

BEZPIECZEŃSTWO DZIĘKI ZRÓWNOWAŻENIU

SYNTEZA

Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

**Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministerstwo Finansów
Warszawa, czerwiec 2013**

WPROWADZENIE

Tempo rozwoju gospodarczego oraz obecny i przyszły stan finansów publicznych mają decydujące znaczenie dla bezpieczeństwa systemu emerytalnego i jakości życia przyszłych emerytów.

Dlatego rozwiązania, zaproponowane na podstawie przeglądu systemu emerytalnego, muszą stworzyć **stabilne fundamenty** dla funkcjonowania tego systemu w perspektywie co najmniej kilkudziesięciu lat.

W systemie zdefiniowanego świadczenia wysokość emerytury zależała od wysokości zarobków **z wybranych lat kariery zawodowej** i okresu podlegania ubezpieczeniom.

W łatwy sposób można było nabyć prawo do **wcześniejszej emerytury lub renty**, a wysokość pobieranego świadczenia nie była powiązana z sumą wpłaconych składek.

Nadrzędnym celem reformy było zatem zapewnienie przyszłej stabilności finansowej systemu i zachowanie jego wypłacalności, mimo wysokiego deficytu systemu w punkcie wyjścia i bardzo niekorzystnych trendów demograficznych.

Wobec tego **kluczową zmianą było zastąpienie systemu o zdefiniowanym świadczeniu systemem o zdefiniowanej składce w obu filarach nowego systemu**. Dzięki temu możliwe było uzależnienie wielkości przyszłej emerytury od wysokości wszystkich wpłaconych składek oraz dalszego oczekiwanego trwania życia.

Oba filary nowego systemu emerytalnego (repartycyjny i kapitałowy) są tak skonstruowane, że będą zawsze finansowo zrównoważone. W II filarze wynika to z uzależnienia kont ubezpieczonych od wartości instrumentów finansowych, w które OFE zainwestowały. Złe wyniki rynkowe skutkują po prostu niższą emeryturą. W I filarze i na subkontach¹ w ZUS waloryzacja kont jest proporcjonalna do wzrostu funduszu wynagrodzeń, a zatem do wzrostu przyszłych składek pobieranych przez ZUS.

Wobec tego, że obie części systemu są zrównoważone, przeniesienie części zobowiązań i przyszłych składek z jednej części do drugiej nie wpływa na zrównoważenie całości systemu.

Podsumowując, system zdefiniowanej składki w I filarze i na subkoncie, poprzez swoją konstrukcję i istotę funkcjonowania, w zupełności wystarczy do wyeliminowania wpływu zjawiska starzejącego się społeczeństwa na finanse publiczne, nie tworząc przy tym dodatkowych kosztów dla finansów publicznych.

Wbrew obiegowym opiniom i intuicji – kapitał zgromadzany w OFE nie będzie (i nie może być) wykorzystany przez jakieś następne pokolenie, z wyjątkiem sytuacji, w której to pokolenie zlikwidowałoby OFE.

W nowym systemie wprowadzono limit zarobków, od których odprowadzane są składki do obowiązkowych części systemu (kwota nie wyższa niż trzydziestokrotność miesięcznej

¹ Środki zgromadzone na koncie w I filarze waloryzowane są wskaźnikiem zmiany sumy przypisu składek – zależnym od zmiany poziomu zatrudnienia i przeciętnej wysokości wynagrodzenia w gospodarce. Natomiast na subkoncie wskaźnik rocznej waloryzacji środków jest równy średniorocznej dynamice wartości produktu krajowego brutto za okres ostatnich 5 lat.

SYNTEZA
Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

średniej płacy). Rozwiązanie to spowodowało ubytek składki emerytalno-rentowej odprowadzanej do FUS, którego szacunkową wielkość przedstawia poniższa tabela.

**Ubytek składki emerytalno-rentowej z tytułu wprowadzenia limitu
trzydziestokrotności podstawy wymiaru**

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
w mld zł	2,8	3,1	3,2	3,7	3,8	4,3	5,0	5,4
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
5,3	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	6,4	6,8	7,3

Źródło: szacunki ZUS

Fakt, że oba systemy emerytalne (stary i nowy) musiały, i wciąż muszą, funkcjonować równolegle, jest głównym źródłem niezbilansowania Funduszu Emerytalnego FUS, na skutek którego nadal wymaga on dotacji budżetu państwa.

Obecny deficyt FUS jest zobowiązaniem dzisiejszego pokolenia pracujących wobec pokolenia emerytów ze starego systemu.

Drugim powodem deficytu w FUS jest to, że utworzeniu filaru kapitałowego nie towarzyszył wzrost składek. W efekcie składki wpłacane do OFE zmniejszyły środki przeznaczone na wypłaty bieżących emerytur i różnica ta musiała być sfinansowana zwiększoną dotacją z budżetu.

Ubytek składki wynikający ze stworzenia OFE może być finansowany na różne sposoby. Są nimi:

- wyższe podatki nałożone na obecne pokolenie,
- emisja dodatkowego długu, czyli przesunięcie kosztów tworzenia funduszy kapitałowych na późniejsze pokolenie podatników (wyższe podatki w przyszłości),
- cięcia wydatków publicznych,
- sprzedaż aktywów Skarbu Państwa (prywatyzacja).

Zdecydowano się więc na wdrożenie reformy, mimo iż zawierała ona poważną lukę, jaką był brak spójnego planu finansowania jej kosztów w okresie przejściowym.

Zmiany w polskim systemie emerytalnym wprowadzone po 1999 roku

Zmniejszenie dochodów/ zwiększenie wydatków	Rok	Zwiększenie dochodów/ zmniejszenie wydatków
	1999	WPROWADZENIE REFORMY SYSTEMU UBEZPIECZEŃ SPOŁECZNYCH
	2000	
	2001	
	2002	
wyłączenie z powszechnego systemu emerytur mundurowych	2003	
	2004	ograniczenie opłat pobieranych przez OFE
przedłużenie możliwości nabywania prawa do wcześniejszej emerytury do końca 2007 r.	2005	
wprowadzenie emerytur górniczych		
	2006	
przedłużenie możliwości nabywania prawa do wcześniejszej emerytury do końca 2008 r.	2007	
redukcja składki rentowej		
	2008	wprowadzenie emerytur pomostowych od 2009 r.
	2009	wprowadzenie świadczeń kompensacyjnych dla nauczycieli
		ograniczenie opłat pobieranych przez OFE
	2010	
	2011	redukcja składki do OFE i wprowadzenie subkonta w ZUS
	2012	podniesienie wieku emerytalnego
		podniesienie składki rentowej
		reforma emerytur mundurowych
	2013	

Opracowanie: MF

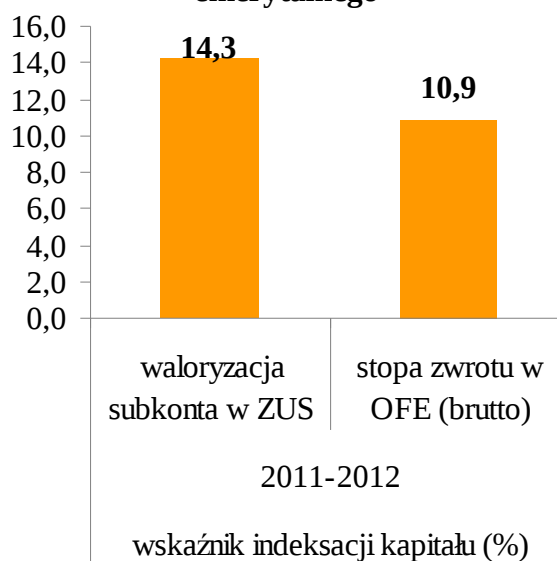
USTAWA Z 25 MARCA 2011 I SKUTKI JEJ OBOWIĄZYWANIA

Celem zmian w systemie emerytalnym w 2011 r. było m.in. ograniczenie tempa przyrostu państwowego długu publicznego (PDP) poprzez zmniejszenie kosztów wprowadzenia II filara kapitałowego, przy jednoczesnym zachowaniu neutralności tego rozwiązania dla wysokości emerytur z publicznej i obowiązkowej części systemu emerytalnego.

Istotne jest to, że mimo znaczącego wysiłku konsolidacyjnego w latach 2011-2012, realny PKB zwiększył się w tym okresie o ok. 6,5%. Utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w warunkach silnej konsolidacji sprzyjała odpowiednia jej struktura. Dzięki redukcji składki do OFE, możliwe było ograniczenie działań konsolidacyjnych po stronie podatkowej i w zakresie wydatków prorozwojowych.

Wprowadzone w 2011 r. zmiany z założenia miały być neutralne dla wysokości emerytur. W wyniku ich przeprowadzenia część składki trafiająca na specjalne subkonto w ZUS jest indeksowana średniookresową dynamiką PKB. Od momentu wprowadzenia zmian, tj. w latach 2011-2012, łączna waloryzacja subkonta wyniosła ok. 14,3%, podczas gdy średnia stopa zwrotu brutto w OFE w tym samym okresie wyniosła 10,9%, a w samym 2011 r. była ujemna (-4,8%). Oznacza to, że gdyby w 2011 r. nie została obniżona składka emerytalna przekazywana do OFE i nie została przesunięta na subkonto, to łączny kapitał emerytalny każdego z ubezpieczonych, którzy w tych dwóch latach odprowadzali składki, byłby niższy.

