziomu 1%

– po 35% wskazań, oraz niska i ograniczona opłata – 34% wskazań. Pozostałe warianty odpowiedzi miały poniżej 20% wskazań.

W przypadku Chorwacji najczęściej ankietowanych wskazało 2 odpowiedzi – wyższa rentowność niż w przypadku lokalnych produktów emerytalnych (52%) oraz dywersyfikacja źródeł emerytury (51%), a następnie pokonywanie długoterminowej inflacji, czyli utrzymanie realnej wartości pieniądza (31%). Powyżej 20% wskazań uzyskały jeszcze takie warianty, jak maksymalizacja zysków

(24%) oraz niska i ograniczona opłata (23%). Pozostałe warianty odpowiedzi uzyskały wskazania poniżej 20%. Dane te wskazują na dość duże zróżnicowanie powodów oszczędzania w PEPP, jednak pewne warianty odpowiedzi powtarzają się częściej w 2 państwach (Chorwacja i Słowacja) lub w 3 badanych państwach (Polska, Słowacja, Chorwacja).

Badane osoby zostały poproszone o określenie minimalnej stopy zwrotu z inwestycji w PEPP. W badanych krajach występowały różnice w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu – największe w zakresie wskazywania poziomu min i max i stosunkowo niewielkie w zakresie średniej (TABELA 4). Największy rozrzut oczekiwanej stopy zwrotu był w Polsce między 2,5% a 50% przy średniej na poziomie ok. 7,5%. 25% ankietowanych z Polski oczekiwało stopy zwrotu 5%, połowa 7%, a ¼ stopy ok. 8,4%. W przypadku Chorwacji wskazano przedział stóp zwrotu na poziomie 3-20% przy średniej. W przypadku Słowacji rozrzut oczekiwanej stopy zwrotu był na poziomie 8-30% przy średniej 7,7%. Na podstawie tych danych można wywnioskować, że badane kraje nie różniły się w zakresie mediany stopy zwrotu, a różnice w średniej, kwartyli 1 i 3, nie były znaczące. Część respondentów nie określała konkretnej oczekiwanej stopy zwrotu, ale określoną nadwyżkę ponad stopę inflacji.

Zapytano również badane osoby o to czy ważne jest dla nich aby w ramach PEPP móc inwestować w sposób zgodny z ich wartościami (np. zrównoważony rozwój, odpowiedzialność społeczna). Inwestowanie w PEPP w zgodzie ze swoimi wartościami (np. zrównoważony rozwój, odpowiedzialność społeczna) ważniejsze było dla mieszkańców Chorwacji i Słowacji niż dla mieszkańców Polski. Większość badanych w Chorwacji (46%) i Słowacji (47%) zdecydowanie lub

raczej chciałyby inwestować w PEPP zgodnie ze swoimi wartościami (TABELA 5). Jedynie ok. 20% ankietowanych w Słowacji i Chorwacji zdecydowanie lub raczej nie chciałyby inwestować zgodnie ze swoimi wartościami. W przypadku Polski, pomijając osoby, które nie miały zdania na ten temat, głosy zwolenników i przeciwników rozłożyły się po równo (ok. 36% ankietowanych).

Na pytanie dotyczące czynników wpływających na ocenę atrakcyjności stopy zwrotu z PEPP w przypadku Polski i Słowacji najczęściej wskazywano na poziom opłat, a w przypadku Chorwacji na długoterminowy horyzont inwestycyjny. Dla Polaków liczą się ponadto ulgi podatkowe i długoterminowy horyzont inwestycyjny, dla Chorwatów polityka inwestycyjna i poziom opłat, a dla Słowaków długoterminowy horyzont inwestycyjny i polityka inwestycyjna (TABELA 6). Zróżnicowanie czynników określających atrakcyjność stóp zwrotu z PEPP może wynikać z krajowych uwarunkowań systemu podatkowego i sytuacji makroekonomicznej, w tym poziomu inflacji, a także przyjętych rozwiązań w zakresie partycypacji pracowników i pracodawców w regulowaniu składek na PEPP.

Badanie ilościowe posiadaczy PEPP w 3 krajach wskazało na zróżnicowane oczekiwania i oceny oszczędzających na przyszłą emeryturę w ramach PEPP w poszczególnych krajach, a przegląd literatury i systemów emerytalnych w badanych krajach wskazuje na zróżnicowane rozwiązania w zakresie implementacji PEPP. Potwierdza to przeprowadzone przez EIOPA (2024) badanie ogólnej przyjazności rozwiązań prawnych dla implementacji PEPP w poszczególnych krajach oraz istniejącej dywergencji zamiast konwergencji na jednolitym rynku.

Należy podkreślić, że badanie takie powinno być okresowo np. raz w roku powtarzane, aby monitorować popularność PEPP w Europie, oferowanie produktu w kolejnych krajach, zadowolenie użytkowników z produktu i osiągniętych stóp zwrotu od poprzedniego badania, a także aby zbierać opinie w zakresie najważniejszych parametrów tego produktu. Dla zwiększenia popularności PEPP potrzebna jest szeroka akcja informacyjno-edukacyjna dotycząca tego rozwiązania, a także edukacja kształtująca świadomość emerytalną.

prof. UEP, dr hab. Krzysztof Waliszewski
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Katedra Pieniądza i Bankowości

W przypadku Słowacji najczęściej ankietowanych wskazało jako powód oszczędzanie poprzez PEPP wyższą rentowność niż w przypadku lokalnych produktów emerytalnych

TABELA 1

Porównanie rozwiązań w zakresie PEPP w Słowacji, Polsce i Chorwacji

Kryterium	Słowacja	Polska	Chorwacja
Składka od pracodawców jak w ramach 3. filaru	Nie	Nie, ustawa zakłada brak związku z zatrudnieniem	Tak
Składka od pracodawców	Nie. Składka pracodawcy jest w pełni opodatkowana, musi być częścią listy płac i odliczeń od niej	Nie	Jeśli pracodawca wpłaca za swoich pracowników do otwartych lub zamkniętych dobrowolnych funduszy emerytalnych do kwoty 66,36 € / 500,00 HRK miesięcznie lub 796,3 € / 6 000,00 HRK rocznie, płatność jest wydatkiem podatkowym pracodawcy
Składka od pracownika jak w innych produktach III filaru	Tak	Nie	Nie wszystkie
Korzyść dla pracownika	Zmniejszanie podstawy opodatkowania oszczędzającego o składki pracownicze (maksymalnie 180 euro rocznie = 15 euro miesięcznie)	Nie	Składki na dobrowolne ubezpieczenie emerytalne (PEPP) płacone przez pracodawcę na rzecz swojego pracownika do kwoty 66,36 € / 500 HRK miesięcznie okresu rozliczeniowego, czyli łącznie do 796,3 € / 6 000 HRK rocznie, stanowią dochód pracownika, od którego nie płaci się podatku dochodowego
Opodatkowanie zysków	Tak, w pełni opodatkowane przy wypłacie emerytury	Brak podatku od zysków kapitałowych, jeśli spełnione są wszystkie wymagane warunki	Podatek od zysków kapitałowych ani podatek dochodowy nie jest płacony od środków wpłaconych do PEPP oraz przy wypłacie emerytury
Płynność	Wypłata w wieku emerytalnym z pewnymi wyjątkami	Wypłata w wieku emerytalnym (kilka warunków), możliwość wcześniejszej wypłaty, ale bez korzyści podatkowych	Można wypłacić 100% swoich oszczędności w ramach PEPP po ukończeniu 55. roku życia
Formy emerytury	Renta wieczysta lub regularna wypłata przez co najmniej 5 lat, jednorazowa wypłata tylko w określonej sytuacji (oszczędności są mniejsze niż cztery średnie miesięczne wynagrodzenia)	jednorazowo lub w ratach miesięcznych	Emerytura, płatność jednorazowa, tzw. płatność tymczasowa oraz kombinacja tych form
Możliwość przeniesienia z III filaru	Nie	Tak, wyłącznie z IKE	Nie
Limity składek	Nie, nieograniczone regularne lub jednorazowe wpłaty	Tak (roczny limit = 3 średnie prognozowane wynagrodzenie miesięczne)	Nie, nieograniczone regularne lub jednorazowe wpłaty

TABELA 2

Charakterystyka grupy badanej
pod względem płci.

