

Joanna Adamska-Mieruszewska*, Magdalena Mosionek-Schweda**

Uniwersytet Gdański

REFORMA SYSTEMU EMERYTALNEGO NA WĘGRZECH I JEJ ZNACZENIE DLA GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W BUDAPESZCIE

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena wpływu zmian dokonanych w 2010 roku w węgierskim systemie emerytalnym, których efektem była w praktyce nacjonalizacja prywatnych funduszy emerytalnych (stworzonych w 1998 r. na mocy przeprowadzonej wówczas reformy systemu repartycyjnego) i wpływ na funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie. Globalny kryzys finansowy i gospodarczy z początku XXI wieku dotknął nie tylko rynki finansowe, ale również obnażył słabości wielopoziomowych (wielofilarowych) systemów emerytalnych i uwypuklił problemy finansowania okresu przejściowego, w którym konieczne jest dofinansowanie systemu repartycyjnego ze względu na fakt odprowadzania części składki do funduszy emerytalnych. Decyzja rządu węgierskiego o przeniesieniu składki z funduszy do pierwszego filara i wprowadzeniu dobrowolności drugiego była najbardziej skrajnym rozwiązaniem – w innych państwach poprzestano na zmniejszeniu lub wstrzymaniu przekazywanej do funduszy składki. Biorąc pod uwagę istotę funkcjonowania funduszy emerytalnych (gromadzenie i pomnażanie oszczędności emerytalnych ich członków) oraz wielkość posiadanych przez nie aktywów, likwidacja tych podmiotów nie pozostała obojętna również dla rynku kapitałowego, w tym giełdy papierów wartościowych.

* E-mail: ekojam@ug.edu.pl.

** E-mail: magdams@ug.edu.pl.

Artykuł oparto na analizie literatury oraz danych statystycznych dotyczących węgierskiego systemu emerytalnego. Podstawowe charakterystyki Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie zaczerpnięto z portalu internetowego tej giełdy oraz ze statystyk Światowej Federacji Giełd.

Słowa kluczowe: fundusze emerytalne, rynek kapitałowy, system repartycyjny, system emerytalny

Wprowadzenie

Na przełomie XX i XXI wieku rządy wielu państw rozpoczęły reformy krajowych systemów emerytalnych zmierzające do odejścia od ówczesnego systemu repartycyjnego w kierunku systemu wielopoziomowego, którego istota sprowadza się do stworzenia kilku płaszczyzn (filarów) zawierających instytucje odpowiedzialne za zabezpieczenie przyszłych dochodów emerytalnych. Przeprowadzone reformy miały istotne znaczenie także dla rynków finansowych, w tym giełd papierów wartościowych, które zyskały nowych, znaczących inwestorów – fundusze emerytalne dysponujące z roku na rok coraz większymi aktywami.

Globalny kryzys finansowy i gospodarczy z początku XXI wieku obnażył jednak słabości wielopoziomowych systemów emerytalnych i uwypuklił problemy finansowania okresu przejściowego, w którym pojawiła się konieczność dofinansowania systemu repartycyjnego ze względu na fakt podziału składki emerytalnej pomiędzy filar państwowy i fundusze emerytalne. W konsekwencji w wielu krajach podjęto decyzję o wzmocnieniu filara państwowego kosztem ograniczenia prywatnej części systemu emerytalnego.

W roku 2011 węgierski system emerytalny po ponad 20 latach powrócił do jednofilarowego, obowiązkowego ubezpieczenia, opartego na zasadzie zdefiniowanego świadczenia (PAYG). Węgry zdecydowały się na najbardziej radykalne rozwiązanie, w praktyce prowadzące do niemal całkowitej nacjonalizacji funduszy emerytalnych¹. Biorąc pod uwagę istotę funkcjonowania funduszy (gromadzenie i pomnażanie składek emerytalnych ich członków) oraz wielkość zarządzanych przez nie aktywów, likwidacja tych podmiotów nie pozostała obojętna również dla rynku kapitałowego.

¹ E. Whitehouse, *Reversal of Systematic Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Implications*, OECD Social Policy Division, Paris 2012, s. 3–4

Celem artykułu jest ocena znaczenia zmian dokonanych w 2010 roku w węgierskim systemie emerytalnym, na funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie. Artykuł oparto na analizie literatury oraz danych statystycznych dotyczących węgierskiego systemu emerytalnego. Podstawowe charakterystyki węgierskiego parkietu giełdowego zaczerpnięto z portalu internetowego tej giełdy oraz ze statystyk Światowej Federacji Giełd.