Wpływ zmian z 2011 r. w systemie emerytalnym na średnią stopę waloryzacji kapitału emerytalnego



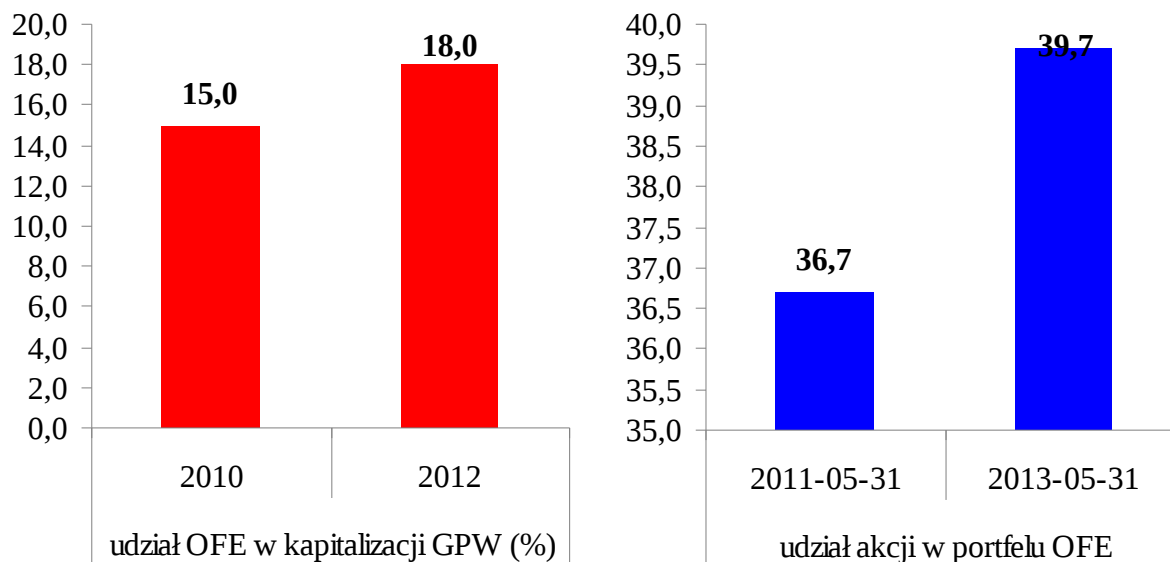
Źródło: Obliczenia MF na podstawie danych MPiPS i KNF

Wprowadzając zmiany w systemie emerytalnym w 2011 r., zakładano, że redukcja składki do OFE nie powinna mieć negatywnych konsekwencji dla rozwoju rynku kapitałowego. Przed wprowadzeniem zmian średnio tylko 30% aktywów OFE inwestowanych było w akcje (przy limicie 40%), pozostała część alokowana była głównie w skarbowe papiery wartościowe. Zmiany ustawowe z 2011 r. obniżyły składkę do OFE, jednocześnie jednak podnosząc limit inwestycji w akcje do poziomu 90% wartości aktywów, z zastrzeżeniem, że w 2013 r. limit wynosi 47,5%, w 2014 r. – 50%, a w kolejnych latach wzrasta w każdym roku o 2% do 2034 r.

Wzrost zaangażowania OFE w inwestycje na rynku akcji w latach 2011-12 ma również swoje odbicie we wzroście udziału OFE w kapitalizacji spółek krajowych, notowanych na GPW.

W 2011 r. powyższy wskaźnik wyniósł 16%, natomiast w 2012 r. zwiększył się o 2 pkt. proc. do 18% (wobec 15% w 2010 r.).

Wpływ zmian w systemie emerytalnym na rynek akcji



Źródło: Obliczenia MF na podstawie danych GPW i KNF

Można jednoznacznie stwierdzić, że obniżenie składki do OFE, przy jednoczesnym podniesieniu limitu inwestowania w akcje, korzystnie wpłynęło na kapitalizację GPW, a także na stan finansów publicznych i wysokość naszych przyszłych emerytur.

Obniżając wysokość składki przekazywanej z ZUS do OFE, zmniejszono potrzeby pożyczkowe państwa, zapewniając jego stabilność i wiarygodność, w tym stabilność systemu emerytalnego. Było to kluczowe zadanie w kontekście zwiększenia wydatków rozwojowych, koniecznych dla podjęcia działań modernizacyjnych w drugiej dekadzie XXI wieku.

CZYNNIKI WARUNKUJĄCE WYSOKOŚĆ EMERYTUR W NOWYM SYSTEMIE EMERYTALNYM

Dzięki stopniowemu podwyższaniu wieku emerytalnego, emerytury będą wyższe średnio o 45%, bo pracując dłużej, odłożymy więcej składek emerytalnych. W przypadku kobiet urodzonych po 1974 roku emerytura może wzrosnąć nawet o 70%, w przypadku mężczyzn o 20%².

PKB a wysokość emerytury

Zasadnicze znaczenie ma także sytuacja na rynku pracy i wzrost gospodarczy w długim okresie. Wyższy wzrost PKB pozytywnie oddziałuje na rynek pracy, sprzyja wyższemu zatrudnieniu i wyższym wynagrodzeniom, a także istotnie stymuluje wzrost aktywności zawodowej, co oznacza, że większa część społeczeństwa uczestniczy w publicznym i obowiązkowym systemie emerytalnym, a to przekłada się na większą stabilność całego systemu (nowego i starego łącznie).

Czy rzeczywiście w długim horyzoncie czasowym stopy zwrotu osiągane przez OFE mogą być wyższe od wzrostu nominalnego funduszu wynagrodzeń, a co za tym idzie również od wzrostu nominalnego PKB?

Czy istnienie dwóch filarów w systemie emerytalnym prowadzi do rzeczywistej dywersyfikacji ryzyka, innymi słowy, czy możliwe jest, aby zmiany stóp zwrotu na rynkach finansowych były zupełnie niezależne od PKB lub ujemnie z nim skorelowane w długim okresie?

Waloryzacja składek w ZUS i stopy zwrotu na rynku finansowym (w tym OFE) w latach 2000-2012 **Porównanie stóp zwrotu i indeksacji**

	Średnia geometryczna	Odchylenie standardowe	Min	Max
ZUS	6,8%	4,4%	1,9%	16,3%
Subkonto ZUS	8,5%	3,2%	5,7%	17,2%
Dynamika nominalna PKB	7,0%	2,6%	3,7%	11,8%
Stopa zwrotu FRD*)	7,2%	5,6%	-5,9%	14,0%
Stopa zwrotu (brutto) OFE	8,8%	9,1%	-14,2%	16,4%
Stopa zwrotu (netto) OFE po odjęciu opłat**)	6,6%	9,1%	-14,7%	16,2%
Stopa zwrotu WIG	7,7%	29,7%	-51,1%	46,9%
Stopa zwrotu WIG20	2,9%	26,9%	-48,2%	35,4%
Obligacje 5Y	6,9%	2,9%	4,6%	13,9%
Obligacje 10Y	6,7%	2,1%	5,0%	11,8%

*) Od 2002 r.

**) Oszacowano na podstawie relacji składek do aktywów i obowiązującej stawki opłaty w danym roku

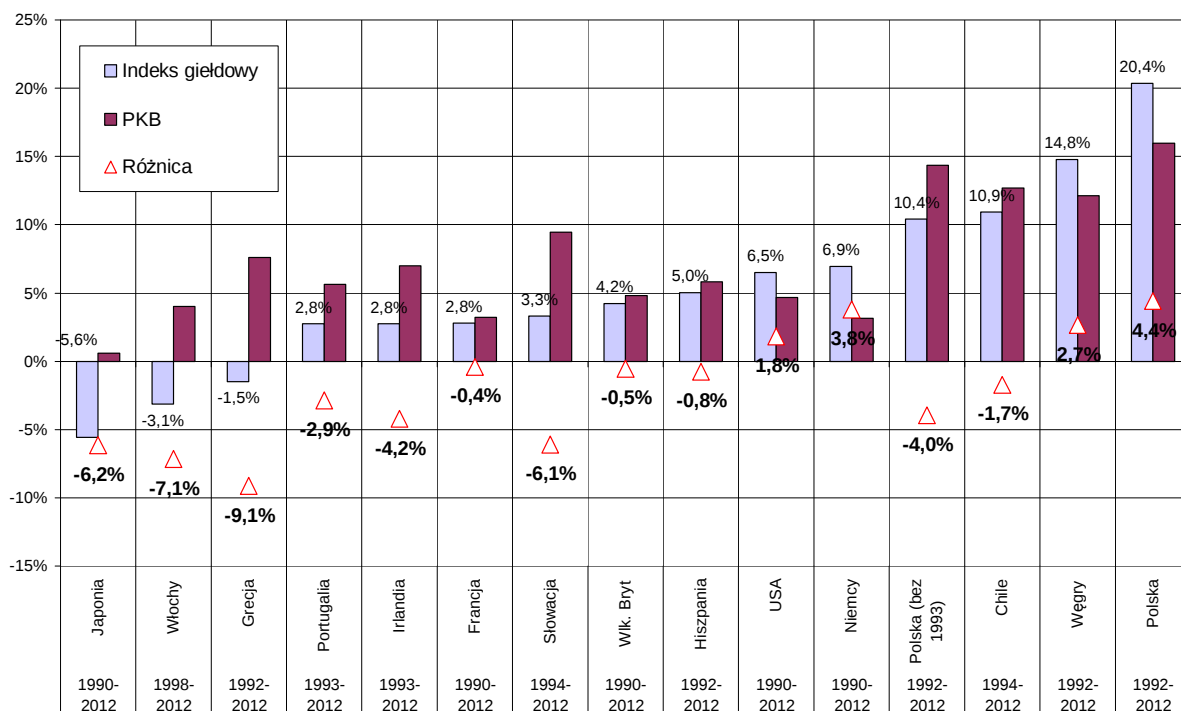
Źródło: Obliczenia MF na podstawie danych ZUS, KNF, GPW, MF, GUS, MPiPS