Płeć	Polska		Chorwacja		Słowacja	
	N	%	N	%	N	%
Kobieta	34	14,4%	51	35,9%	16	12,3%
Mężczyzna	202	85,6%	91	64,1%	114	87,7%

TABELA 3

Struktura badanych
wg wieku.

Wiek	Polska		Chorwacja		Słowacja	
	N	%	N	%	N	%
15-24 lat	3	1,3%	3	2,1%	4	3,1%
25-34 lat	54	22,9%	53	37,3%	49	37,7%
35-44 lat	103	43,6%	57	40,2%	42	32,3%
45-54 lat	63	26,7%	24	16,9%	30	23,1%
55 lat i więcej	13	5,5%	5	3,5%	5	3,8%

WYKRES 1

Główne przyczyny oszczędzania w formie PEPP.

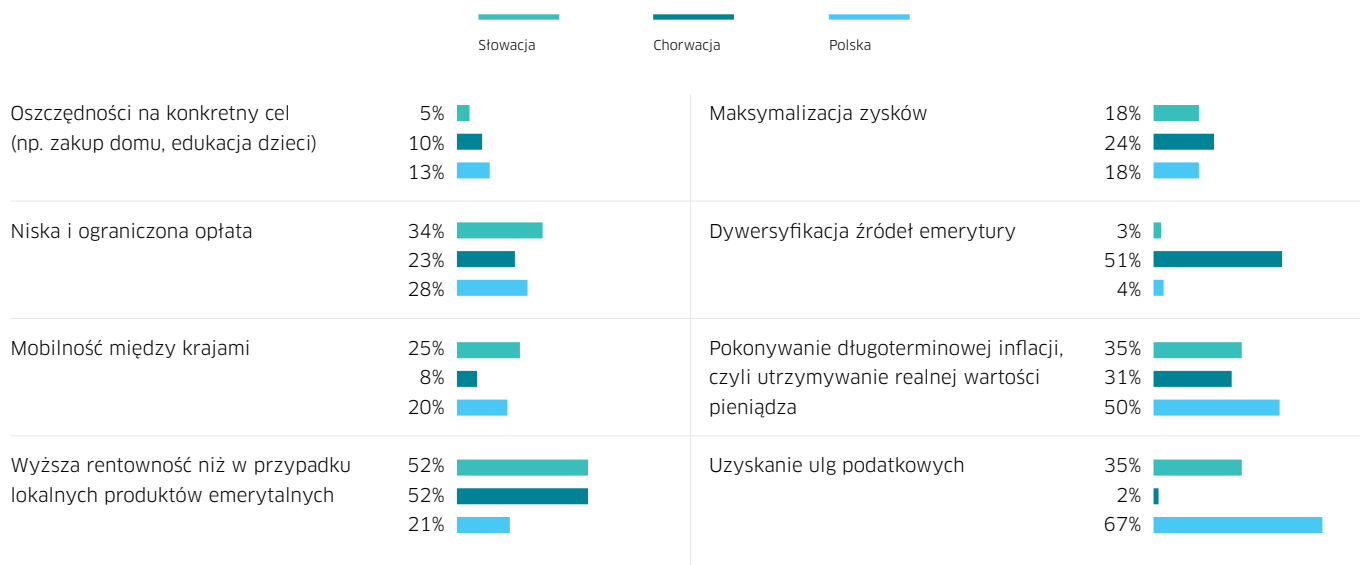


TABELA 4

Porównanie oczekiwania minimalnej stopy zwrotu z inwestycji w PEPP.

Jakiej minimalnej średniorocznej stopy zwrotu z inwestycji w PEPP oczekujesz (w %)?	Min	Max	M	SD	Q1	Me	Q3
Polska	2,5	50	7,53	3,90	5	7	8,38
Chorwacja	3	20	7,03	2,54	5	7	8
Słowacja	8	30	7,67	3,72	6	7	8,25

Min - minimum, Max - maksimum, M - średnia,
SD - odchylenie standardowe, Q1 - pierwszy kwartył,
Me - mediana, Q3 - trzeci kwartył, χ_2

TABELA 5

Porównanie chęci inwestowania w ramach PEPP w sposób zgodny z wartościami oszczędzających

Czy ważne jest dla Ciebie, aby w ramach PEPP móc inwestować w sposób zgodny z Twoimi wartościami (np. zrównoważony rozwój, odpowiedzialność społeczna)?	Polska		Chorwacja		Słowacja	
	N	%	N	%	N	%
Zdecydowanie nie	53	22,4%	14	9,9%	23	17,7%
Raczej nie	33	14,0%	14	9,9%	7	5,4%
Trudno powiedzieć	66	28,0%	49	34,4%	39	30,0%
Raczej tak	41	17,4%	36	25,4%	32	24,6%
Zdecydowanie tak	43	18,2%	29	20,4%	29	22,3%

TABELA 6

Porównanie czynników wpływających na ocenę atrakcyjności stopy zwrotu z PEPP

Jakie czynniki wpływają na ocenę atrakcyjności stopy zwrotu z PEPP?	Polska		Chorwacja		Słowacja	
	N	%	N	%	N	%
Poziom opłat	148	62,7%	74	52,1%	78	60,0%
Ulgi podatkowe	161	68,2%	32	22,5%	30	23,1%
Długoterminowy horyzont inwestycyjny	155	65,7%	113	79,6%	71	54,6%
Polityka inwestycyjna	90	38,1%	96	67,6%	52	40,0%
Stabilność inwestycji	25	10,6%	38	26,8%	19	14,6%



BADANIA



**Czemu inwestowanie wciąż nie jest naturalnym
dla Polaków sposobem wykorzystania oszczędności?**

dr hab. Katarzyna Sekścińska

W ciągu ostatnich miesięcy w ramach inicjatyw badawczych Roku Edukacji Ekonomicznej miałam przyjemność, we współpracy z różnymi podmiotami rynku finansowego (Citi Handlowy, Fundacja Think!, EFPA Polska, FGPW, GPW, IGTE, PFR TFI, TFI PZU, WIB, ZBP) zrealizować serię badań dotyczących zagadnień związanych z inwestowaniem Polaków, z udziałem reprezentatywnych ogólnopolskich prób dorosłych Polaków w wieku 18-65 lat, młodych dorosłych do 35 roku życia, 40-latków, dorosłych kobiet, osób, które mają doświadczenia inwestycyjne i takich, które o inwestowaniu marzą, ale jeszcze tych marzeń w cel i dalej w działanie, nie przekuły. Tak szeroko zakrojony program badawczy pozwolił wskazać czynniki stanowiące inwestycyjne bariery Polaków i lepiej zrozumieć z czego one wynikają.

Postawy wobec oszczędzania

i inwestowania a realne zachowania

71% Polaków uważa, że warto oszczędzać, a 81% oszczędza¹. Ten imponujący wynik, wskazujący, że oszczędza więcej osób, niż widzi w tym sens, wynika z tego, że 30% Polaków oszczędza wyłącznie resztowo – po prostu zostają im na koncie niewydane pieniądze. Nie ma w tym intencjonalnego odkładania kapitału. Pozytywna postawa wobec oszczędzania większości Polaków wiąże się także z pozytywną postawą wobec inwestowania. 85% dorosłych Polaków uważa, że inwestowanie ma przynajmniej trochę sensu, w tym 45% zdecydowanie widzi sens w inwestowaniu¹. Relatywnie najbardziej sensowne wydaje się Polakom inwestowanie w nieruchomości, na drugim miejscu niemal ex aequo są waluty i instrumenty rynku finansowego, dalej nowe biznesy. Najmniej sensowne wydaje się Polakom inwestowanie w kryptowaluty (WYKRES 1).

Jednakże ostatecznie tylko 30% Polaków deklaruje, że stara się pomnażać swój kapitał, a kolejne 29% wskazuje, że chce zacząć to robić w przyszłości. Wciąż najbardziej popularną formą wykorzystania oszczędności jest trzymanie ich na bieżącym koncie w banku, na koncie oszczędnościowym lub na lokacie terminowej, co deklaruje ponad 40% badanych¹. Podczas gdy korzystanie z poszczególnych instrumentów inwestycyjnych ma jednocyfrowe procenty wskazań (WYKRES 2). Czemu więc Polacy nie inwestują więcej? Nie chcą? Nie mogą? Czy nie potrafią?