1. System emerytalny na Węgrzech – geneza i reformy

Korzenie węgierskiego systemu emerytalnego sięgają lat 20. XX wieku. W roku 1929 na Węgrzech utworzono pierwszy powszechny i obowiązkowy system emerytalny, którym objęto ponad połowę osób aktywnych zawodowo (z wyłączeniem rolników i samozatrudnionych). W roku 1951 wprowadzono system oparty na zasadzie repartycyjności, finansowany ze składek pracowników, o bardzo popularnym, niemal powszechnym charakterze – w 1970 roku systemem objęto ponad 90% osób aktywnych zawodowo². Wraz ze zmieniającą się strukturą demograficzną kraju oraz rosnącą stopą zastąpienia³ system stawał się coraz mniej efektywny. Do roku 1990 udział wydatków na świadczenia emerytalne osiągnął poziom 10% PKB (dla porównania w Polsce wynosił około 15% PKB)⁴. Sytuacja pogorszyła się w okresie transformacji ustrojowej, gdy zmiany gospodarcze, w tym prywatyzacja i związana z nią racjonalizacja zatrudniania, spowodowały wzrost liczby osób przechodzących na wcześniejsze emerytury. Dynamiczniej niż dotychczas postępowały również procesy demograficzne, takie jak zmniejszenie dzietności czy wydłużenie trwania życia. Rozwinięty system wcześniejszych emerytur, z jednoczesnym zmniejszeniem liczby świadczeniodawców znacznie obciążył system wyrażony stosunkiem liczby emerytów do liczby pracujących. W okresie transformacji wskaźnik ten wzrósł z 51% do 84%⁵. W roku 1996 wydatki na świadczenia emerytalne

² A. Simonovits, *Hungarian Pension System and its Reform*, Institute of Economics Hungarian Academy of Science, Discussion Papers MT-DP – 2009/8, Budapest 2009, s. 5–6.

³ Stopa zastąpienia wzrosła z 37% w 1970 r. do ponad 66% w 1990 r.

⁴ Dane dotyczące udziału świadczeń emerytalnych w PKB kraju zaczerpnięto z danych OECD, OECD Database, <https://stats.oecd.org> (dostęp: 10.03.2015).

⁵ A. Simonovits, *op.cit.*, s. 7–8.

zbliżyły się do poziomu 9% PKB, czyli wzrosły o ponad 6 punktów procentowych od 1970 roku.

W roku 1992 utworzono Fundusz Ubezpieczeń Emerytalnych (*National Pension Insurance – Országos Nyudijbiztosítási Foigazgatoság Kozpont – ONYF*), a rok później powołano dobrowolny, kapitałowy filar emerytalny, licząc na przynajmniej częściowe przeniesienie ciężaru zabezpieczenia emerytalnego na ubezpieczonych.

Pierwszą zasadniczą, po transformacji gospodarczej reformę przeprowadzono w 1998 roku. Zainicjowała ona serię reform w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w których wyniku utworzono system wielofilarowy⁶. Jego fundament były dwa filary obowiązkowe: pierwszy, zarządzany przez instytucję publiczną, repartycyjny, a drugi – prywatny, kapitałowy, zarządzany przez fundusze emerytalne. Z założenia nowy system miał obowiązkowo objąć wszystkie osoby, które po 30 czerwca 1998 roku po raz pierwszy weszły na rynek pracy.

Od początku reformy składka emerytalna na Węgrzech należała do jednej z najwyższych w Europie. Do filara kapitałowego, zarządzanego przez prywatne fundusze emerytalne, trafiała jednak tylko część składki odprowadzanej przez pracownika – w 1998 roku było to 6% wynagrodzenia, a 2004 roku – 8%. Dla porównania składka, która trafiała do pierwszego filara w 1998 roku wynosiła 25% (część pracodawcy i pracownika), w 2002 roku zmniejszyła się do 19%, a w 2008 roku ponownie wróciła do poziomu 25%⁷.

Ubezpieczeni mogli wybierać spośród około 20 funduszy emerytalnych, do których w 2010 roku przynależało ponad 3,1 mln ubezpieczonych. Do największych pod względem zarówno liczby członków, jak i aktywów należały instytucje międzynarodowe, takie jak AEGON, ING, Allianz, a także węgierski OTP Bank. Do końca 2010 roku wartość zgromadzonych aktywów łącznie wynosiła ponad 3102 mld HUF (zob. tab. 2). W latach 2000–2009 średnia stopa zwrotu w funduszach wynosiła 7,34%⁸.

Reforma z 1998 roku nie przyniosła zamierzonych zmian w systemie. Stale rósł udział kosztów związanych z obsługą systemu emerytalnego,

⁶ R. Holzmann, R. Hinz, *Old Age Income Support in the 21st Century. An International Perspective on Pension Systems and Reform*, The World Bank 2005.

⁷ K. Hirose, *Pension Reform in Central and Eastern Europe in Times of Crisis, Austerity and Beyond*, International Labour Organization 2011, s. 172.

⁸ *Golden Books 2010*, Hungarian Financial Supervisory Authority (HFSA).

przekraczając w 2011 roku 11% PKB (zob. tab. 1). Rosnące wydatki na świadczenia emerytalne były wynikiem zarówno konieczności dofinansowania systemu publicznego oraz pokrycia kosztów transferu do systemu częściowo zdefiniowanej składce, jak i niekorzystnych zmian demograficznych. W latach 1990–2013 wskaźnik obciążenia ekonomicznego wzrósł o 5 punktów procentowych – z 20% do 25%, średnia długość życia wzrosła do 75 lat, z 69 lat w 1990 roku (zob. rys. 1). Rosło również obciążenie samego systemu – na koniec 2012 roku stosunek liczby osób pobierających świadczenia emerytalne do liczby aktywnych zawodowo wynosił prawie 47% (zob. tab. 1).