² <http://emerytura.gov.pl/dlaczego-reforma-jest-potrzebna>

Uwzględniając rzeczywiste opłaty od składek, średnia stopa zwrotu w OFE wyniosła 6,6% w analizowanym okresie, wyraźnie poniżej wzrostu nominalnego PKB i waloryzacji w ZUS. W tym czasie Fundusz Rezerwy Demograficznej (FRD) uzyskał wyższą stopę zwrotu, tj. 7,2%.

W przyszłości, wraz ze wzrostem znaczenia II filara w wypłacie emerytur, będzie dochodziło do sytuacji, kiedy OFE będą (netto) wycofywały kapitał z giełdy, a że są to duże wolumeny, to oczywisty spadek cen wpłynie negatywnie na osiąganą stopę zwrotu (zobacz: Ramka 4 w Przeglądzie).

Indeksy giełdowe i nominalny PKB do 2012 r.



Źródło: Obliczenia MF na podstawie danych OECD, Eurostat, Reuters

W latach 1990-2012 r. tylko 4 kraje osiągnęły średnio wyższą dynamikę indeksu giełdowego od PKB. Dane wskazują, że uzyskiwanie wyższych, niż dynamika PKB, stóp zwrotu z akcji nie jest oczywiste, w większości krajów jest wręcz przeciwnie.

W ciągu pierwszych 13 lat XXI wieku ogóln światowa średnioroczna realna stopa zwrotu z indeksów giełdowych wyniosła tylko 0,1%.

Raport Credit Suisse³

Autorzy raportu Credit Suisse szacują, że w okresie najbliższych 20-30 lat, po opłaceniu wszystkich podatków i opłat za zarządzanie, inwestorzy mogą spodziewać się, co najwyżej 3,5% rocznej realnej stopy zwrotu z portfela akcji, a w przypadku funduszy ze zdywersyfikowanym, między akcje i obligacje, portfelem można spodziewać się stopy zwrotu na poziomie ok. 2%.

³ Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013 - luty 2013

SYNTEZA
Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

Jeśli stopa zwrotu z akcji jest równa stopie zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka, powiększonej o premię za ryzyko, to świat niskich stóp procentowych obejmuje także świat niskich stóp zwrotu z akcji.

Zyski Powszechnych Towarzystw Emerytalnych

Obowiązujący od wprowadzenia reformy **system opłat nie jest uzależniony od wyników inwestycyjnych**, co powoduje, że niezależnie od sytuacji na rynkach finansowych PTE pobierają opłaty, nawet w sytuacji kryzysu.

Coraz większe znaczenie mają opłaty za zarządzanie, stanowią one dzisiaj ponad 70% łącznych kosztów PTE dla emeryta.

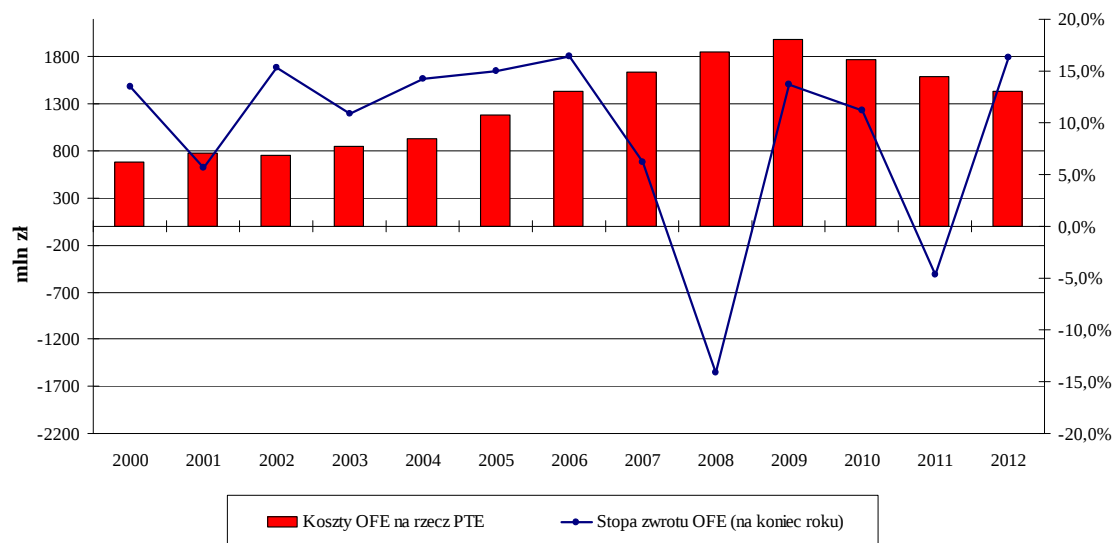
Opłaty pobrane od członków OFE w latach 1999-2012

Rok	Opłata od składki	Opłata za zarządzanie	Rachunek premiowy	Obciążenia łącznie	Relacja opłat do PKB (w%)
1999	207,8	2,3	0	210,1	0,03%
2000	701,1	35	0	736,1	0,10%
2001	727,4	83,4	0	810,8	0,10%
2002	624,5	150,7	0	775,2	0,10%
2003	633,1	227,8	0	860,9	0,10%
2004	698,6	282,7	7,3	988,6	0,11%
2005	818,6	381	25,2	1 224,80	0,12%
2006	960,2	491,1	33,5	1 484,80	0,14%
2007	1 056,50	586,6	42,4	1 685,50	0,14%
2008	1 225,70	585,7	40,1	1 851,50	0,15%
2009	1 304,40	639,7	35,1	1 979,20	0,15%
2010	806,3	893,7	61,4	1 761,40	0,12%
2011	553,5	981,2	61,8	1 596,50	0,10%
2012	289,8	1 032,40	110	1 432,20	0,09%
1999-2012	10 607,40	6 373,40	416,6	17 397,40	1,55%

Źródło: UKNF (dane w mln zł)

SYNTEZA
Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

Porównanie opłat pobranych przez PTE oraz stóp zwrotu OFE



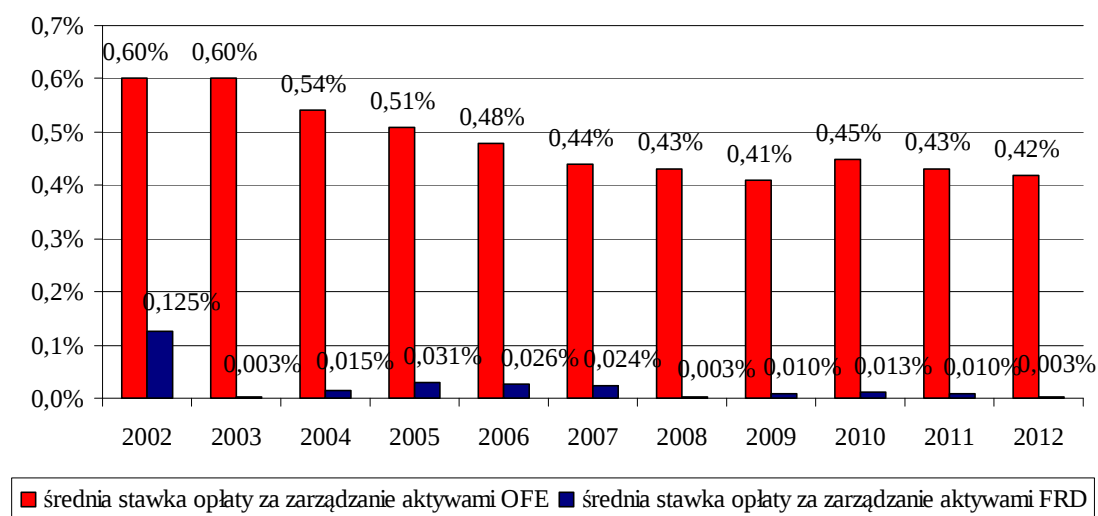
Opracowanie MF na podstawie danych KNF

Zarządzanie pasywne – Fundusz Rezerwy Demograficznej

Badania przeprowadzone przez Sławińskiego i Tymoczko⁴ wskazują, że zarządzanie aktywne, poza tym, że w długim terminie jest mniej efektywne, to również generuje wyższe koszty niż zarządzanie pasywne. Autorzy w swojej analizie oszacowali, że gdyby OFE zarządzały pasywnie swoimi aktywami to hipotetyczny stan konta na koniec 2012 r. byłby wyższy o ponad 12%.