Sytuacja finansowa

Najczęściej wskazywanym powodem nieinwestowania jest niewystarczająco dobra sytuacja finansowa, by móc zacząć oszczędzać. Obiektywnie rzecz biorąc, statystyczny Polak nie posiada wysokich oszczędności. 52% Polaków ma odłożone nie więcej niż 3 miesięczne pensje, a tylko 19% ponad 6 pensji¹. Jednocześnie Polacy często wskazują, że inwestycje nie są dla nich domyślnym sposobem wykorzystania wszelkich posiadanych oszczędności, a nieinwestujący często wskazują, że zainwestować mogliby jedynie „zbędne” pieniądze³.

Jaki jest jednak odsetek osób, które kiedykolwiek w życiu doświadczą posiadania „zbędnych” pieniędzy? Czy w ogóle istnieje taka kategoria pieniędzy? Wyniki badania z udziałem młodych dorosłych pokazały, że w ich przypadku 54% inwestuje środki, które zostaną do wykorzystania na koniec miesiąca, gdy poniesione zostaną wszystkie potrzebne koszty i odłożona zostanie część środków w formie oszczędności. W tym 32% to osoby, które zainwestowałyby tylko, gdyby nie miały żadnego innego pomysłu na wykorzystanie tych środków (WYKRES 3)⁴.

30% Polaków oszczędza wyłącznie resztowo – po prostu zostają im na koncie niewydane pieniądze

Na obiektywne wskaźniki i kategorie pieniędzy, które Polacy są gotowi przeznaczyć na inwestycje, nakłada się też ich subiektywna ocena sytuacji finansowej. Najczęściej Polacy wskazują, że ich sytuacja finansowa jest średnia – zarówno ogół dorosłych Polaków², jak i specyficznie młodzi dorośli⁴. Jednocześnie jednak, zgodnie z deklaracjami Polaków, sytuacja finansowa większości z nich nie pozwala na osiągnięcie poziomu dobrostanu finansowego, który mógłby zostać definicyjnie określony, jako stan zdrowia finansowego. Aż 25% Polaków deklaruje, że budżet domowy pozwala im zabezpieczyć jedynie podstawowe potrzeby. Jednocześnie tylko 11% Polaków deklaruje, że może żyć pełnią życia, nie martwiąc się o pieniądze². Co więcej, niemal 60% Polaków nie czuje się dziś bezpiecznie finansowo, a niemal 40% nie czuje, że ich źródła przychodów są stabilne², co stanowi kluczowy wskaźnik w kontekście samooceny sytuacji finansowej. Przyczyn, 27% zakłada, że w ciągu roku ich sytuacja finansowa się jeszcze pogorszy, a 53% co prawda nie zakłada pogorszenia swojej sytuacji, ale jej poprawy też się nie spodziewa¹, zatem sytuacja finansowa statystycznego Polaka nie jest

Najczęściej wskazywanym powodem nieinwestowania jest niewystarczająco dobra sytuacja finansowa, by móc zacząć oszczędzać

luksusowa, jej subiektywna ocena jest w najlepszym przypadku średnia, a najbliższa przyszłość jest postrzegana jako taka, która prawdopodobnie tej sytuacji nie poprawi.

Na ten obraz nakładają się również wyobrażenia Polaków dotyczące tego, ile trzeba mieć zgromadzonych środków, by zacząć inwestować. Powszechnie wśród Polaków są niestety przekonania, że „trzeba mieć grube kieszenie, żeby inwestować”, „giełda to miejsce dla zamożnych”, „akcje to rozwiązanie dla bogatych” oraz „biedni nie inwestują” (to cytaty Polaków z badania jakościowego³). W odniesieniu do poszczególnych instrumentów finansowych, Polacy uważają, że żeby zacząć inwestować w nie, trzeba mieć co najmniej 12 tysięcy zł (ETF), 14 tysięcy zł (obligacje skarbowe), 22 tysiące zł (akcje) lub 25 tysięcy złotych (jednostki TFI). To dla większości Polaków bardzo znaczące kwoty, które mogą być trudne do osiągnięcia, jeśli mają zostać uzbierane z kategorii

środków pozostających na koncie, gdy wszystkie inne bieżące potrzeby są zabezpieczone. Przy czym należy podkreślić, że wskazywane przez Polaków kwoty są wielokrotnie wyższe, niż rzeczywisty minimalny poziom inwestycji i stanowią przekład błędnych przekonań.

Wiedza

Drugim obszarem wskazywanym przez Polaków, jako główny czynnik blokujący decyzje inwestycyjne, jest niezadowalający poziom wiedzy. Większość Polaków uważa, że inwestowanie wymaga rozległej wiedzy finansowej, której 33% badanych brakuje, by rozpocząć własne działania w tym obszarze³. Wśród swobodnych odpowiedzi na pytanie o to, dla kogo jest inwestowanie, Polacy wskazują m.in., że: „inwestowanie jest dla tych, co posiadają rozległą wiedzę”; „inwestowanie to rozwiązanie dla fachowców”³. Jednocześnie 84%-86% Polaków uważa, że inwestowanie w ETF, Akcje i jednostki TFI wymaga co najmniej średniego poziomu wiedzy (w tym 34%-39% uważa, że potrzebna jest do tego wiedza zaawansowana)³.

Tymczasem Polacy generalnie nisko oceniają swoją ogólną wiedzę z zakresu inwestowania i wiedzę dotyczącą poszczególnych instrumentów finansowych, a obiektywne wskaźniki są dla nich jeszcze bardziej surowe. W zależności od badania i badanej podgrupy dorosłych Polaków między 7 a 10% badanych deklaruje, że wie czym są ETF, około 34%-35% uważa, że wie na ogólnym poziomie czym są jednostki TFI, 59%-69% wie czym są obligacje skarbowe i akcje, a 45%-67% deklaruje, że zna emerytalne instrumenty inwestycyjne.

Jednak przeprowadzone testy wiedzy pokazują, że rzeczywiście co najmniej podstawowy poziom wiedzy ma mniej więcej połowa z tych, którzy deklarują

jego posiadanie. Dobrze to obrazują wyniki młodych dorosłych opisane na WYKRESIE 4. Obawy Polaków dotyczące posiadanego przez nich poziomu wiedzy wydają się zatem słuszne, ale niewielu z nich próbuje swoją wiedzę podnosić. Tylko 19% Polaków szuka wiedzy na ten temat, a tylko 7% aktywnie poszukuje informacji na temat oszczędzania na emeryturę⁵.

Polacy najczęściej opierają swoje decyzje na własnej wiedzy, doświadczeniu oraz intuicji i opiniach rodziny i znajomych. Wyniki młodych dorosłych i 40-latków pokazały, że w kwestii inwestowania, w tym długoterminowego inwestowania na emeryturę, najbardziej ufamy sobie i znajomym/rodzinie, którzy zwykle prezentują dość zbliżony do naszego poziom wiedzy i doświadczeń⁵.

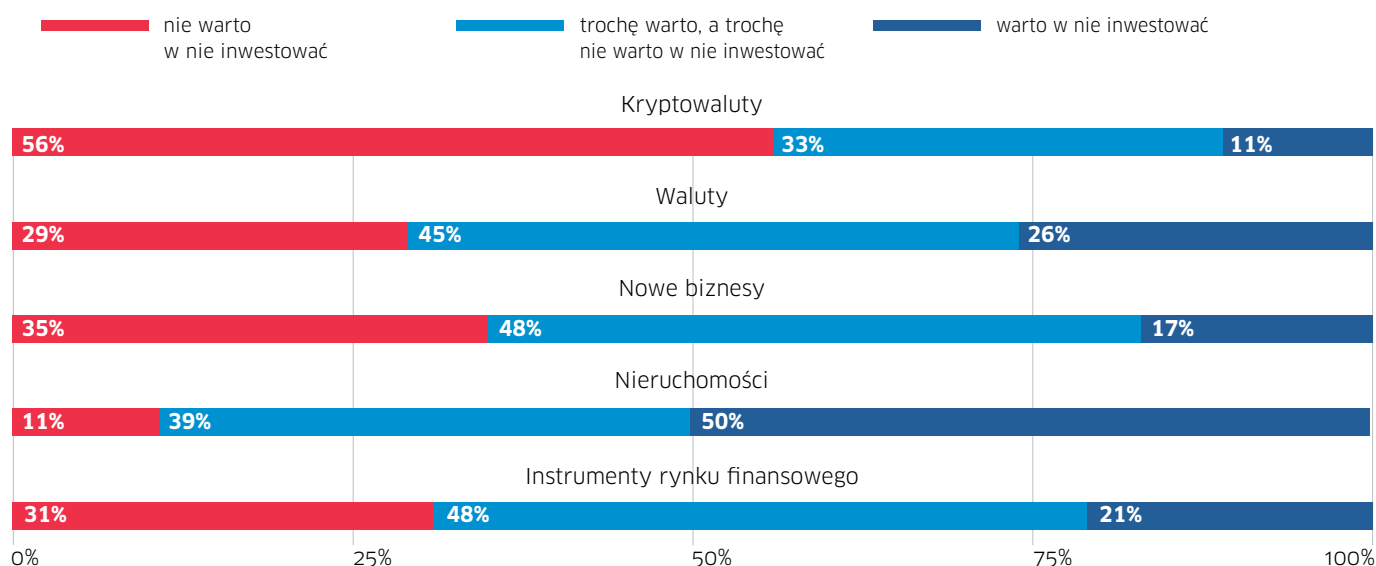
Wśród młodych ludzi i czterdziestolatków zaufanie do doradców finansowych i pracowników instytucji zajmuje odpowiednio 6 i 5 miejsce, poprzedzone platformami edukacyjnymi, materiałami na stronach internetowych i wypowiedziami ekspertów. Warto o tym pamiętać, bowiem 52% badanych nie weryfikuje zastyszanej wiedzy, zatem jakość jej źródła jest w tym kontekście ogromnie ważna⁵.