Tabela 1. Statystyki dotyczące węgierskiego systemu emerytalnego w latach 1996–2013

Rok	Wydatki na świadczenia emerytalne (HUF) ^a	Wydatki na świadczenia emerytalne ogółem jako % PKB ^b	Liczba osób pobierających świadczenia z systemu emerytalnego, (w tys.) ^c	Liczba osób aktywnych zawodowo, zatrudnionych, (w tys.) ^c	Liczba osób aktywnych zawodowo (w wieku 15–64, (w tys.) ^c	Liczba osób aktywnych zawodowo/liczba osób pobierających świadczenia emerytalne	Średnia wysokość miesięcznej emerytury na osobę (HUF) ^c
1998	–	–	1664,6	3676,2	3986,6	41,8	33 120
2001	–	8,7	1664,1	3849,8	4083,7	40,7	47 561
2005	–	9,8	1658,4	3878,6	4181,7	39,7	72 160
2010	2902518,2	11,0	1700,1	3701,3	4170,6	40,8	104 014
2011	3054439,0	11,1	1959,2	3724,2	4190,0	46,8	104 610
2012	2554958,4	9,6	2000,1	3792,8	4264,9	46,9	112 781
2013	–	–	2037,1	3860,0	4300,2	47,4	115 786

Źródło: opracowanie własne na podstawie ^a Central Administration of National Pension Insurance, www.onyf.hu (dostęp: 10.03.2015); ^b OECD Database (dostęp: 10.03.2015); ^c Hungarian Central Statistical Office, www.ksh.hu (dostęp: 20.02.2015).

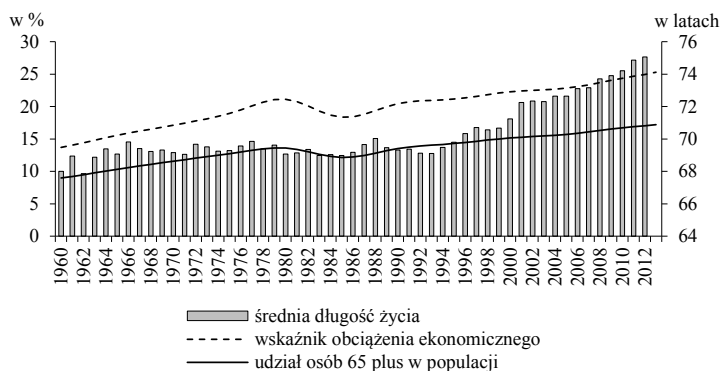
Na ostateczną decyzję o kolejnej reformie systemu emerytalnego na Węgrzech wpływ miały jednak nie tylko czynniki bezpośrednio związane z systemem, ale również wiele uwarunkowań gospodarczych, będących konsekwencją kryzysu gospodarczego, które istotnie przyspieszyły tę decyzję. Zadłużenie Węgier w 2008 roku przekroczyło 70% PKB, a deficyt wzrósł znacznie ponad 4% PKB⁹.

W roku 2009 rząd węgierski kolejny raz podniósł wiek emerytalny – do 65 lat, zrezygnowano z trzynastej emerytury, czasowo zawieszono minimalne świadczenie, przesunięto waloryzację z 2009 roku na 2010 rok oraz zaostrzono przepisy

⁹ Eurostat, ec.europa.eu/Eurostat (dostęp: 2.03.2015).

dotyczące wcześniejszych emerytur i rent. Zmiany te okazały się jednak niewystarczające i w 2010 roku rząd podjął dalsze kroki zmierzające do nacjonalizacji drugiego filara¹⁰. Pierwsza regulacja dotyczyła zmiany obowiązkowego charakteru przynależności do funduszu emerytalnego – od 2011 roku drugi filar ma charakter dobrowolny¹¹. Następnie zdecydowano o zawieszeniu składek odprowadzanych do funduszy emerytalnych na okres 14 miesięcy od listopada 2010 roku, przenosząc całą część do systemu publicznego¹². Ostatecznie 13 grudnia 2010 roku przyjęto ustawę, która *de facto* nacjonalizowała drugi filar¹³.

Rysunek 1. Wskaźnik obciążenia ekonomicznego*, udział osób powyżej 65 lat w populacji ogółem (oś główna) oraz średnia długość życia od momentu narodzin (oś pomocnicza) na Węgrzech w latach 1960–2013



*Wskaźnik obciążenia ekonomicznego wyrażony jako udział populacji w wieku poprodukcyjnym (powyżej 65 lat) w populacji ogółem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Bank Database (dostęp 15.03.2015).

¹⁰ Rozwiązanie, mimo że teoretycznie poprawiło sytuację finansową kraju i zwiększyło stabilność finansową, *de facto* pokazuje jak podatne na zmiany polityczne są schematy emerytalne oparte na zasadzie zdefiniowanej składki (DC). W praktyce stają się narzędziem przywracania równowagi i zmniejszania deficytu w kryzysowych momentach. J. Drahekoupil, S. Domonkos, *Averting the Funding-Gap Crisis: East European Pension Reforms since 2008*, „Global Social Policy” 2012, No. 12 (3).