FRD w 2012 r. posiadał aktywa w wysokości ok. 16 mld zł. Aktywa te są inwestowane na rynku finansowym. Koszty związane z zarządzaniem tymi aktywami w latach 2000-2012 w relacji do aktywów wynosiły od 0,003% do 0,1%, podczas gdy średnio w OFE było to nawet 0,41-0,6%.

Porównanie opłat za zarządzanie aktywami w OFE i FRD



Opracowanie MF na podstawie danych KNF i ZUS

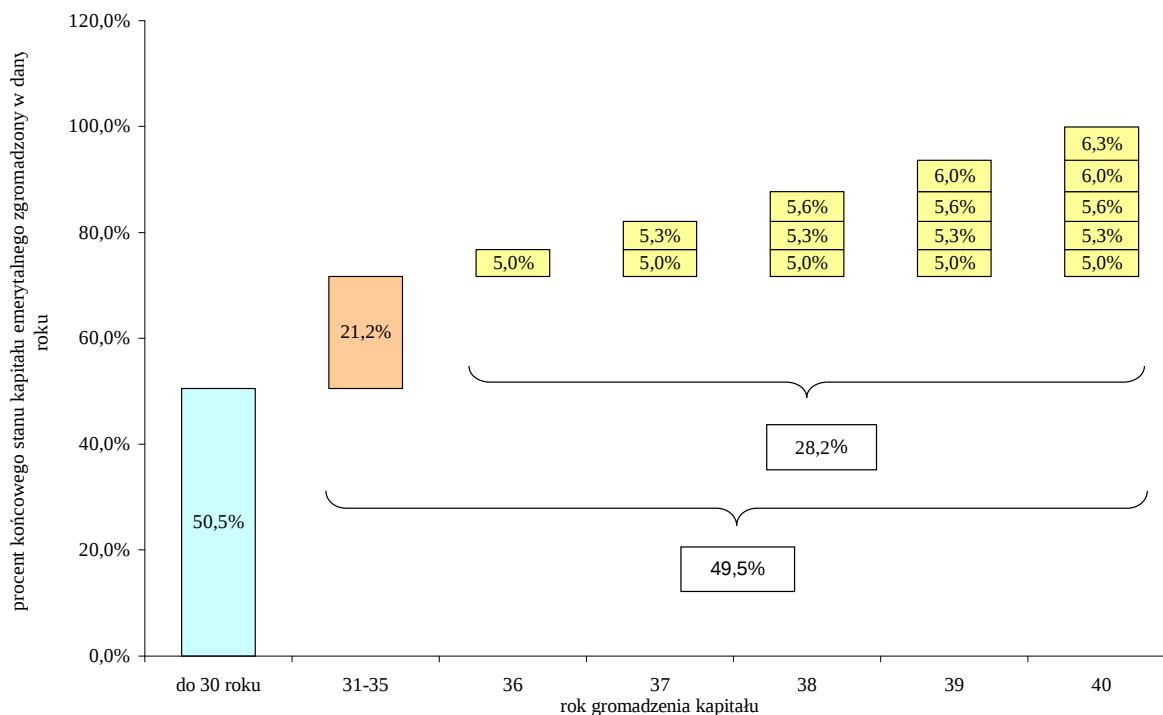
⁴ prof. A. Sławiński, dr D. Tymoczko – „Dla kogo wyspy tropikalne” – www.ekonomia24.pl, 9.01.2013 r. Obliczenia z tego artykułu autorzy przedstawili również na posiedzeniu Komisji Finansów Publicznych w dniu 9.05.2013 r.

Jednym z kluczowych pytań, na które niniejszy przegląd powinien odpowiedzieć, jest – czy środki inwestowane przez OFE nie powinny być zarządzane pasywnie?

Ryzyko złej daty

Prawie 30% kapitału emerytalnego jest wygenerowane podczas ostatnich 5 lat przed emeryturą⁵, a w ciągu 10 ostatnich lat jest to ok. 50%.

Struktura przyrostu hipotetycznego kapitału w ostatnich 5 latach oszczędzania



Źródło: Opracowanie MF. Założono 5% realną stopę zwrotu, 3% wzrost wynagrodzenia, 40-letni okres składkowy

Mimo że średnio, łączne ryzyko obu filarów może być relatywnie małe, to mogą występować sytuacje, kiedy załamanie na giełdzie wystąpi w okresie bezpośrednio przed emeryturą (tzw. ryzyko złej daty). Emerytury tych członków systemu mogą okazać się, z tego powodu, znacząco niższe.

⁵ Zakładając, że oszczędzamy 40 lat, przy realnej stopie zwrotu na poziomie 5% i realnym wzroście wynagrodzeń na poziomie 3%.

WPŁYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY

Reforma systemu emerytalnego miała w opinii wielu ekspertów przyspieszyć tempo wzrostu gospodarczego. Z pewnością **wprowadzenie zasady zdefiniowanej składki w pierwszym filarze nowego systemu ma kluczowe znaczenie dla znacznej redukcji skali nierównowagi systemu emerytalnego, i dlatego będzie prowadziło do relatywnego wzrostu stopy oszczędzania, obniżki kosztów kapitału oraz klina podatkowego.**

Kontrowersje dotyczą roli OFE i oceny ich wpływu na stopę oszczędności, rozwój rynku kapitałowego, prywatyzację, wysokość inwestycji i efektywność ich alokacji, a więc ich wpływu na wzrost gospodarczy.

Wpływ OFE na stopę oszczędności w gospodarce

Bezpośredni bilans istnienia OFE dla stopy oszczędności w skali całej gospodarki jest ujemny. **Ujemne** oszczędności sektora publicznego (deficyt) są większe od inwestycji OFE i reinwestowanych w Polsce zysków PTE.

Wpływ OFE na rozwój rynku kapitałowego

Powszechna świadomość, że OFE gwarantują stały dopływ finansowania na GPW, miała ogromne znaczenie dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego. OFE brały udział w obejmowaniu większości nowych emisji na giełdzie. Wejście funduszy emerytalnych na rynek kapitałowy spowodowało wzrost konkurencji w systemie finansowym. Pojawienie się nowego źródła finansowania zmusiło innych uczestników do obniżki kosztów i oferowania szerszego zakresu usług. OFE wymusiły także spadek opłat pobieranych przez biura maklerskie, na czym skorzystali wszyscy klienci giełdy.

Duża atrakcyjność polskiej giełdy przyciągała także spółki zagraniczne. Na koniec 2012 r. kapitalizacja zagranicznych spółek na GPW stanowiła 43% kapitalizacji spółek polskich.

Wszystkie te czynniki spowodowały, że firmy, których działalność związana była z giełdą, a także same PTE, bardzo zyskały na istnieniu OFE. Zyskały także średniej wielkości firmy, dostatecznie duże, by wejść na polską giełdę, lecz nie tak duże, by mieć swobodny dostęp do finansowania na rynkach zagranicznych.

Powyższy mechanizm mógł doprowadzić do wyższego poziomu inwestycji, co z kolei mogło skutkować szybszym wzrostem gospodarczym.

Na istnieniu OFE straciły natomiast firmy finansujące się w systemie bankowym, gdyż w cenie udzielanych im kredytów zawarta jest premia za zwiększone ryzyko z tytułu wzrostu polskiego długu publicznego, co mogło wpłynąć negatywnie na wzrost gospodarczy.

Wpływ OFE na prywatyzację

Generalnie należy pozytywnie ocenić rolę OFE w procesie prywatyzacji.