Potrzeba bezpiecznych rozwiązań

Kahneman i Tversky w swojej teorii perspektywy wykazali, że ludzie z natury preferują opcję mniejszego pewnego zysku, ponad udział w scenariuszu pozwalającym zyskać więcej z pewnym prawdopodobieństwem i z pewnym prawdopodobieństwem zarobić mniej lub nic (np. wolę na pewno 100 zł, niż udział w rywalizacji, w której z równym prawdopodobieństwem mogę zyskać 200 zł lub nic). Jeśli nałożyć te ogólne tendencje na przekonania Polaków dotyczące ich sytuacji finansowej, nie dziwi fakt, że

WYKRES 1

Poczucie sensu alokowania kapitału w różne rozwiązania inwestycyjne.

Źródło: Sekścińska dla Think! i Citi Handlowy, 2024¹**Czy ma sens inwestowanie w:****WYKRES 2**

Wykorzystanie oszczędności przez Polaków.

Źródło: Sekścińska dla Think! i Citi Handlowy, 2024¹**Co Pan(i) robi ze swoimi oszczędnościami?**

zdecydowana większość badanych, we wszystkich przywoływanych badaniach, wskazuje preferencję bezpiecznych inwestycji ponad bardziej ryzykowne.

Młodzi dorośli opisując czynniki zniechęcające ich do inwestowania wskazują między innymi to, że nie mogą sobie pozwolić na stratę pieniędzy (30%)⁴. Myślę, że zbliżoną statystykę uzyskaliśmy dla ogółu Polaków. W związku z tym nie dziwią wyniki, że 80% inwestujących młodych dorosłych mówi, że woli mniejszy zysk, przy mniejszym ryzyku, niż szansę większego zysku przy większym ryzyku straty, zaś 85% wskazuje, że woli strategię inwestycyjną pozwalającą powoli konsekwentnie zbliżać się do finansowego celu niż doświadczać szybkich znacznych zmian wartości portfela (czasem na plus, a czasem nie)⁴.

Jednocześnie 70% młodych Polaków i podobny odsetek 40-latków uważa, że instrumenty emerytalne powinny przede wszystkim chronić kapitał, nawet jeśli tylko przy niewielkich zyskach⁶. Preferencja Polaków dotycząca niskiego poziomu ryzyka portfela, przekłada się również na ich potrzebę jego dywersyfikacji. Znakomita większość Polaków deklaruje, że chce dywersyfikować portfel zarówno na poziomie kategorii produktów (70%), jak i w obrębie tej samej kategorii produktowej (61%). Proszeni o wskazanie składu portfela polecanego początkującemu inwestorowi, Polacy przeciętnie proponują by zbudował go w ok. 30% z lokat bankowych, 25% obligacji skarbowych, 20% z akcji, 10% z jednostek FI, 10% z ETF-ów, a w 4% z innych instrumentów (waluty, kryptowaluty, kruszce)³.

Warto jednak zauważyć, że prowadzone od 16 lat badania dla Think! i Citi Handlowy nad postawami finansowymi dorosłych Polaków wskazują, że Polacy preferują niski poziom ryzyka

inwestycyjnego, ale na przestrzeni lat ich wynik konsekwentnie, choć powoli przesuwają się w kierunku wyborów umiarkowanie ryzykownych¹.

W kontekście bezpieczeństwa, warto również zwrócić uwagę na jeszcze jeden ważny czynnik – zaufanie do rządzących w kwestii stałości dziś obowiązujących zasad (szczególnie często wskazywane w kontekście emerytalnych rozwiązań inwestycyjnych) oraz zaufanie do zarządzających funduszami w kwestii trafności podejmowanych przez nich wyborów (co 20% Polaków wskazuje jako kluczowy czynnik blokujący przed inwestowaniem, choć nie odnosi się on do wszystkich instrumentów finansowych, co może być dodatkowym wskaźnikiem niezrozumienia zasad działania poszczególnych rozwiązań)⁴.

Postrzeżenie inwestowania, giełdy, instrumentów inwestycyjnych

Inwestowanie kojarzy się Polakom przede wszystkim z pomnażaniem i zarabianiem pieniędzy oraz wyrazem dbałości o swoją przyszłość finansową³. Akcentują oni jednak towarzyszące temu ryzyko straty kapitału, które zdaniem 51% badanych można ponieść, jeśli ma się „nadmiarowe” pieniądze³. Dla 55% badanych inwestowanie jest czymś więcej niż tylko narzędziem do zarabiania/pomnażania pieniędzy, przypisują mu oni także symboliczną rolę, wskazującą prestiż, status społeczny, sukces życiowy człowieka³. Zdaniem 40% Polaków, jeśli ktoś inwestuje, to znak, że mu się w życiu powodzi, 32% w inwestowaniu doszukuje się symbolu statusu społecznego, a 31% prestiżu³. Co ciekawe 24% dorosłych Polaków marzy, by zacząć inwestować³.

Inwestowanie najczęściej kojarzy się Polakom z kupowaniem ziemi i nieruchomości (53%), zaś inwestowanie

w instrumenty finansowe, w tym długoterminowe oszczędzanie w instrumenty emerytalne, pojawia się na drugim i trzecim miejscu i dotyczy odpowiednio 42%-43% badanych³. W tym kontekście ważne jest jak Polacy postrzegają giełdę. Giełda budzi u Polaków wiele pozytywnych spontanicznych skojarzeń odnoszących się przede wszystkim do potencjalnych zysków z inwestycji oraz traktowania jej jako szczególnego i ważnego miejsca. Jednak obok nich pojawia się wiele negatywnych asocjacji³.

Giełda wciąż kojarzy się Polakom z kasynem, loteriami, graniem. Polacy używają określeń trywializujących inwestowanie, nazywając je graniem lub zabawą³. Proszeni o wskazanie z listy 3 najważniejszych skojarzeń z giełdą, Polacy najczęściej wskazują neutralne określenia, odnoszące się do giełdy, jako miejsca handlu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, co zajmuje dwa pierwsze miejsca, ale na trzecim miejscu wskazują skojarzenie giełdy z kasynem/ „miejscem gier i zabaw”³.

Niemal 60% Polaków nie czuje się dziś bezpiecznie finansowo, a niemal 40% nie czuje, że ich źródła przychodów są stabilne

WYKRES 3

Jaką kategorię pieniędzy młodzi dorośli przeznaczają lub przeznaczyliby na inwestycje.