¹¹ *Act No. 100 of 2010 on the Freedom of Choice of Private Pension Funds*, 2010, za: K. Hirose, *Pension Refoms...*, *op.cit*

¹² *Act No. 101 of 2010 on the Amendments of Mandatory Private Pension Funds Contributions*, 2010, za: K. Hirose, *op.cit*.

¹³ *Act No. 154 of 2010 on the Pension Reform and Debt Reduction Fund*, 2010, za *ibidem*.

Aktywni zawodowo mają możliwość rezygnacji z ubezpieczenia państwowego na rzecz filara kapitałowego. Rozwiązanie to oznacza, że pracownik rezygnuje z emerytury państwowej, ale tylko część składki trafi do prywatnego funduszu emerytalnego, pozostała część (płacona przez pracodawcę) nadal jest odprowadzana do ONYF, chociaż ubezpieczony pozostaje poza systemem publicznym¹⁴.

W konsekwencji przeprowadzonych zmian liczba funduszy emerytalnych zmniejszyła się z 18 w 2010 roku do 13 w 2011 roku, a następnie do 8 w 2013 roku, z czego trzy znajdują się w stanie likwidacji¹⁵. W tym samym czasie liczba członków zmniejszyła się z ponad 3 mln w 2010 roku do 62 tys. w 2013 roku, czyli w systemie kapitałowym zdecydowało się pozostać zaledwie około 3% ubezpieczonych (zob. tab. 2). Na koniec grudnia 2010 roku, wartość zgromadzonych w funduszach aktywów wynosiła 3100 mln HUF (11 mld EUR), co stanowiło około 16% węgierskiego PKB.

Tabela 2. Liczba węgierskich funduszy emerytalnych, liczba ich członków oraz wartość zgromadzonych aktywów w latach 2000–2013

Rok	Liczba funduszy emerytalnych	Liczba członków (w tys.)	Wartość aktywów (mld HUF)
2000	21	2187,0	176,0
2005	18	2511,0	1217,0
2009	19	3020,0	2488,0
2010	18	3115,0	3102,0
2011	13	99,6	226,3
2012	10	69,1	192,0
2013	8	62,4	193,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Golden Books 2005, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, Hungarian Financial Supervisory Authority (HFSA), 18.03.2015.

Powrót do państwowego systemu emerytalnego doprowadził do przeniesienia do węgierskiego budżetu kwoty około 10 mld EUR, co w krótkim czasie poprawiło sytuację fiskalną kraju. Z uwagi jednak na niekorzystne dla systemu emerytalnego trendy demograficzne decyzja ta w długim okresie z pewnością nie pozostanie bez wpływu na stabilność zarówno samego systemu, jak i finansów publicznych

¹⁴ *Ibidem*; A. Simonovits, *op.cit.*

¹⁵ Golden Books 2013, Hungarian Financial Supervisory Authority (HFSA).

ogółem. Konsekwencje reformy systemu emerytalnego i prawie zupełnej likwidacji funduszy emerytalnych można również zaobserwować na Gieldzie Papierów Wartościowych w Budapeszcie. Obowiązkowe fundusze miały bowiem w swoich portfelach aktywa sięgające 16% PKB, z czego w 2010 roku ponad 6%, czyli prawie 190 mld HUF, trafiało na rynki kapitałowe.

2. Rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie

Historia Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie (*Budapest Stock Exchange*, BSE) ma swój początek 18 stycznia 1864 roku w Peszcie. Początkowo dynamiczny rozwój giełdy został zatrzymany przez działania wojenne i ostatecznie po zakończeniu drugiej wojny światowej, na skutek nacjonalizacji większości węgierskich przedsiębiorstw, została ona oficjalnie rozwiązana, a jej majątek stał się własnością państwa¹⁶. Działalność Giełdy Papierów Wartościowych (BSE) została przywrócona 21 czerwca 1990 roku. Tego dnia na parkiecie obecna była tylko jedna spółka – IBUSZ. Do końca 1990 roku do notowań dołączyło kolejnych pięciu emitentów i ostatecznie na koniec roku notowano walory sześciu spółek o łącznej kapitalizacji niespełna 267 mln USD. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy działania BSE zawarto ponad cztery tysiące transakcji o wartości prawie 97 mln USD (zob. tab. 3). Analizując podstawowe charakterystyki giełdy, trudno mówić o satysfakcjonującym jej rozwoju. Liczba notowanych spółek miała tendencję rosnącą jedynie w pierwszej dekadzie działania BSE, osiągając maksimum w 1999 roku, gdy notowano akcje 66 emitentów. Ten wynik nie został dotychczas ponownie osiągnięty. Począwszy od 2000 roku obserwuje się spadek liczby notowanych spółek, aż do poziomu 41 podmiotów w latach 2006–2007. Na koniec 2014 roku na BSE obecnych było 48 emitentów o łącznej kapitalizacji 14,5 mld USD, co odpowiadało statystykom odnotowanym na giełdzie w 1997 roku. Najlepsze wartości pod względem kapitalizacji oraz obrotu BSE osiągała w latach 2006–2007, zatem w przededniu współczesnego kryzysu finansowego.

Mimo że w 2014 roku na BSE notowano akcje 48 emitentów, to 95% całkowitych obrotów skupiało się na walorach czterech spółek: OTP Nyrt. (największy bank komercyjny na Węgrzech), MOL Nyrt. (MAGYAR OLAJ – spółka obejmująca cały

¹⁶ T.G. Korányi, N. Szeles, *Birth of an Exchange 1864/1990 – The Jubilee Publication of the Budapest Stock Exchange*, Eigenverlag 2005.

Tabela 3. Podstawowe statystyki Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie w latach 1990–2014 (dane na koniec roku)

Rok	Liczba notowanych spółek	Kapitalizacja rynku (USD mln)	Obrót w ujęciu wartościowym (USD mln)*	Obrót w ujęciu ilościowym (szt.)	Indeks BUX**
1990	6	266,9	96,80	4 255	–
1991	20	505,2	131,10	13 637	837,60
1992	23	562,1	76,10	6 715	890,90
1993	28	811,3	198,40	14 283	1 264,10
1994	40	1 639,7	530,00	57 854	1 470,10
1995	42	2 350,2	696,90	60 851	1 528,90
1996	45	5 582,9	3 212,60	153 937	4 134,30
1997	49	15 028,8	15 369,40	478 236	7 999,10
1998	55	14 021,5	32 208,30	1 011 514	6 307,67
1999	66	16 414,3	29 695,80	1 461 482	8 819,45
2000	60	11 919,78	24 495,13	1 612 482	7 849,75
2001	56	10 209,52	9 667,85	902 381	7 131,13
2002	49	12 988,88	11 788,00	730 822	7 798,29
2003	51	16 662,91	8 862,59	702 701	9 379,99
2004	48	28 597,85	14 269,59	775 182	14 742,57
2005	44	32 575,67	22 164,08	1 104 246	20 784,88
2006	41	41 934,49	30 986,59	1 464 913	24 844,32
2007	41	46 195,63	49 940,51	1 629 373	26 235,33
2008	43	18 465,41	27 563,77	1 893 117	12 241,69
2009	46	30 036,63	27 205,90	3 349 885	21 227,01
2010	52	27 708,41	26 466,46	2 612 465	21 327,07
2011	54	18 772,97	15 651,91	2 333 671	16 974,24
2012	52	20 760,18	10 963,36	1 629 866	18 173,20
2013	50	19 797,41	10 822,66	1 347 986	18 564,08
2014	48	14 513,28	7 113,71	1 187 326	16 634,00

* Obrót w ujęciu wartościowym obliczany jest jako iloczyn kursu oraz liczby sprzedanych i kupionych instrumentów (liczony podwójnie), natomiast obrót w ujęciu ilościowym to liczba sprzedanych instrumentów (liczony pojedynczo).

** Wartość bazowa indeksu liczona od 2 stycznia 1991 roku wyniosła 1000 punktów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Nivorozhkin, *Capital Structures in Emerging Stock Markets: the Case of Hungary*, „The Developing Economies” 2002, XL-2, June; Budapest Stock Exchange, Annual Statistics 2000, http://bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics (dostęp: 11.03.2015); World Federation of Exchange, Statistics, Annual Query Tool, Budapest SE, www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool (dostęp: 12.03.2015).

węgierski przemysł naftowy i gazowy), Magyar Telekom Nyrt. (operator komórkowy) oraz RICHTER Nyrt. (największy węgierski koncern farmaceutyczny).

W strukturze organizacyjnej giełdy budapesztańskiej można wyróżnić cztery odrębne rynki charakteryzujące się własnymi zasadami dopuszczania do notowań i obrotu: rynek papierów udziałowych, instrumentów dłużnych pochodnych¹⁷. Dodatkowo w listopadzie 2011 roku BSE uruchomiła nowy, alternatywny rynek, zwany *BETa Market*, przeznaczony do obrotu instrumentami emitowanymi przez największe i najbardziej płynne zagraniczne spółki. Według danych na koniec grudnia 2014 roku, na *BETa Market* handlowano akcjami 20 zagranicznych emitentów, w tym między innymi takich korporacji, jak Adidas, BMW, Lufthansa, BAYER. Przeciętnie dochodzi na tym rynku miesięcznie do około tysiąca transakcji na łączną kwotę około 1,1–1,7 mln euro¹⁸.

W roku 2002, po 12 latach funkcjonowania jako samodzielna osoba prawna, giełda węgierska została przekształcona w spółkę akcyjną, jednak nie zadbano o zastosowanie mechanizmów obrony przed wrogim przejęciem. Skutkiem tego inwestorzy mogli bez żadnych ograniczeń nabywać udziały w BSE od działających na Węgrzech brokerów, wyprzedających akcje szczególnie po ataku terrorystycznym w USA z 11 września 2001 roku i końcu hossy internetowej, przekonanych o braku potencjału rozwojowego węgierskiej giełdy. W odpowiedzi na tę sytuację, dążąc do ustabilizowania akcjonariatu i stworzenia długoterminowej strategii dla budapesztańskiej giełdy, HVB Bank Węgry zorganizował wraz z Erste Bank i Raiffeisen Bank konsorcjum, do którego zaproszono również Wiener Börse i Österreichische Kontrollbank celem skupu akcji BSE, co zostało sfinalizowane w 2004 roku. Podjęta wówczas współpraca z giełdą wiedeńską miała dodatkowo skutkować stworzeniem zintegrowanego systemu giełd Europy Środkowej i Wschodniej. Ostatecznie Austriacy przejęli pełną kontrolę na giełdą węgierską, co przez wieki było postrzegane jako wrogie przejęcie, mające na celu wzmocnienie rynku wiedeńskiego przez osłabienie konkurencyjnych parkietów¹⁹.

Od 14 stycznia 2010 roku Giełda Papierów Wartościowych w Budapeszcie jest częścią CEE Stock Exchange Group (CEESEG) – międzynarodowego holdingu

¹⁷ Budapest Stock Exchange, *Annual Report 2013*, Budapest Stock Exchange, Hungary 2013, s. 8.

¹⁸ Budapest Stock Exchange, *Introduction of BETa Market*, [http://bse.hu/topmenu/beta_market/intoduction_BETa_market/intoduction_of_BETa.html](http://bse.hu/topmenu/beta_market/introduction_BETa_market/intoduction_of_BETa.html) (dostęp: 12.03.2015).

¹⁹ J. Kurasz, *Wyciągnijcie wnioski z prywatyzacji węgierskiej giełdy*, „Rzeczpospolita” z 5.08.2008.

grupującego parkiety giełdowe z Wiednia, Budapesztu, Ljubljany i Pragi (CEESEG posiada 50,45% w akcjonariacie BSE)²⁰.

3. Wpływ reformy węgierskiego systemu emerytalnego na funkcjonowanie budapesztańskiej giełdy papierów wartościowych

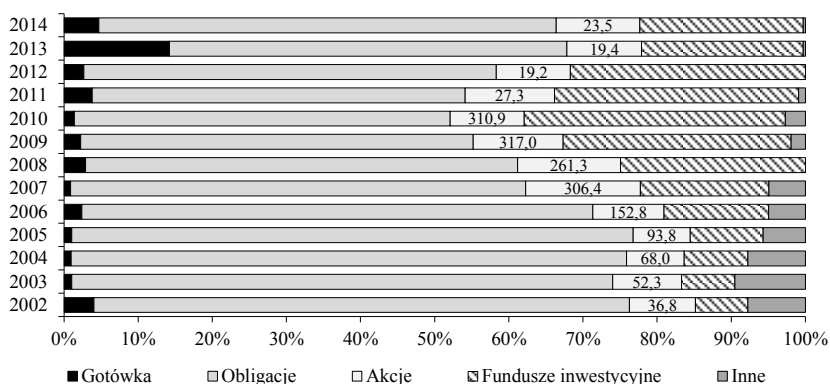
Analiza statystyk Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie potwierdza negatywny wpływ na nią nacjonalizacji funduszy emerytalnych, lecz spadek wartości kapitalizacji, obrotów oraz głównego indeksu był dostrzegalny już wcześniej, przed ogłoszeniem decyzji o likwidacji funduszy (zob. tab. 3). Po pierwsze, sytuacja na budapeszteńskiej giełdzie jest silnie determinowana wydarzeniami na światowych rynkach finansowych, co doskonale było widać w 2008 roku, gdy ogólnoświatowy kryzys dotknął również BSE, przejawiając się spadkiem kapitalizacji giełdy o 60% oraz zmniejszeniem obrotów o 45% w porównaniu z 2007 rokiem. Po drugie, wahania na węgierskiej giełdzie w dużej mierze wynikają z jej specyfiki. Jak wspomniano powyżej, wśród spółek obecnych na BSE znajdują się jedynie cztery o dużej kapitalizacji i to właśnie na nich skupia się około 90–95% obrotów. Wahania kursów tych podmiotów praktycznie decydują o kapitalizacji całego parkietu.

Skutki likwidacji funduszy są widoczne w 2011 roku, mimo że proces przesuwania oszczędności emerytalnych zgromadzonych w funduszach do pierwszego filara był rozłożony w czasie i trwał niemal cały 2011 rok. W tym celu powołano specjalną agencję, która była odpowiedzialna za sprzedaż akcji przejmowanych od funduszy w taki sposób, by nadmierna podaż nie wpłynęła negatywnie na notowania na BSE. W latach 2002–2010 inwestycje w akcje stanowiły 11,88% portfela inwestycyjnego węgierskich funduszy emerytalnych. Po reformie pod koniec 2010 roku wartość aktywów w funduszach zmniejszyła się o 80%, osiągając w 2011 roku 113 mld HUF (zob. rys. 2). Procentowo udział akcji w portfelach funduszy nie zmienił się znacznie, ponieważ przez cały czas wynosił około 10–11% (w 2014 roku 11,26%), jednak wartość inwestycji funduszy na rynku akcji zmniejszyła się pomiędzy 2010 rokiem a 2011 rokiem o 90%. Podobnie jak w innych państwach regionu EŚW, największy udział w portfelach inwestycyjnych funduszy stanowiły

²⁰ CEE Stock Exchange Group, *The holding company CEESEG AG*, <http://www.ceeseg.com/about/organization-structure> (dostęp: 12.03.2015).

obligacje²¹ – w latach 2002–2014 średnio około 58%, z czego ponad 92% to inwestycje w obligacje rządu węgierskiego.

Rysunek 2. Struktura portfelowa obowiązkowych funduszy emerytalnych na Węgrzech w latach 2002–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Time Series: Pension Funds*, The Central Bank of Hungary, felugyelet.mnb.hu (dostęp: 5.03.2015).

Mimo rozłożenia w czasie sprzedaży akcji posiadanych przez fundusze, nie udało się uniknąć tąpnięcia na giełdowym parkiecie. Nie można jednak mówić o jego całkowitym załamaniu, dzięki temu, że BSE była w znacznie mniejszym stopniu uzależniona od funduszy emerytalnych niż np. warszawskiej GPW. Po pierwsze, w 2010 roku węgierskie fundusze posiadały akcje odpowiadające około 10% kapitalizacji BSE i generowały około 20% obrotów (dla porównania, w przypadku polskich OFE wartości te kształtowały się na poziomie odpowiednio 15–19% oraz 40%). Po drugie, mogły inwestować 30% posiadanych aktywów na zagranicznych rynkach kapitałowych i z tej możliwości chętnie korzystały, a upłynnienie tych walorów nie wpływało na BSE. Po trzecie, fundusze węgierskie dysponowały znacznie mniejszymi aktywami niż np. polskie OFE – do 2010 roku ich członkowie zgromadzili oszczędności emerytalne o wartości około 10 mld EUR (średnio

²¹ Dla porównania średni udział obligacji skarbowych w lokatach dłużnych OFE w Polsce, w latach 2000–2013 wynosił 92%, por. J. Adamska-Mieruszewska, M. Mosionek-Schweda, *Wpływ zmian w otoczeniu prawnoekonomicznym na portfele inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych*, w: *Systemy zabezpieczenia społecznego wobec wyzwań demograficznych i rynkowych*, red. M. Szczepański, T. Brzeczek, M. Gajowiak, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2014.

1 tys. EUR na mieszkańca); w tym czasie Polacy odłożyli w OFE około 65 mld EUR (1,7 tys. EUR na mieszkańca)²².

Zmniejszenie aktywów zarządzanych przez fundusze emerytalne i redukcja ich liczby bez wątpienia wpłynęła na spadki wartości kapitalizacji, obrotów czy indeksu BSE w latach 2011–2014. Ponadto, zamieszanie wokół systemu emerytalnego, nieprzewidywalność kolejnych decyzji rządu oraz niepewność co do przyszłości węgierskiej giełdy, skutkowały rezygnacją wielu inwestorów z inwestycji na BSE, co jeszcze bardziej pogorszyło wyniki giełdy. Wycofanie się funduszy emerytalnych z BSE wpłynęło również na strukturę inwestorów. W roku 2010 krajowi inwestorzy instytucjonalni stanowili 12% inwestorów, w 2013 roku ich udział obniżył się do 7,7% (w tym czasie udział inwestorów indywidualnych zmniejszył się z 31,0% do 28,9%, natomiast wzrósł udział inwestorów zagranicznych: z 43% do 50,4%)²³.

Podsumowanie

Druga fala reform systemów emerytalnych przeprowadzana obecnie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wzbudza wiele kontrowersji, mając jednocześnie zarówno swoich zwolenników jak i przeciwników. Podyktowana głównie dążeniem obecnych rządzących do ratowania finansów publicznych, w dłuższej perspektywie może odnieść odwrotny skutek, a jej efekty wychodzą znacznie poza obszar systemu emerytalnego czy finansów państwa, likwidacja bowiem czy jedynie ograniczenie drugiego filara wpływa na rynek kapitałowy danego państwa, w tym szczególnie na giełdę papierów wartościowych. Konsekwencje wycofania aktywów funduszy z parkietu giełdowego będą mniej lub bardziej dotkliwe dla poszczególnych rynków, w zależności od znaczenia funduszy dla danej giełdy, wielkości inwestowanych aktywów, udziału w kapitalizacji czy generowanych obrotów. Niemniej o sytuacji na parkiecie giełdowym ostatecznie decyduje kondycja i specyfika każdej giełdy oraz koniunktura na światowych rynkach finansowych. Na Węgrzech rynek giełdowy praktycznie się nie rozwija, obrót skupia się na czterech spółkach i jest generowany przede wszystkim przez zagranicznych inwestorów, a tendencja spadkowa na BSE

²² G. Nawacki, *Prywatyzacja się kończy, nacjonalizacja... zaczyna*, „Puls Biznesu” z 4.04.2013, www.pb.pl/3065986,37467,prywatyzacja-sie-konczy-nacjonalizacja...-zaczyna (12.03.2015).

²³ Budapest Stock Exchange, *Annual Report 2013...*, s. 39.

była widoczna długo przed ogłoszeniem decyzji o reformie drugiego filara systemu emerytalnego. Ponadto, fundusze emerytalne nie były tak znaczącymi dla giełdy inwestorami jak np. w Polsce. Obecna sytuacja na BSE nie jest zatem wyłącznie efektem wycofania inwestycji funduszy emerytalnych, jednak decyzja ta nie pozostała bez znaczenia dla rozwoju giełdy w Budapeszcie.

Literatura

- Adamska-Mieruszewska J., Mosionek-Schweda M., *Wpływ zmian w otoczeniu prawnoekonomicznym na portfele inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych*, w: *Systemy zabezpieczenia społecznego wobec wyzwań demograficznych i rynkowych*, red. M. Szczepeński, T. Brzęczek, M. Gajowiak, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2014.
- Budapest Stock Exchange, *Annual report 2013*, Budapest Stock Exchange, Hungary 2013.
- Budapest Stock Exchange, *Annual Statistics 2000*, http://bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics.
- Budapest Stock Exchange, *Introduction of BETA Market*, [http://bse.hu/topmenu/beta_market/intoduction_of_BETA.html](http://bse.hu/topmenu/beta_market/introduction_BETA_market/intoduction_of_BETA.html).
- CEE Stock Exchange Group, *The Holding Company CEESEG AG*, www.ceeseg.com/about/organization-structure.
- Central Administration of National Pension Insurance, www.onyf.hu.
- Drahokoupil J., Domonkos S., *Averting the Funding-Gap Crisis: East European Pension Reforms since 2008*, *Global Social Policy*, 2012, No. 12 (3).
- Eurostat, ec.europa.eu/eurostat.
- Golden Books 2005, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, Hungarian Financial Supervisory Authority (HFSA).
- Hirose K., *Pension Reform in Central and Eastern Europe in Times of Crisis, Austerity and Beyond*, International Labour Organization 2011.
- Hungarian Central Statistical Office, www.ksh.hu.
- Korányi T.G., Szeles N., *Birth of an Exchange 1864/1990 – The Jubilee Publication of the Budapest Stock Exchange*, Eigenverlag 2005.
- Kurasz J., *Wyciągnijcie wnioski z prywatyzacji węgierskiej giełdy*, „Rzeczpospolita” z 5.08.2008 .
- Nawacki G., *Prywatyzacja się kończy, nacjonalizacja... zaczyna*, „Puls Biznesu” z 4.04.2013, www.pb.pl/3065986,37467,prywatyzacja-sie-konczy-nacjonalizacja...-zaczyna.

Nivorozhkin E., *Capital Structures in Emerging Stock Markets: the Case of Hungary*, „The Developing Economies” 2002, XL-2, June.

OECD Database, <https://stats.oecd.org>.

Simonovits A., *Hungarian Pension System and its Reform*, Institute of Economics Hungarian Academy of Science, Discussion Papers MT-DP – 2009/8, Budapest 2009.

Simonovits A., *The Mandatory Private Pension Pillar in Hungary: An Obituary*, Institute of Economics Hungarian Academy of Science, Discussion Papers, MT-DP 2011/2012.

Time series: Pension funds, The Central Bank of Hungary, felugyelet.mnb.hu.

Whitehouse E., *Reversal of Systematic Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Implications*, OECD Social Policy Division, Paris 2012.

World Federation of Exchange, Statistics, Annual Query Tool, Budapest SE, www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool.

Żukowski M., *Dwie fale reform emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej 1998–2012*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2013, vol. 1, nr 250.

THE REFORM OF THE PENSION SYSTEM IN HUNGARY AND ITS IMPORTANCE FOR THE BUDAPEST STOCK EXCHANGE

Abstract

The aim of this paper is to evaluate the impact of changes introduced in 2010 in the Hungarian pension system on the Budapest Stock Exchange operation. In practice, these changes resulted in the nationalization of private pension funds that were created in 1998 under reforms carried out in the PAYG system. The global financial and economic crisis of the early XXI century has affected not only the financial markets but also exposed the weaknesses of multilevel (multipillar) pension schemes and highlighted the problems of financing the transition period in which it is necessary to grant the PAYG system due to the fact that part of the pension contribution is transferred to the pension fund. Hungarian government's decision to transfer the contribution from the funds to the first pillar and the introduction of choice about participation in funds was the most extreme option – in other countries it was decided to reduce or suspend contributions transferred to the funds. Taking into consideration the nature of pension funds (accumulation and investment retirement savings) and value of assets managed by funds, liquidation of these entities did not remain indifferent to the capital market, including the stock exchange.

This article is based on an analysis of the literature and statistical data on the Hungarian pension system. Basic characteristics of the Budapest Stock Exchange were obtained from the exchange website as well as the statistics of the World Federation of Exchanges.

Translated by Joanna Adamska-Mieruszevska, Magdalena Mosionek-Schweda

Keywords: pension funds, capital market, PAYG scheme, pension system, pillars of the pension system

JEL codes: G22, G23, G28, H55