Przychody z prywatyzacji brutto w latach 1998-2012

Okres	Przychody z prywatyzacji brutto w danym okresie (w mld zł)	Udział przychodów z prywatyzacji brutto w PKB w danym okresie
1998-2001	54,4	1,95%
2002-2005	21,1	0,59%
2006-2007	2,6	0,11%
2008-2010	29,3	0,73%
2011-2012	51,5	0,72%

Źródło: MF

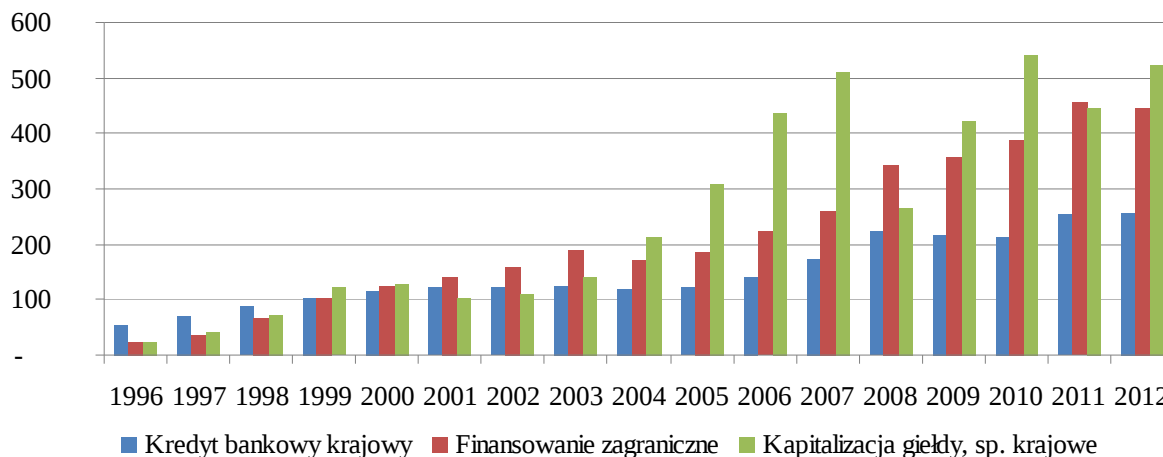
Należy zauważyć, że procesy prywatyzacyjne ulegają spowolnieniu. Prowadzi to do wniosku, że znaczenie OFE dla gospodarki, ze względu na ich rolę w procesach prywatyzacyjnych będzie także malało.

W latach 1999-2012 udział przychodów z prywatyzacji w relacji do PKB z 2012 r. wyniósł 5,26%, a składka do OFE (wraz z kosztem obsługi długu wynikającego z finansowania ubytku składki) wyniosła 18,39% w relacji do PKB z tego samego roku.

Wpływ OFE na wielkość inwestycji

Fakt, że teraz na GPW 30% kapitalizacji stanowią już spółki zagraniczne, a znaczna część małych i średnich polskich firm nadal nie ma dostępu do finansowania nie tylko na giełdzie, ale nawet w sektorze bankowym, świadczy o tym, że tempo rozwoju polskiego rynku kapitałowego nie stanowi obecnie głównego ograniczenia możliwości inwestycyjnych polskich firm.

Źródła finansowania przedsiębiorstw w mld zł



Źródło: NBP, GPW

Co nie mniej ważne, przy założeniu, że środki OFE inwestowane w akcje dają stopę zwrotu wyższą niż I filar ZUS, to środki wypłacane przez OFE z tych inwestycji będą większe niż napływ składek inwestowanych w akcje. Będzie to powodowało presję na spadek indeksów GPW. Tak będzie od momentu, w którym OFE zaczną stopniowo wycofywać pieniądze z giełdy, by sfinansować wypłaty emerytur.

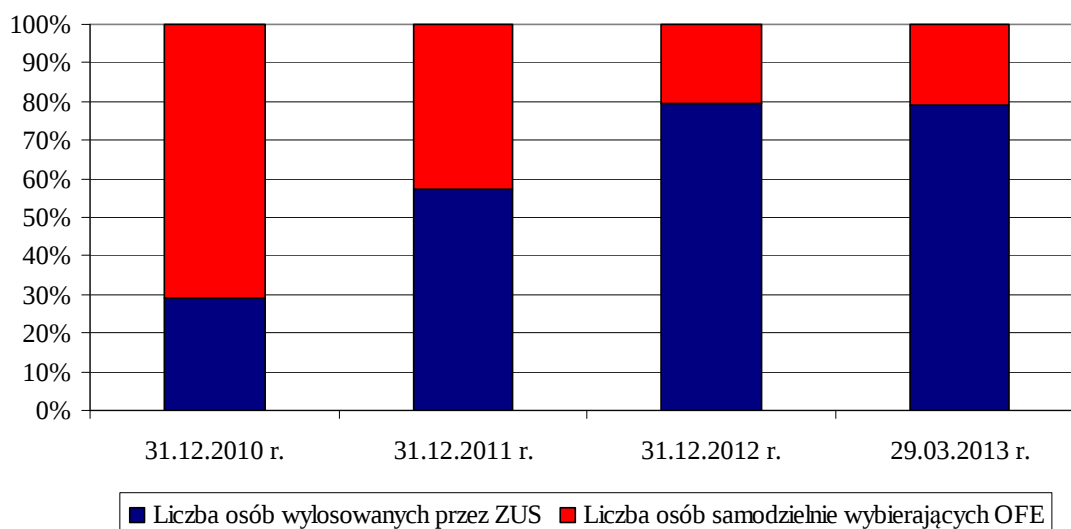
Wobec tego istnienie OFE oznacza, że w długim okresie stopy zwrotu na giełdzie będą zbliżone do dynamiki składki emerytalnej.

Wpływ OFE na efektywność alokacji inwestycji

Jeśli nawet kapitałowy filar systemu emerytalnego zwiększa stopę inwestycji, to niekoniecznie zwiększa także tempo wzrostu gospodarczego. **Liczy się bowiem nie tylko wielkość, ale też efektywność inwestowania.** Pod tym względem poważne wątpliwości budzą, tworzone z przymusowej składki, kapitałowe fundusze emerytalne. **Dlatego kraje mające dobrą sytuację fiskalną z reguły wolą obniżyć podatków niż inwestowanie nadwyżki finansów publicznych na rynkach finansowych.**

Wątpliwości te w szczególności dotyczą OFE. Zarządzające nimi PTE inwestują cudze pieniądze, a sposób, w jaki zdobywają klientów i są wynagradzane, nie wymusza konkurencji między sobą wynikami inwestycyjnymi.

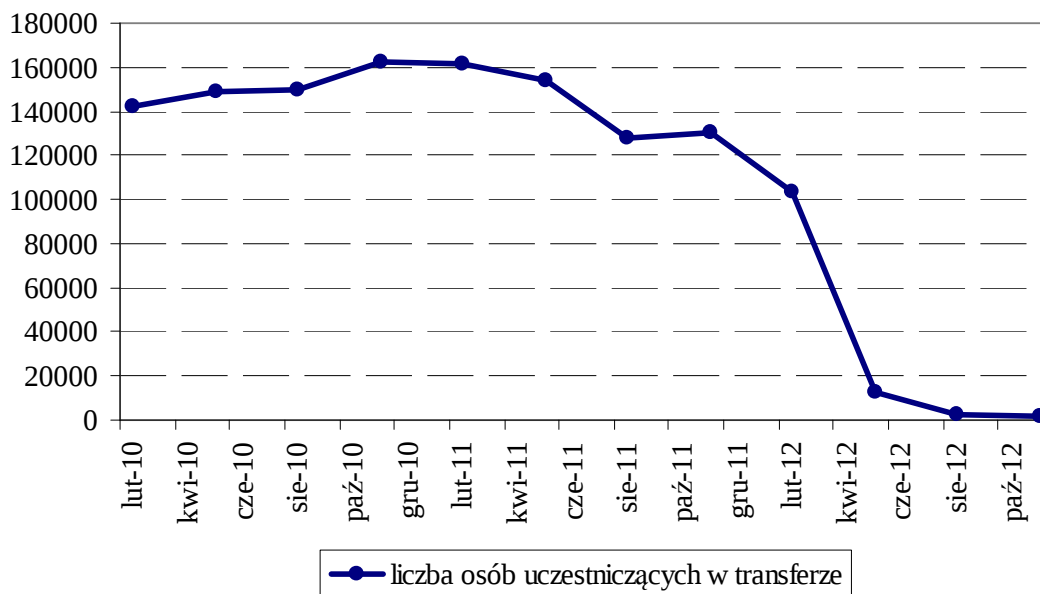
Sposób uzyskiwania członkostwa w OFE



Źródło: Opracowanie MF na podstawie danych KNF

Wprowadzenie zakazu akwizycji, które radykalnie zmniejszyło liczbę osób zmieniających fundusz, pokazuje, że **alokacja składki przez ubezpieczonych w OFE nie ma związku ze sposobem alokacji składki przez OFE na rynku kapitałowym.**

Liczba osób uczestniczących w transferze z OFE do OFE



Źródło: opracowanie MF na podstawie danych KNF

W efekcie polityka inwestycyjna OFE charakteryzuje się ujednolicaniem portfeli (*herding*). **Dzięki takiej strategii wynagrodzenie pobierane przez PTE nie zależy od trafności podejmowanych decyzji inwestycyjnych.** Mamy więc giełdę, na której blisko 40% free floatu mają instytucje, które nie muszą zbytnio dbać o stopy zwrotu ze swoich inwestycji. Dodatkowo taki udział we free float ma zaledwie kilka instytucji (a o polityce inwestycyjnej wszystkich OFE w praktyce decydują tylko największe z nich – reszta je naśladuje), co podważa rynkowy charakter mechanizmu ustalania cen na GPW.