Źródło: Sekścińska dla FGPW i TFI PZU, 2024⁴



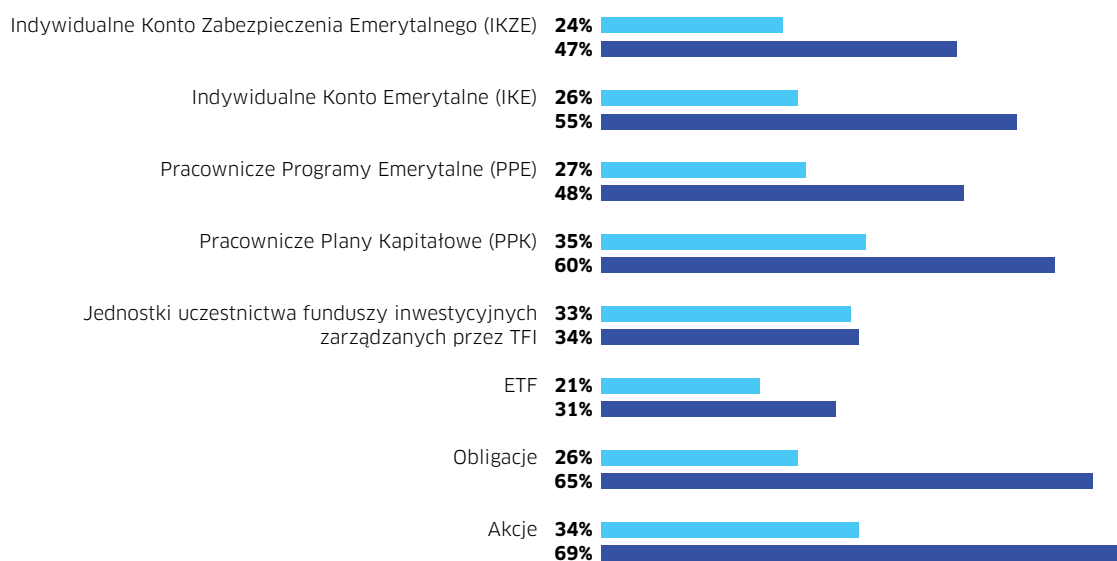
WYKRES 4

Znajomość instrumentów finansowych wśród młodych dorosłych – podstawowy poziom wiedzy.

Źródło: Sekścińska dla FGPW i TFI PZU, 2024⁴

W jakim stopniu znane Ci są poniższe rozwiązania inwestycyjne:

■ rzeczywista wiedza podstawowa ■ deklarowana wiedza co najmniej podstawowa



Niski poziom wiedzy Polaków na temat poszczególnych instrumentów finansowych przekłada się na ich nieadekwatną ocenę na różnych wymiarach. Na przykład ETF-y jawią się Polakom jako bardziej ryzykowne i mniej adekwatne dla początkujących inwestorów niż akcje⁴. Tylko 56% młodych dorosłych uważa, że instrumenty takie jak PPK, PPE, IKE, IKZE są dobrym zabezpieczeniem na emeryturę. Nieco ponad połowa badanych uważa je za bezpieczne i opłacalne, a niespełna połowa poleciłaby je znajomym. 40% młodych dorosłych uważa, że te instrumenty są skomplikowane, a inwestowanie w nie wymaga specjalistycznej wiedzy, której jak wskazałam wcześniej Polacy zwykle nie mają⁴.

Planowanie i realizacja celów

Wśród innych ważnych czynników determinujących ograniczenie działań inwestycyjnych Polaków można wymienić między innymi trudność w planowaniu i realizacji stawianych celów finansowych. Mimo iż znakomita większość Polaków (90%) deklaruje posiadanie co najmniej średnich umiejętności formułowania i realizacji celów, tylko 64% rzeczywiście ma sformułowane cele finansowe. Co więcej, co czwarta kobieta i co piąty mężczyzna co prawda mają zdefiniowane cele finansowe, ale nic nie robią, by je zrealizować³.

Motywacja emerytalna

Kolejnym ważnym czynnikiem jest motywacja emerytalna. Większość Polaków nie wie, jaką ma obecnie sumę składek emerytalnych zgromadzonych na rachunku w ZUS². Choć znakomita większość Polaków spodziewa się, że przyszłe świadczenie emerytalne wypłacone przez ZUS pozwoli w najlepszym przypadku pokryć ich podstawowe koszty funkcjonowania, to tylko 39%

dorosłych Polaków podejmuje jakiegokolwiek celowe działania, by zabezpieczyć swoją przyszłość finansową w okresie emerytury², a wśród młodych dorosłych odsetek ten jest jeszcze niższy i wynosi 31%⁶. W obu przypadkach dotyczy to częściej mężczyzn niż kobiet. Co więcej, 18% młodych dorosłych nie oszczędza i nie planuje w przyszłości oszczędzać na emeryturę, nie widząc potrzeby takiego działania⁶.

Ocena siebie i swoich kompetencji przez kobiety

Wspomniane różnice między kobietami a mężczyznami w kontekście zabezpieczenia finansowego na emeryturę, obserwowane są także w kontekście innych decyzji inwestycyjnych. Jak bowiem pokazały wyniki badania kobiet inwesterek i nie-inwesterek, to co powstrzymuje kobiety przed inwestowaniem, to obok wspomnianych wcześniej czynników, niewspierające postawy i przekonania dotyczące postrzegania swojej wiedzy i umiejętności i oceny swojego potencjału jako inwestorki⁷.

Kobiety wskazują cztery najważniejsze cechy skutecznej inwestorki: umiejętności analityczne, wiedzę inwestycyjną, odporność na stres i intuicję. W kontekście porównań z innymi osobami, nieinwestujące Polki oceniają swoje umiejętności analityczne, wiedzę inwestycyjną i odporność na stres niż niż analogiczne cechy u innych kobiet i u mężczyzn, inwestorki zaś oceniają siebie niż niż mężczyzn, ale porównywalnie do innych kobiet⁷.

W kontekście intuicji, zarówno inwestorki, jak i kobiety, które nie inwestują, uważają, że ich intuicja jest słabsza niż innych kobiet, jednak w porównaniu z mężczyznami inwestorki oceniają się wyżej, a nieinwestujące Polki na równi z mężczyznami⁷. Ponadto w kontekście

porównań z mężczyznami zarówno inwestorki, jak i nie-inwestorki oceniają się od nich niżej w zakresie postrzegania siebie oraz pewności siebie i swoich przewidywań, niżej oceniają swoją wiedzę i umiejętności, odporność na stres i radzenie sobie z nim. Warto też zauważyć, że niezależnie od analizowanej cechy przydatnej przy inwestowaniu, to inwestorki oceniają siebie wyżej niż kobiety, które nie inwestują⁷.

Kontekst zewnętrzny

W kontekście decyzji o inwestowaniu nie bez znaczenia pozostaje także postrzeganie sytuacji gospodarczej i geopolitycznej kraju i Europy. 44% Polaków spodziewa się, że w ciągu roku sytuacja w Polsce i w Europie się pogorszy, a w perspektywie 5 lat będzie to dotyczyć Polski zdaniem 46% badanych i Europy zdaniem 40% badanych (WYKRES 5)¹. Takie przekonania zdecydowanie nie ułatwiają podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ponadto czynniki takie jak: wojna w Ukrainie, wyniki wyborów parlamentarnych w Polsce i do Parlamentu Europejskiego, a także wybory prezydenckie w USA (badanie realizowano na miesiąc przed wyborami), wpłynęły na decyzje inwestycyjne około 30% Polaków. Najczęściej wpływ miały wydarzenia odnoszące się bezpośrednio do Polski i do sytuacji w Ukrainie¹.

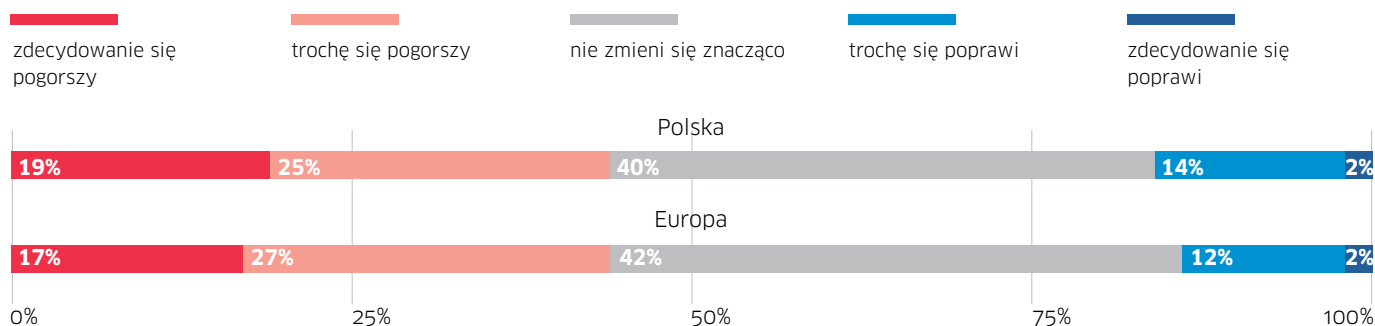
Opisane czynniki ograniczające gotowość Polaków do inwestowania nie wyczerpują listy barier zidentyfikowanych w przywoływanych badaniach, ale prezentują te, które w moim poczuciu są najbardziej kluczowe. Tym niemniej zachęcam do lektury pełnych raportów, by zobaczyć również inne bariery, z którymi mierzą się Polacy, bowiem diabeł często tkwi w szczegółach i żeby dobrze zmierzyć się z tematem barier

WYKRES 5

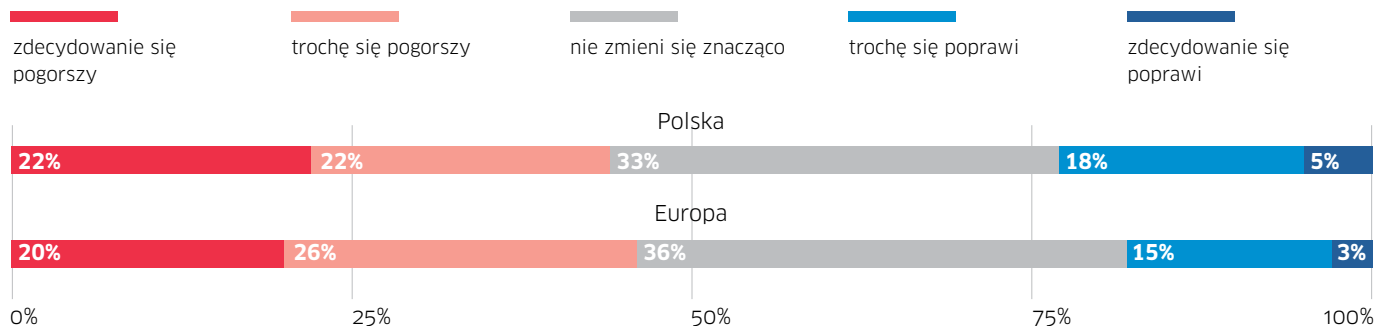
Postrzeżenie przez Polaków przyszłych zmian sytuacji finansowej Polski i Europy.

Źródło: Sekścińska dla Think! i Citi Handlowy, 2024¹

Jak Pan(i) sądzi, jak w CIĄGU ROKU zmieni się sytuacja finansowa Polski i Europy?



Jak Pan(i) sądzi, jak w CIĄGU PIĘCIU LAT zmieni się sytuacja finansowa Polski i Europy?



inwestycyjnych Polaków i zastanowić się na tym co można w tej sprawie zrobić, warto uważnie przyjrzeć się też mniej oczywistym zależnościom.

dr hab. Katarzyna Sekścińska

Wydział Psychologii

Uniwersytet Warszawski

Tekst opracowano w oparciu o niżej wymienione raporty z badań:

1. POSTAWY POLAKÓW WOBEC FINANSÓW, Raport z badania ilościowego, Sekścińska dla Think! i Citi Handlowy, 2024

2. ZDROWIE FINANSOWE POLAKÓW (Sygn. PAB/WIB 16/2024), Raport z badania ilościowego, Sekścińska dla EFPA, PRF TFI, PAB WIB

3. Czemu Polacy nie inwestują tak, jak by chcieli i mogli? Przekonania Polaków na temat inwestowania, instrumentów finansowych, giełdy i samych inwestorów, Raport z badania ilościowego, Sekścińska dla GPW i FGPW, 2024

4. INWESTOWANIE OCZAMI MŁODYCH DOROŚŁYCH - WIEDZA, PRZEKONANIA, POSTAWY, ZACHOWANIA ,

Raport z badania ilościowego, Sekścińska dla FGPW i TFI PZU, 2024

5. Wiedza młodych dorosłych o systemie emerytalnym i ich potrzeby edukacyjne, Ekspertyzy IGTE 16/2024

6. Czy młodzi dorośli zabezpieczają się finansowo na czas emerytury korzystając z emerytalnych instrumentów finansowych? Co ich do tego skłania, a co stanowi bariery?, Ekspertyzy IGTE 18/2024

7. KOBIETY (NIE)INWESTORKI O POLKACH, KTÓRE INWESTUJĄ I O TYCH, KTÓRE PRZED INWESTOWANIEM COŚ POWSTRZYMUJE. Raport z badania ilościowego, Sekścińska dla TFI PZU, 2024



ANALIZA

**Badanie Mercer CFA Institute
- Global Pension Index 2024**

Krzysztof Nowak

W drugiej połowie października br. ukazał się kolejny, szesnasty już raport Mercer CFA Global Pension Index (MCGPI). Holandia, podobnie jak w ubiegłym roku, znalazła się na pierwszym miejscu zestawienia najlepszych systemów emerytalnych na świecie. Co istotne, nic nie zmieniło się w całej grupie trzech najwyżej ocenionych systemów (krajów), bo zaraz za Holandią – podobnie jak rok temu – uplasowały się Islandia i Dania. W 2024 roku do porównania dołączył 48 kraj, Wietnam. W efekcie, kraje objęte badaniem skupiają dzisiaj 65% światowej populacji.

Polski system emerytalny zajął 30 miejsce w rankingu (uzyskując 56.8 pkt.). Rok temu było to miejsce 29 i odpowiednio 57.6 pkt, zaś w 2022 roku 28 miejsce i 57.5 pkt. Jak widać, spadkowi w rankingu towarzyszyła także niższa ocena indeksu dla Polski. W ogóle ciekawe jest, że w 14-letniej historii obecności Polski w analizie Mercera, ocena Polski wzrastała jedynie w 5 latach. Na pocieszenie można dodać, że od 2019 roku, czyli od uruchomienia PPK, Polska już 4-krotnie poprawiała swoją ocenę punktową. Region Europy Centralnej i Wschodniej reprezentowany jest w zestawieniu, łącznie przez trzy kraje: Austrię, Chorwację i Polskę. Nie ujawniając na razie szczegółów, jedynie Chorwacja wyprzedziła Polskę w zestawieniu.

Jak powstaje Global Pension Index?

W badaniu oceniane są wszystkie istotne elementy (filary) systemów emerytalnych, zarówno te państwowe (*social security*), jak i uzupełniające: zakładowe plany emerytalne (*occupational schemes*) i prywatne systemy emerytalne (*private arrangements*). W przypadku Polski, obok ZUS-u oraz funduszy emerytalnych (OFE), badanie analizuje również pracownicze programy emerytalne (PPE),

pracownicze plany kapitałowe (PPK) oraz indywidualne konta emerytalne IKE i IKZE.

W badaniu każdy kraj oceniany jest w skali od 0 do 100 punktów. Całkowita wartość indeksu jest średnią ważoną trzech kryteriów: 1) adekwatności i wysokości świadczeń (waga 40%), 2) wypłacalności w długim terminie (35%) i 3) integralności oraz bezpieczeństwa prawnego systemu, szczególnie jego kapitałowych elementów (25%). W sumie, w ocenie uwzględnia się ponad 50 szczegółowych wskaźników oceniających systemy emerytalne. Warto też podkreślić, że wagi nie zostały zmienione od momentu publikacji przez Mercer pierwszego raportu, czyli od 2009 roku.

Kto zyskał, a kto stracił w rankingu w 2024 roku?

Przypomnijmy, że tegoroczny ranking otwiera Holandia, której system emerytalny uzyskał najwyższą liczbę punktów (84.8 pkt.). Za Holandią uplasowały się: Islandia (83.4 pkt.) oraz Dania (81.6 pkt.). Z kolei najniżej oceniono systemy emerytalne: Indii (44 pkt.), Argentyny (45.5 pkt.) i Filipin (45.8 pkt.). Pełne zestawienie wyników przedstawiono w TABELI 1.

Spójrzmy zatem na indywidualne oceny w poszczególnych „subkategorjach” analizy. W kategorii adekwatność świadczeń najwyższą ocenę – podobnie jak rok temu – uzyskała Holandia (86.3 pkt.). Natomiast Islandia, znowu tak samo jak rok temu, uzyskała najwyższą ocenę w kategorii wypłacalność w długim terminie (84.3 pkt.). Finlandia zajęła pierwsze miejsce w ostatniej grupie ocen – pod kątem integralności oraz bezpieczeństwa prawnego systemu (90.8 pkt.).