Wpływ OFE na rynek pracy

Większość ubezpieczonych nadal traktuje składkę emerytalną jak podatek. Sytuację dodatkowo pogorszyły wysiłki przeciwników obniżenia składki do OFE, którzy starają się przekonać opinię publiczną, że ZUS nie wywiąże się ze swoich zobowiązań. **Mimo to nadal istnieje możliwość zmiany nastawienia pracujących do obowiązkowego ubezpieczenia emerytalnego.**

Podsumowanie

Wszystkie argumenty mogące świadczyć o pozytywnym wpływie OFE na wzrost gospodarczy, związane są z aktywnością OFE na giełdzie. Jednak większość składki OFE wykorzystywana jest do zakupu obligacji, tworząc „jałowy” z punktu widzenia procesów gospodarczych obieg pieniądza: **sektor publiczny zaciąga dług, by przekazać OFE środki, za które OFE kupuje ten zaciągnięty dług.** Jedyne efekty tego obiegu to statystycznie wyższy poziom deficytu budżetowego (także z powodu płacenia odsetek od obligacji posiadanych przez OFE) i wyższy dług publiczny, co zmniejsza wiarygodność Polski w oczach agencji ratingowych i inwestorów. W efekcie, ta część długu ma wyłącznie negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, gdyż zwiększa premię za ryzyko zawartą w oprocentowaniu długu publicznego i kredytów bankowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

WPŁYW REFORMY EMERYTALNEJ NA FINANSE PUBLICZNE

Wydatki (ubytek dochodów) sektora finansów publicznych na poszczególne części systemu emerytalnego (w warunkach roku 2012) *

	Zaopatrzeniowy	Repartycyjny	Kapitałowy		Nieuregulowane
Stary	Wojsko, policja, Agencja Bezpieczeństwa Wewnętrznego, Agencja Wywiadu, Służba Kontrwywiadu Wojskowego, Służba Wywiadu Wojskowego,	Powszechny system ubezpieczeń o zdefiniowanym świadczeniu (96,5 mld) , w tym górnicy-emeryci (8,8 mld zł**)	BRAK		Prywatne oszczędności
	Centralne Biuro Antykorupcyjne, Straż Graniczna, Biuro Ochrony Rządu, Państwa Straż Pożarna i Służba Więzienna, sędziowie, prokuratorzy (10,6 mld)	KRUS (11,4 mld zł)			
Nowy		Powszechny system ubezpieczeń o zdefiniowanej składce, indywidualne konto (I filar) i subkonto w ZUS (II filar) emerytury pomostowe, świadczenia kompensacyjne dla nauczycieli (16,1 mld zł)	OFE (8,2 mld zł)	IKE, IKZE, PPE (10 mln)	
	Państwowy (Obowiązkowy)			Prywatny (Dobrowolny)	

*ubytek wynikający z wprowadzenia limitu zarobków, od których odprowadzana jest składka do obowiązkowych części systemu szacowany jest na 5,8 mld zł

** liczba górników uległa zmniejszeniu, według danych GUS w 1995 r. wynosiła 374,4 tys., a w 2011 r. – 171,7 tys., co znaczy, że wydatki na emerytury górnicze będą relatywnie spadać

Źródło: Opracowanie MF

Nawet jeśli dotychczasowe odstępstwa od powszechnego systemu emerytalnego zostaną utrzymane, to zasada zdefiniowanej składki spowoduje, że saldo ZUS w relacji do PKB będzie ulegało stopniowej poprawie, w miarę zmniejszenia się liczby emerytów pobierających zdefiniowane świadczenia w ramach starego systemu. Nie ma więc podstawy, aby przypuszczać, że efektem obniżenia składki do OFE, będzie konieczność podwyższenia składki emerytalnej w przyszłości. **Natomiast im wyższy jest udział OFE w składce, tym wyższa jest skala przejściowego (trwającego jednak dziesięciolecia) niezbilansowania systemu emerytalnego finansowana wzrostem długu publicznego.**

Ceteris paribus oznacza to, że im wyższy będzie udział OFE w składce, tym wyższe będą przyszłe koszty obsługi długu publicznego. W efekcie tym wyższe prawdopodobieństwo przyszłego wzrostu podatków.

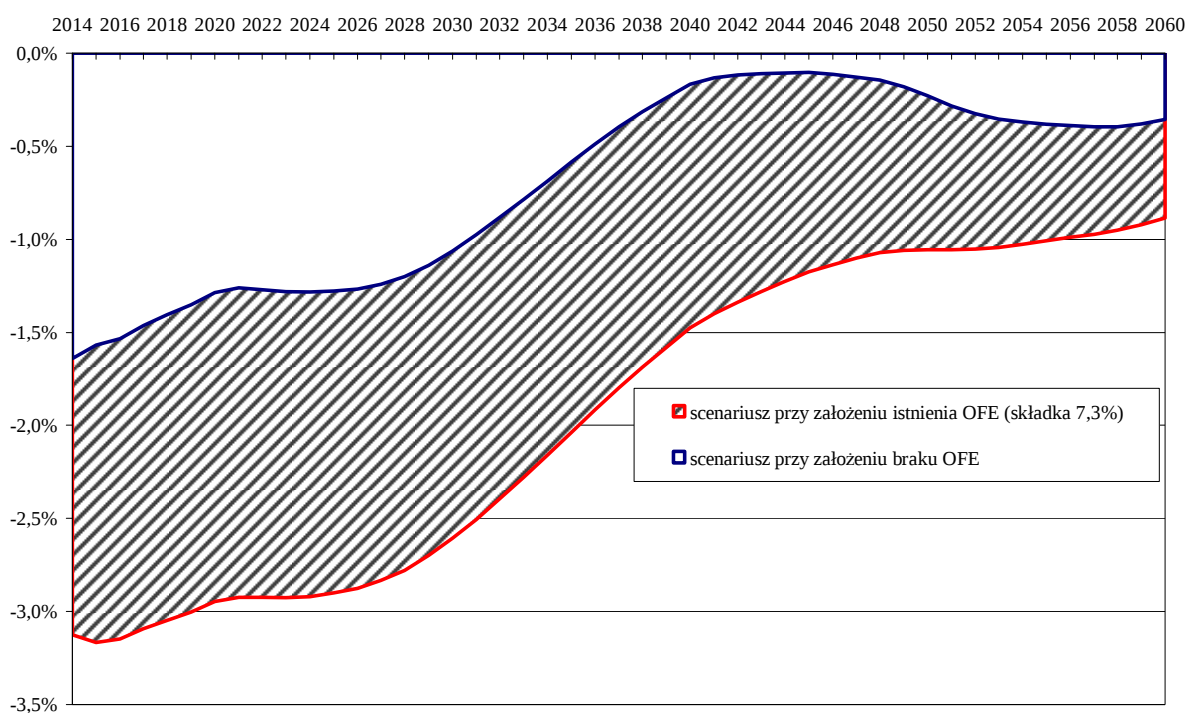
SYNTEZA
Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

Koszt OFE w 2060 r. (w % PKB)

	Składka przekazywana do OFE		
	7,3%	3,5%	2,3%
OFE akumuluje składki i OFE wypłaca emerytury dożywotnie	111,9%	53,1%	40,2%
OFE akumuluje składki a ZUS wypłaca emerytury dożywotnie	87,2%	38,6%	28,1%

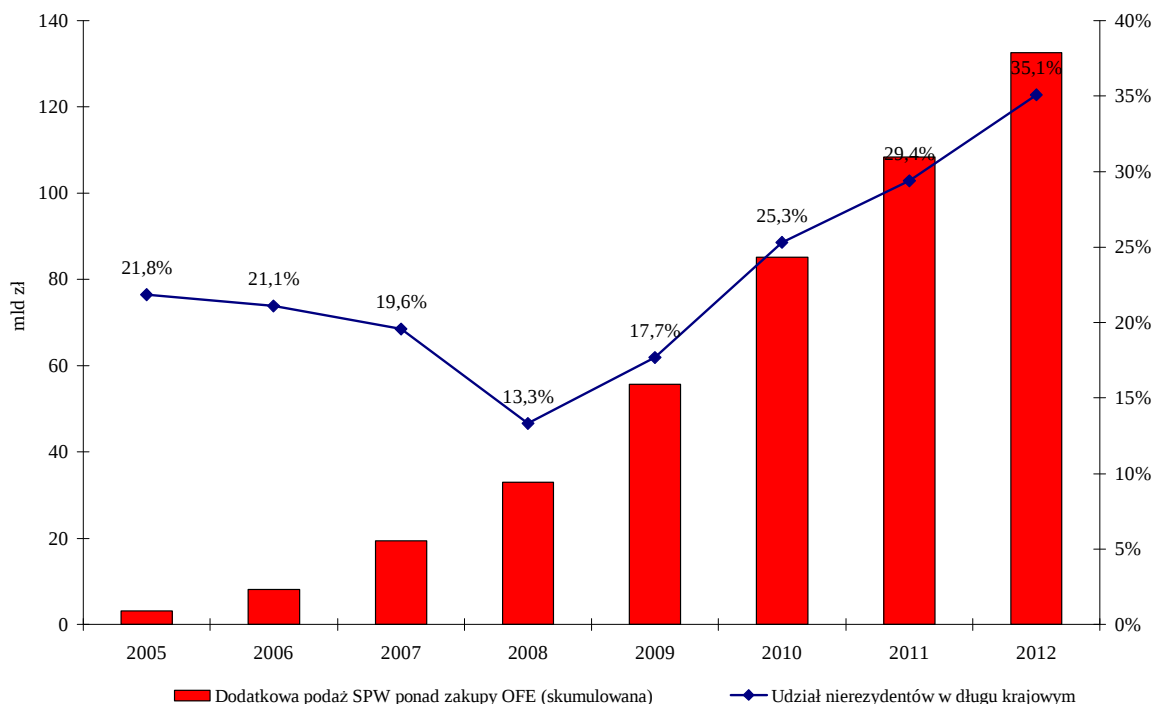
Źródło: Obliczenia MF na podstawie danych ZUS