Najniżej ocenione kraje w poszczególnych kategoriach to odpowiednio: Indie, w kategorii adekwatność (34.2 pkt.), Austria, w kategorii wypłacalność

W 14-letniej historii obecności Polski w analizie Mercera, ocena Polski wzrastała jedynie w 5 latach

w długim terminie (22 pkt.) oraz Filipiny pod względem integralności oraz bezpieczeństwa prawnego systemu (27.7 pkt.). Można przyjąć, że „częstkowe” oceny poniżej 30 pkt. świadczą o bardzo istotnych problemach kraju w danej kategorii. Dla kompletności dodajmy jeszcze, że Polska, będąc „średniakiem” w stawce ocenianych krajów (w całkowitej ocenie), uzyskała następujące oceny „częstkowe”: pod kątem adekwatności świadczeń – 59.2 pkt., wypłacalności – 45.2 pkt., a integralności i bezpieczeństwa prawnego systemu – 69.4 pkt.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na jeden z najniżej ocenionych krajów – Austrię, w końcu jeden z najbogatszych krajów Europy, którego system emerytalny został bardzo surowo oceniony w raporcie Mercera – 40 miejsce na 48 ocenianych krajów w rankingu, w roku 2024. Co ciekawe, w latach 2021 i 2022 Austria zajmowała 33 miejsce w rankingu, a jej ocena istotnie pogorszyła się w ostatnich dwóch latach. Na tak istotne obniżenie oceny Austrii złożyły się m.in.: niski poziom świadczeń oraz niewystarczająca liczba uczestników zakładowych planów emerytalnych (w pełni dobrowolnych). Jako przyczynę tego ostatniego zjawiska autorzy analizy wskazali: brak powszechnych regulacji

Od 2019 roku, czyli od uruchomienia PPK, Polska już 4-krotnie poprawiała swoją ocenę punktową

sektorowych („układów zbiorowych” ze związkami zawodowymi) i brak zachęt podatkowych. Dodatkowym elementem przemawiającym za niską oceną Austrii jest niska aktywność zawodowa osób starszych. Zwróćmy też uwagę na fakt, że system emerytalny Austrii już od dwóch lat oceniany jest jako najgorszy w niezwykle ważnej kategorii, jaką jest wypłacalność systemu w długim terminie – w 2024 roku uzyskał tu 22 pkt. na 100 możliwych. To kryterium o wysokim znaczeniu wśród trzech analizowanych (35% wagi), w ramach którego ocenia się m.in. takie elementy jak: czy system emerytalny zbudowany jest w sposób, który gwarantuje wypłacalność świadczeń w długim terminie, w jaki sposób system podatkowy stara się wspierać oszczędności emerytalne, czy w końcu jaka jest wielkość długu publicznego oraz tempo wzrostu gospodarczego danego kraju.

Polski system emerytalny, jego miejsce w rankingu oraz główne słabości

Polska systematycznie, bo od 2020 roku, osiąga coraz gorszą pozycję w rankingu. W 2020 roku zajęliśmy w nim 25 pozycję, w tym roku 30 (w 2023 było

to 28 miejsce, wśród wszystkich analizowanych systemów). Po trzech latach wzrostu bezwzględnej wartości indeksu dla Polski (lata 2021, 2022 i 2023), w tegorocznej edycji badania ocena polskiego systemu emerytalnego nieznacznie spadła (o 0.8 pkt) i ostatecznie nasz system emerytalny został oceniony na 56.8 pkt.

Straciliśmy we wszystkich trzech podkategoriach, jednak na szczególną uwagę zasługuje bardzo niska ocena polskiego systemu emerytalnego w kategorii wypłacalność w długim terminie (jedynie 45.2 pkt. na 100 możliwych). Dobrze wygląda natomiast bezwzględna ocena Polski w kategorii integralność i bezpieczeństwo prawne systemu (co głównie dotyczy jakości regulacji dot. otwartych funduszy emerytalnych oraz produktów naszego III filara: PPE, PPK, IKE i IKZE) – tu Polska uzyskała 69.4 pkt. Warto jednak podkreślić, że w tym elemencie oceny większości systemów emerytalnych są wysokie i nawet tak duża liczba punktów, nie pozwoliła Polsce istotnie „wspiąć” się w rankingu.

Podobnie jak w pięciu poprzednich edycjach badania, także w 2024 roku Polska została zakwalifikowana do piątej kategorii w siedmiostopniowej skali (grupa „C”). Jest to grupa krajów, których systemy emerytalne „mają pewne dobre cechy, ale również istotne braki i ryzyka, które powinny być wyeliminowane, bo zagrażają efektywności i wypłacalności systemu”. W grupie „C” Polska zajęła 1 miejsce. Warto jednak podkreślić, że przywołany powyżej opis tej kategorii obejmuje dwie podgrupy – „C” oraz „C Plus” – i aby aspirować do kategorii B, czyli krajów o znacznie lepszych systemach emerytalnych, należałoby uzyskać min. 67 pkt., a to już zmiana wymagająca bardzo istotnych wysiłków i materialnych zmian, przede wszystkim w takich

obszarach jak: wysokość świadczeń emerytalnych (szczególnie dla osób najmniej zarabiających), wartość aktywów emerytalnych (w relacji do PKB), poziom partycypacji w zakładowych planach emerytalnych (obecna partycypacja w PPK wynosząca niespełna 50% – i to liczona w sposób, który nie uwzględnia pracodawców, u których żaden pracownik nie przystąpił do PPK – nie pozwala uznać, że uczestnictwo w nich ma charakter powszechny), poziom oszczędności gospodarstw domowych i aktywność zawodowa osób w wieku 55+. W grupie „C” towarzyszą nam m.in. (w kolejności uzyskanych punktów): Chiny, Malezja, Brazylia, Włochy, Japonia, Wietnam, Austria i Korea Południowa.

W grupie krajów ocenionych gorzej niż Polska – kategoria „D”, znalazły się m.in.: Republika Południowej Afryki, Turcja i Argentyna, od której gorzej oceniony został jedynie system emerytalny Indii – i właśnie ten ostatni kraj zamyka tegoroczne zestawienie. Lepiej od naszego oceniono zdecydowaną większość europejskich systemów emerytalnych, m.in. wszystkie systemy krajów skandynawskich, Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii, Chorwacji (21 miejsce w rankingu), Hiszpanii oraz USA. Choć ten ostatni kraj zanotował spektakularny spadek z miejsca 22. na 29.

Rekomendacje dla Polski

Już od kilku lat pozycja Polski w analizie Mercera zasadniczo się nie zmienia. Wzrost indeksu dla Polski odnotowaliśmy bezpośrednio po wdrożeniu reformy PPE, ale same PPK i to przy relatywnie niskich składkach (a tym samym aktywach), i jednocześnie przy stosunkowo niskiej partycypacji (wciąż poniżej 50%), nie mogą wpłynąć istotnie na ocenę Polski. Co więcej, autorzy raportu

Najniżej ocenione kraje w poszczególnych kategoriach to odpowiednio: Indie, w kategorii adekwatność (34.2 pkt.), Austria, w kategorii wypłacalność w długim terminie (22 pkt.) oraz Filipiny pod względem integralności oraz bezpieczeństwa prawnego systemu (27.7 pkt.)

identyfikują szereg problemów Polski, które zasadniczo nie dotyczą uzupełniających filarów systemu. Tak długo, jak polskie emerytury będą uzależnione przede wszystkim od I filara systemu, czyli ZUS (system w pełni redystrybucyjny i pozbawiony aktywów), tak długo Polska nie przebiję się wyżej w ranking. Jednocześnie autorzy badania formułują szereg zaleceń pod adresem Polski, których realizacja mogłaby istotnie polepszyć ocenę naszego systemu emerytalnego.

Rekomendacje dla Polski właściwie nie ulegają zmianie i zawierają dokładnie takie same pomysły, jak te przedstawione w raporcie za 2023 rok, czyli:

- zwiększenie wysokości składek do kapitałowych elementów systemu (PPK i PPE), co powinno pomóc zwiększyć wartość aktywów emerytalnych,
- podniesienie poziomu minimalnych emerytur i publicznego wsparcia najbardziej potrzebujących emerytów,
- podniesienie poziomu oszczędności gospodarstw domowych,
- zwiększenie poziomu aktywności zawodowej osób starszych, szczególnie z perspektywy wydłużania się życia na emeryturze.