Saldo funduszu emerytalnego w scenariuszu braku OFE i przy założeniu istnienia OFE (składka 7,3%)



Źródło: na podstawie obliczeń MF i ZUS

**Dodatkowa podaż Skarbowych Papierów Wartościowych (SPW) ponad zakupy OFE,
udział nierezydentów w długi krajowym
w latach 2005-2012**



Źródło: MF, KNF

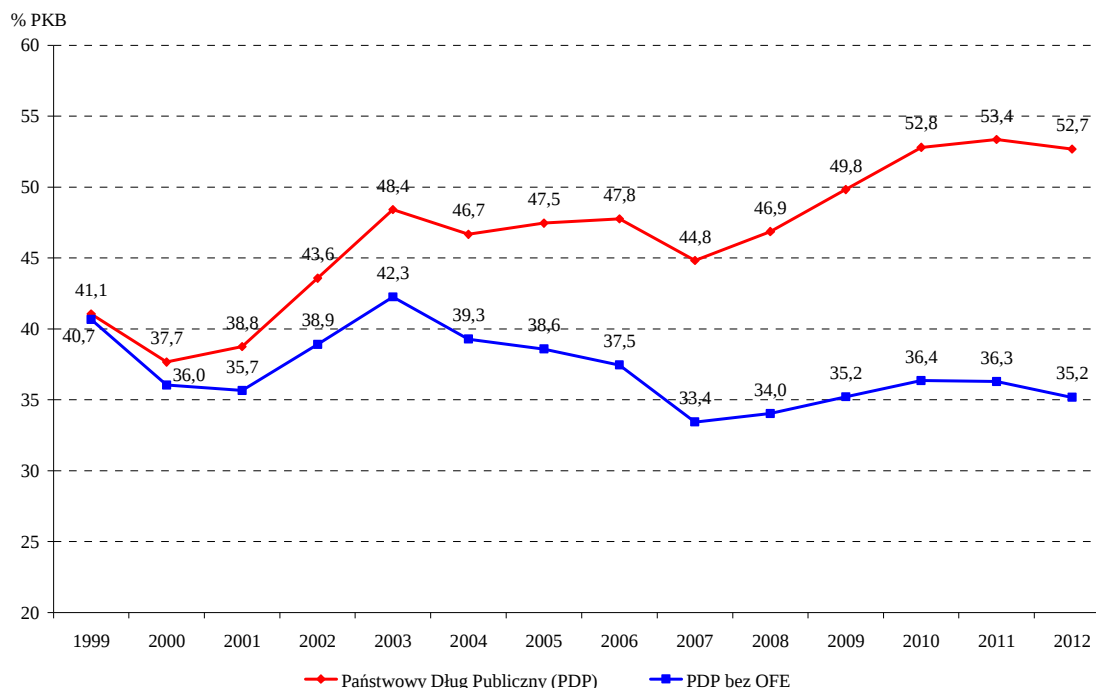
Przez nowy system emerytalny uzależnienie naszego długi od inwestorów zagranicznych wzrosło, a nie zmniejszyło się. Z powodu OFE musimy pożyczać znacznie więcej, a koszty finansowania długi są wyższe.

Wpływ na relację długi publicznego do PKB

Zgodnie z europejskimi zasadami statystycznymi składki przekazywane do OFE zwiększają deficyt i długi sektora finansów publicznych.

Bez konieczności finansowania dodatkowych potrzeb pożyczkowych z tytułu OFE, relacja długi do PKB byłaby znacząco niższa i nawet w kryzysowych latach 2009-12 utrzymywałaby się poniżej 40% wartości PKB. Ilustruje to poniższy wykres.

**Państwowy Dług Publiczny (PDP) i PDP bez OFE w latach 1999 – 2012
(według definicji krajowej)**



Źródło: MF

Oczywiście nie tylko koszt OFE powoduje wzrost długu publicznego, a faktyczny wzrost długu publicznego mógłby być inny niż wzrost relatywny z tytułu istnienia OFE. W szczególności mógłby być wolniejszy, jeśli równolegle podjęte zostałyby działania oszczędnościowe w innych dziedzinach. To skłania zwolenników udziału OFE w systemie do twierdzenia, że wprowadzenie OFE nie musiało prowadzić do wzrostu długu publicznego i dlatego nie należy traktować wpływu OFE na dług publiczny jako okoliczności istotnej przy ocenie roli OFE w systemie emerytalnym. Takie rozumowanie prowadzi jednak do absurdalnego wniosku, że **żaden wydatek sektora finansów publicznych nie zwiększa długu publicznego, bo podejmując go, można by jednocześnie dokonać cięć innych wydatków.**

Środki uzyskane z cięć wydatków, na przykład nierozwojowych, mogłyby być przeznaczone na sfinansowanie składki do OFE, ale mogłyby także sfinansować inne prorozwojowe cele lub obniżenie podatków.

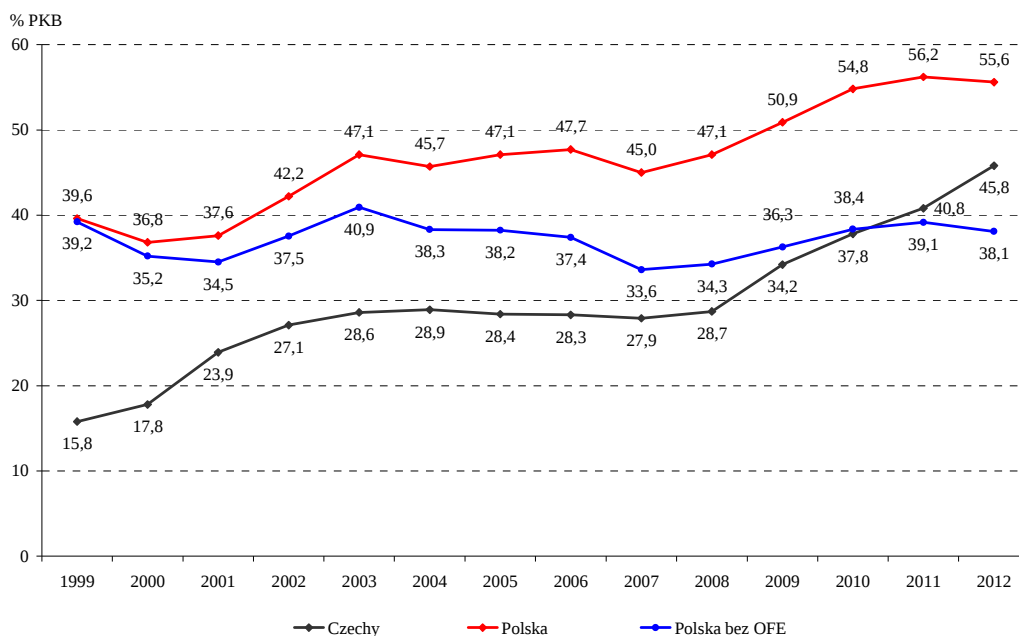
Wpływ na rating Polski

Inwestorzy i agencje ratingowe śledzą poziom zadłużenia publicznego oraz jego relacje do PKB. Należy oczekiwać, że gdyby relacja długu do PKB w Polsce była poniżej 40% przez cały okres od 1999 roku, to korzystniejsze wtedy oceny agencji ratingowych przełożyłyby się na niższe koszty pożyczek. Pewnym porównawczym przykładem może być analiza ratingu, wielkości długu oraz rentowności 10-letnich obligacji Czech.

Gdyby nie OFE, różnica między relacją długu do PKB Polski i Czech stale by się zmniejszała, a od 2011 r. dług publiczny Czech byłby wyższy niż Polski (w 2012 r. aż o 7,7 p.proc. PKB).

SYNTEZA
Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego

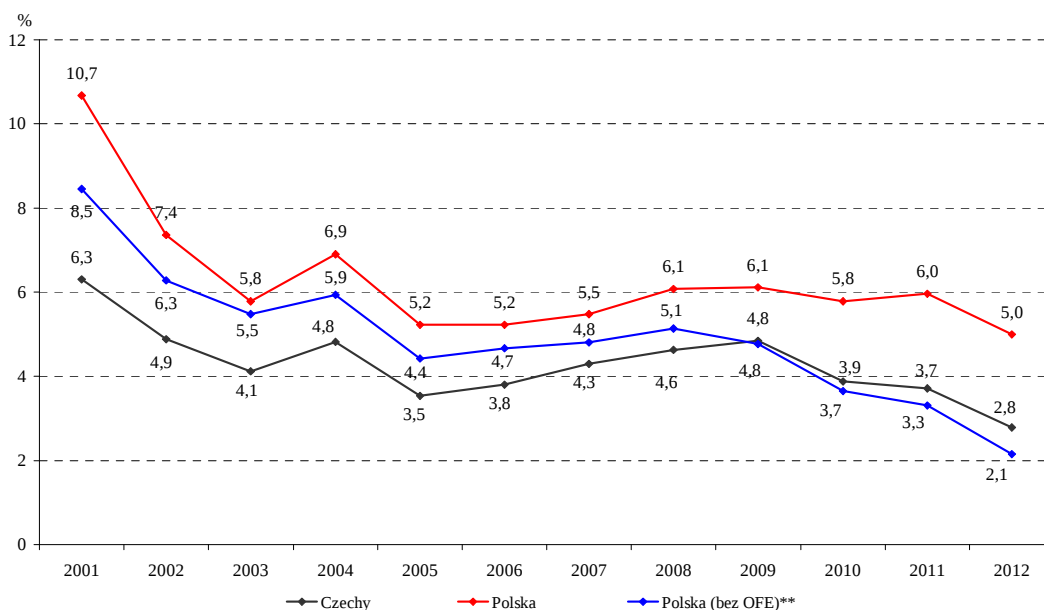
**Relacja długu sektora general government do PKB w Polsce i Czechach
w latach 1999-2012 (według definicji unijnej)**



Źródło: Ministerstwo Finansów, EUROSTAT

Przy założeniu, że różnica między rentownościami obligacji skarbowych w Polsce i w Czechach zależy wyłącznie od relacji długu do PKB, a nie byłoby OFE i wobec tego dług publiczny w Polsce byłby stosownie niższy (zobacz: wykres poniżej) to na koniec 2012 r. dług publiczny w Polsce (za sprawą niższych kosztów jego obsługi w kolejnych latach) byłby dodatkowo niższy o ok. 70,8 mld zł (tj. 4,4% PKB) i wynosiłby wobec tego 33,7% PKB (według definicji unijnej).

10-letnie stopy procentowe w Polsce i Czechach w latach 2001-2012*



* Stopa 10-letnia - średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia w grudniu. ** Przy założeniu stałej relacji między relacją rentowności dla Polski i Czech oraz odpowiednią relacją długu do PKB. Źródło: EUROSTAT

Ryzyko gwarancji minimalnych emerytur

Gwarancja minimalnej emerytury oznacza, że jeżeli suma emerytur uzyskanych z obu filarów jest niższa od poziomu emerytury minimalnej, to różnica jest dopłacana z budżetu państwa. W przypadku słabych wyników inwestycyjnych OFE odpowiedzialność spada na sektor publiczny, który musi sfinansować tę różnicę.

III FILAR SYSTEMU EMERYTALNEGO

W III filarze polskiego systemu emerytalnego, obok grupowej formy oszczędzania na emeryturę w Pracowniczych Programach Emerytalnych (PPE), istnieją dwie, wsparte zachętami podatkowymi, formy indywidualnego dobrowolnego oszczędzania kapitału, mającego w przyszłości uzupełnić świadczenia emerytalne, pochodzące z obowiązkowego systemu ubezpieczeń, tj. z ZUS i z OFE. Są to indywidualne konta emerytalne (IKE) oraz indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE).

Pracownicze programy emerytalne są dobrowolną formą grupowego oszczędzania na emeryturę, organizowaną przez pracodawcę przy współudziale pracowników. Składkę podstawową finansuje pracodawca, natomiast pracownik może zadeklarować wnoszenie składki dodatkowej, potrąconej z wynagrodzenia. Wartość aktywów zgromadzonych w PPE na koniec 2011 r. wynosiła 6,6 mld zł.

Na **Indywidualne Konto Emerytalne** można co roku wpłacić maksymalnie 300% prognozowanego na dany rok przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej. Wartość aktywów zgromadzonych na rachunkach IKE na koniec 2012 r. wyniosła 3,5 mld zł.

Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych wprowadziła zmiany umożliwiające założenie, obok funkcjonującego już IKE, dodatkowego indywidualnego IKZE.

W **Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego** zastosowano preferencję podatkową polegającą na odliczaniu od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych wpłat na to konto. Natomiast opodatkowaniu podatkiem dochodowym, podlega wypłata z IKZE po zakończeniu okresu oszczędzania.

Wpłaty dokonywane na IKZE w roku kalendarzowym nie mogą przekroczyć kwoty odpowiadającej równowartości 4% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne, ustalonej dla oszczędzającego za rok poprzedni, nie więcej jednak niż 4% kwoty ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe, tj. 30-krotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce na rok poprzedni, która w 2011 r. wyniosła 100 770 zł. Tak więc przy 4% limicie, maksymalna wpłata na IKZE nie mogła przekroczyć w 2012 r. kwoty 4 030,80 zł.

Z przedstawionych informacji wynika, że oszczędności emerytalne zgromadzone dotychczas w III filarze systemu emerytalnego, to jest w PPE, na IKE oraz IKZE nie są wystarczające, aby w zasadniczy sposób zwiększyły przyszłą emeryturę.

Jest wysoce prawdopodobne, że niski poziom oszczędności w III filarze wynika, w pewnym stopniu, z tego, że część gospodarstw domowych uwierzyła, że „oszczędza” w II filarze. Może na to wskazywać fakt, że w Czechach, gdzie nie było II filara, ok. 70% gospodarstw domowych gromadzi oszczędności w III filarze już od połowy lat dziewięćdziesiątych.

PODSTAWOWE PROBLEMY DO ROZWIĄZANIA

Po pierwsze, co zrobić, by wyeliminować negatywne oddziaływanie OFE na przyszłe emerytury, wynikające z wpływu kosztów OFE na wysokość długu publicznego i w konsekwencji na wysokość klina podatkowego, stopy oszczędności, kosztu kredytu i wzrostu PKB, a także na wysokość podatków płaconych przez samych emerytów?

Dla przyszłego emeryta ważniejsza jest wysokość netto (po opodatkowaniu) emerytury niż jej wartość brutto.

Jeśli jednak nie będzie możliwości (z różnych powodów: wysokości długu, braku możliwości jego finansowania, uwarunkowań prawnych czy politycznych) akumulowania kosztów OFE w przyroście długu, trzeba będzie podwyższyć podatki i/lub obniżyć wydatki, w tym zdrowotne i socjalne, których największymi „konsumentami” są osoby starsze.

Po drugie, jak zwiększyć efektywność OFE w inwestowaniu? Istnieje konsensus wśród ekonomistów, co do fundamentalnej krytyki strategii zarządzania składkami przekazywanymi przez ZUS do OFE. Istniejący mechanizm tzw. „benchmarku wewnętrznego” surowo karze odchylenia stopy zwrotu w dół od reszty rynku OFE, a w konsekwencji skraca horyzont inwestycyjny przyjmowany przez PTE oraz zniechęca je do walki konkurencyjnej o wyższą stopę zwrotu w długim okresie. W efekcie system charakteryzuje się ujednolicaniem portfeli (herding). Reasumując, mamy nieefektywny, a do tego bardzo kosztowny system zarządzania składkami emerytalnymi.

Trzecie pytanie brzmi: jak ograniczyć niekorzystny wpływ zmian demograficznych, czyli starzenia się społeczeństwa, na wartość aktywów OFE?

Wraz z procesem starzenia się społeczeństwa pojawi się problem odpływu kapitału z rynku. Z jednej strony, coraz więcej osób będzie pobierało emerytury, a więc inwestycje finansowe będą zamieniane na konsumpcję (okres dezinwestycji), z drugiej strony, dużo trudniej w takich uwarunkowaniach demograficznych będzie znaleźć przeciwną stronę transakcji upłynniania aktywów OFE bez zaoferowania atrakcyjnej ceny. Może więc dojść do długiego okresu niskich lub nawet ujemnych stóp zwrotu.

Czwarte pytanie to: jak wyeliminować, czy choćby silnie ograniczyć, ryzyko spadku wartości kapitału emerytalnego w warunkach złej koniunktury, szczególnie w ostatnich latach aktywności zawodowej ubezpieczonego?

Zjawisko to jest znane jako „ryzyko złej daty”. Niekorzystna zmiana procentowa wartości kapitału dotyczy, w momencie przejścia na emeryturę, dużo większego, niż na początku aktywności zawodowej, zakumulowanego kapitału, co przekłada się na znaczny spadek wysokości emerytury.

Chociaż znakomita większość tego ryzyka jest ponoszona dzisiaj przez przyszłego emeryta, to kiedyś część ryzyka może spaść na państwo jako **gwaranta minimalnej emerytury**. Koszt wypłacania takich emerytur spadnie, w pewnym stopniu, na samych emerytów, którzy są także podatnikami.

I wreszcie należy zapytać: **jakie działania powinno podjąć państwo, żeby dobrowolne, prywatne oszczędności emerytalne Polaków stanowiły w przyszłości istotne dopełnienie świadczenia emerytalnego z publicznego i obowiązkowego systemu?**