Podsumowanie

Podobnie jak rok temu, także w tegorocznym raporcie należy podkreślić pozytywny skutek szeregu zmian wprowadzanych w polskim systemie emerytalnym w ostatnich latach. Za takie należy uznać przede wszystkim faktyczne podwyższanie świadczeń emerytalnych w formie dodatkowych: 13 i 14 emerytur (choć raczej nie uwzględnione w badaniu, bo wypłaty te nie mają charakteru „systemowego”), a przede wszystkim reformę PPK i rosnące z roku na rok aktywa PPK oraz rosnący poziom partycypacji w PPK – łącznie w PPK

uczestniczy obecnie blisko 4 mln osób, które zgromadziły na swoich kontach 30 mld zł środków.

W tym miejscu nie wolno także zapominać o PPE i choć tych ostatnich programów nie przybywa, to jednak trudno pominąć uczestniczących w nich ponad 650 tys. pracowników i zgromadzone przez nich ponad 20 mld zł aktywów. Wciąż jednak wiele elementów polskiego systemu emerytalnego wymaga poprawy. Brak pewności co do przyszłości OFE, wiek emerytalny nie uwzględniający zachodzących zmian w długości życia, czy w końcu różnice w świadczeniach emerytalnych kobiet i mężczyzn, to jedynie kilka z nich. Z pewnością stoją przed nami także wyzwania związane z zachęcaniem Polaków do dłuższej pracy – te działania w kontekście braku woli (politycznej) do dyskusji o zmianie (podwyższeniu?) wieku emerytalnego mogą być szczególnie trudne do zrealizowania.

Krzysztof Nowak

prezes zarządu Mercer Polska

TABELA 1

Ranking w 2024 roku oraz zmiany wartości indeksu w stosunku do roku 2023.

Miejsce 2024	Kraj	Łącznie punkty 2024	Miejsce 2023	Łącznie punkty 2023
1	Holandia	84.8	1	85.0
2	Islandia	83.4	2	83.5
3	Dania	81.6	3	81.3
4	Izrael	80.2	4	80.8
5	Singapur	78.7	7	76.3
6	Australia	76.7	5	77.3
7	Finlandia	75.9	6	76.6
8	Norwegia	75.2	8	74.4
9	Chile	74.9	14	69.9
10	Szwecja	74.3	9	74.0
11	UK	71.6	10	73.0
12	Szwajcaria	71.5	11	72.0
13	Urugwaj	68.9	15	68.9
14	Nowa Zelandia	68.7	17	68.3
15	Belgia	68.6	16	68.6
16	Meksyk	68.5	36	55.1
17	Kanada	68.4	12	70.2
18	Irlandia	68.1	13	70.2
19	Francja	68.0	25	61.7
20	Niemcy	67.3	19	66.8
21	Chorwacja	67.2	27	60.3
22	Portugalia	66.9	18	67.4
23	Zjedn. Emiraty	64.8	23	62.5
24	Kazakhstan	64.0	20	64.9
25	Hong Kong SAR	63.9	21	64.0
26	Hiszpania	63.3	26	61.6
27	Kolumbia	63.0	24	61.9
28	Arabia Saudyjska	60.5	28	59.5
29	USA	60.4	22	63.0
30	Polska	56.8	29	57.6
31	Chiny	56.5	35	55.3

32	Malezja	56.3	32	56.0
33	Brazylia	55.8	33	55.7
34	Botswana	55.4	37	54.5
35	Włochy	55.4	30	56.3
36	Japonia	54.9	31	56.3
37	Peru	54.7	34	55.5
38	Wietnam	54.5	N/a	N/a
39	Tajwan	53.7	39	53.6
40	Austria	53.4	40	52.5
41	Korea Płd.	52.2	42	51.2
42	Indonezja	50.2	41	51.8
43	Tajlandia	50.0	43	46.4
44	RPA	49.6	38	54.0
45	Turcja	48.3	44	46.3
46	Filipiny	45.8	46	45.2
47	Argentyna	45.5	47	42.3
48	Indie	44.0	45	45.9
	Średnia	63.4		62.9

Badanie i jego metodologia

Indeks Emerytalny jest wspólnym projektem badawczym sponsorowanym przez CFA Institute, stowarzyszenie zrzeszające specjalistów z dziedziny doradztwa i zarządzania aktywami, Monash Centre for Financial Studies (MCFS), część Monash Business School na Monash University w Australii, oraz Mercer, globalnego lidera w doradztwie z zakresu HR, rynku inwestycyjnego oraz świadczeń emerytalnych.

W badaniu MCGPI, każdy kraj jest oceniany w skali od 0 do 100 punktów. Całkowita wartość indeksu jest średnią ważoną trzech kryteriów: 1) adekwatności, 2) wypłacalności w długim terminie i 3) integralności oraz bezpieczeństwa prawnego systemu. Każdemu kryterium przypisuje się konkretną wagę (ważność), najwyższą adekwatności (40%). W ramach tego kryterium analizuje się między innymi, czy zapewniane przez kraj świadczenia emerytalne są na odpowiednim poziomie, czy system zachęt podatkowych sprzyja budowaniu oszczędności emerytalnych, czy emerytury pochodzą z wielu źródeł, itd. Drugim pod względem ważności kryterium jest wypłacalność systemu w długim terminie. Analizowana jest ona na podstawie kilku wskaźników oceniających, czy system emerytalny zbudowany jest w sposób, który gwarantuje wypłacalność świadczeń w przyszłości, czy i w jaki sposób system podatkowy stara się wspierać oszczędności emerytalne, jaka jest wielkość długu publicznego, tempo wzrostu gospodarczego, itd. To kryterium ma wagę 35%. Trzecie kryterium, integralność i bezpieczeństwo prawne systemu, koncentruje się na obszarze prywatnych oszczędności i bada, na podstawie różnych wskaźników, jak „wiarygodny” i trwały jest ten element systemu. Decydującą rolę w ocenie odgrywa tutaj skuteczny system prawny i efektywny nadzór państwa. W tym kryterium waga wynosi 25%. W sumie, w ocenie uwzględnia się łącznie 50 indywidualnych wskaźników oceniających szczegółowo wszystkie istotne elementy systemów.

Kurs e-learningowy Zadbane finanse to bezpłatna oferta branży OFE dla osób młodych,

zwłaszcza studentów
i wchodzących na rynek pracy
lub będących na początkowym
etapie kariery zawodowej.

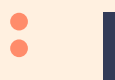
Przygotowany został przez
Izbę Gospodarczą Towarzystw
Emerytalnych oraz CFA Society
Poland we współpracy z ekspertami
– naukowcami, praktykami
i edukatorami finansowymi.

Treści edukacyjne prezentowane są w formie nagrań wideo z wykorzystaniem animacji i infografik.

Tematyka obejmuje zagadnienia: jak myśleć o finansach,
jak dbać o dochody, jak pilnować wydatków i oszczędzać
oraz jak inwestować, by stworzyć znaczące zasoby.
Nagrania mają od kilku do kilkunastu minut, by uczestnicy
kursu mogli korzystać z nich elastycznie, w ramach własnych
potrzeb i możliwości czasowych.



Poleć ten kurs młodym osobom!
zadbanefinanse.pl



WYDAWCA

Izba Gospodarcza
Towarzystw Emerytalnych

ul. Marszałkowska 20/22 lok. 64

00-590 Warszawa

tel./fax: 22 629 09 27

e-mail: igte@igte.pl

www.igte.pl

www.x.com/_IGTE

www.facebook.com/IGTEPL

www.youtube.com/IGTE

www.linkedin.com/company/igte/

REDAKTOR NACZELNY

Filip Pietkiewicz-Bednarek

NUMERY ARCHIWALNE:

www.igte.pl/wydawnictwa/biuletyn

OKŁADKA:

Monika Marek-Łucka

IZBA GOSPODARCZA TOWARZYSTW EMERYTALNYCH

to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 7 towarzystw reprezentujących interesy około 14,5 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości ponad dwustu miliardów złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.



WWW
www.igte.pl

Na naszej stronie odnajdzie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE



Youtube
www.youtube.com/IGTE

Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzyjcie na naszym kanale



X
www.x.com/_IGTE

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na X.



Facebook
www.facebook.com/IGTE

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB



LinkedIn
www.linkedin.com/company/igte/

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów