

# **Sektor funduszy emerytalnych w Polsce - ewolucja, kształt, perspektywy**

## **Spis treści**

|                                                                                      |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Podsumowanie raportu.....</b>                                                     | <b>3</b>  |
| <b>Wstęp.....</b>                                                                    | <b>4</b>  |
| <b>I. Ewolucja systemu emerytalnego w latach 1999-2014.....</b>                      | <b>7</b>  |
| 1. Reforma emerytalna z 1999 roku .....                                              | 7         |
| 1.1. Cele reformy.....                                                               | 7         |
| 1.2. Nowy kształt instytucjonalny .....                                              | 9         |
| 1.3. Brakujące elementy systemu .....                                                | 9         |
| 2. Zmiany w systemie emerytalnym w latach 1999-2013 .....                            | 11        |
| 3. Zmiany w systemie w roku 2014.....                                                | 13        |
| <b>II. I Filar – najważniejsze problemy i wyzwania .....</b>                         | <b>17</b> |
| 1. Perspektywy systemu <i>pay as you go</i> w kontekście zmian demograficznych ..... | 17        |
| 2. Krótko i długookresowe zbilansowanie I filara systemu emerytalnego .....          | 19        |
| 3. Waloryzacja kapitału emerytalnego .....                                           | 22        |
| <b>III. II filar – nowy kształt i ryzyka .....</b>                                   | <b>26</b> |
| 1. Zagrożenie związane z nagłym spadkiem wartości aktywów OFE.....                   | 26        |
| 2. Konsekwencje braku mechanizmu stymulacji efektywności inwestycyjnej OFE .....     | 28        |
| 3. Ryzyko dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego zarządzanego przez KDPW .....            | 31        |
| 4. Prognoza wielkości rynku emerytalnego.....                                        | 33        |
| <b>IV. System emerytalny w otoczeniu społeczno-gospodarczym .....</b>                | <b>37</b> |
| 1. System emerytalny a finanse publiczne .....                                       | 37        |
| 2. Ujawnianie emerytalnego długu ukrytego w rachunkach narodowych.....               | 40        |
| 3. Makroekonomiczne konsekwencje długu publicznego w krajach regionu .....           | 42        |
| 4. Wpływ kapitałowej części systemu emerytalnego na rynek finansowy.....             | 46        |
| 4.1. GPW – stan i perspektywy .....                                                  | 46        |
| 4.2. Rola OFE w spółkach z GPW .....                                                 | 50        |
| 4.3. Wpływ OFE na rynek instrumentów dłużnych .....                                  | 53        |
| 4.4. Ryzyko specyficzne związane z inwestycjami na rynkach zagranicznych .....       | 56        |
| <b>V. III filar – niezbędny element systemu emerytalnego.....</b>                    | <b>58</b> |
| 1. Rozwój III filara jako odpowiedź na ewolucję systemu emerytalnego .....           | 58        |
| 2. Kształtowanie się III filara .....                                                | 59        |
| 3. Stan obecny sektora dobrowolnych oszczędności emerytalnych .....                  | 60        |
| <b>Rekomendacje.....</b>                                                             | <b>64</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>                                                            | <b>71</b> |

## Podsumowanie raportu

Poprzedzona *Przeglądem systemu emerytalnego*<sup>1</sup> przebudowa II filara ubezpieczeń społecznych z 2014 roku doraźnie poprawiła kondycję finansów publicznych, jednak pociągnęło to za sobą niekorzystne skutki ekonomiczne i społeczne. Otwarte fundusze emerytalne były pomyślane nie tylko jako element bezpieczeństwa emerytalnego, ale również kluczowy długookresowy inwestor instytucjonalny, mogący uczynić z warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych regionalne centrum finansowe. Nie do przecenienia był również społeczno-edukacyjny wymiar reformy emerytalnej z 1999 roku: odbudowa nadwątlonego zaufania do systemu ubezpieczeń społecznych i zmiana percepcji istoty samych składek emerytalnych, co mogło chociażby skutkować ograniczeniem szarej strefy.

Niniejsze opracowanie zawiera skondensowaną, ale kompleksową analizę zmian w systemie emerytalnym od 1999 roku, zarówno w obrębie części kapitałowej, jak i repartycyjnej. W szczególności zwrócono uwagę na kwestię długu ukrytego w części repartycyjnej systemu – kwestii kluczowej, a całkowicie pominiętej w *Przeglądzie*, na rolę II filara na rynku kapitałowym, czy wreszcie ryzyko związane z przebudową i marginalizacją OFE. Zwrócono też uwagę na konieczność dalszych starań, celem upowszechnienia dobrowolnych ubezpieczeń emerytalnych. Diagnoza wskazuje na szereg zagrożeń, które nie tylko nie zostały zmitygowane, ale wręcz pogłębione zmianami prawnymi z 2014 roku.

Pochodną diagnozy jest holistyczny zestaw rekomendacji, który ma poprawić zbilansowanie i bezpieczeństwo zarówno w I, jak również w II filarze ubezpieczeń społecznych. W szczególności zaproponowano: zmianę zasad waloryzacji konta i subkonta ZUS, ujawnienie długu ukrytego, dywersyfikację lokat i zmianę kryteriów efektywnościowych w II filarze, wprowadzenie nowych zasad domyślnego członkostwa w OFE oraz wiele innych szczegółowych rozwiązań służących długookresowemu zbilansowaniu systemu emerytalnego i bezpieczeństwu dzięki różnorodności.

---

<sup>1</sup> MPiPS oraz MF (2013, czerwiec), *Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu*, Warszawa

## Wstęp

Kryzys finansowy z 2008 r. spowodował zmianę podejścia do roli instytucji finansowych w gospodarce i polityce ekonomicznej. Jedną z reperkusji kryzysu był spadek zaufania do rynków finansowych jako takich, a do instytucji zbiorowego inwestowania w szczególności. Prywatne fundusze emerytalne, choć same w sobie nie przyczyniły się do wywołania kryzysu również mocno ucierpiały na reputacji. To wszystko, połączone z pokryzysową recesją i narastającą nierównowagą budżetów centralnych, przyczyniło się do zjawiska określanego jako *reform reversal*<sup>2</sup> – odwrócenia reform emerytalnych, sukcesywnie wprowadzanych w wielu krajach pod koniec lat 1990-tych i później.

Kapitałowa część polskiego systemu emerytalnego krytykowana była już od momentu jej wprowadzenia. Jednak do 2008 r. głosy te dotyczyły głównie spraw technicznych (np. opłat pobieranych od członków czy poziomu konkurencji), a w kwestiach fundamentalnych nie miało to przełożenia na środowiska decyzyjne. W kryzysowym 2008 r. nastąpiła radykalna zmiana i otwarte fundusze emerytalne poczęły być postrzegane już nie jako inwestycja w przyszłość systemu emerytalnego, ale ciężar dla budżetu. Przyczynił się do tego fakt, że na skutek gwałtownego spadku indeksów giełdowych stopa zwrotu OFE okazała się silnie ujemna. W tym samym czasie towarzystwa emerytalne zanotowały rekordowe zyski, co wynikało z wolumenu składek oraz poziomu zarządzanych aktywów. Należy podkreślić, że ujemne stopy zwrotu OFE nie wynikały z zaniedbania towarzystw emerytalnych czy funduszy emerytalnych – działały one w granicach ustanowionego dla nich prawa. Natomiast zderzenie krytykowanego już przed kryzysem systemu opłat z rzeczywistością kryzysową dało taki a nie inny efekt.

Głównym argumentem wysuwany przeciw istnieniu OFE był poziom refundowanych składek do FUS (pokrycie różnicy między nową a starą składką do FUS). Pierwotnie miało to być w dużym stopniu zabezpieczone przychodami z prywatyzacji, ale praktyka okazała się inna. W rzeczywistości dotacja ta nie ma charakteru kosztu a raczej inwestycji, bowiem oszczędności w OFE zmniejszają przyszłe wydatki FUS, niemniej w kryzysowej rzeczywistości dominowała perspektywa krótkoterminowa. Podnoszono też z pozoru oczywisty zarzut, że państwo przez dotację na FUS zadłuża się emitując obligacje, które potem są kupowane przez OFE, co jest sztuczną i niepotrzebną kreacją długu<sup>3</sup>. Sprawa stała się szczególnie paląca, gdy dług publiczny zbliżył się do ostrożnościowego progu 55% PKB. Przeciwnicy OFE podnosili też argument wysokich kosztów funkcjonowania II filara i nadzwyczajnych zysków PTE – wbrew analizom Międzynarodowej Organizacji Nadzorów Emerytalnych (IOPS), z których wynikało, że polski system jest najtańszym tego typu rozwiązaniem na świecie. Ważnym argumentem były niskie stopy zwrotu OFE w czasach kryzysowych, zestawione z wysoką waloryzacją na koncie i subkoncie w ZUS, jakkolwiek metodologicznie nieuprawnione takie zestawienie by nie było<sup>4</sup>. Wreszcie, rozstrzygnięcie

---

<sup>2</sup> Wg terminologii OECD i Banku Światowego, por. World Bank (2013).

<sup>3</sup> W rzeczywistości OFE były zmuszane do zakupu obligacji na mocy przepisów ustawy.

<sup>4</sup> Waloryzacja na koncie i subkoncie ZUS związana jest ze wzrostem funduszu wynagrodzeń, inflacją i wzrostem PKB, natomiast stopa zwrotu OFE ze stopą zwrotu na rynkach akcji i obligacji, które mają dużo większą zmienność.

Trybunału Sprawiedliwości UE, nakazujące zwiększenie limitu inwestycji zagranicznych dla OFE, mogło być postrzegane jako częściowa „utrata kontroli” nad oszczędnościami emerytalnymi Polaków.

Okres 2010–2014 to dwie duże zmiany ustawowe na rynku OFE w ramach wspomnianego powyżej mechanizmu odwracania reformy. Najważniejsze elementy nowych regulacji to:

- redukcja składki do OFE i wprowadzenie subkonta ZUS,
- wprowadzenie dobrowolności odprowadzania składki z domyślnym składkowaniem tylko do ZUS,
- wprowadzenie suwaka bezpieczeństwa, czyli stopniowego wycofywania środków z OFE do ZUS przez 10 lat przed wiekiem emerytalnym przy jednoczesnej rezygnacji z emerytur kapitałowych,
- umorzenie obligacji skarbowych w portfelach OFE i zakaz inwestycji w obligacje skarbowe przez fundusze,
- zniesienie minimalnej stopy zwrotu.

Drugorzędne zmiany obejmowały obniżenie poziomu opłat w OFE, zakaz reklamy OFE w czasie tzw. „okna transferowego”, likwidację akwizycji do OFE oraz wzmocnienie zachęt do dobrowolnego oszczędzania w III filarze. Niestety, obniżenie poziomu opłat nie zostało połączone z całościową przebudową systemu wynagradzania PTE w taki sposób, który motywowałby je do maksymalizacji wyników inwestycyjnych w długim okresie przy minimalnym ryzyku oraz utrzymywania kapitałów własnych w wysokości adekwatnej do wielkości zarządzanych funduszy.

Odwracaniu reformy przyświecała troska o krótkoterminowy stan finansów publicznych. Odkryło się to jednak kosztem perspektywy długoterminowej i negatywnych efektów ubocznych w niektórych obszarach finansów publicznych i prywatnych. Z punktu widzenia finansów publicznych zredukowano dług jawny kosztem powiększenia długu ukrytego (*implicit public debt*). Jeśli waloryzacja konta i subkonta będą, jak dotąd, wyższe od oprocentowania obligacji skarbowych, to przesunięcie składki z II do I filara zwiększy łączny długookresowy koszt dla finansów publicznych.

Umorzenie i zakaz inwestycji w obligacje skarbowe sprawią, że większy udział w długu krajowym będą mieli nierezydenci, co może wpłynąć na traktowanie naszych papierów skarbowych jako bardziej narażonych na spekulacje, czyli bardziej ryzykownych. Radykalne zmniejszenie składki połączone z dekulacją oszczędności w OFE za pomocą suwaka sprawia, że spada rola OFE jako strategicznych, długoterminowych inwestorów na GPW. Bez takich podmiotów, warszawska giełda ma mniejszą szansę na stanie się regionalnym centrum finansowym<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> W okresie od 30 grudnia 2013 roku do 30 grudnia 2015 roku stopy zwrotu na wybranych rynkach giełdowych wyniosły: WIG -9,4%, WIG20 -22,6%, BUX 28,9%, DAX 12,5%, S&P500 12,1%, CAC40 9,4%, FT-SE100 -6,8%.

Ubezpieczonym ograniczono dywersyfikację emerytury między filarami<sup>6</sup>. Przyszli emeryci mogą się też spodziewać niższych emerytur niż przed ostatnimi zmianami, bowiem rynki finansowe w długim okresie zapewniają średnio biorąc zwrot wyższy niż wzrost płac czy nawet wzrost PKB. Pozytywne aspekty systemów wielofilarowych i kapitalizacji emerytur są podkreślane przez OECD i Bank Światowy. Coraz głośniejsza jest też wśród ekspertów niepopularna twierdzenie, że „sprawiedliwe” systemy repartycyjne w krajach rozwiniętych są w obecnej formie nie do utrzymania w długim okresie. Dodatkowo, rezygnacja z emerytur kapitałowych na rzecz suwaka wyklucza oferowanie szerszego spektrum produktów emerytalnych, lepiej dopasowanych do indywidualnych potrzeb ubezpieczonych.

Ostatnie zmiany zniosły gwarancje bezpieczeństwa (minimalną stopę zwrotu i niedobór) w OFE, co teoretycznie zmniejsza ryzyko prowadzenia tego biznesu dla towarzystw emerytalnych. W praktyce jednak, wysokie i limitowane od dołu zaangażowanie w akcje może sprawić, że przy najbliższych zawirowaniach na światowych rynkach finansowych stopa zwrotu OFE może być istotnie ujemna i zostanie to podniesione jako argument do dalszego zmniejszania roli drugiego filara (pomimo faktu, że długoterminowo można tam oczekiwać wysokich stóp zwrotu i efektywnego pomnażania kapitału emerytalnego). Nawet jeśli uda się uniknąć tego ryzyka politycznego, to regulacja przewidująca otwarcie „okien transferowych” raz na cztery lata sprawia, że decyzja przyszłych emerytów o składkowaniu do OFE będzie bardziej zależna od sytuacji na GPW w danym momencie niż oparta na racjonalnej ekonomicznie długoterminowej analizie autorów tej decyzji.

Wreszcie, częstotliwość i tryb wprowadzania zmian do systemu emerytalnego nie służy budowaniu zaufania obywateli do systemu ubezpieczeń społecznych<sup>7</sup>. W trakcie tzw. okienka transferowego oraz w okresie poprzedzającym ukazało się wiele publikacji kwestionujących sens istnienia kapitałowych form zabezpieczenia emerytalnego. Podważyło to wprost zaufanie do OFE, ale także do III filara, całego systemu emerytalnego i rynków finansowych w ogólności<sup>8</sup>. Umorzenie obligacji w portfelach funduszy mogło być postrzegane, niezależnie od interpretacji prawnych, jako uszczuplenie prywatnych oszczędności, gdyż badania ankietowe wskazywały jednoznacznie, że spora część ubezpieczonych tak właśnie postrzegala rachunki w OFE<sup>9</sup>. W długim okresie taki spadek zaufania społecznego może się odbić negatywnie na finansach publicznych, redukując choćby motywację do wyjścia z szarej strefy.

---

<sup>6</sup> Wyniki OFE są ujemnie skorelowane z waloryzacją ZUS, co umożliwia ograniczenie ryzyka niskiej łącznej emerytury.

<sup>7</sup> Por. OECD (2015), gdzie opisując reformy od 1999 r. zaznaczono, że zbyt częste zmiany redukują przewidywalność systemu emerytalnego jako takiego.

<sup>8</sup> Krytyka rynków finansowych jako takich jest bardzo wyraźna u przeciwników II filara. Oręziak (2014) porównuje rynki finansowe do „globalnego kasyna” (s. 56) i podkreśla, że OFE służą tam właściwie do nadmuchiwania baniek cenowych (s. 313). W wywiadzie dla tygodnika „Wprost” (01. 04.2014) Bogusław Grabowski porównywał OFE do bezsensownej gry o sumie zerowej, prof. Paweł Kozłowski dla portalu analizy.pl (18.07.2014) o wyborze OFE mówił „nie ma rzeczy bardziej niepewnej niż rynek finansowy – to jest hazard.”

<sup>9</sup> Zresztą nie tylko opinia społeczna, bo OECD i Bank Światowy również kwalifikują OFE jako tzw. *personal pension plans* (Por. OECD 2012).

## **I. Ewolucja systemu emerytalnego w latach 1999-2014**

### **1. Reforma emerytalna z 1999 roku**

#### **1.1. Cele reformy**

Wraz z momentem wejścia w życie nowego systemu emerytalnego w 1999 r., wszyscy ubezpieczeni podlegający systemowi ubezpieczeń społecznych, a urodzeni po 1948 r. znaleźli się w zreformowanym systemie. Zasadniczym celem reformy było wprowadzenie zasady samofinansowania się systemu emerytalnego w długim okresie. W praktyce miało to oznaczać docelowo zaprzestanie finansowania systemu z innych źródeł niż ze składek emerytalnych płaconych przez ubezpieczonych oraz ich pracodawców. W obliczu zbliżających się przemian demograficznych, a w szczególności spadku liczby osób w wieku produkcyjnym przypadających na osobę w wieku poprodukcyjnym, istniał wówczas dość szeroki konsensus co do konieczności przeprowadzenia gruntownych reform. Dalsze utrzymywanie starego systemu emerytalnego groziło załamaniem się finansów publicznych, prowadzącym do negatywnych skutków społecznych oraz gospodarczych.

Samofinansowanie się w skali całego systemu zostało wprowadzone poprzez utworzenie indywidualnych kont na poziomie pojedynczego ubezpieczonego. W nowym systemie emerytalnym wysokość przyszłego świadczenia emerytalnego miała zależeć przede wszystkim od wartości środków zgromadzonych przez przyszłego świadczeniobiorcę, a także tempa przyrostu wartości wpłaconych składek oraz średniego dalszego trwania życia w momencie przejścia na emeryturę. Idea sprawiedliwości realizowana jest poprzez wprowadzenie adekwatności pomiędzy wpłaconymi składkami a otrzymywanym świadczeniem. Oczekiwano, że przyczyni się to zmniejszenia tego, co określano mianem erozji systemu emerytalnego, czyli wzrostu przywilejów emerytalnych określonych grup zawodowych i społecznych oraz ucieczką przed obciążeniami finansowymi wynikającymi z podlegania ubezpieczeniom społecznym, a wszystko to kosztem całego społeczeństwa, które z podatków subsydiuje system.

#### ***System o zdefiniowanej składce***

System emerytalny, w którym przy stałej składce wysokość świadczenia nie jest z góry zdeterminowana, ale obciążona ryzykiem inwestycyjnym bądź innym, nazywany jest systemem o zdefiniowanej składce. Może mieć on zarówno charakter repartycyjny, w którym składki płacone przez pracujących finansują bieżące świadczenia emerytów. Może też przybierać postać kapitałową, w której składki są lokowane na rynkach finansowych i w przyszłości posłużą do sfinansowania świadczeń danego ubezpieczonego. W systemie o zdefiniowanej składce wyraźnie oddzielony jest okres akumulacji kapitału emerytalnego od okresu wypłaty świadczeń. Wartość zgromadzonych środków na koniec pierwszego okresu zależy przede wszystkim od kwot odprowadzanych składek, systematyczności oraz długości okresu oszczędzania a także efektywności systemu (kosztów ponoszonych przez ubezpieczonego oraz tempa przyrostu składek). Natomiast wysokość świadczenia realizowana w okresie dekumulacji zależy przede wszystkim od kwoty zgromadzonych oszczędności w pierwszym

okresie, a także średniego oczekiwanego czasu pobierania świadczeń, co jest pochodną wyboru wieku, w którym przeliczany jest kapitał na przyszłe świadczenia (ewentualnie innych parametrów jak: koszty wypłaty świadczeń, wysokość oczekiwanych stóp zwrotu, udział w zysku czy dodatkowych gwarancji jakimi objęty jest ubezpieczony).

Oparcie systemu na powyższych założeniach przyczyniło się do minimalizacji określonych transferów środków pomiędzy grupami społecznymi, a w szczególności między grupami zawodowymi. Jednak nie można mówić o zupełnej eliminacji transferów społecznych, gdyż zgodnie z ideą ubezpieczeń mają miejsce transfery od osób krócej żyjących do osób żyjących dłużej niż przeciętne dalsze trwanie życia w momencie kalkulacji świadczenia. Ponadto używanie wspólnych tablic trwania życia dla kobiet i mężczyzn powoduje transfer od mężczyzn do kobiet.

W ciągu piętnastu lat istnienia obecnego systemu emerytalnego wielokrotnie go modyfikowano, nigdy jednak nie była podważana jego zasadnicza cecha, czyli oparcie go na zdefiniowanej składce. Zmiany dotyczyły kwestii powszechności systemu, jego efektywności, czy sposobu finansowania np. poprzez wzrost komponentu repartycyjnego kosztem komponentu kapitałowego.

### ***Dodatkowe oczekiwane skutki reformy emerytalnej***

Inne efekty, towarzyszące wprowadzeniu nowego systemu emerytalnego, miały dla jego twórców charakter wtórny<sup>10</sup> i trzeba z perspektywy czasu przyznać, że nie wszystkie się ujawniły. Dla przykładu warto przypomnieć, że oczekiwano:

- pozytywnego wpływu na rynek pracy - zmniejszenia szarej strefy przez ujawnienie nieewidencjonowanych dochodów, gdyż składka emerytalna, mimo swojej obligatoryjności, powinna być postrzegana bardziej jako forma oszczędzania niż dodatkowy podatek; a ponadto powinna zachęcać do dłuższego pozostawania na rynku pracy w celu podwyższania sobie świadczenia,
- zwiększenia efektywności prywatyzacji - wykorzystywanie mienia państwowego do finansowania reformy miało przyczynić się do wzrostu przyzwolenia społecznego dla prywatyzacji,
- pozytywnego wpływu na rozwój rynku kapitałowego poprzez przekazywanie części składek emerytalnych na zakup instrumentów finansowych za pośrednictwem OFE,
- wzrostu świadomości emerytalnej ubezpieczonych, którzy w coraz większym stopniu dochodzą do przekonania, że wysokość przyszłych świadczeń jest uzależniona w przeważającym stopniu od nich samych, a państwo jest jedynie organizatorem systemu oraz gwarantem jego stabilności,
- minimalizacji ryzyka politycznego - realizowania przez rządzących swoich celów krótkookresowych kosztem długookresowej stabilności systemu emerytalnego,
- pozytywnego wpływu na finanse publiczne w długim okresie poprzez racjonalizację części repartycyjnej systemu emerytalnego oraz jednoczesną reformę całego systemu ubezpieczeń społecznych.

---

<sup>10</sup> Zob. Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego (1997)

## 1.2. Nowy kształt instytucjonalny

Główne role w nowym systemie emerytalnym zostały powierzone: zreformowanemu Zakładowi Ubezpieczeń Społecznych oraz nowopowstałym otwartym funduszom emerytalnym wraz z zarządzającymi nimi powszechnymi towarzystwami emerytalnymi.

ZUS wykonuje szereg różnych zadań z zakresu ubezpieczeń społecznych. W systemie emerytalnym odpowiedzialny jest głównie za zbieranie składek na ubezpieczenia społeczne (w tym na emerytalne), z których część przekazywana jest do OFE na utworzone tam indywidualne rachunki. W tym celu ZUS prowadzi Centralny Rejestr Członków OFE, w którym odnotowywana jest przynależność ubezpieczonych do danego funduszu emerytalnego. Pozostała część składki emerytalnej finansuje bieżące świadczenia obecnych emerytów. Dla ubezpieczonych, którzy zostali objęci nowym systemem emerytalnym, zostały utworzone indywidualne konta, na których ewidencjonowane są składki oraz kapitał początkowy, czyli kwota zobowiązań starego systemu przeniesiona do nowego. Zaewidencjonowane na kontach kwoty podlegają corocznej waloryzacji.

Nowymi instytucjami w zreformowanym systemie emerytalnym były OFE, posiadające osobowość prawną. Jedynym przedmiotem działalności funduszu emerytalnego jest gromadzenie środków, a następnie bezpieczne i efektywne pomnażanie ich, z przeznaczeniem na przyszłe świadczenia ubezpieczonego po osiągnięciu wieku emerytalnego<sup>11</sup>. Zarządzaniem OFE zajmują się specjalnie do tego powołane PTE, będące spółkami akcyjnymi o charakterze komercyjnym. Wszystkie obowiązki spoczywające na PTE z jednej strony oraz korzyści, w szczególności sposób ich wynagradzania, z drugiej strony, są szczegółowo uregulowane przez przepisy.

## 1.3. Brakujące elementy systemu

Kluczowym elementem niezbędnym do pełnego funkcjonowania kapitałowej części systemu emerytalnego, który nie został uregulowany wraz z wprowadzaniem reformy, było określenie sposobu wypłaty świadczeń emerytalnych. Pierwszy projekt ustawy o zakładach emerytalnych został skierowany do Sejmu wraz z pozostałymi projektami aktów prawnych zmieniających system ubezpieczeń społecznych w Polsce. Nie został on jednak rozpatrzony przez parlament przed upływem kadencji. W kolejnych latach, mimo poddawanych pod dyskusję różnych propozycji<sup>12</sup>, nie podjęto poważnych prac legislacyjnych. Dopiero w 2008 r, na krótko przed koniecznością przeprowadzenia pierwszych wypłat, parlament przyjął dwie ustawy: *o emeryturach kapitałowych* i *o funduszu dożywotnich emerytur kapitałowych*. Drugą z tych ustaw zawetował Prezydent, a Sejm nie zdołał tego weta odrzucić. Ustawa *o emeryturach kapitałowych*, która weszła w życie z początkiem 2009 r. w praktyce regulowała wypłatę świadczeń dla kobiet pomiędzy 60 a 65 rokiem życia. Po 65 roku życia kobiety miały mieć kalkulowane świadczenia tak jak mężczyźni, ale ciągle wymagało to jeszcze pełnego uregulowania przed 2014 r.

---

<sup>11</sup> Art. 2 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r.

<sup>12</sup> Na przykład: UKNF (2012b)

Innym elementem podnoszącym efektywność systemu emerytalnego, który czekał na swoje regulacje było zapobieżenie „ryzyku złej daty”, czyli konieczności umarzania jednostek rozrachunkowych po relatywnie niskich cenach w okresie dekonunktury na rynkach finansowych. W pierwotnym tekście ustawy znajdował się jeden artykuł (art. 229), który miał zacząć obowiązywać po 1 stycznia 2005 r. Wprowadzał on możliwość tworzenia „funduszy typu B”, w których członkostwo mogliby uzyskiwać członkowie OFE po ukończeniu 50 roku życia. Jednak w związku z wieloma wątpliwościami, zgłaszanymi głównie przez PTE, Sejm w połowie 2005 r. uchylił ten artykuł pozostawiając powyższą materię bez stosownych regulacji.

Błędem okazał się brak wskazania przejrzystych zasad finansowania bieżących emerytur w okresie przejściowym w związku z odprowadzaniem części składek emerytalnych do OFE. Autorzy reformy wskazywali na dwa źródła, z których miałby być finansowany okres przejściowy: racjonalizacja segmentu repartycyjnego systemu ubezpieczeń społecznych oraz przychody z tytułu prywatyzacji mienia Skarbu Państwa<sup>13</sup>. W celu uruchomienia drugiego źródła finansowania uchwalona nawet została specjalna ustawa *o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji części mienia Skarbu Państwa na cele związane z reformą systemu ubezpieczeń społecznych*. Praktyczne znaczenie tej ustawy okazało się jednak znikome gdyż refundacja składek przekazywanych do OFE obciążała budżet państwa. Dodatkowo nakaz klasyfikowania przez Eurostat OFE jako podmiotów spoza sektora publicznego<sup>14</sup> spowodował brak możliwości skonsolidowania OFE z sektorem instytucji rządowych i samorządowych przyczyniając się tym samym do wzrostu statystycznych wielkości deficytów oraz długu publicznego liczonego zgodnie z zasadami obowiązującymi w UE.

Innym aspektem wpływającym negatywnie na ocenę sektora OFE, podnoszonym od samego początku jego funkcjonowania, był niski poziom konkurencji. Wskazywano na duży poziom koncentracji jaki ukształtował się przy podziale pierwotnym rynku, stosunkowo duże bariery wejścia oraz niską mobilność członków OFE. Najbardziej istotny okazał się jednak brak zależności pomiędzy efektywnością OFE a zyskami osiąganymi przez zarządzające nimi PTE. Oczekiwano, iż fundusze bardziej efektywne będą przyciągać więcej członków i powinno to być wystarczającą motywacją dla zarządzających do lepszego zarządzania. Niestety, brak jednoznacznej możliwości oceny wyników inwestycyjnych w długim okresie oraz stosunkowo skomplikowany system opłat nie zachęcał ani członków do zmiany OFE, ani zarządzających do wymiernych działań korzystnych dla swoich klientów<sup>15</sup>. Ilustracją tego jest fakt, że poza marginalnymi przypadkami wszystkie podmioty utrzymywały swoje opłaty na najwyższym dopuszczalnym przez prawo poziomie, dlatego niezbędne okazały się interwencje ustawodawcy w celu ich obniżenia.

---

<sup>13</sup> Zob. Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego (1997), s.102-109

<sup>14</sup> Zob. Eurostat (2004). Stanowisko Eurostatu w kwestii kwalifikacji OFE zostało też podtrzymane w piśmie z 2011 r. do GUS zawierającym propozycję kwalifikacji statystycznej subkonta w ZUS.

<sup>15</sup> Zob. UNFE (2000), UKNF (2008), UKNF (2012a)

## **2. Zmiany w systemie emerytalnym w latach 1999-2013**

### ***Rok 1999 – reforma systemu ubezpieczeń społecznych***

Nastąpiła gruntowna przebudowa całego systemu ubezpieczeń społecznych. Wyodrębniono w ramach Funduszu Ubezpieczeń Społecznych następujące fundusze: emerytalny, rentowy, chorobowy i wypadkowy. Podzielono składkę na ubezpieczenia społeczne na poszczególne fundusze. System emerytalny oparto na regule zdefiniowanej składki, tak w części repartycyjnej, jak i kapitałowej. Rozpoczęto przekazywanie części składki emerytalnej do specjalnie utworzonych otwartych funduszy emerytalnych. Ponadto wprowadzono przepisy regulujące funkcjonowanie pracowniczych programów emerytalnych.

### ***Rok 2000 – próba zwiększenia atrakcyjności PPE<sup>16</sup>***

Wprowadzono zmianę finansowania składki podstawowej z wcześniej płaconej z wynagrodzenia pracownika na finansowaną przez pracodawcę. Zwiększono przejrzystość uczestnictwa w programie. Doprecyzowano także kwestie spadkowe i podatkowe.

### ***Rok 2004 – istotne zmiany regulacji funduszy emerytalnych<sup>17</sup>***

W 2004 r. zaczęła obowiązywać większość przepisów z pierwszej znaczącej nowelizacji ustawy o OFE uchwalonej w 2003 r. W pierwszym rządzie zmienione zostały przepisy dotyczące opłat, które miały na celu obniżenie, a także zwiększenie ich porównywalności. Wprowadzono górne ograniczenie wysokości opłaty od składki (początkowo 7%, a docelowo od 2014 r. miało to być 3,5%) oraz zlikwidowano możliwość różnicowania opłaty ze względu na staż członkowski. W zakresie wynagrodzenia pobieranego przez PTE z aktywów OFE wprowadzono regresywną skalę maksymalnych opłat oraz wydzielono z tej opłaty część przelewną na rachunek premiiowy. Wysokość wynagrodzenia PTE z rachunku premiiowego uzależniona została od osiągniętych przez OFE stóp zwrotu. Inne istotne zmiany to: likwidacja rachunku rezerwowego w jego pierwotnej postaci (zapewniał on adekwatność kapitałową na poziomie 1,5% aktywów OFE), podzielenie Funduszu Gwarancyjnego na dwie części, zmiana sposobu wyliczania minimalnej wymaganej stopy zwrotu (ograniczenie wagi aktywów OFE do 15% oraz wyliczania jej za 36 miesięcy co pół roku, zamiast za 24 miesiące co kwartał). W tym samym roku weszła w życie ustawa o indywidualnych kontach emerytalnych, której zadaniem było zwiększenie zachęt do dobrowolnego oszczędzania z przeznaczeniem na emeryturę.

### ***Rok 2004 – zmiana wskaźnika waloryzacji składek<sup>18</sup>***

Dokonano zmiany wskaźnika waloryzacji składek oraz kwoty kapitału początkowego zaewidencjonowanych na kontach w ZUS. Główne zmiany to: przejście z kapitalizacji

---

<sup>16</sup> Ustawa o zmianie ustawy o pracowniczych programach emerytalnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 2 marca 2000 r.

<sup>17</sup> Ustawa o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 27 sierpnia 2003 r.

<sup>18</sup> Ustawa o zmianie ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 20 kwietnia 2004 r.

kwartalnej na roczną, zmiana formuły kalkulacji wskaźnika, w którym przyrost sumy podstaw wymiaru składek miał 75% udziału a inflacja 25% na wskaźnik w którym nominalny przyrost sumy podstawy wymiaru składek ma 100%. Dodatkowo ustalono, iż wskaźnik ten nie może być ujemny ani mniejszy od inflacji. Zmieniona formuła waloryzacji z jednej strony może być uznana za wyjątkowo korzystną dla ubezpieczonych, z drugiej podważa jedno z założeń reformy zasadę samofinansowania się systemu emerytalnego w długim okresie.

### ***Rok 2009 – dalsze obniżenie opłat pobieranych przez PTE<sup>19</sup>***

Przyspieszono obniżenie maksymalnej opłaty od składek, tak że ograniczenie 3,5% zaczęło obowiązywać już od początku 2010 r.<sup>20</sup> Obniżone zostało też maksymalne wynagrodzenie pobierane z aktywów do kwoty 15,5 mln zł miesięcznie.

### ***Rok 2011 – obniżenie wysokości składki do OFE<sup>21</sup>***

Zmniejszona została wysokość składki przekazywanej do OFE z 7,3% do 2,3% w początkowym okresie. Docelowo, po stopniowym wzroście, poziom składki miał wynosić 3,5% począwszy od 2017 r. Pozostała część składki (z 7,3%, która wcześniej była przekazywana do OFE) ewidencjonowana jest na specjalnym subkoncie w ZUS. Środki tam zapisane są dziedziczone, na takich samych zasadach jak w OFE oraz waloryzowane wskaźnikiem równym średniemu nominalnemu wzrostowi PKB z ostatnich 5 lat. Zostały zmienione również limity inwestycyjne: limit inwestycyjny na akcje miał sukcesywnie rosnąć z początkowych 40% do 90% w 2034 r.

Wprowadzono również zakaz działalności akwizycyjnej na rzecz OFE. Nowe umowy o członkostwo w OFE mogą być zawierane jedynie korespondencyjnie. Zakaz ten wpłynął na obniżenie kosztów funkcjonowania PTE, co znalazło odzwierciedlenie w osiągniętych zyskach. Ubezpieczeni uzyskali możliwość dodatkowego oszczędzania na przyszłą emeryturę w postaci Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego, w ramach którego uzyskują ulgę podatkową w PIT.

### ***2012 – podniesienie wieku emerytalnego<sup>22</sup>***

Od stycznia 2013 r. wprowadzono systematyczne podnoszenie wieku emerytalnego o 1 miesiąc co 4 miesiące. Docelowo wiek emerytalny będzie wynosił 67 lat dla mężczyzn od 2020 r., a dla kobiet od 2040 r. Wprowadzono emeryturę częściową wynoszącą 50% należnej emerytury w dniu jej wyliczania, przysługującą osobom przechodzącym na emeryturę na krótko przed uzyskaniem ustawowego wieku emerytalnego.

---

<sup>19</sup> Ustawa o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 26 czerwca 2009 r.

<sup>20</sup> Według nowelizacji, która weszła w życie w 2004 r. maksymalna opłata w wysokości 3,5% miała obowiązywać od 2014 r. We wcześniejszych latach ograniczenie to miało wynosić: 7% w latach 2004-2010, 6,125% w 2011 r., 5,25% w 2012 r., 4,375% w 2013 r.

<sup>21</sup> Ustawa o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych z dnia 25 marca 2011 r.

<sup>22</sup> Ustawa o zmianie ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 11 maja 2012 r.

### **Inne ważne zmiany w systemie emerytalnym**

W ciągu kilkunastu lat trwania nowego systemu emerytalnego wprowadzano także inne modyfikacje mające wpływ na jego funkcjonowanie. Pierwszą taką zmianą było wyłączenie służb mundurowych z systemu powszechnego i powrót tych służb do systemu zaopatrzeniowego (2003). W ostatnich latach nastąpiły zmiany emerytur mundurowych np. wprowadzono minimalny wiek uzyskania prawa do świadczenia oraz wydłużono staż służby dla przyszłych świadczeniobiorców.

W ramach systemu powszechnego górnicy uzyskali przywileje (2005), które powodują że ich świadczenia wypłacane są na zasadach zdefiniowanego świadczenia. Jako jedyni mają prawo do wcześniejszych emerytur a ich świadczenie wyliczane jest przy zastosowaniu korzystniejszych przeliczników.

Ważnym rozwiązaniem, zapowiadany od momentu wprowadzenia nowego systemu emerytalnego, było utworzenie emerytur pomostowych (2009), pozwalającym na wpłatę świadczeń osobom kończącym aktywność zawodową przed uzyskaniem wieku emerytalnego. Świadczenie takie przysługuje pracownikom pracującym w szczególnych warunkach. Emerytury pomostowe podobnie jak świadczenia kompensacyjne dla nauczycieli nie są finansowane ze środków FUS.

### **3. Zmiany w systemie w roku 2014**

Uchwalona w 2011 r. ustawa *o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych* zobowiązuje Radę Ministrów do przeprowadzania przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego nie rzadziej niż co 3 lata<sup>23</sup>. Wyniki przeglądu wraz propozycjami zmian przedstawiane są Sejmowi. Pierwsza informacja przedstawiona na jesieni 2013 r., została poprzedzona debatą publiczną zainicjowaną publikacją raportu *Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu*, autorstwa Ministerstwa Finansów oraz Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej<sup>24</sup>.

Na posiedzeniu w dniu 11 października 2013 r. Sejm przyjął informację Rady Ministrów, która zawierała także propozycję szeregu zmian w systemie emerytalnym. Dokument stał się podstawą prac nad ustawą *o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*, którą Prezes Rady Ministrów skierował do Sejmu w dniu 22 listopada 2013 r. Ostatecznie po pracach w parlamencie Prezydent podpisał ustawę 27 grudnia 2013 r.

Główne zmiany w systemie emerytalnym zawarte w ustawie to:

#### ***Przesięgowanie 51,5% środków członków OFE na subkonto w ZUS***

W dniu 3 lutego 2014 r. otwarte fundusze emerytalne umorzyły 51,5% jednostek rozrachunkowych zapisanych na rachunkach członków OFE, a następnie przekazały aktywa

---

<sup>23</sup> Art. 32. ustawy *o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych* z dnia 25 marca 2011 r.

<sup>24</sup> MPiPS oraz MF (2013)

do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. W pierwszej kolejności przekazane zostały skarbowe papiery wartościowe, a także inne papiery gwarantowane przez Skarb Państwa. Obligacje oraz bony skarbowe zostały przekazane do nabycia Skarbowi Państwa, natomiast inne papiery zostały przeniesione do Funduszu Rezerwy Demograficznej, które po wykupie przechodzą na rzecz Funduszu Ubezpieczeń Społecznych.

Równowartość umorzonych jednostek rozrachunkowych została zaewidencjonowana w FUS na indywidualnych subkontach każdego ubezpieczonego. Subkonta te zostały utworzone ustawą z dnia 25 marca 2011 r. w celu przekazywania na nie części składki emerytalnej, która wcześniej była przekazywana do OFE. Kwoty zapisane na subkoncie waloryzowane są wskaźnikiem równym średniorocznej dynamice nominalnego PKB z ostatnich 5 lat, a także podlegają dziedziczeniu na podobnych zasadach jak środki zgromadzone w OFE.

### ***Umożliwienie ubezpieczonym wyboru w zakresie przekazywania składek (ZUS i OFE)***

Wysokość składki emerytalnej przekazywanej do OFE wynosiła pierwotnie 7,3% (przy składce przekazywanej do I filara 12,22%), następnie w 2011 r. została zmniejszona do 2,3% z perspektywą stopniowego wzrostu do 3,5% od 2017 r. Zmiana ustawy z grudnia 2013 r. wprowadziła dwie zasadnicze zmiany. Ustalono wysokość składki jaka może być przekazywana do OFE na poziomie 2,92%. Uzasadnieniem takiej wysokości było przemnożenie pierwotnej wysokości składki (7,3%) przez 40%, czyli limit na akcje notowane na GPW. Bardziej fundamentalną zmianą było jednak pozostawienie ubezpieczonym wyboru, czy chcą by ta część składki przekazywana była OFE, czy zapisywana na subkoncie w FUS. Pierwszy raz ubezpieczeni mogli podjąć decyzję w okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 r. Kolejny raz będą mogli podjąć decyzję w 2016 r. a następnie będą mogli zmieniać swoją decyzję co cztery lata. Odpowiednią deklarację ubezpieczony musi złożyć w ZUS, z tym jednak zastrzeżeniem, że jeżeli nie zrobił tego w 2014 r. oraz nie podpisze umowy z wybranym OFE w ciągu 4 miesięcy od podjęcia pracy (podlegania obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu), to składki jego będą ewidencjonowane w całości na kontach w ZUS. Dodatkowo ustawodawca wprowadził zakaz reklamy zawierającej informacje o OFE w latach, w których mogą być składane oświadczenia w okresach od 1 stycznia do 31 lipca oraz nałożył obowiązek na organ nadzoru ukarania podmiotu naruszającego zakaz reklamy karą pieniężną od 1 mln do 3 mln zł.

### ***Zmiana profilu inwestycyjnego OFE***

Wprowadzone nowelizacją ograniczenia inwestycyjne spowodowały poważną zmianę charakteru funduszy emerytalnych. Podstawową zmianą jaka nastąpiła jest wprowadzenie zakazu inwestowania w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa. Dodatkowo wprowadzono obowiązek utrzymywania w portfelu inwestycyjnym co najmniej 75% akcji do 31 grudnia 2014 r. W kolejnych latach limit ten jest liberalizowany i wynosi kolejno: 55%, 35% oraz 15% do końca 2017 r. Dodatkowo ustawa dostosowuje limity do wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE<sup>25</sup> ustalając docelowo od 2016 r. limit na inwestycje

---

<sup>25</sup> Sprawa C-271/09 Komisja Europejska przeciwko Rzeczypospolitej Polskiej <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:62009CJ0271&qid=1421230652623>

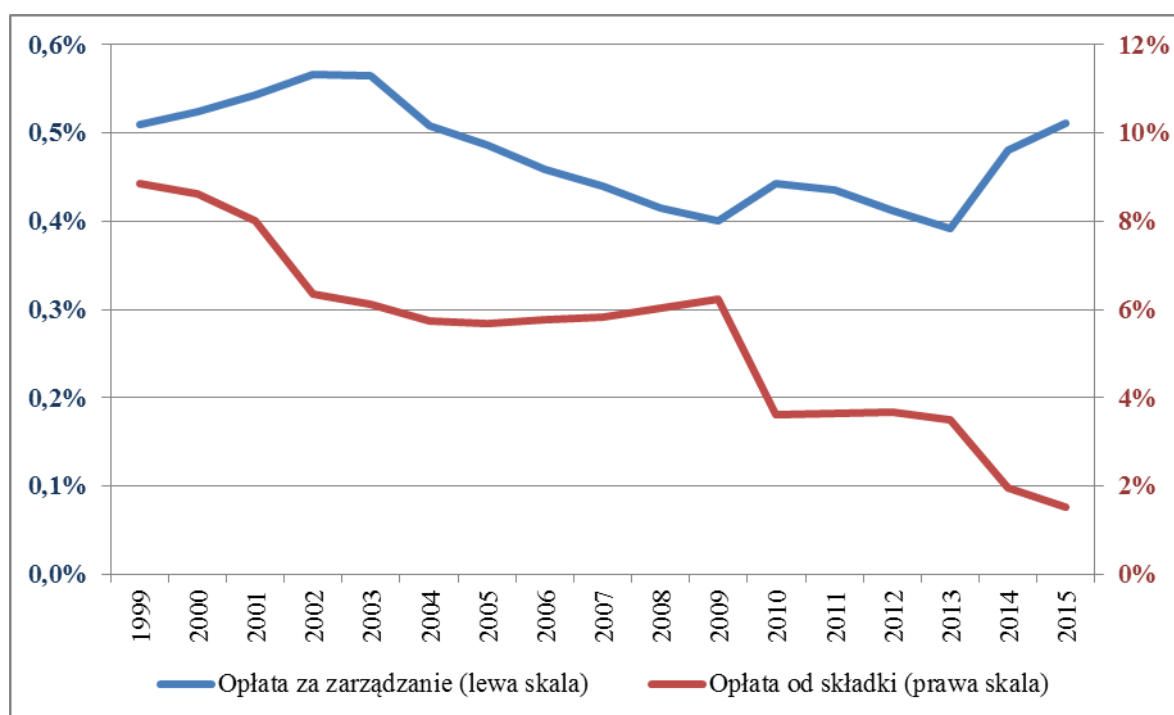
denominowane w walutach innych niż krajowa na 30% (przejściowo limit ten wynosi 10 % w 2014 r. oraz 20% w 2015 r.).

### ***Likwidacja minimalnej stopy zwrotu i obniżenie opłat***

Zniesiony został wymóg osiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu wraz ze wszystkimi konsekwencjami związanymi z niewywiązania się z tego wymogu w postaci konieczności pokrycia ewentualnego niedoboru przez PTE. W konsekwencji zlikwidowana została również ta część Funduszu Gwarancyjnego, która zarządzana była przez OFE. Pozostała część Funduszu Gwarancyjnego, zarządzana przez KDPW, została zwiększona z 0,1% do 0,3% aktywów netto OFE. W obecnym stanie prawnym brakuje systemowych mechanizmów gwarancji wyników inwestycyjnych przez zarządzających aktywami OFE, jak również nie ma właściwego systemu motywacyjnego do osiągania wysokich zwrotów z inwestycji.

O połowę zostały zmniejszone maksymalne obciążenia członków OFE z tytułu opłaty od składki. W chwili obecnej opłata ta nie może przekraczać 1,75% składki. Dodatkowo przywrócony został przepis znajdujący się w pierwotnej ustawie (zmieniony w 2004 r.) dający możliwość obniżania opłaty od składki dla ubezpieczonych posiadających dłuższy staż członkowski.

**Wykres 1. Średnie stawki opłaty od składki i za zarządzanie pobieranych przez PTE w latach 1999-2015**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań PTE i OFE

W wyniku wprowadzonych zmian spadły przychody PTE z tytułu opłaty za zarządzanie. Przychody z tego tytułu w roku 2014 były o ponad 30% niższe niż w roku 2013. Spadek przychodów mimo, że nominalne stawki opłaty za zarządzanie pozostały niezmienione, wynika ze zmniejszenia wartości aktywów, od których opłata ta jest naliczana. Stawki opłat

za zarządzanie są degresywne (wysokość stawki spada wraz ze wzrostem aktywów od których opłata ta jest naliczana), z tego względu, mimo że przychody z opłaty za zarządzanie spadły we wszystkich PTE, w związku z tym, że od lutego 2014 roku wartość aktywów zarządzanych przez nie funduszy uległa obniżeniu, to faktyczna stawka opłaty mogła wzrosnąć (szczególnie w przypadku największych OFE), co widać także w przypadku średniej stawki tej opłaty, która nieznacznie wzrosła w roku 2014 i 2015 w porównaniu do roku 2013.

### ***Wprowadzenie tzw. suwaka bezpieczeństwa***

Ustawa uregulowała sposób wypłaty świadczeń z części kapitałowej systemu emerytalnego. Zdecydowano, że świadczenia będzie wypłacał ZUS łącznie ze świadczeniami z części repartycyjnej, wyliczając je w identyczny sposób jak to ma miejsce obecnie. Dodatkowo, chcąc wyeliminować efekt „złej daty”, czyli umorzenie jednostek członka OFE i przekazania ich do ZUS w okresie dekonstrukcji na rynkach finansowych, postanowiono, iż proces przekazywania środków będzie rozciągnięty w czasie. Na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego przez członka OFE rozpoczyna się proces comiesięcznego umarzania odpowiedniej części jednostek rachunkowych, znajdujących się na jego rachunku i przekazywania ich do ZUS. W ten sposób, w momencie uzyskania praw emerytalnych, członek nie posiada już kapitałów emerytalnych w OFE, tylko zaewidencjonowane środki na subkoncie w ZUS. W okresie tym ZUS nie przekazuje składek do OFE, dodatkowo zmniejszając wagę OFE w wypracowywaniu końcowej emerytury ubezpieczonego.

### ***Wzmocnienie III filara***

Nowelizacja ustawy z 2011 r. wprowadziła dodatkową możliwość oszczędzania na emeryturę w postaci Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego. Niestety, wbrew oczekiwaniom projektodawców, ta forma oszczędzania nie rozwinęła się zgodnie z ówczesnymi oczekiwaniami. Dlatego w kolejnej nowelizacji z 2013 r. postanowiono zwiększyć bodźce do korzystania z tego produktu. W związku z niepewnością co do skali podatkowej w momencie realizowania świadczeń postanowiono, iż świadczenia z IKZE będą opodatkowane zryczałtowanym podatkiem dochodowym w wysokości 10%. Dodatkowo zwiększono i uproszczono sposób wyliczania limitu wpłat w danym roku do 1,2 krotności prognozowanego wynagrodzenia.

## II. I Filar – najważniejsze problemy i wyzwania

### 1. Perspektywy systemu *pay as you go* w kontekście zmian demograficznych

Pierwszy system repartycyjny (*pay as you go*) projektowano w czasach, gdy zabezpieczenie emerytalne osób w wieku poprodukcyjnym było świeżym wyzwaniem. Dożywających emerytury należało wtedy uznawać za szczęśliwców, tak relatywnie niewielu ich było w stosunku do osób czynnych zawodowo – wiek emerytalny wynosił 70 lat, o 10 lat więcej niż średnie trwanie życia, a na jednego emeryta przypadało 27 składujących. Problem zastępowalności pokoleń również nie istniał, już prędzej kontynuatorzy myśli Malthusa roztaczali alarmistyczne wizje boomu demograficznego na skalę niespotykaną nigdy wcześniej w historii ludzkości.

Chociaż system repartycyjny powstawał w zupełnie innych realiach społeczno-ekonomicznych, jego pozycja wciąż pozostaje dominująca i w najbliższym czasie wydaje się być niezagrożona. Jest to niewątpliwie wynik pewnej społecznej i ekonomicznej inercji – system sprawdzał się przez lata i stał się jednym z niekwestionowanych filarów wszystkich *welfare state*. Jest postrzegany jako bezpieczny i sprawiedliwy – stał się niepodważalną „umową społeczną”, „umową międzypokoleniową”, przez co jego zwolennicy odrzucają racjonalne argumenty o malejącej efektywności w zmieniających się realiach. Za to system kapitałowy, będący alternatywą dla obecnego systemu repartycyjnego, jest powszechnie krytykowany jako wytwór bezdusznego kapitalizmu i metoda okradania ludzi przez wielkie korporacje. Co ciekawe, osoby krytycznie nastawione do drugiego filara i popierające stary model wypłaty emerytur zdają się nie wiedzieć, że pierwotny system Bismarcka był tak naprawdę hybrydą systemu *pay as you go* i systemu kapitałowego – zgromadzone nadwyżki składek nad wypłatami osiągnęły wartość dziesięcioletnich zobowiązań i były inwestowane na rynku kapitałowym.

Tymczasem, system repartycyjny jest sprawiedliwy tylko w sytuacji, gdy struktura społeczno-ekonomiczna państwa – z całą złożonością rynku pracy, gospodarki i demografii – zostaje „zamrożona” na czas nieokreślony, co może pasować do realiów epoki przedindustrialnej, ale żadną miarą nie przystaje do czasów współczesnych. Określenie „umowa międzypokoleniowa” jest nieco mylące, bo nie ma w tej umowie żadnej wzajemności, a jedynie rolowany ciąg zobowiązań. W klasycznej formie systemu repartycyjnego, starsze pokolenie przez swą płodność ma wpływ na to, jakimi obciążeniami będą obarczeni członkowie młodszego pokolenia, w drugą stronę to jednak nie działa. *Pay as you go* wręcz zachęca do demograficznej „jazdy na gapi”: wychowanie dziecka wymaga znacznych poświęceń osobistych i finansowych, więc im ktoś mniej inwestuje we własne dzieci, tym emerytalny „rachunek zysków i strat” będzie dla niego lepszy.

Starzenie się społeczeństw rozwiniętych, rozumiane jako zwiększanie się liczby osób w wieku poprodukcyjnym w populacji, nie samo w sobie jest zjawiskiem złym. Niepokoić może ewentualnie dynamika tego zjawiska. Dużo gorzej – dla społeczeństwa w ogólności i systemu emerytalnego w szczególności – kiedy wydłużanie średniego wieku w populacji wynika również z faktu, że rodzi się coraz mniej dzieci. Oznacza to w praktyce, że społeczeństwo w krótkim okresie starzeje się, ale w długim po prostu wymiera.

Bilans systemu repartycyjnego jest, *ceteris paribus*, pochodną stosunku liczby osób w wieku produkcyjnym do liczby osób w wieku poprodukcyjnym. Według opublikowanych przez ZUS szacunków<sup>26</sup> proporcja ta w 2013 r. wynosiła **3,44 do 1**. Koniecznie należy w tym miejscu zaznaczyć, że proporcja osób odprowadzających składki emerytalne do pobierających emerytury jest dużo niższa, bo jest znaczny odsetek osób w wieku produkcyjnym nieaktywnych zawodowo lub pracujących w szarej strefie. Zgodnie z szacunkami GUS opartymi na prognozie Eurostatu, relacja osób w wieku produkcyjnym do osób w wieku poprodukcyjnym spadnie w 2030 r. do poziomu **2,68 do 1**, zaś w 2060 r. osiągnie dramatycznie niski poziom **1,64 do 1**. Powyższe szacunki są tym bardziej szokujące, że uwzględniają już mechanizm wydłużenia wieku emerytalnego wprowadzony w 2012 r. Bez tego, przy starym wieku emerytalnym, w 2030 r. relacja wyniosłaby **2,23 do 1**, a w 2060 jedynie **1,27 do 1**.

Spadek liczby osób w wieku produkcyjnym przypadających na jedną osobę w wieku emerytalnym o ponad połowę do 2060 r. to scenariusz katastroficzny dla systemu emerytalnego. Oznacza on w praktyce konieczność ponoszenia przez pracujących znacznie większych obciążeń niż w chwili obecnej, by system *pay as you go* był zbilansowany. Co prawda, konto w I filarze zreformowanego systemu emerytalnego posiada wbudowany mechanizm, przez który spadek liczby pracujących przekłada się na niższą waloryzację zobowiązań emerytalnych, jednak to powiązanie jest słabe – o czym bardziej szczegółowo będzie w kolejnych podrozdziałach. Warto zaznaczyć, że wspomniany wzrost obciążeń nie musi się odbywać przez podwyższenie składki emerytalnej, ale – jak zresztą ma to miejsce już teraz – pośrednio, przez wzrost podatków, z których finansowany będzie deficyt w FUS.

Co gorsza, analizy sytuacji demograficznej wykazują systematyczną tendencję do przeszacowania dzietności i niedoszacowania długowieczności, zatem rzeczywiste wskaźniki mogą być gorsze od prognozowanych. Dla przykładu, ostatnia prognoza ZUS z 2013 r. przewiduje dla 2050 r. stosunek osób w wieku produkcyjnym do liczby osób w wieku poprodukcyjnym przy starym wieku emerytalnym na **1,42 do 1**. Tymczasem analogiczna prognoza, ale sporządzona jedenaście lat wcześniej<sup>27</sup>, mówiła o **1,55 do 1**. Systematyczność błędów przewidywań widać doskonale, jeśli porównamy prognozę ludności Polski na 2050 r. sporządzonych w 2002 i 2013 r. – starsza prognoza ZUS przewiduje liczbą ludności Polski na 35,0 mln., nowsza w oparciu o dane Eurostatu już na 34,3 mln., a w oparciu o dane GUS – na 33,0 mln. Bardzo symptomatyczny jest również fakt, że jeszcze parę lat temu tablice śmiertelności GUS sporządzano dla osób w wieku do 100 lat, a od niedawna rozciągają się już na 110-latków.

Wyzwaniami dla systemu repartycyjnego są nie tylko niższa dzietność i dłuższe trwanie życia na emeryturze, ale również emigracja zarobkowa. Emigrujący w jakimś sensie tworzą „lukę” w umowie międzypokoleniowej, przestając odprowadzać składki na pokrycie zobowiązań systemu wobec emerytów. Rozwiązaniem problemu byłaby kompensacja emigracji imigracją z krajów mniej rozwiniętych, jednak na skutek otwarcia granic wewnątrz Unii Europejskiej, Polska mogłaby być atrakcyjniejsza od bogatszych państw „starej UE” tylko dla wąskiej

---

<sup>26</sup> Por. ZUS (2013)

<sup>27</sup> Por. ZUS (2002).

grupy imigrantów preferujących nasze położenie i aspekt językowo-kulturowy. Imigranci wykształceni, zdolni i chętni pracować są poniekąd „gratisem” dla systemu, bo wytwarzają wartość dodaną a system nie ponosił kosztów ich dorastania i edukacji. Niestety, wszystko wskazuje na to, że Polska nie jest krajem atrakcyjnym dla imigrantów, i absolutnie nic nie wskazuje, że w krótkiej czy średniej perspektywie czasowej imigracja skompensuje ilościowo i jakościowo ubytek na rynku pracy związany z emigracją<sup>28</sup>. Co ważne – opisana słabość systemu *pay as you go* nie przenosi się na systemy kapitałowe. Kapitał jest nieporównywalnie bardziej mobilny od siły roboczej i nawet jeśli nie możemy liczyć na imigrantów z krajów rozwijających się, to możemy przyjść do nich z kapitałem – zainwestować w rynki wschodzące, korzystając z potencjału wzrostowego i taniej siły roboczej.

Kolejnym problemem dla systemu emerytalnego, coraz częściej sygnalizowanym w ostatnich latach, jest pogłębiająca się różnica w wynagrodzeniu pracy i kapitału na korzyść tego drugiego. Wynika to choćby z faktu, że płace nie nadążają za wzrostem wydajności pracy<sup>29</sup>, a nadwyżkę przejmują właśnie właściciele kapitału. W tym kontekście finansowanie bieżących emerytur ze składek indeksowanych wzrostem płac jawi się jako niezbyt efektywne a poniekąd – w szerszym rozumieniu – nawet niezbyt sprawiedliwe. Z drugiej zaś strony, inwestowanie oszczędności emerytalnych na rynku finansowym pozwala pracownikom pośrednio partycypować we wspomnianej nadwyżce zwrotu z kapitału nad zwrotem z pracy.

Podstawowym problemem, przed jakim staje państwo, jeśli chodzi o funkcjonujący obecnie system repartycyjny, jest zatem reinterpretacja owej „miedzypokoleniowej umowy” mówiącej, że składki osób pracujących finansują wypłatę emerytur. Z perspektywy ludzi, nie abstrakcyjnego systemu, mamy tu bowiem stronę należności (emerytury) i zobowiązań (składki). Przy czym praktycznie w żadnym funkcjonującym systemie repartycyjnym nie istnieje mechanizm gwarantujący, że te należności i zobowiązania się długookresowo równoważą. Nawet jeśli w punkcie wyjścia taka równowaga jest obserwowalna, zachwieje nią w jedną lub drugą stronę każda poważniejsza zmiana na rynku pracy. Obserwowane od lat trendy demograficzne wskazują, że systemy repartycyjne zmierzają ku stanowi permanentnego deficytu.

## 2. Krótko i długookresowe zbilansowanie I filara systemu emerytalnego

Zreformowany I filar systemu emerytalnego jest systemem zdefiniowanej składki, czyli takim, gdzie zobowiązanie wobec przyszłych emeryta jest pochodną wpłaconych przezeń składek. Mechanizm taki ma niewątpliwy aspekt sprawiedliwościowy (proporcjonalność: im więcej płacisz, im dłużej wpłacasz, tym wyższe twoje świadczenie), natomiast nie gwarantuje jeszcze – wbrew wysuwanym niekiedy sugestiom – zbilansowania I filara. System repartycyjny jest systemem pozbawionym elementu akumulacji, nie opiera się na zasadzie

---

<sup>28</sup> Od czasu transformacji ustrojowej roczne saldo migracji było zawsze ujemne. Wg szacunków GUS (*Podstawowe informacje o rozwoju demograficznym Polski do 2013 roku*) w ostatnich latach imigracja na stałe do Polski to zaledwie około 15 tys. osób rocznie z czego 90% to Polacy powracający ze stałego pobytu za granicą.

<sup>29</sup> Zob. Fleck i in. (2011).

wypłaty z odsetkami tego, co się wcześniej wpłacało, ale raczej na luźnej obietnicy emerytury za to, że się wcześniej składowało – przy czym nie ma żadnej gwarancji, że wpłacane na bieżąco składki starczą na jej dotrzymanie.

Jak wspomniano wcześniej, w świecie, gdzie sytuacja ekonomiczna i demograficzna jest „zamrożona”, można w łatwy sposób dobrać parametry systemu repartycyjnego, aby był w stanie permanentnego zbilansowania. Taki idealny świat jednak nie istnieje i trzeba się liczyć z tym, że należności nie nadążą za zobowiązaniami (wariant odwrotny, choć możliwy, jest dużo mniej prawdopodobny ze względu na przewidywany kierunek zmian demograficznych).

Zakład Ubezpieczeń Społecznych regularnie przeprowadza symulację wpływów i wydatków Funduszu Emerytalnego (czyli I filara i subkonta) w horyzoncie czasowym około 50 lat. Szacunek ten opiera się na założeniu o braku zmian w obecnych regulacjach, prognozie demograficznej i prognozie wskaźników makroekonomicznych. Szczególnie interesującym elementem tych prognoz jest szacowany bilans (deficyt/nadwyżka) Funduszu Emerytalnego wyrażony jako procent sumy rocznych podstaw wymiaru składek bądź – jeszcze lepiej – jako procent PKB. Poniższa tabela przedstawia, jak zmieniały się prognozy salda Funduszu Emerytalnego między trzema różnymi punktami czasowymi:

**Tabela 1. Przewidywane saldo Funduszu Emerytalnego jako procent podstawy wymiaru składek w zależności od roku przeprowadzenia prognozy**

| Prognoza na rok: | Saldo Funduszu Emerytalnego jako procent podstawy wymiaru składek – wariant 1 (średnim) |                     |                   |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------|
|                  | Prognoza z XI 2002                                                                      | Prognoza z III 2010 | Prognoza z V 2013 |
| 2015             | -3,6%                                                                                   | -10,7%              | -11,5%            |
| 2030             | -2,9%                                                                                   | -11,7%              | -8,3%             |
| 2040             | +0,6%                                                                                   | -7,0%               | -4,0%             |
| 2050             | +2,5%                                                                                   | -4,3%               | -3,4%             |
| 2060             | b.d.                                                                                    | -2,5%               | -3,7%             |

Źródło: ZUS.

Szczególnie interesujące są dwa punkty prognozy – najbliższy i najdalszy. Najbliższy to prognoza krótkoterminowa, z założenia powinna być więcej najbardziej trafna, którą rzeczywistość bardzo szybko weryfikuje. O ile przesadny optymizm prognozy z 2002 r. jest łatwy do wyjaśnienia (brak uwzględnienia emigracji czy globalnego kryzysu w 2008 r.) o tyle widzimy również, że prognozowane saldo na 2015 r. zrobione w 2010 r. wymagało korekty w dół trzy lata później, pomimo podniesienia w międzyczasie wieku emerytalnego, co już samo w sobie powinno wpłynąć korzystnie na wydatki funduszu emerytalnego w 2015 r. Jednocześnie, widzimy mniejszą co do skali acz istotną co do charakteru zmianę w prognozach długoterminowych. Prognoza z 2002 r. pokazywała, że saldo Funduszu Emerytalnego będzie dodatnie i rosnące od 2040 r. Prognoza z 2010 r. pokazywała, że saldo będzie ujemne jeszcze w 2060 r., ale będzie się stale polepszać. Prognoza z 2013 r. również pokazuje ujemne saldo w całym przewidywanym horyzoncie, przy czym po 2050 r. sytuacja będzie się dodatkowo pogarszać.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Różnice w szacowanych wskaźnikach na lata 2050-2060 między prognozami są dużo mniejsze niż na lata bliższe 2015-2030. Jest to dziwne, ponieważ prognozowane zjawisko nie ma „organicznego” charakteru, nie

Wskaźnikiem, który jeszcze lepiej obrazuje przyszłe niezbilansowanie systemu repartycyjnego jest wskaźnik wydolności systemu, obrazujący jaki procent zobowiązań wobec emerytów pokrywany jest ze składek ubezpieczonych. W systemie idealnie zrównoważonym będzie to oczywiście 100%, niższa wartość wskazuje na deficyt, wyższa na nadwyżkę. Poniżej przedstawiono prognozowaną w 2012 r. wydolność systemu emerytalnego zestawioną z saldem systemu emerytalnego w relacji do PKB.

**Tabela 2. Prognozowana wydolność I filara systemu emerytalnego.**

| Prognoza na: | Wydolność system emerytalnego | Saldo funduszu emerytalnego w relacji do PKB |
|--------------|-------------------------------|----------------------------------------------|
| 2015         | 58%                           | -3,0%                                        |
| 2030         | 65%                           | -2,2%                                        |
| 2040         | 80%                           | -1,0%                                        |
| 2050         | 82%                           | -0,9%                                        |
| 2060         | 80%                           | -1,0%                                        |

*Źródło: ZUS. Prognoza z 2013r.*

Zatem, ZUS przewiduje, że wydajność systemu repartycyjnego się poprawi (zapewne przez zastąpienie emerytów mających kapitał początkowy tymi, którzy od początku funkcjonowali w zreformowanym I filarze). Jednocześnie, system nigdy w horyzoncie prognozy, nie osiągnie zbilansowania. Interesujący jest fakt, że prognoza zakłada malejącą – i to wyraźnie malejącą – relację wydatków na wypłatę świadczeń w relacji do PKB. O ile można to uzasadnić na suchych liczbach, o tyle warto zauważyć, że taka sytuacja może być nie do utrzymania w realiach tzw. gerontokracji, czyli wtedy, gdy osoby starsze stanowią demokratyczną większość w społeczeństwie i pośrednio decydują o kierunkach polityki społecznej.

Podsumowując, widzimy, że system repartycyjny cechuje stałe niezbilansowanie. Każda złotówka składki na pierwszy filar generuje kilkadziesiąt groszy deficytu w przyszłości. W latach 2010-2014 podniesiono wiek emerytalny i podwyższono składkę do systemu emerytalnego kosztem części kapitałowej (II filara). Zestawiając prognozy zrobione w 2010 r. i 2013 r. widać wyraźnie, że podwyższenie wieku emerytalnego polepsza saldo funduszu emerytalnego w średnim okresie (10-30 lat), niemniej korzyść ta zostaje przeważona wyższą składką do I filara (generującą tym samym wyższy nominalnie deficyt) i w długim okresie saldo funduszu emerytalnego się pogarsza, bez znaczących szans na zbilansowanie. Zauważmy przy tym, że prognoza z 2013 r. nie uwzględnia ani przeksięgowania obligacji skarbowych z portfeli OFE na subkonto w ZUS ani drastycznego spadku składek do OFE kosztem składek na subkonto związanego z mechanizmem dobrowolności, co tylko dodatkowo pogłębi długookresowy deficyt funduszu emerytalnego.

posiada mechanizmów samo-naprawczych, ujemnych sprzężeń zwrotnych itp. Wręcz przeciwnie, szoki systemowe powodujące miejscowe niezbilansowanie są w tym systemie zapamiętane i przeniesione na przyszłość, o czym będzie mowa w kolejnym podrozdziale.

### 3. Waloryzacja kapitału emerytalnego

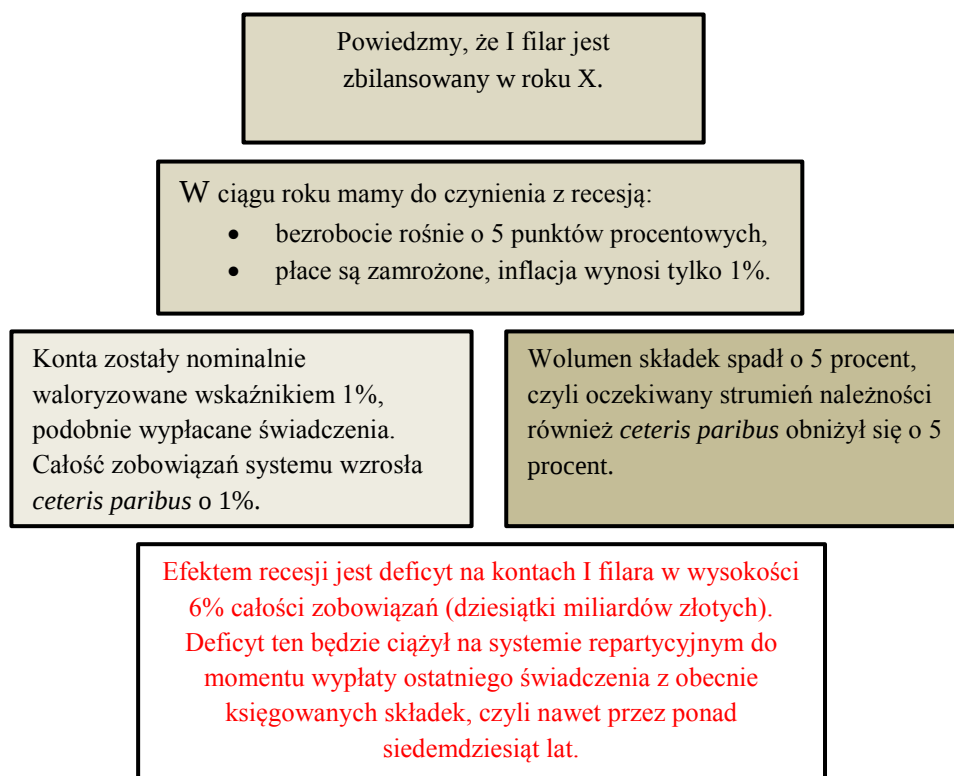
W momencie wprowadzania I filara zreformowanego systemu emerytalnego, jedną z intencji twórców reformy było stworzenie mechanizmu waloryzacji zapisów na kontach w ZUS inkorporującego zmiany otoczenia ekonomicznego i demograficznego<sup>31</sup>. Roczna waloryzacja odpowiadała inflacji powiększonej o trzy czwarte realnej zmiany wartości funduszu płac. Szybko okazało się, że w sytuacji recesji taka waloryzacja może być realnie ujemna, a w skrajnym przypadku – nawet nominalnie, co odpowiadało logice zbilansowanego systemu, ale mogło fatalnie wyglądać w odczuciu społecznym. W 2004 r. zmieniono metodę waloryzacji, by roczny wskaźnik odpowiadał nominalnej zmianie funduszu płac, przy czym jednocześnie nie mógł być niższy od inflacji ani ujemny. Na wprowadzonym w 2010 r. subkoncie ZUS, waloryzowanym uśrednionym PKB z ostatnich pięciu lat, również nałożono warunek waloryzacji nieujemnej realnie i nominalnie.

Rewizja wskaźników waloryzacji i wprowadzenie subkonta mogą mieć bardzo istotny wpływ na zbilansowanie funduszu emerytalnego ZUS w długim okresie. Co ciekawe, prognozy ZUS zdają się w ogóle tego problemu nie uwzględniać, bo po pierwsze zakładają, że wszystkie wskaźniki makro są wygładzone i zmieniają się nieznacznie rok do roku w perspektywie 50 lat, po drugie prognoza zakłada, niezgodnie ze stanem faktycznym, że konto i subkonto waloryzowane są identycznie.

Wygładzenie wskaźników makroekonomicznych w prognozie sprawia, że właściwie nigdy nie pojawi się sytuacja, gdy zmiana funduszu płac będzie realnie i tym bardziej nominalnie ujemna. Owszem, może spadać liczba zatrudnionych, lecz te spadki w skali roku będą kompensowane przez nominalny wzrost płac (natomiast bezrobocie w prognozie nie rośnie nigdy, co sugerowałoby, że przez najbliższe pięćdziesiąt lat nie grozi nam żaden poważniejszy kryzys). W rynkowej rzeczywistości mamy jednak okresy boomu i recesji, kiedy wskaźniki makro wahają się mocno w górę i dół. Spadek w jednym roku o 2% poprzedzony wzrostem o 6% da nam średnioroczną dynamikę około 1,9% – jednak w systemie repartycyjnym będzie to coś zupełnie innego niż dwa lata stabilnego wzrost o 1,9%. Obecny system *pay as you go* całkowicie inkorporuje boom w swoją waloryzację, natomiast zniekształca rzeczywistość w wypadku recesji przez zasadę nieujemnej indeksacji. Jak działa recesja na konta w ZUS obrazuje poniższy przykład:

---

<sup>31</sup> Zob. Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego (1997), s.38.



Wspomniany scenariusz nie jest mało prawdopodobny. Załamanie rynku pracy na podobną bądź nawet na większą skalę miało już miejsce w krajach Unii Europejskiej po wybuchu kryzysu w 2008 r. By lepiej uzmysłwić, o jakim potencjalnym kwotowym zwiększeniu ukrytego długu mówimy, należy zaznaczyć, że wg danych ZUS na koniec 2015 roku na kontach w I filarze zewidencjonowanych było **2 biliony 268 miliardów zł**, a na subkontach jeszcze dodatkowo **263 miliardy zł** – łącznie **ponad 2,5 biliona zł** zobowiązań systemu emerytalnego. Dla powyższego scenariusza, gdyby wystąpił on teraz, zwiększenie ukrytego długu publicznego wyniosłoby zatem około 150 miliardów zł, czyli równowartość umorzonych w 2014 aktywów OFE.

Drugim ze wspomnianych problemów prognozy ZUS jest fakt, że waloryzacja subkonta odpowiada waloryzacji I filara. To założenie dość ryzykowne zarówno w świetle danych historycznych, jak i teorii makroekonomicznej. Model ZUS zakłada wręcz, że gdzieś od 2022 r. realny wzrost płac jest wyższy niż realny wzrost PKB – wzrost płac można co prawda tłumaczyć spadającym bezrobociem i ogólnie zmniejszoną na skutek demografii podażą pracy, ale z drugiej strony wiemy, że udział komponentu pracy w wytwarzaniu PKB maleje. Długookresowy wzrost płac ponad wzrost gospodarczy jest nie do utrzymania z czysto matematycznego punktu widzenia – płace są komponentem produktu narodowego i nie można zarabiać więcej niż warto jest to, co się wytwarza. Natomiast rozbieżność w drugą stronę jest oczywiście jak najbardziej możliwa i obserwowalna.

Warto w tym miejscu dokładniej porównać historyczne waloryzację konta z subkontem w ZUS, ekstrapolując waloryzację subkonta wstecz, by porównywane szeregi były odpowiednio długie.

**Tabela 3. Zestawienie historycznych stóp zwrotu OFE z historyczną i pogładową waloryzacją konta i subkonta ZUS**

| Rok  | Stopa zwrotu z jednostki rozrachunkowej OFE | Waloryzacja konta w I filarze | Waloryzacja subkonta ZUS* |
|------|---------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| 2000 | 13,14%                                      | 12,72%                        | 17,16%                    |
| 2001 | 7,30%                                       | 6,68%                         | 13,04%                    |
| 2002 | 13,58%                                      | 1,90%                         | 9,43%                     |
| 2003 | 10,95%                                      | 2,00%                         | 7,01%                     |
| 2004 | 14,03%                                      | 3,63%                         | 6,79%                     |
| 2005 | 14,96%                                      | 5,55%                         | 5,73%                     |
| 2006 | 16,33%                                      | 6,90%                         | 6,34%                     |
| 2007 | 6,21%                                       | 12,85%                        | 7,79%                     |
| 2008 | -14,26%                                     | 16,26%                        | 8,63%                     |
| 2009 | 13,67%                                      | 7,22%                         | 7,78%                     |
| 2010 | 11,19%                                      | 3,98%                         | 7,56%                     |
| 2011 | -4,64%                                      | 5,18%                         | 7,54%                     |
| 2012 | 16,36%                                      | 4,68%                         | 6,27%                     |
| 2013 | 7,25%                                       | 4,54%                         | 5,10%                     |
| 2014 | 0,62%                                       | 2,06%                         | 4,89%                     |
| 2015 | -4,65%                                      | 5,37%                         | 4,37%                     |

\* Waloryzacja subkonta dla lat 2000-2010 ma charakter pogładowy, gdyż subkonto funkcjonuje od 2011 r.

Źródło: obliczenia własne, ZUS, MPiPS.

Średnia waloryzacja na koncie w pierwszym filarze wynosiła 6,35% rocznie, na subkoncie zaś (uwzględniając dane pogładowe) 8,04%. Waloryzację subkonta cechuje dużo niższa zmienność, ale to wynika z samej metody uśredniania wskaźnika za pięć lat, a nie z faktu, że PKB waha się znacząco mniej niż fundusz płac. Różnica w rocznej waloryzacji między kontem i subkontem wynosi zatem niemal 1,7 punktu procentowego, jednak możemy oczekiwać, że w przyszłości będzie mniejsza, bowiem oba wskaźniki spadną. Istnienie subkonta w ZUS będzie zatem powodowało większy deficyt w funduszu emerytalnym niż gdyby wszystkie składki księgowane na kontach ZUS podlegały waloryzacji jak na koncie podstawowym. Można też w przybliżeniu oszacować długookresową skalę tego dodatkowego deficytu. Obecnie na konto trafia 12,22% sumy wynagrodzeń ubezpieczonych, natomiast na subkonto około 6,57% („około”, bowiem zależy to od liczby i zarobków osób, które wybrały odprowadzanie części składki do OFE. Szacunek 6,57% zakłada, w oparciu o bieżące dane, że do OFE odprowadzane jest jedynie 25% wolumenu składek w stosunku do sytuacji sprzed wprowadzenia dobrowolności). ZUS w swych prognozach zatem zakłada, że całość zatrzymywanej składki, ok. 18,79% wynagrodzenia, waloryzowane jest wskaźnikiem z konta podstawowego, podczas gdy w rzeczywistości, 65% składki jest indeksowanych wzrostem funduszu płac a 35% wzrostem PKB. Jeśli przyjmiemy ostrożne założenie, że indeksacja subkonta będzie o 1 punkt procentowy wyższa niż w I filarze (3% zamiast 2%), to po 42 latach oszczędzania (od 25. do 67. roku życia) zobowiązanie emerytalne na subkoncie będzie wyższe o około 26% w stosunku do sytuacji, gdyby subkonto było waloryzowane jak konto podstawowe. Całość zobowiązania systemu wobec emeryta należy wówczas pomnożyć przez 1,091. To dość istotnie zawyży deficyt systemu emerytalnego – wg prognozy ZUS z 2013 r., w 2060 r. wpływy składkowe to 15,51% podstawy wymiaru składek, wydatki to 19,22%, a

różnica, czyli deficyt to 3,71%. Mnożąc wydatki przez wspomniany wskaźnik 1,091 i zostawiając przychody na tym samym poziomie, **zwiększamy deficyt do 5,45% czyli niemal o połowę.**

Przy okazji rządowego *Przeglądu systemu emerytalnego* w 2013 r. szeroko debatowane było również porównanie stóp zwrotu OFE z waloryzacją na koncie i subkoncie. Bezpośrednie porównywanie tych wskaźników jest metodologicznie błędne, bowiem stopa zwrotu OFE reprezentuje rynkową zmianę wartości instrumentów finansowych, które można spieniężyć, waloryzacje w ZUS to arbitralny zapis księgowy. Jak wspomniano wyżej, im wyższa waloryzacja w ZUS tym wyższy deficyt w systemie repartycyjnym i koszty dla podatników, natomiast wyższa stopa zwrotu OFE to czysta korzyść zarówno dla emerytów, jak i Skarbu Państwa (niższe dopłaty do emerytur minimalnych). Ciekawym aspektem, w zasadzie nie rozważanym w *Przeglądzie*, jest kwestia korelacji stopy zwrotu OFE ze wskaźnikami waloryzacji. W latach 2000-2013, stopa zwrotu OFE była ujemnie skorelowana z waloryzacją ZUS (wskaźnik korelacji  $-0,38$ , słabo istotny statystycznie) i jednocześnie nieskorelowana z rzeczywistym i ekstrapolowanym wskaźnikiem waloryzacji subkonta (wskaźnik korelacji  $0,08$ , nieistotny statystycznie). Waloryzacja konta była natomiast dodatnio skorelowana z waloryzacją subkonta (wskaźnik korelacji  $0,42$ , istotny na poziomie  $p = 0,1$ ). Te zależności wynikają między innymi z faktu, że rynek finansowy reaguje natychmiast na sygnały globalnego kryzysu, rynek pracy z dużym, sięgającym ponad rok opóźnieniem. Doskonale pokazał to kryzysowy 2008 r., kiedy stopy zwrotu OFE były najniższe w historii, a stopy waloryzacji w I filarze najwyższe.

Rynki finansowe w długim okresie osiągają zwrot wyższy niż wzrost PKB, bo odpowiadają bardziej produktywniej części gospodarki narodowej. Możemy zatem oczekiwać, że stopy zwrotu OFE będą wyższe niż waloryzacja ZUS, co przekłada się na korzyści dla emeryta. W świetle tego i w świetle przedstawionych wyżej korelacji, przesuwanie składek i oszczędności z OFE do ZUS czyni system nie tylko mniej efektywnym, ale również bardziej niesprawiedliwym w podziale na kohorty. Jeśli kapitał emerytalny byłby bardziej równomiernie zdywersyfikowany między filary o ujemnie skorelowanych waloryzacjach, cykle koniunkturalne w mniejszym stopniu różnicowały oszczędności kolejnych kohort przechodzących na emeryturę. Rozwiązaniem idealnym w tym kontekście, stosowanym na świecie i rekomendowanym przez Bank Światowy i OECD, byłby model cyklu życia, kiedy przez większość czasu większość oszczędności emerytalnych inwestowanych jest na rynkach kapitałowych, a tuż przed emeryturą, stopniowo, portfel przebudowuje się w kierunku bardziej bezpiecznych instrumentów dłużnych. Obowiązujący tzw. „suwak bezpieczeństwa” jest natomiast wypaczeniem tej idei, bowiem redukuje i tak za małą część kapitałową na rzecz dodatkowo skorelowanego z I filarem subkonta, nie tyle „dodając” bezpieczeństwa, co raczej zwiększając wrażliwość emerytów na cykle koniunkturalne.

### III. II filar – nowy kształt i ryzyka

#### 1. Zagrożenie związane z nagłym spadkiem wartości aktywów OFE

Skutkiem reformy systemu emerytalnego z 2013 r. i umorzenia obligacji skarbowych w portfelach OFE udział akcji w portfelach otwartych funduszy emerytalnych jest bezprecedensowy i unikalnie wysoki na skalę światową. Niespotykanym nigdzie indziej ewenementem był również obowiązujący limit minimalnego zaangażowania w akcje na poziomie 75% w 2014 r. (będzie on sukcesywnie obniżany do 15% w 2017 r.).

Otwarte Fundusze Emerytalne stały się właściwie z dnia na dzień agresywnymi funduszami akcyjnymi, o potencjalnie bardzo dużej zmienności wyników inwestycyjnych. Reforma usunęła również – jako już nieadekwatne do takiego profilu inwestycyjnego – mechanizmy minimalnej wymaganej stopy zwrotu i pokrycia niedoboru. Można by sądzić, że dla zarządzających funduszem emerytalnym jest to *summa summarum* zmiana korzystna – wcześniej musieli monitorować ryzyko średnio ryzykownej inwestycji, teraz co prawda inwestycje muszą być bardziej ryzykowne, ale całkiem odpadła konieczność monitorowania ich efektywności względem jakiegokolwiek benchmarku, jak również całkiem odpadło ryzyko kary finansowej za słabe zarządzanie portfelem. Jednak – paradoksalnie – ryzyko operacyjne *sensu largo* dla towarzystw emerytalnych znacząco wzrosło po ostatnich zmianach. Istotnie, obserwując rynek otwartych funduszy emerytalnych od 1999 r. do chwili obecnej, można zauważyć, że:

- ryzyko operacyjne w wąskim sensie jest tam bardzo małe,
- niewielkie jest ryzyko regulacyjne (niemożność działania zgodnie z wymogami prawa, np. w kwestii wymogów kapitałowych czy limitów inwestycyjnych), natomiast
- bardzo wysokie jest ryzyko polityczne, niekiedy – paradoksalnie – całkiem ignorowane w analizie funkcjonowania rynków silnie regulowanych, jakim właśnie jest rynek OFE.

Ryzyko polityczne objawia się w tym, że – w trosce o lepiej lub gorzej rozumiany interes społeczny – zmieniane są reguły gry, niemal bez wyjątku na niekorzyść prywatnego biznesu. Skrajnym i podręcznikowym przykładem ryzyka politycznego jest ryzyko nacjonalizacji, doskonale znane i nawet „wliczone w koszty” np. przez międzynarodowe koncerny inwestujące w Ameryce Łacińskiej.

Warto dodać, że ryzyko polityczne nie musi się materializować w sytuacji, gdy prywatne przedsiębiorstwo łamie prawo czy choćby narusza pewne standardy (dyskryminuje pracowników, zanieczyszcza nadmiernie środowisko naturalne). Już sam fakt, że przedsiębiorstwo wykazuje nadzwyczajny zysk może być wystarczającą przyczyną, by prywatny biznes dodatkowo opodatkować. Do 2008 r. ryzyko polityczne na rynku PTE miało właśnie taki miękki charakter i polegało na lepszej kalibracji systemu, w celu zredukowania renty oligopolistycznej.

Po kryzysowym 2008 r. ryzyko polityczne zmaterializowało się w pełnym spektrum, bo podniesiona została kwestia nie tyle rentowności PTE czy efektywności OFE, ale wręcz samego sensu istnienia kapitałowego filara ubezpieczeń społecznych. Przyczynkiem do tego

były rekordowo wysokie zyski PTE połączone z rekordowo niskimi stopami zwrotu OFE – co wyglądało fatalnie w percepcji społecznej, choć było głównie efektem takich a nie innych regulacji oraz globalnej sytuacji na rynkach finansowych, za co same prywatne podmioty nie ponosiły odpowiedzialności.

Rok 2008 pokazał, że bardzo niska stopa zwrotu OFE w stosunkowo krótkim okresie, może być podstawą do demontażu II filara, wbrew racjonalnym argumentom o długoterminowym charakterze inwestycji emerytalnych. Przyszło to tym łatwiej, że dzięki umorzeniu aktywów OFE można było szybko i bez wywoływania większych niepokojów społecznych (w porównaniu do wzrostu podatków czy redukcji zasiłku) zmniejszyć deficyt budżetowy, nawet jeśli taki zabieg zwiększa deficyt systemu repartycyjnego w długim okresie, o czym wspomniano we wcześniejszym rozdziale. Przy tym, zabierając obligacje skarbowe z portfeli OFE i wprowadzając minimalny limit na inwestycje w akcje, stworzono niebezpieczne dodatnie sprzężenie zwrotne na rynku emerytalnym – fundusze emerytalne zostały ukarane za niską stopę zwrotu w sytuacji kryzysowej w ten sposób, że w kolejnej sytuacji kryzysowej ryzyko niskiej stopy jest dużo wyższe. Warto zatem pokusić się o ilościową ocenę ryzyka, że stopy zwrotu OFE spadną w najbliższej przyszłości na tyle, że będzie to bodźcem dla dalszych politycznych decyzji o rezygnacji z kapitałowej części systemu emerytalnego.

### **1.1. Ilościowe szacunki dla scenariusza niskich stóp zwrotu**

Na potrzeby analiz nowej sytuacji rynkowej, stworzono model rynku OFE/PTE powiązany ze stochastycznym modelem stóp zwrotu indeksu giełdowego WIG i indeksu polskich obligacji FTSE. Dokonano estymacji modeli autoregresyjnych z wykorzystaniem historycznych stóp zwrotu z indeksu WIG i indeksu obligacji FTSE. Najlepsze dopasowanie i własności statystyczne okazały się mieć modele klasy AR, w szczególności AR(4) dla indeksu WIG i AR (2) dla indeksu obligacji. Następnie, w oparciu o oszacowane modele, przeprowadzono symulację przyszłych wartości tych indeksów – próbka 2000 szeregów czasowych. W modelu wprowadzono również ekspercką redukcję średniej i zmienności dla długiego okresu, co ma lepiej oddawać przejście gospodarki polskiej z fazy rynku wschodzącego do fazy dojrzałej.<sup>32</sup>

Przy symulacjach portfela inwestycyjnego OFE przyjęto, że początkowy udział indeksu WIG w stopie zwrotu OFE odpowiada historycznemu udziałowi akcji (średnio 84% na koniec sierpnia 2014 r.) i w symulacji fluktuuje zgodnie ze zmianą cen składników portfela inwestycyjnego (czyli nie jest re-bilansowany). Stopa zwrotu OFE jest dodatkowo pomniejszona o opłatę za zarządzanie i wycofanie środków z rachunku premiowego.

Wyniki symulacji w zakresie ryzyka niskich rocznych stóp przedstawia poniższa tabela. Wariant po redukcji (oczekiwana sytuacja w średnim i długim okresie) okazuje się w sumie bardziej ryzykowny dla rynku, bo redukcja wariancji nie rekompensuje znacznej redukcji wyrazu wolnego. Powtórzenie się sytuacji z 2008 r., kiedy roczna stopa zwrotu rynku OFE spadła poniżej –14% jest dość prawdopodobne, nawet pomimo faktu, że użyta symulacja nie

---

<sup>32</sup> Korekta zakłada geometryczną redukcję wyrazu wolnego o 70% dla WIG i 40% dla indeksu FTSE, a także redukcję zmienności dla indeksu WIG o 15%.

zawiera komponentu odpowiedzialnego za zdarzenia ekstremalne (typu wielkie załamanie raz na kilkadziesiąt lat).

**Tabela 4. Szacowane prawdopodobieństwo realizacja scenariusza silnie ujemnych stóp zwrotu OFE**

| Roczna stopa zwrotu OFE                      | Prawdopodobieństwo realizacji scenariusza |                                                         |
|----------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                                              | Wariant bazowy symulacji                  | Wariant symulacji z redukcją wyrazu wolnego i wariancji |
| Stopa poniżej –5%                            | 0,19                                      | 0,33                                                    |
| Stopa poniżej –10%                           | 0,14                                      | 0,25                                                    |
| Stopa poniżej –14% („powtórzenie” roku 2008) | 0,11                                      | 0,19                                                    |
| Stopa poniżej –20%                           | 0,06                                      | 0,11                                                    |

*Źródło: obliczenia własne.*

## 2. Konsekwencje braku mechanizmu stymulacji efektywności inwestycyjnej OFE

Likwidacja mechanizmu stopy minimalnej i uzupełniania niedoboru może mieć szerokie bezpośrednie i pośrednie konsekwencje dla rynku OFE. Niektóre z nich zostały wspomniane we wcześniejszym rozdziale – zmniejszenie ryzyka operacyjnego PTE w wąskim sensie i podniesienie ryzyka politycznego, grożącego demontażem całego rynku.

Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych narzuca na podmioty obowiązek maksymalizacji bezpieczeństwa i efektywności zarządzanych lokat. Można się zastanawiać, czy minimalna stopa zwrotu była bardziej mechanizmem służącym bezpieczeństwu czy efektywności. Od początku jej istnienia pojawiały się głosy, że wymusza ona zachowanie stadne (*herding*) na rynku w zakresie polityki inwestycyjnej, kiedy to celem samym w sobie nie było osiągnięcie przez fundusz jak najwyższej stopy zwrotu, ale możliwie najniższe odchylenie się od stopy średniej. Zjawisko zostało zresztą zaobserwowane w praktyce, osiąganie średniej rynkowej stopy zwrotu pojawiło się w oficjalnych priorytetach polityki inwestycyjnej niektórych OFE. Fundusze stosowały mniej lub bardziej wyrafinowane strategie minimalizujące ryzyko niedoboru w oparciu o analizę portfela rynkowego.

Likwidacja mechanizmu stopy minimalnej nie pociągnęła za sobą likwidacji mechanizmu rachunku premiowego. Wycofanie środków z rachunku premiowego jest formą opłaty za wyniki opartej na pozycji funduszu względem innych funduszy w rankingu trzyletnich stóp zwrotu. Przychód z tego tytułu wynosi od zera do 0,06% aktywów netto OFE w skali roku (możemy przyjąć, że średnio będzie to ok. 0,03% aktywów netto całego sektora). Rachunek premiowy średnio rzecz biorąc stanowić będzie w najbliższych latach od 5% do 7% przychodów PTE z opłat (więcej u większych funduszy), co jest wielkością bardzo małą w stosunku do głównej opłaty za zarządzanie, która będzie stanowić ok. 90% wszystkich przychodów z opłat.

Mechanizmem pośrednio stymulującym efektywność w systemie emerytalnym przed ostatnią reformą był mechanizm losowania – przydzielanie osób, które nie wybrały samodzielnie OFE do funduszy osiągających w dwóch ostatnich zestawieniach stopę zwrotu powyżej średniej i nieposiadających udziału w rynku powyżej 10%. Zdarzyło się w jednym przypadku, że pojedynczemu funduszowi w ten sposób przydzielona została cała pula ponad dwustu tysięcy

nowych członków. Ostatnia reforma zlikwidowała jednak mechanizm losowania, a opcją domyślną stało się odprowadzanie całości składki emerytalnej do ZUS. Odsetek osób zapisujących się do OFE wśród wchodzących na rynek pracy wynosi obecnie około 2%, co jest liczbą tak małą, że właściwie niewartą ponoszenia wydatków na jakąkolwiek strategię pozyskania nowych członków, jeżeli odsetek ten miałby nie wzrosnąć. W sytuacji, gdy regulacje jeszcze o połowę obniżyły stawkę opłaty od składki, zysk z nowego członka OFE jest dla PTE bardzo niewielki, zapewne nieproporcjonalnie niski w relacji do kosztów pozyskania i utrzymania takiej osoby w funduszu.

Choć ustawa w obecnym kształcie wciąż obliguje fundusze do maksymalizowania bezpieczeństwa i efektywności, ten fundamentalny zapis nie znajduje wsparcia w innych, szczegółowych regulacjach. Ostatnia zmiana limitów inwestycyjnych, w szczególności zakaz inwestowania w obligacje skarbowe, wymusza na OFE posiadanie portfela o dużej zmienności. Stwarza to bardzo duże ryzyko polityczne dla II filara i nie jest do końca korzystne dla członków OFE, którzy oczekują wysokiego zwrotu przy pewnym, ale przecież wciąż nie ekstremalnym, poziomie ryzyka. Zdaje się to sprzeczne z kryterium maksymalizacji bezpieczeństwa, chyba że kryterium to zrozumiemy jako „maksymalizację bezpieczeństwa w obrębie możliwego spektrum inwestycji” – oczywiście, wówczas wciąż brakuje szczegółowych regulacji, jak należy cel rozumieć.

Fundamentalną kwestią, ściśle związaną z efektywnością długookresowych inwestycji emerytalnych, jest to, czy fundusze emerytalne powinny prowadzić pasywną czy aktywną politykę inwestycyjną. Pasywna polityka inwestycyjna to w dużym skrócie strategia „kupuj i zapomnij” – replikowania w portfelu inwestycyjnym indeksów giełdowych przez nabywanie możliwie wszystkich dostępnych instrumentów finansowych w proporcji do wielkości emisji i trzymanie ich do dnia zapadalności (czyli też „w nieskończoność” w przypadku klasycznych akcji, które nie mają określonego terminu wykupu). Strategia aktywna to szukanie na rynku okazji i elastyczne reagowanie na przewidywane ruchy cen, idealna realizacja strategii aktywnej to „kupuj, gdy jest najtaniej, i sprzedawaj, gdy jest najdrożej”.

Ostatnimi czasy wśród teoretyków zarządzania portfelem popularność zyskuje teza, że inwestycje emerytalne powinny być zarządzane pasywnie – również w Polsce *Zespół ds. zwiększenia efektywności OFE* przy Kancelarii Premiera rekomendował zarządzanie pasywne dla funduszy emerytalnych<sup>33</sup>. Argumentem za zarządzaniem pasywnym ma być założenie, że w długim okresie rynek jest efektywny, zatem ruchy cen są systematycznie nieprzewidywalne, bo wynikają jedynie z błędzenia losowego – wówczas sensowne jest stosowanie strategii minimalizującej koszty transakcyjne, czyli właśnie „kup i zapomnij”, a jakiegokolwiek strategię „selekcji” składników portfela tylko obniżają oczekiwaną stopę zwrotu przez wzrost kosztów zarządzania portfelem. Co więcej, zwolennicy pasywnego zarządzania argumentują, że zarządzanie aktywne jest podwójnie przeciw-skuteczne: raz, przez wzrost kosztów, a dwa, przez pułapki psychologiczne jakie czekają na aktywnych inwestorów, związane zwłaszcza z nadmierną wiarą we własne umiejętności (*overconfidence*) oceny

---

<sup>33</sup> Zob. KPRM, Departament Analiz Strategicznych (2011), ss. 13–15.

sytuacji rynkowej. Pojawiająca się krytyka zarządzania aktywnego wydaje się jednak przesadzona, zwłaszcza w przypadku funduszy emerytalnych, z kilku powodów:

- Efektywność rynków w rzeczywistości nie jest podręcznikowa, w przeciwnym przypadku nie dochodziłoby tam do okresowych załamań. Również wszelkie sygnały ze sceny politycznej bądź ujawnione/odtajnione strategie spółek nie wpływałyby na notowanie, bo rynek prawdziwie efektywny miałby takie informacje zdyskontowane w cenach instrumentów. Na rynku obserwujemy wciąż szereg anomalii np. naruszenie zdawałoby się „żelaznej reguły”, że wyższy zwrot oznacza wyższą zmienność (*low volatility anomaly*).
- Wydaje się wewnętrznie sprzecznym z jednej strony podkreślanie efektywności rynku a z drugiej błędów poznawczych inwestorów, bowiem każdy systematyczny błąd przekładający się na stratę jednego gracza, przekłada się również na zyski innych.
- Z powyższego punktu wynika, że efektywność rynku „obserwowalna z zewnątrz” jako błędzenie losowe kursów akcji wcale nie oznacza, że nie ma na tym rynku miejsca na działających z sukcesem aktywnych inwestorów, może zaś oznaczać coś dokładnie przeciwnego: że rynek składa się z dwóch podklas inwestorów aktywnych: tych, którzy systematycznie tracą, i tych, którzy systematycznie zarabiają. Przykładowo, części inwestorów może przejawiać tzw. *longshot bias*, czyli przeszacowywać wartości inwestycji o najwyższym oczekiwanej stopie zwrotu (jak, powiedzmy, obiecujące spółki nowych technologii), ale z drugiej strony część inwestorów jest świadomych przeszacowania i będzie się pozbywać akcji / stosować krótką sprzedaż, co zbije kurs i ostatecznie wycena jest adekwatna, a zmiany kursu w długim okresie mogą wyglądać losowo. Możemy oczekiwać, że fundusze emerytalne, jako profesjonalni inwestorzy długoterminowi, będą stosowały tego rodzaju arbitraż i z jednej strony czyniły rynek efektywnym, z drugiej przynosiły wymierne korzyści członkom.
- Zwolennicy pasywnej strategii inwestycyjnej często tworzą wokół niej aurę „obiektywność”, że skoro inwestujemy proporcjonalnie „we wszystko”, to jesteśmy wolni od ułomnego decyzyjnego czynnika ludzkiego. Jest to oczywiście grube uproszczenie, bowiem w każdej pasywnej strategii najważniejsza decyzja – o tym, jak ma wyglądać początkowy referencyjny portfel, jest arbitralna. Im bardziej globalizuje się światowy rynek finansowy, im szersze spektrum inwestycji otwiera się przed polskimi funduszami emerytalnymi, tym bardziej umowne i potencjalne błędne staje się im narzucenie strategii w rodzaju „30% w portfel obligacji korporacyjnych plus 70% w WIG”. Tu zresztą ujawnia się słabość porównań strategii pasywnej z aktywnymi, polegających zwykle na tym, że porównuje się *a posteriori* wyniki gracza na GPW z indeksem WIG, by tryumfalnie stwierdzić, że „nikt nie pobił indeksu” – tak jakby aktywny inwestor miał obowiązek inwestować tylko i wyłącznie w spółki z WIG!
- Istnieją bardzo mocne dowody, że wielcy instytucjonalni inwestorzy osiągają wyższe stopy zwrotu z kapitału niż działający na podobnych rynkach inwestorzy drobni<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Szerzej, zob. Piketty (2015), rozdz. 12.

Dotyczy to choćby wielkich uniwersyteckich funduszy powierniczych czy tzw. funduszy suwerennych, inwestujących nadwyżki budżetowe naftowych potęg. Efekt skali nie jest tu tylko pochodną niższych kosztów, ale również możliwości zatrudniania najlepszych menadżerów czy dostępu do specyficznych instrumentów finansowych z dużą barierą wejścia (niekoniecznie finansową). OFE zatem, jako potencjalnie największy polski inwestor instytucjonalny, mogłyby osiągać stopy zwrotu powyżej przeciętnych rynkowych. Redukcja rozmiarów II filara, jak umorzenie obligacji w 2014, jawi się zaś w tym kontekście jako działanie podwójnie szkodliwe.

Przy koncentracji inwestycji w instrumenty udziałowe, jaką obserwujemy na rynku OFE, niezbyt trafną metodą polepszania efektywności prywatnych inwestorów byłoby odgórne narzucenie szczegółów konstrukcji portfela, łącznie z wylistowaniem spółek giełdowych, które się mają tam znaleźć. Takie podejście byłoby wadliwe podwójnie – po pierwsze zakładałoby, że państwowy regulator ma większy *know how* w zakresie analizy fundamentalnej niż rynkowy praktyk, po drugie bardzo przesunąłoby zakres odpowiedzialności za efektywność inwestycji emerytalnych na tegoż regulatora i zapewne owocowałoby oskarżeniami z różnych stron o stroniczość doboru spółek do portfeli OFE.

Dużo bardziej obiecującą metodą na polepszenie efektywności II filara byłoby stworzenie systemu bodźców, nawet bardziej nagród niż kar, zachęcających do aktywnego poszukiwania okazji rynkowych i osiągania ponadprzeciętnie dobrych wyników inwestycyjnych. Mogłoby to się odbywać przez wprowadzenie benchmarku zewnętrznego, opartego na mieszance indeksów giełdowych i innych wskaźników oraz wyznaczającego, czy bardziej nawet sugerującego najogólniejsze priorytety polityki inwestycyjnej, tzw. strategiczną alokację aktywów. Wynagrodzenie funduszy rosłoby wraz z długookresowym wynikiem powyżej benchmarku i malałoby, gdyby stopy zwrotu były istotnie niższe od tego poziomu referencyjnego. Kompleksowa propozycja takiego rozwiązania została już raz wysunięta przez Urząd Nadzoru, przed ostatnimi zmianami w regulacjach rynku OFE<sup>35</sup>. Projekt pozostaje jednak na tyle elastyczny, że w zmodyfikowanej wersji mógłby wpasować się w nową rzeczywistość rynkową.

### **3. Ryzyko dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego zarządzanego przez KDPW**

Aktywa funduszy będą podlegały fluktuacjom porównywalnym ze zmianami indeksów giełdowych, a z drugiej strony Fundusz Gwarancyjny zarządzany przez KDPW pozostaje względnie stabilny, gdyż zobowiązany jest inwestować w instrumenty dłużne. W konsekwencji może to prowadzić do sytuacji, gdy w średnim i długim okresie przyrost aktywów OFE będzie dużo większy niż przyrost wartości Funduszu Gwarancyjnego, co zaowocuje koniecznością uzupełnienia środków w Funduszu Gwarancyjnym przez PTE.

Dla oszacowania wielkości kapitałów na potrzebę ewentualnego uzupełnienia środków w Funduszu Gwarancyjnym przez PTE została wykonana symulacja modelem stochastycznym

---

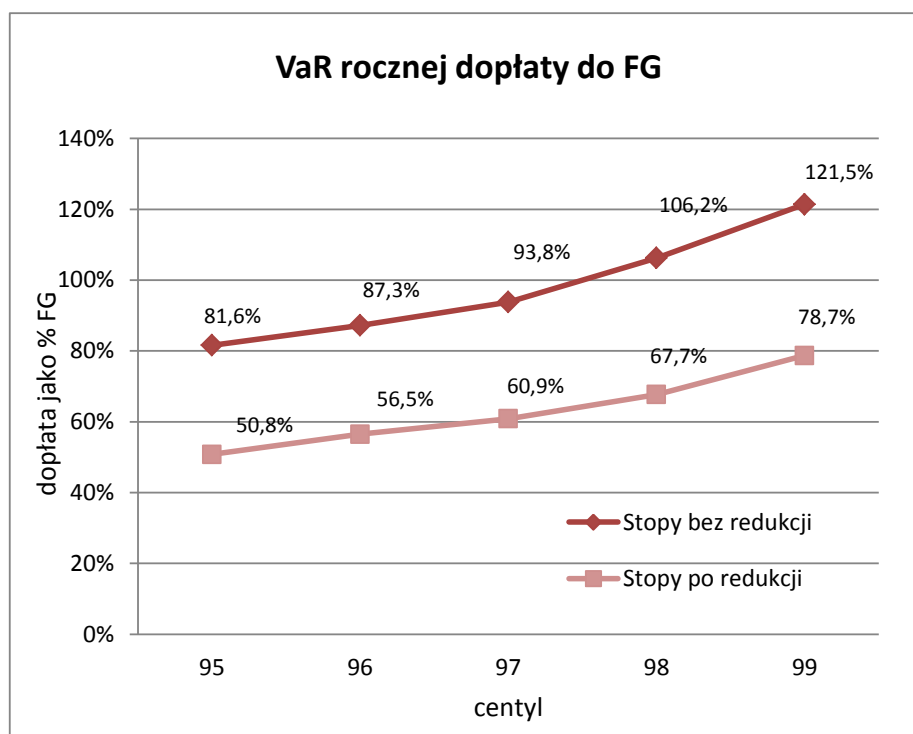
<sup>35</sup> UKNF (2012a)

rynku OFE/PTE – tym samym, który był wykorzystany do oszacowania ryzyka spadku wartości aktywów. Przyjęto przy tym, że portfel Funduszu Gwarancyjnego przyrasta w 100% wg indeksu obligacji. Stopy zwrotu Funduszu Gwarancyjnego pomniejszone są dodatkowo o opłaty (stałą i procentową od zysku) pobierane kwartalnie przez KDPW, zgodnie z regulującym to rozporządzeniem.

Symulacja stochastyczna składa się z dwóch tysięcy przebiegów, po których analizowany jest rozkład rocznych odchyłeń zobowiązań z tytułu FG od rzeczywistego poziomu FG. Założono, że na koniec 2014 r. Fundusz Gwarancyjny będzie odpowiadał dokładnie 0,3% aktywów netto rynku OFE, potem PTE wpłaca do Funduszu Gwarancyjnego 0,3% otrzymanych składek i wypłaca 0,3% wartości wypłat („suwaka bezpieczeństwa”). Jeśli stopy zwrotu OFE i stopy zwrotu FG byłby identyczne, na koniec roku Fundusz Gwarancyjny wciąż stanowiłby 0,3% aktywów netto rynku OFE. Jeśli natomiast FG jest mniejszy od 0,3% WAN, to ta różnica ze znakiem dodatnim stanowi zobowiązanie PTE, które powinno być zabezpieczone adekwatnością kapitałową.

Skala ewentualnej dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego na skutek różnicy stóp między OFE i Funduszem zależy od różnicy stóp zwrotu między symulowanym indeksem WIG i indeksem FTSE, przy czym w krótkim okresie (12 miesięcy) ryzyko wysokich dopłat wynika głównie z bardzo dużej zmienności symulowanego indeksu WIG. Adekwatność kapitałowa powinna z wysokim poziomem pewności starczyć na pokrycie dopłaty, zasadne więc będzie zastosowanie miary Value at Risk i ocena ryzyka dopłaty w oparciu o wysoki centyl rozkładu nadwyżki zobowiązania z tytułu Funduszu Gwarancyjnego ponad jego wartość.

Wykres przedstawia centyle od 95 do 99 rocznej dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego wyrażonej jako procent jego wartości (czyli np. wartość 50% oznacza, że zobowiązanie PTE wobec KDPW jest o połowę większe niż cały Fundusz Gwarancyjny). Symulację przeprowadzono dla bazowych stóp z modelu stochastycznego oraz stóp otrzymanych po procesie eksperckiej redukcji (redukcja wyrazu wolnego i redukcja wariancji, co ma odpowiadać niższym rentownościom w przyszłości, związanym zarówno z niskimi stopami procentowymi jak i przejściem Polski od rynku wschodzącego do gospodarki w pełni rozwiniętej).

**Wykres 2. Szacunek dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego przez PTE w zależności od modelu stóp zwrotu i przyjętego poziomu ryzyka**

Źródło: Obliczenia własne.

W zależności od wybranego centyla rozkładu i przyjętej próbki stóp, PTE powinny dysponować płynnymi środkami na dopłatę wynoszącymi od 51% do 122% wartości Funduszu Gwarancyjnego. Mnożąc tę wielkość przez obowiązujący wskaźnik 0,3% WAN, wynik symulacji przekłada się do na wskaźnik adekwatności kapitałowej 0,15% do 0,36% wartości aktywów netto (w skali całego rynku od ok. 225 do 540 mln. zł).

Wydaje się, że początkowo kryterium adekwatności powinno być oparte na modelu stochastycznym stóp bez redukcji, jako lepiej odzwierciedlającym obecną rzeczywistość rynkową. Wówczas, w zależności od tego, jak ostre kryterium Value et Risk będzie przyjęte, adekwatność PTE z tytułu FG winna wynosić od ok. 0,24% WAN do ok. 0,36% WAN. W późniejszych latach, poziom ten może zostać obniżony do tego wyznaczonego przed model o zredukowanych stopach, jeśli na rynku zaobserwujemy mniejsze zwroty i mniejszą zmienność.

#### 4. Prognoza wielkości rynku emerytalnego

Przez pierwszych piętnaście lat od startu reformy emerytalnej, aktywa OFE rosły dynamicznie, ponieważ fundusze otrzymywały corocznie wielomiliardowy transfer obowiązkowo odprowadzanych składek, wpływy środków były natomiast symboliczne i zasadniczo niezwiązane z osiąganiem przez członków uprawnień emerytalnych. W założeniu twórców reformy, zauważalne wpływy środków z OFE do instytucji wypłacającej emerytury miały się pojawić dopiero po osiągnięciu przez najstarszych członków OFE płci męskiej wieku emerytalnego, czyli właśnie od 2014 roku. Oczywiście, wpływy te jeszcze przez wiele

lat, a nawet dziesięcioleci miały być niższe niż strumień składek zasilających aktywa OFE. Co więcej, nawet kiedy transfery kapitałów emerytalnych miałyby przekroczyć strumień bieżących składek, aktywa OFE rosłyby jeszcze przez wiele kolejnych lat, ze względu na odsetki od papierów wartościowych z portfela inwestycyjnego. Przy aktywach dojrzałego systemu rządu biliona złotych, nawet skromna dwuprocentowa stopa zwrotu przekłada się na dwadzieścia miliardów zysku odsetkowego i aż taka musiałaby być nadwyżka środków wpływających ponad składkami, aby aktywa zaczęły nominalnie spadać. W praktyce, nawet prognozy sięgające 2050 roku, przewidywały stały wzrost aktywów OFE. Wydłużenie wieku emerytalnego w 2012 roku jeszcze dodatkowo przesunęło ten moment w czasie.

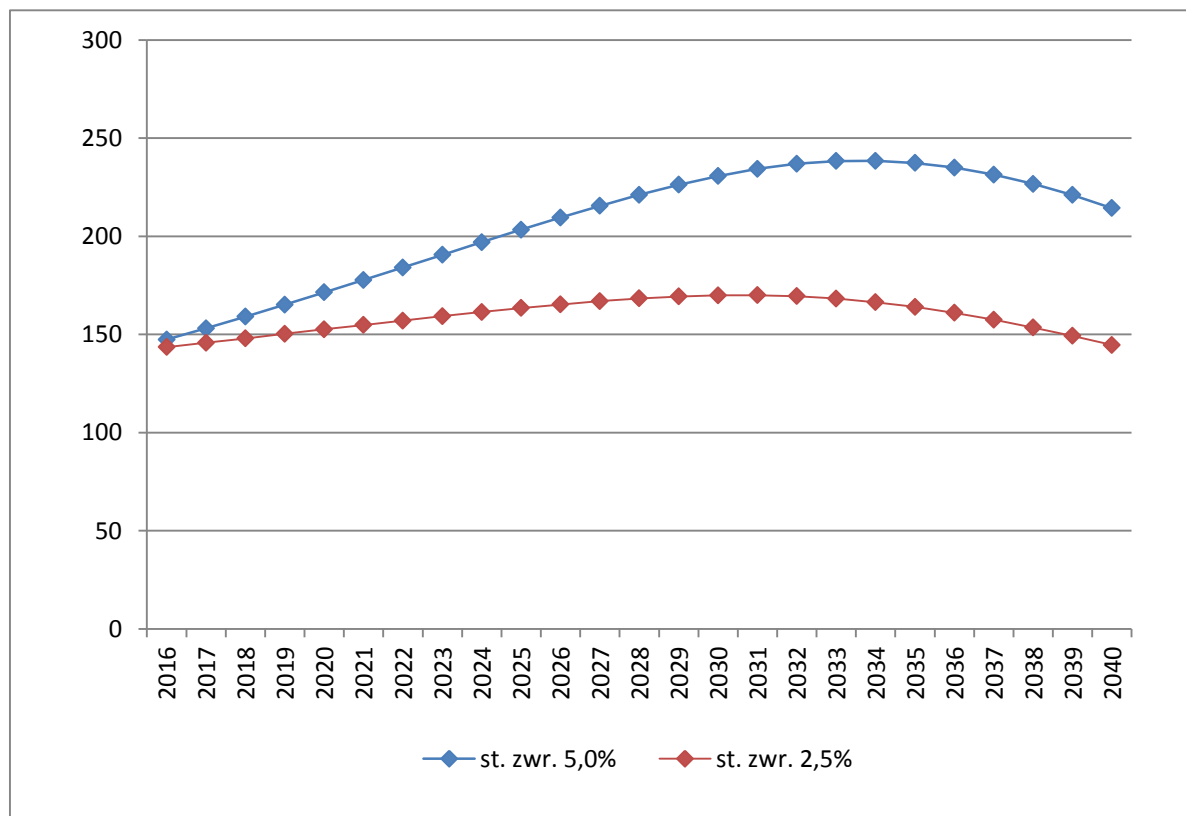
Reformy zmniejszające znaczenie II filara systemu emerytalnego, rozpoczęte już w 2010 roku redukcją wysokości składki do OFE, drastycznie zweryfikowały powyższe szacunki. Dodatkowo, wprowadzenie od 2014 roku dobrowolności składowania do OFE z domyślną opcją odprowadzania całej składki na subkonto w ZUS zredukowało (już wcześniej obniżony) strumień składek o ponad 70%. W rezultacie suma odprowadzonych składek w 2015 roku wynosiła zaledwie ok. 15% wolumenu składek z roku 2010, czyli sprzed początku redukcji roli systemu kapitałowego. Ujemne saldo przepływów gotówkowych (rozumiane jako różnica między wartością składek otrzymywanych przez OFE, a środkami przekazywanymi z OFE do ZUS) pojawiło się już w roku 2015, kilka dekad wcześniej niż w sytuacji, gdyby zachowano regulacje II filara w pierwotnym kształcie z 1999 roku. Saldo to jest na razie niewielkie co do wartości bezwzględnej – około miliarda zł, wystarczy zatem dodatnia stopa zwrotu 1% z obecnego portfela inwestycyjnego (około 150 miliardów zł), by wartość aktywów OFE nominalnie nie spadała.

Dobrowolność uczestnictwa w OFE połączona z zakazem akwizycji sprawia, że populacja członków funduszy jest właściwie „zamrożona do wygaszenia” – w kolejnych latach będzie przechodzić na emeryturę, wymierać i starzeć się. Jeśli utrzyma się obecna sytuacja, w której mniej niż co setna osoba rozpoczynająca pracę zapisuje się do OFE, ubytek członków i kapitałów członkowskich nie będzie równoważony przez nowych składujących członków w młodszych kohortach. Wpływy z suwaka będą się zatem szybko zwiększały, natomiast wpływy składkowe powoli spadały (mniejszą liczbę składujących nieco kompensuje wzrost średniej składki wynikający ze wzrostu płac).

Sytuacja, kiedy przy dodatniej stopie zwrotu aktywa OFE zaczną nominalnie spadać, to punkt erozji systemu – w ciągu następnych kilkudziesięciu lat aktywa skurczą się do wielkości symbolicznej i filar kapitałowy straci sens istnienia. Zakładając, że do OFE nie napływają nowi członkowie, ani też nikt nie zmienia decyzji o odprowadzaniu II-filarowej składki do ZUS/OFE, początek erozji zależeć będzie od dwóch czynników – stopy zwrotu OFE oraz wieku emerytalnego, od którego uzależnione jest działanie „suwaka bezpieczeństwa”. Poniższy wykres przedstawia prognozę aktywów OFE przy założeniu zachowania obecnych regulacji, założeniu wzrostu średniej składki o 3% rocznie oraz dwóch wariantów stopy zwrotu OFE z portfela inwestycyjnego 5% oraz 2,5%. W wariantcie optymistycznym, dla wyższej stopy zwrotu, możemy się spodziewać, że aktywa OFE zaczną nominalnie spadać dopiero w 2034 roku, po osiągnięciu poziomu blisko 240 miliardów zł. Wariant umiarkowanie pesymistyczny, zakładający długookresową stopę zwrotu 2,5%, oznacza

początek erozji w roku 2031, przy czym w latach 2016-2029 poziom aktywów będzie bardzo stabilny, w graniach od 150 do 170 miliardów zł.

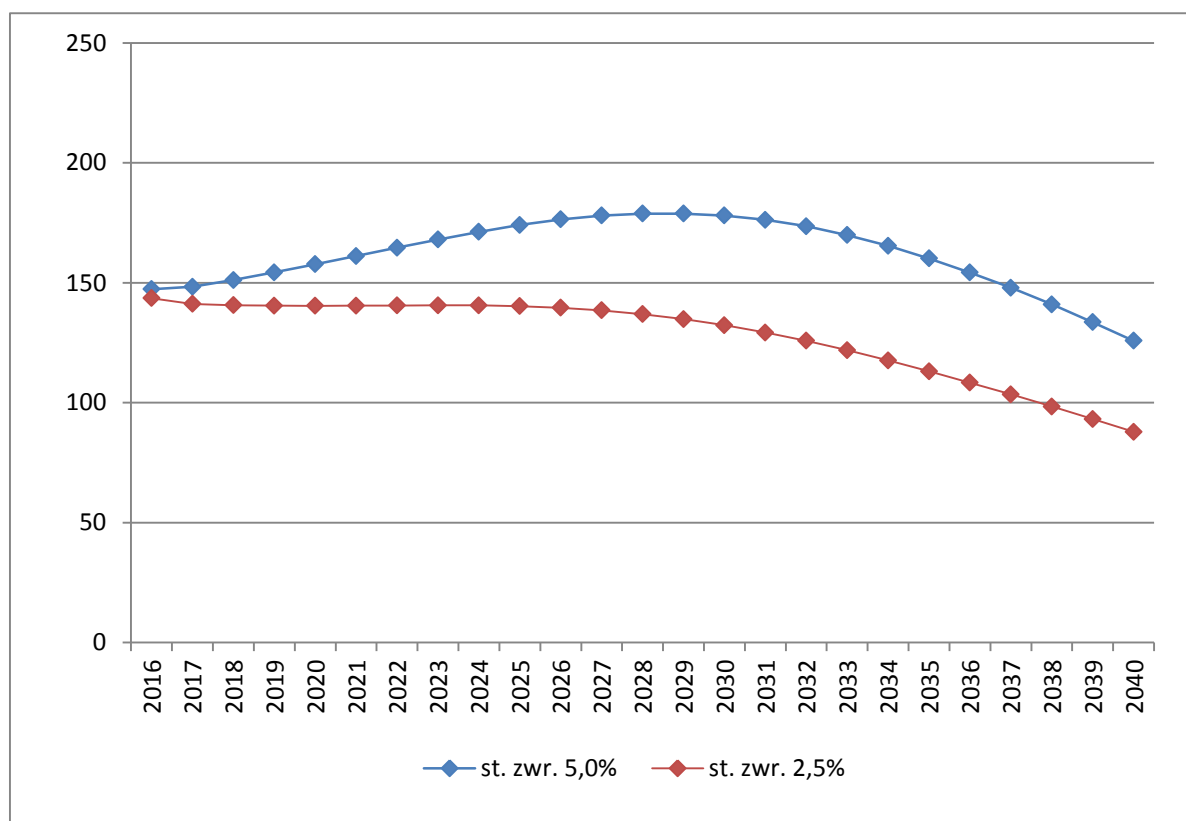
**Wykres 3. Prognozowane aktywa OFE do 2040 roku przy założeniu utrzymania obowiązującego wieku emerytalnego (mld zł)**



Źródło: obliczenia własne.

W debacie publicznej coraz mocniej akcentowany jest postulat przywrócenia wieku emerytalnego sprzed reformy z 2012 roku – czyli 65 lat dla mężczyzn i 60 lat dla kobiet. Taka zmiana, wprowadzona jednorazowo, silnie przyspieszałaby działanie suwaka bezpieczeństwa – oznaczałaby jednorazowy transfer dodatkowych kilku miliardów zł z aktywów OFE (bo większa grupa członków jednorazowo przeszłaby na emeryturę) oraz wyższe wypływy kapitałów do ZUS, wynikające z faktu, że młodsze roczniki członków OFE – nagle objęte suwakiem – są istotnie liczniejsze od starszych. Poniższy wykres przedstawia prognozę aktywów OFE, przy założeniu, że od 1 stycznia 2017 roku przywrócony zostanie stary wiek emerytalny, również w optymistycznym i pesymistycznym wariantcie stóp zwrotu OFE. Nawet w wariantcie optymistycznym, erozja rozpoczyna się już w roku 2029, czyli wcześniej niż dla wariantu pesymistycznego przy obecnym wieku emerytalnym. Dla niskich stóp zwrotu, obniżenie wieku emerytalnego jest równoznaczne z początkiem erozji systemu.

**Wykres 4. Prognozowane aktywa OFE do 2040 roku przy założeniu przywrócenia w 2017 roku wieku emerytalnego sprzed reformy z 2012 roku (mld zł)**



Źródło: obliczenia własne.

#### IV. System emerytalny w otoczeniu społeczno-gospodarczym

##### 1. System emerytalny a finanse publiczne

Funkcjonowanie systemu emerytalnego wiąże się z ryzykiem niewypłacalności i nie płynności. Skala ryzyka zależy m.in. od konstrukcji systemu emerytalnego, otoczenia społeczno-ekonomicznego czy sytuacji demograficznej. Dominującym modelem w krajach rozwiniętych jest znaczące zaangażowanie Państwa w funkcjonowanie systemu emerytalnego, nie tylko przez ustalanie ram prawnych jego funkcjonowania, ale także poprzez finansowe zaangażowanie w zapewnienie mu bieżącej płynności czy nawet długoterminowej wypłacalności. Poziom tego zaangażowania może być tak duży, w sytuacji realizacji różnych ryzyk wpływających negatywnie na sytuację finansową systemu emerytalnego, że może dojść do zachwiania stabilności finansów publicznych, czego przykładem jest sytuacja Polski przed 1999 r. Konsekwencją tego stanu było wprowadzenie radykalnych zmian w systemie emerytalnym, zmierzających do jego sanacji z punktu widzenia długoterminowego wpływu na budżet Państwa i państwowy dług publiczny. W krótkim i średnim terminie oznaczało to jednak zwiększenie deficytowości systemu, który musiał być w większym stopniu finansowany przez Państwo. Zgodnie z założeniami reformy emerytalnej<sup>36</sup> wprowadzonej w 1999 r., przejściowy ubytek przychodów FUS, wynikający z przekazywania części składek do OFE miał być finansowany z wpływów z prywatyzacji majątku będącego własnością Państwa oraz poprzez oszczędności wynikające z eliminacji świadczeń niepokrytych składkami, generujących znaczne koszty dla systemu (przywileje wybranych grup społecznych i zawodowych). Ostatecznym celem zapoczątkowanej w 1999 r. reformy emerytalnej było wprowadzenie powszechnego systemu zdefiniowanej składki, opartego częściowo na filarze kapitałowym, aby poprzez wykorzystanie rynków finansowych zapewnić dywersyfikację źródeł finansowania świadczeń oraz podnieść wysokość tych świadczeń. Wszystkie te założenia stanowiły całość i jako takie miały być wprowadzone w życie. Założenia te nie zostały w pełni zrealizowane, co więcej zrezygnowano nawet z niektórych rozwiązań, np. ograniczono powszechność systemu przez wycofanie z niego niektórych grup zawodowych. Także przychody z prywatyzacji były wykorzystywane na bieżące cele budżetowe, co powodowało, że stan notorycznego deficytu sektora publicznego jaki występował w latach 1999-2014 był przez wielu ekspertów, także rządowych, wiązany bezpośrednio z refundacją składki do OFE i z czasem stał się argumentem za ograniczeniem znaczenia i rozmiarów kapitałowego filara systemu emerytalnego.

Warto zauważyć, że wpływ refundacji z tytułu przekazania składek do OFE na deficyt sektora publicznego jest znacznie mniejszy niż dotacje do FUS i emerytalnego systemu rolniczego. O ile suma refundacji z tytułu przekazania składek do OFE w latach 1999-2013 osiągnęła wartość blisko 189,8 mld zł<sup>37</sup>, to suma dotacji do systemów emerytalnych administrowanych przez ZUS (bez OFE) i KRUS wyniosła w tym samym czasie 587 mld zł. Dotacje do FUS

---

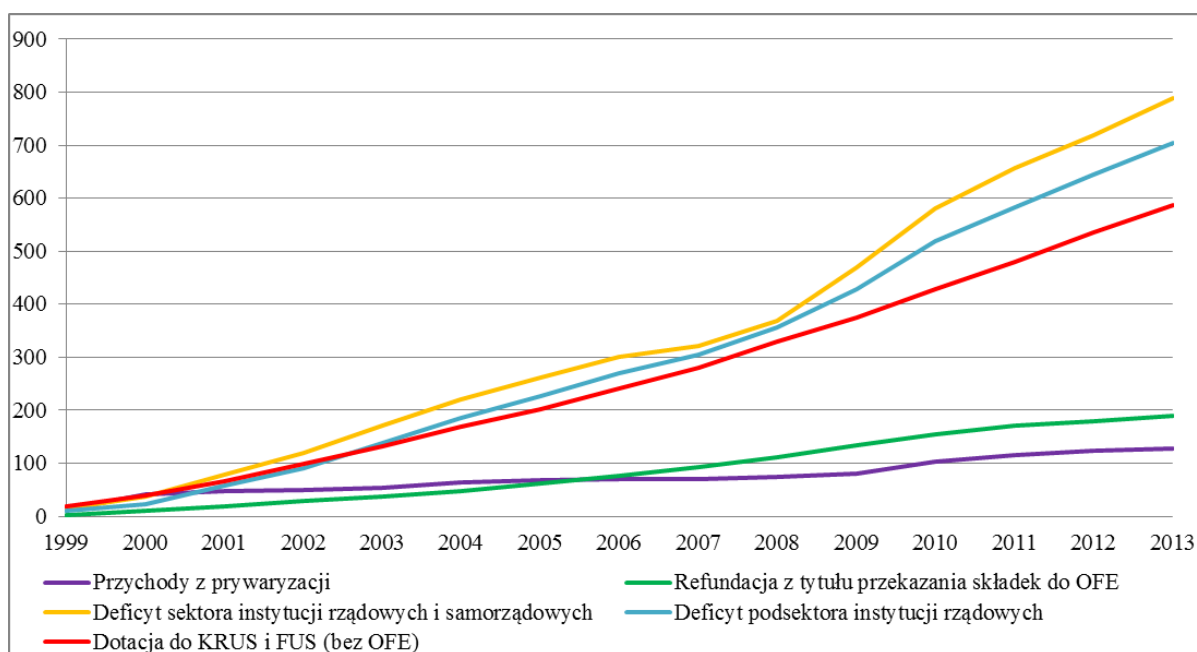
<sup>36</sup> Zob. Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego (1997), s.102-109

<sup>37</sup> *Roczniki Statystyczne Ubezpieczeń Społecznych* za lata 1999-2011 oraz *Ważniejsze informacje z zakresu ubezpieczeń społecznych 2012 r.* (oraz 2013) ZUS, [www.zus.pl](http://www.zus.pl).

oraz do systemu rolniczego dokonane w latach 1999-2013 są nominalnie zbliżone do wartości państwowego długu publicznego na koniec 2013 r.

Szacując koszty reformy emerytalnej należy uwzględnić wpływ prywatyzacji (która w założeniu twórców reformy stanowić miała główne źródło finansowania transformacji systemu emerytalnego) na sytuację finansową sektora publicznego. Uwzględnienie samych tylko przychodów z prywatyzacji radykalnie zmienia skalę wpływu refundacji z tytułu przekazania składek do OFE na finanse publiczne. Początkowo przychody z prywatyzacji wyraźnie przekraczały wartość refundacji z tytułu przekazania składek do OFE. W latach 2001-2009 tempo prywatyzacji mierzone skalą przychodów wyraźnie spadło. Od 2010 r. przychody z prywatyzacji w zasadzie równoważą refundację z tytułu przekazania składek do OFE. W sumie w latach 1999-2013 suma przychodów z prywatyzacji była tylko o 62,5 mld zł niższa niż refundacja z tytułu przekazania składek do OFE.

**Wykres 5. Refundacja z tytułu przekazania składek do OFE i przychody z prywatyzacji na tle deficytu sektora publicznego (narastająco, mld zł)**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD, [www.zus.pl](http://www.zus.pl), [www.krus.gov.p](http://www.krus.gov.p), [prywatyzacja.msp.gov.pl](http://prywatyzacja.msp.gov.pl).

W latach 1999-2013 suma refundacji z tytułu przekazania składek do OFE wyniosła 189,8 mld zł. Suma deficytów sektora instytucji rządowych i samorządowych za ten sam okres wyniosła 789,2 mld zł, a przychody z prywatyzacji, które zgodnie z założeniami reformy emerytalnej miały finansować ubytek w FUS spowodowany przekazywaniem składek do OFE, wyniosły 127,3 mld zł. Oznacza to, że w latach 1999-2013 udział sumy refundacji z tytułu przekazania składek do OFE w sumie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych z uwzględnieniem prywatyzacji wyniósł 9,4%, co pokazuje faktyczny wpływ utworzenia filara kapitałowego na skalę deficytu sektora rządowego i samorządowego.

Ograniczając powyższą analizę do deficytu podsektora instytucji rządowych na szczeblu centralnym, który za lata 1999-2013 wyniósł 704,8 mld zł, należy stwierdzić, że

uwzględniając wpływy z prywatyzacji, refundacje z tytułu przekazania składek do OFE stanowiły równowartość 10,8% deficytu tego podsektora. W badanym okresie przyrost zadłużenia sektora finansów publicznych wyniósł aż 608,9 mld zł, ale rzeczywisty wpływ refundacji z tytułu przekazania składek do OFE, z uwzględnieniem przychodów z prywatyzacji, na przyrost zadłużenia Skarbu Państwa był oczywiście znacznie mniejszy i wyniósł ok. 16%.

Analizując wpływ przekazywania składek do OFE na deficyt i zadłużenia publiczne należy podkreślić, że jedną z kluczowych zasad finansów publicznych jest brak bezpośredniego przypisania i połączenia określonych przychodów i kosztów. Co do zasady, środki publiczne pochodzące z poszczególnych tytułów nie są przeznaczane na finansowanie imiennie wymienionych wydatków w budżecie państwa (nie są „znaczone”), co oznacza, że nieuprawnione jest twierdzenie, że to w pierwszej kolejności wydatki związane z systemem emerytalnym generują deficyt, a wydatki na inne cele już nie. Powszechną wiedzą jest występowanie obszarów, także w sferze szerokorozumianego systemu emerytalnego, w których nie przeprowadzono wszystkich koniecznych, z punktu widzenia racjonalności, reform i które przez to generują znaczne wydatki budżetu Państwa, np. KRUS, emerytury górnicze, system świadczeń kompensacyjnych dla nauczycieli czy zaopatrzeniowy system emerytalny dla służb mundurowych i funkcjonariuszy wymiaru sprawiedliwości. Zestawienie wydatków sektora finansów publicznych w poszczególnych częściach systemu emerytalnego wskazuje wręcz, że akurat wydatki na OFE są najniższą ze wszystkich pozycji, a dotyczą zdecydowanie największej części obywateli.

6 grudnia 2013 r. Sejm RP uchwalił ustawę *o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*, która diametralnie zmieniła zasady funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. Z punktu widzenia finansów publicznych najważniejsze zmiany to przekazanie do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE i zapisanie ich na indywidualnych subkontach ubezpieczonych (153,2 mld zł), umożliwienie członkom OFE wyboru w zakresie przekazywania składki (OFE czy ZUS) oraz wprowadzenie mechanizmu stopniowego przekazywania środków zgromadzonych przez członka w funduszu emerytalnym do ZUS w okresie 10 lat przed uzyskaniem przez ubezpieczonego wieku emerytalnego. Operacja ta poprawiła krótkoterminowo sytuację budżetu państwa oraz formalnie zmniejszyła wysokość długu publicznego, ale z drugiej strony wzrosły zobowiązania ZUS (dług ukryty), a więc nie zmniejszyła ona całkowitych zobowiązań Państwa. Zapisy na kontach w ZUS są również zobowiązaniami, dla Skarbu Państwa równie istotnymi i wymagalnymi jak obligacje (o ile Państwo taką samą wagę przykładą do wypełnienia obietnic wobec własnych obywateli co wobec np. korporacji i inwestorów-nierezydentów).

Dług ukryty w systemie repartycyjnym to innymi słowy wartość obecna strumienia przyszłych zobowiązań, co w systemie zdefiniowanej składki można w przybliżeniu przełożyć na zapisy na kontach hipotetycznych. Dla kalkulacji tego długu nie ma znaczenia fakt, że państwo może liczyć na strumień przyszłych składek emerytalnych, ponieważ każda taka składka jednocześnie spłaca jedno zobowiązanie i tworzy kolejne, zaksięgowane na

koncie osoby składkującej. Przyrost długu ukrytego odpowiada w takiej sytuacji zmianie stanu kont hipotetycznych w ZUS.

Warto też zauważyć, że skoro waloryzacja w I filarze była podobna, a na subkoncie wyraźnie wyższa niż rentowność obligacji, zatem średnio rzecz biorąc, złotówka zaksięgowana na kontach w ZUS generuje większe zobowiązanie Państwa niż koszt obligacji kompensujących składkę do OFE. Oczywiście można argumentować, że obecnie czym innym jest dług publiczny i czym innym ukryty dług emerytalny. Jednak wydaje się, że dążenie UE do ujawniania długu emerytalnego, nie służy tylko celom informacyjnym, ale użyciu tego wskaźnika jako parametru dyscyplinującego finanse publiczne w bliższej lub dalszej przyszłości. Właśnie w takim kontekście powinny być oceniane wszelkie propozycje związane z przesuwaniem składek między filarami zreformowanego systemu emerytalnego.

## **2. Ujawnianie emerytalnego długu ukrytego w rachunkach narodowych**

Głównym argumentem na rzecz częściowego demontażu II filara ubezpieczeń społecznych był fakt, że w sytuacji permanentnego deficytu budżetowego subsydia do FUS muszą być pokryte emisją obligacji, co powiększa dług publiczny. Problem okazał się szczególnie istotny, kiedy dług publiczny zbliżył się do konstytucyjnego progu oszczędnościowego (55% PKB).

Przeciwnicy demontażu II filara podkreślali, że umorzenie obligacji w portfelach OFE jest tak naprawdę przeksięgowaniem długu jawnego (explicit public debt) na dług ukryty (implicit public debt) co z kolei spotkało się z ripostą, że dług ukryty jest nieważny, bądź nawet, że coś takiego nie istnieje.

Problem długu ukrytego jest tymczasem coraz głośniejsz podnoszony przez wszystkie znaczące gremia analizujące rachunki narodowe. Przełomem w spojrzeniu na problem długu jest nowy Europejski System Rachunków Narodowych ESA 2010, zastępujący stary system ESA 95. W ESA 95 rejestrowane były jedynie zobowiązania prywatnych kapitałowych systemów emerytalnych, a zobowiązania systemów repartycyjnych były nierozpoznawane. ESA 2010 w części 22.1 nakazuje rejestrowanie wszystkich uprawnień i zobowiązań emerytalno-rentownych niezależnie od tego, czy mają pokrycie kapitałowe<sup>38</sup>. W szczególności, w tablicy uzupełniającej mają być rejestrowane zobowiązania państwowych systemów ubezpieczenia społecznego, będące wszak częścią długu ukrytego. Zdaniem Eurostatu, takie ujawnienie będzie miało olbrzymie znaczenie praktyczne choćby dla porównań międzynarodowych<sup>39</sup>.

Konieczne wydaje się podkreślenie, że operacja redukcji długu publicznego przez umorzenie obligacji skarbowych w portfelach OFE i równoległe powiększenie zapisów na subkontach ZUS jest efektywna tylko w świetle starej metodologii rachunków narodowych ESA 95.

---

<sup>38</sup> Zob. *Podręcznik dotyczący różnic między ESA 95 a ESA 2010*, r. 22 (listopad 2013) Eurostat, Komisja Europejska.

<sup>39</sup> Zob. G. Gueye, J. Gruetz, *Issues Related to the Introduction of ESA 2010 in Europe* (sierpień 2014), Eurostat, zaprezentowane na: IARIW 33rd General Conference.

Komisja Europejska i OECD zwracają uwagę, że w świetle ESA 2010 taki zabieg jest neutralny dla długu publicznego, co przedstawia poniższa tabela.

**Tabela 5. Szacunkowy wpływ ostatniej reformy na rynku OFE na polski dług publiczny w świetle ESA 95 i ESA 2010.**

| Operacja                                        | Redukcja długu publicznego w roku 2014 (% PKB) |                    |
|-------------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------|
|                                                 | W świetle ESA 95                               | W świetle ESA 2010 |
| Umorzenie obligacji skarbowych w portfelach OFE | 8,5                                            | 0,0                |
| „Suwak bezpieczeństwa”                          | 0,3                                            | 0,0                |
| Zmniejszona składka do OFE                      | 0,3                                            | 0,3                |
| Koszty obsługi długu                            | 0,2                                            | 0,2                |
| <b>Razem:</b>                                   | <b>9,3</b>                                     | <b>0,5</b>         |

Źródło: OECD Economic Surveys: Poland 2014.

Określenie zobowiązań emerytalnych systemu zabezpieczeń społecznych nie zawsze jest rzeczą prostą. Nawet w przypadku systemu zdefiniowanej składki, w którym prowadzone są indywidualne rachunki, kalkulacja może zostać istotnie zaburzona przez takie elementy systemu jak gwarancja emerytury minimalnej. W przypadku systemów o zdefiniowanym świadczeniu bądź systemów hybrydowych, Eurostat zwraca uwagę, że powinna być stosowana metodyka liczenia NPV (zdyskontowanej wartości obecnej) uwzględniająca charakter systemu emerytalnego, profil demograficzny populacji i odpowiednią stopę dyskonta. Nie obędzie się bez długoterminowych prognoz śmiertelności i prognoz wzrostu płac<sup>40</sup>. Trudności metodologiczne i techniczne nie mogą być jednak argumentem, by dług emerytalnego nie obliczać w ogóle.

W ostatnich latach, podjęto w Polsce kilka prób oszacowania ukrytego długu emerytalnego. Łatwo dostępna, ze względu na system zdefiniowanej składki, jest część długu ukrytego wynikająca ze zobowiązań kont w I filarze i na subkontach: na koniec 2015 roku wg ZUS na kontach w I filarze zewidencjonowanych było **2 biliony 268 miliardy zł**, a na subkontach jeszcze dodatkowo **263 miliardy zł** – łącznie **ponad 2,5 biliona zł** zobowiązań systemu emerytalnego. Do ciekawszych opracowań, uwzględniających również „stary portfel emerytalny” i system zaopatrzeniowy, należy studium Biura Analiz Sejmowych *Dług ukryty w Polsce*<sup>41</sup> z 2011 r. Autorzy przyjmują w nim nieco inne, najbardziej restrykcyjne podejście do długu generowanego przez system repartycyjny, traktując jako rzeczywisty dług saldo zdyskontowanych deficytów Funduszu Emerytalnego ZUS (co jest mocną analogią dla odsetek od obsługi długu jawnego). Tak obliczony dług ukryty odpowiada około 102% polskiego PKB. Dodanie do tego zdyskontowanych deficytów funduszu rentowego, KRUS i systemu zaopatrzeniowego powiększa emerytalno-rentowy dług ukryty do 176% PKB. Te wyliczenia należy jednak traktować jako absolutne minimum, bowiem rozszerzenie definicji długu ukrytego na zobowiązania wobec obecnych emerytów podbijają tę wielkość nawet do

<sup>40</sup> Zob. Eurostat (2011).

<sup>41</sup> Zob. Gołębiowski i Kozłowski (2011).

ponad 350% PKB<sup>42</sup>, co tym bardziej obrazuje, że prawdziwym wyzwaniem dla finansów publicznych jest nie subsydiowanie składki trafiającej do OFE, ale koszt obsługi I filara systemu repartycyjnego.

### **3. Makroekonomiczne konsekwencje długu publicznego w krajach regionu**

W dyskusji o zmianach w systemie emerytalnym pojawiały się opinie, iż przekazywanie składki do OFE generuje dług publiczny, obniżając wiarygodność Polski na rynkach finansowych. To miało się przekładać na wyższe koszty finansowania długu publicznego, wyższe stopy procentowe w gospodarce oraz obniżenie wzrostu PKB. Warto przeanalizować sytuację w tym zakresie porównując Polskę do podobnych krajów w regionie. Wykorzystano w tym celu dane<sup>43</sup> za lata 2000-2013 z Czech – kraju bez kapitałowej części systemu emerytalnego oraz Węgier – kraju, który wprowadził a następnie w praktyce zlikwidował kapitałowy filar systemu emerytalnego.

W latach 2000-2013 relacja długu publicznego do PKB rosła we wszystkich analizowanych krajach. Wg danych OECD, na koniec 2013 r. dług publiczny w relacji do PKB, liczony zgodnie z kryterium Maastricht, wynosił w Polsce, Czechach i na Węgrzech odpowiednio: 57,7%, 49,3% i 78,7%. Warto zaznaczyć, że w przypadku Węgier wskaźnik ten uwzględnia już nacjonalizację aktywów funduszy emerytalnych, która doprowadziła do nieznacznego spadku omawianego wskaźnika.

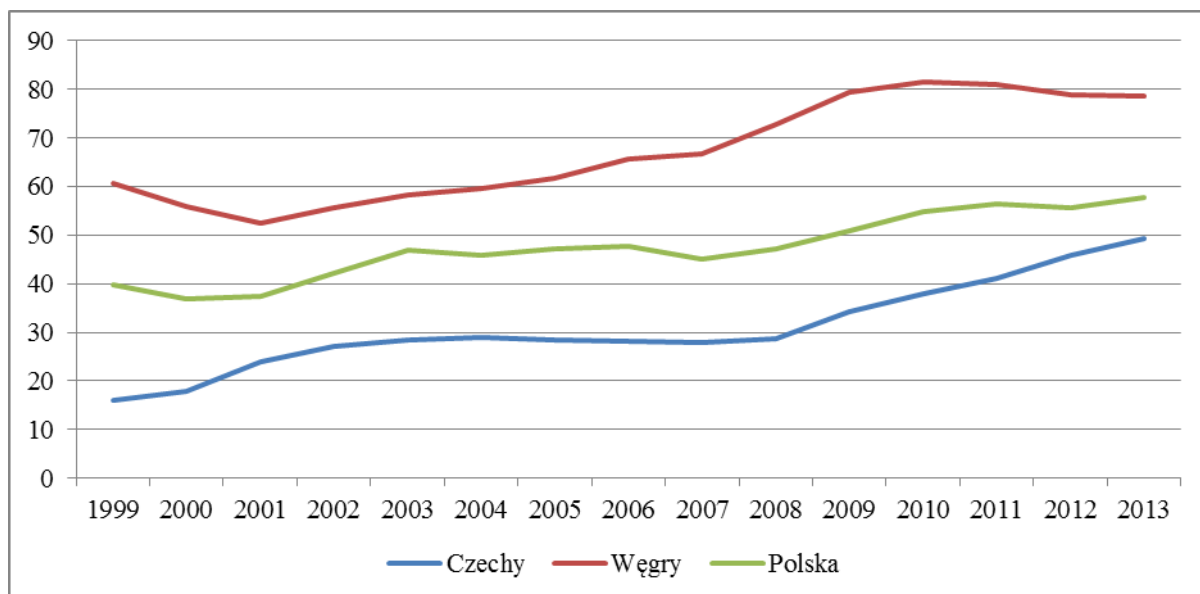
Największy przyrost długu publicznego (o 1/3) w relacji do PKB odnotowano w Czechach, czyli kraju, który nie przeprowadził reformy systemu emerytalnego opartej na wprowadzeniu części kapitałowej. W Polsce i na Węgrzech przyrost długu publicznego w relacji do PKB wynosił 18 pkt. proc. Można więc z tego wysnuć wniosek, że tempo narastania długu publicznego zależy w głównej mierze od polityki prowadzonej w tym zakresie przez poszczególne rządy, a kapitałowy system emerytalny i generowany przez niego dług można finansować w sposób kontrolowany. Z drugiej strony brak kapitałowego systemu emerytalnego, jak w przypadku Czech, nie stanowi gwarancji niskiego tempa narastania długu, a likwidacja tego systemu, jak w przypadku Węgier, przynosi stosunkowo niewielką poprawę w tym zakresie.

---

<sup>42</sup> Przegląd w: Łaszek (2013).

<sup>43</sup> Wykorzystano dane OECD z bazy OLISnet oraz ze stron internetowych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

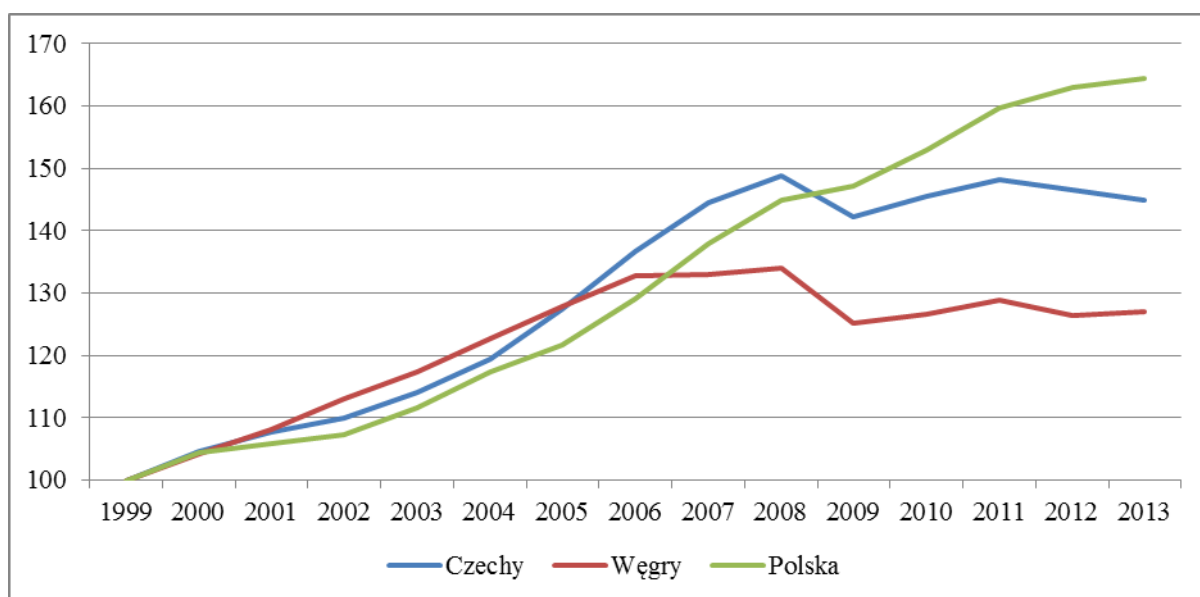
**Wykres 6. Dług publiczny wybranych krajów w latach 1999-2013 (% PKB)**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Analizując przykłady Polski, Czech i Węgry można zauważyć, że w latach 2000-2013 najniższy wzrost gospodarczy występował na Węgrzech (1,7% średniorocznie), a więc w kraju o najwyższym poziomie długu publicznego w relacji do PKB. Jednak krajem o najwyższym przyroście PKB w tym okresie była Polska (3,6% średniorocznie), mimo tego, że nasz dług publiczny był na poziomie istotnie wyższym niż w Czechach, gdzie wzrost PKB nie przekraczał 2,7%. Oznacza to, że tempo rozwoju gospodarczego zależy w głównej mierze od efektywności polityki gospodarczej prowadzonej w danym kraju, a kontrolowany i efektywnie wykorzystywany dług publiczny nie musi stanowić czynnika hamującego wzrost PKB.

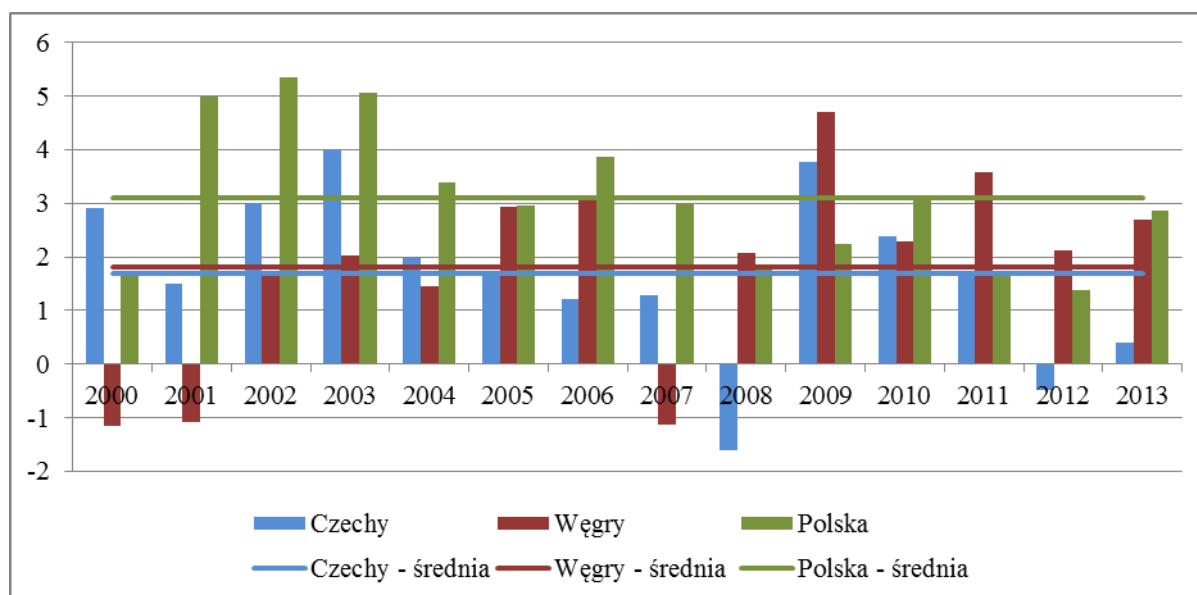
**Wykres 7. PKB w wybranych krajach w latach 2000-2013 (rok 1999 = 100)**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Analizowane dane wskazują, że wysokość długu publicznego nie znajduje bezpośredniego i prostego przełożenia na koszty jego obsługi. W latach 2000-2013 najwyższą realną (z uwzględnieniem inflacji) wysokość oprocentowania skarbowych papierów wartościowych miała Polska (3,1%), potem były Czechy (1,8%) i Węgry (1,7%). Oznacza to, że najniższe realne oprocentowanie długoterminowych papierów skarbowych występowało na Węgrzech, a więc w kraju o najwyższym poziomie zadłużenia. Węgierskie papiery skarbowe miały nawet niższe realne oprocentowanie niż analogiczne instrumenty Czech, czyli kraju o najniższym poziomie długu publicznego. Wyraźnie wyższe realne oprocentowanie papierów skarbowych występowało w Polsce, co z pewnością nie może być wyjaśnione przez poziom długu publicznego, czy tempo jego narastania. Jednocześnie przykład Polski pokazuje, że możliwy jest wysoki wzrost PKB nawet w warunkach wysokich stóp procentowych i związanych z tym kosztów obsługi długu publicznego.

**Wykres 8. Realne oprocentowanie długoterminowych papierów skarbowych w wybranych krajach w latach 2000-2013 (%)**



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Analiza średniego poziomu podstawowych stóp procentowych banków centralnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech wykazała, że w latach 2000-2013 najwyższe stopy procentowe utrzymywane były przez polski bank centralny (średni poziom 6,6%). Nieco niższy poziom stóp procentowych stosował węgierski bank centralny (6,0%), a zdecydowanie najniższe występowało w Czechach (2,3%). Zestawiając przedstawiane dane z inflacją w poszczególnych krajach (odpowiednio: 3,3%, 5,5% i 2,5%) można zauważyć, że polski bank centralny prowadził w latach 2000-2013 zdecydowanie najbardziej restrykcyjną politykę pieniężną, utrzymując realny poziom stopy procentowej na wysokości ponad 3%. W tym samym okresie banki centralne Węgier i Czech prowadziły politykę zbliżonych do zerowych czy nawet nieznacznie ujemnych realnych stóp procentowych. Polityka banku centralnego znajduje odbicie w kosztach obsługi długu publicznego. Polityka niskich realnych stóp procentowych prowadzona przez banki centralne Czech i Węgier znalazła swoje odzwierciedlenie w niskich kosztach obsługi długu publicznego w tych krajach. Z kolei

restrykcyjna polityka polskiego banku centralnego przyczyniła się do tego, że realne koszty obsługi długu publicznego w Polsce były średnio o 1,3-1,4 pkt. proc. wyższe niż na Węgrzech i w Czechach.

**Tabela 5. Średni poziom podstawowych stóp procentowych banków centralnych w wybranych krajach w latach 2000-2013**

|        | Średni nominalny<br>poziom podstawowej<br>stopy procentowej<br>banku centralnego | Średni poziom<br>inflacji | Średni realny<br>poziom podstawowej<br>stopy procentowej<br>banku centralnego | Średnie realne<br>oprocentowanie<br>skarbowych<br>papierów<br>wartościowych |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| Polska | 6,6%                                                                             | 3,3%                      | 3,3%                                                                          | 3,1%                                                                        |
| Węgry  | 6,0%                                                                             | 5,5%                      | 0,5%                                                                          | 1,7%                                                                        |
| Czechy | 2,3%                                                                             | 2,5%                      | -0,2%                                                                         | 1,8%                                                                        |

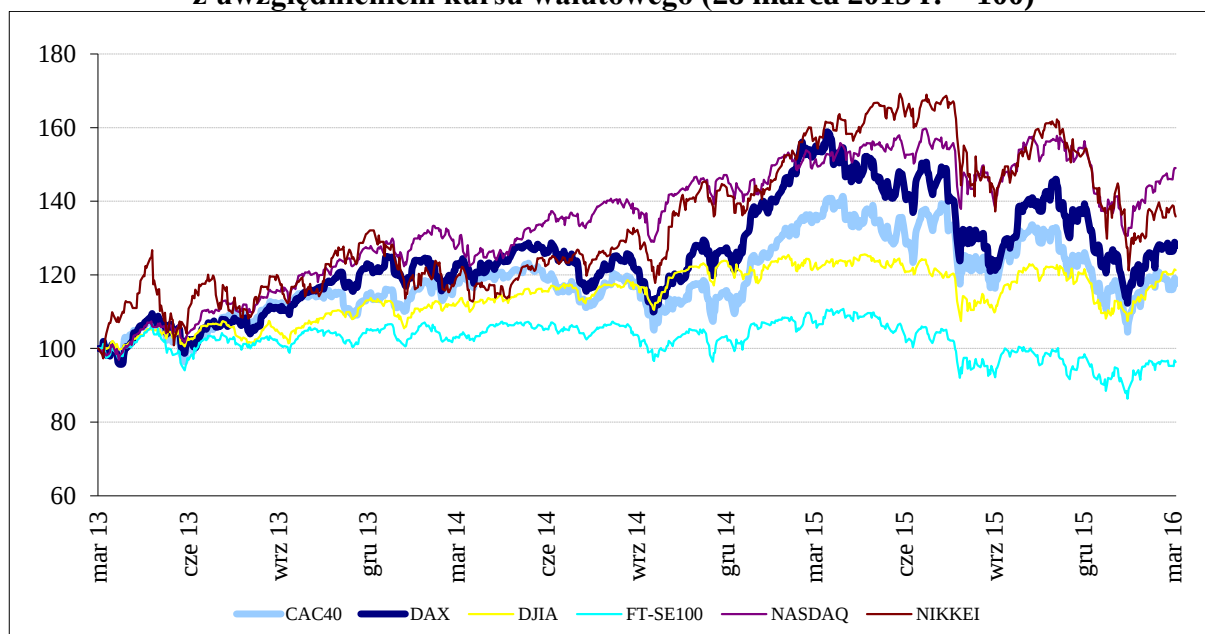
*Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.*

#### 4. Wpływ kapitałowej części systemu emerytalnego na rynek finansowy

##### 4.1. GPW – stan i perspektywy

Ostatnie trzy lata to okres dynamicznych wzrostów na większości giełd. Mimo nie najlepszej sytuacji ekonomicznej, jaka występowała w najważniejszych gospodarkach świata, akcje spółek notowane na tych rynkach systematycznie zyskiwały na wartości. Źródłem takiej sytuacji była polityka monetarna banków centralnych w Europie, USA czy Japonii. Zainicjowano programy „luzowania ilościowego”, których celem jest wsparcie gospodarki o wartości nienotowanej w historii, a wszystko to realizowano prowadząc równocześnie politykę zerowych czy zbliżonych do zera stóp procentowych. W takich warunkach popyt na instrumenty udziałowe był wysoki co zaowocowało wspomnianymi wcześniej zwyżkami.

**Wykres 9. Zmiana wartości wybranych indeksów giełdowych w latach 2013-2016 z uwzględnieniem kursu walutowego (28 marca 2013 r. = 100)**

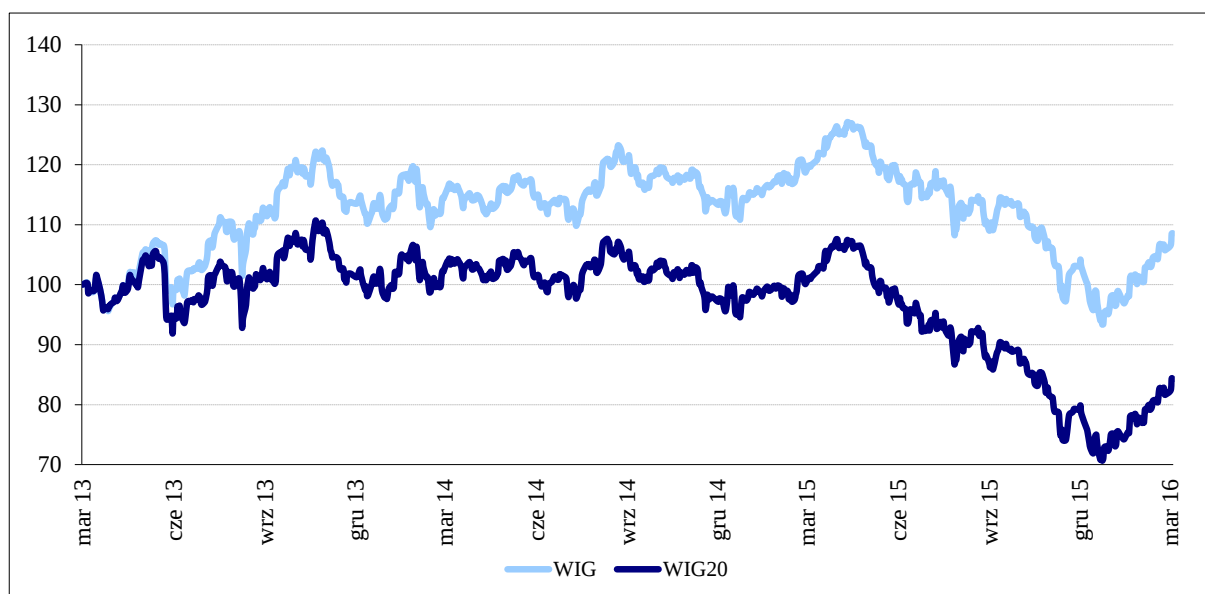


Źródło: Reuters, obliczenia własne.

Odmierna sytuacja występowała na rynku polskim. Nasza gospodarka rozwijała się szybciej niż gospodarki większości krajów UE, Japonii czy USA. Jednakże na naszym rynku nie uruchomiono programów wspierających na skalę porównywalną z innymi krajami rozwiniętymi. Również polityka stóp procentowych prowadzona w Polsce była wyraźnie bardziej restrykcyjna.

Konsekwencją tych różnic było zachowanie naszego rynku akcji. Indeks WIG wzrósł w badanym okresie, ale skala tego wzrostu była istotnie mniejsza niż wzrosty odnotowane na najważniejszych światowych rynkach.

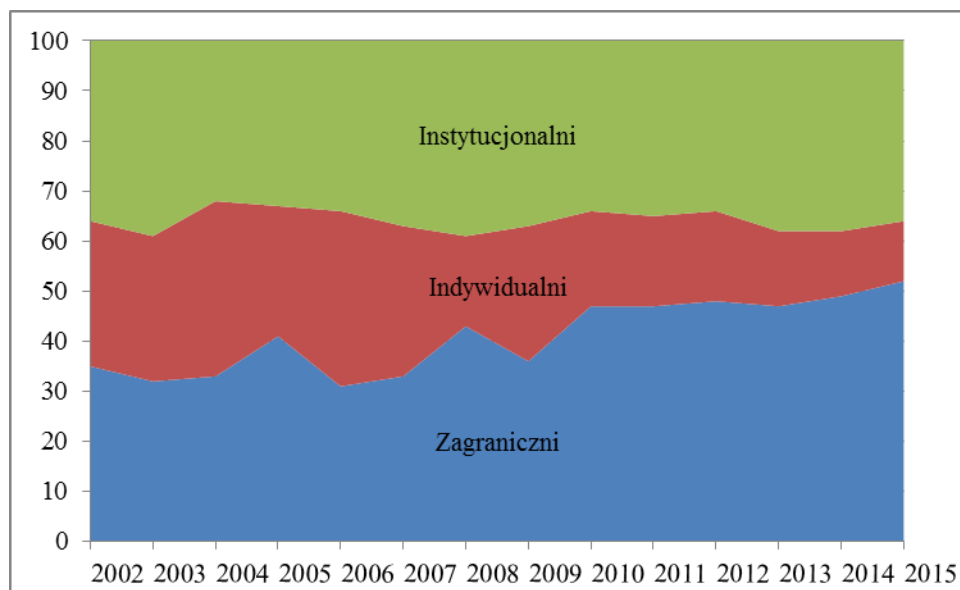
**Wykres 10. Zmiana wartości podstawowych indeksów GPW w latach 2013-2016  
(28 marca 2013 r. = 100)**



Polski rynek jest istotnie słabszy niż większość innych giełd, ale trudno w sposób jednoznaczny i mierzalny określić przyczyny tego stanu. W szczególności trudno wskazać, w jakim stopniu na powyższy stan wpłynęły zmiany w zasadach funkcjonowania OFE, a w jakim stopniu było to skutkiem polityki ekonomicznej prowadzonej przez rządy i banki centralne największych gospodarek świata. Po ogłoszeniu przez polski rząd szczegółów ostatnich zmian dotyczących OFE indeksy przejściowo traciły na wartości, co było interpretowane jako negatywna ocena tych zmian wystawiona przez rynek, ale oddziaływanie tego czynnika było ograniczone tak w czasie jak i jeśli chodzi o głębokość spadków. Dodatkowo zbiegło się to w czasie z innymi istotnymi wydarzeniami gospodarczymi o zasięgu światowym, np. decyzji o kontynuacji programu QE3 w USA, czyli przedłużeniu łagodnej polityki pieniężnej i utrzymaniu przez Fed skupu aktywów na wysokim dotychczasowym poziomie, co wpłynęło pozytywnie na rynki akcji na całym świecie.

Polski rynek akcji jest zdominowany przez inwestorów zagranicznych. Ich udział w obrotach na rynku głównym GPW od kilku lat oscyluje około wartości 50%. Inną ważną kategorią inwestorów są inwestorzy instytucjonalni, których udział w obrotach wynosił w ostatnich latach między 35 a 40%. Zdecydowanie najmniejszy udział w obrotach mają inwestorzy indywidualni, gdyż ich udział w latach 2010-2015 nie przekraczał 20%, ale jeszcze dziesięć lat temu udział ten przekraczał 1/3, a inwestorzy indywidualni byli największą grupą inwestorów.

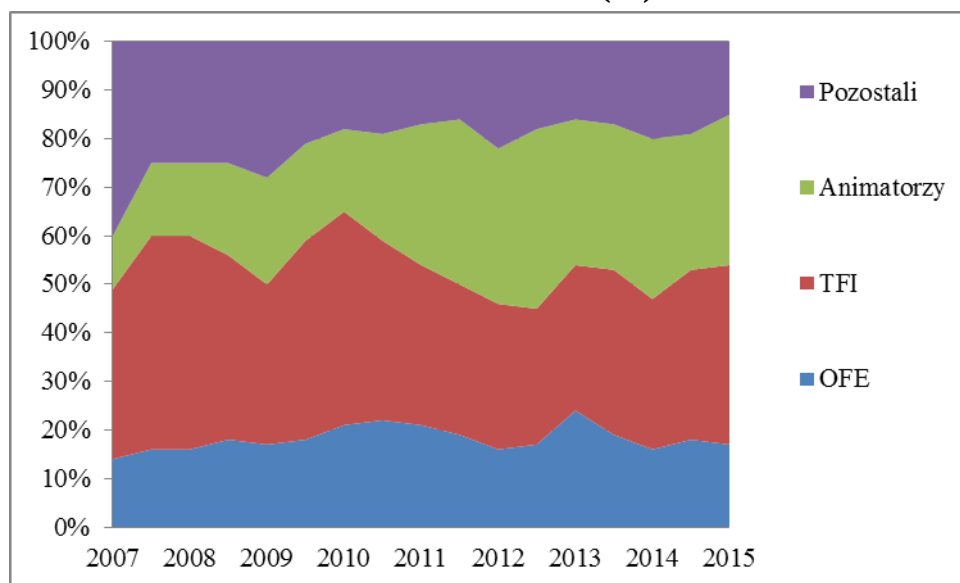
**Wykres 11. Udział inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi na GPW w latach 2002-2015 (%)**



Źródło: GPW, obliczenia własne.

Znaczenie OFE dla polskiej giełdy jest widoczne przy analizie zaangażowania poszczególnych grup krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach na rynku głównym GPW. Obroty OFE stanowiły blisko 1/5 obrotów wygenerowanych przez wszystkich polskich inwestorów instytucjonalnych. Tylko TFI generowały większe obroty, chociaż w ostatnim okresie ich udział nieco spadł w porównaniu do lat 2007-2010 i w ich miejsce musieli wejść animatorzy rynku.

**Wykres 12. Udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach na GPW w latach 2007-2015 (%)**



Źródło: GPW, obliczenia własne.

Podsumowując można stwierdzić, że koniunktura na polskiej giełdzie była w ostatnich latach istotnie gorsza niż na największych rynkach i to mimo relatywnie korzystnej sytuacji gospodarczej. Jako słabość polskiego rynku należy wskazać stosunkowo wysoki udział inwestorów zagranicznych, gdyż zwiększa to podatność naszej giełdy na odpływ kapitału w przypadku niekorzystnej sytuacji na świecie. OFE były bardzo ważnymi inwestorami na polskiej giełdzie, można nawet stwierdzić, że razem z funduszami inwestycyjnymi stanowiły główną siłę w grze rynkowej z inwestorami zagranicznymi.

**Tabela 6. Wybrane statystyki GPW w latach 2008-2016**

| Rok                                   | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | I kwartał 2016 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| <b>Liczba notowanych instrumentów</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Spółki                                | 374   | 379   | 400   | 426   | 438   | 450   | 471   | 487   | 484            |
| w tym zagraniczne                     | 25    | 25    | 27    | 39    | 43    | 47    | 51    | 54    | 53             |
| liczba debiutów                       | 33    | 13    | 34    | 38    | 19    | 23    | 28    | 30    | 2              |
| liczba wycofań                        | 10    | 8     | 13    | 12    | 7     | 11    | 7     | 13    | 5              |
| <b>Kapitalizacja</b>                  |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Spółki krajowe (mld zł)               | 267,4 | 421,2 | 542,6 | 446,2 | 523,4 | 593,5 | 591,2 | 516,9 | 543,7          |
| Spółki zagraniczne (mld zł)           | 197,8 | 294,6 | 253,8 | 196,7 | 210,7 | 247,3 | 661,8 | 566,1 | 456,3          |
| <b>Obroty na rynku akcji</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Wartość obrotów ogółem (mld zł)       | 165,7 | 175,9 | 234,3 | 268,1 | 202,9 | 256,1 | 232,9 | 225,3 | 45,9           |
| Wartość obrotów sesyjnych (mld zł)    | 160,4 | 166,7 | 206,9 | 250,6 | 187,6 | 220,2 | 205,3 | 203,4 | 44,5           |
| Liczba transakcji na sesję (tys.)     | 38,2  | 51,4  | 48,4  | 55,3  | 46,4  | 51,9  | 55,5  | 65,9  | 74,9           |

Źródło: GPW

Analizując sytuację na GPW z punktu widzenia podstawowych statystyk rynku można stwierdzić, że polska giełda rozwija się systematycznie. Wyraźnie negatywnie na kondycji rynku odbił się kryzys finansowy z roku 2008, kiedy to w ślad za spadającymi indeksami radykalnie spadała kapitalizacja notowanych spółek i obroty ich akcjami. Wyraźnie spadła też liczba debiutów nowych spółek na parkiecie.

W kolejnych latach rynek powrócił do długoterminowego trendu wzrostu najważniejszych statystyk. W roku 2014, a więc po wprowadzeniu w życie zmian w systemie emerytalnym, niektóre statystyki GPW uległy pogorszeniu (spadła np. kapitalizacja krajowych spółek czy wartość obrotów), ale skala tych zmian nie była dramatyczna i trudno jednoznacznie wiązać je wyłącznie z tymi zmianami. Co więcej, w niedalekiej przyszłości obserwowane już były znacznie głębsze spadki w tym zakresie, więc tym bardziej trudno uznać, że zmiany te to negatywna konsekwencja zmian w OFE. Z pewnością na sytuację na rynku oddziaływało także dużo innych czynników, w szczególności gospodarcze i polityczne wydarzenia na świecie, które w znacznie silniejszy sposób mogły oddziaływać na koniunkturę na rynku polskim. Należy zauważyć, że w zakresie niektórych statystyk (kapitalizacja spółek zagranicznych, liczba debiutów czy liczba transakcji), rok 2014 pozytywnie zapisał się w

historii giełdy. Trudno więc w sposób jednoznaczny wykazać jak silny był wpływ zmian w funkcjonowaniu OFE na sytuację GPW.

#### 4.2. Rola OFE w spółkach z GPW

Otwarte fundusze emerytalne od momentu swojego powstania odgrywają bardzo ważną rolę na polskim rynku kapitałowym. Znaczącą pozycję OFE można rozpatrywać w wielu płaszczyznach. W pierwszej kolejności należy docenić OFE jako inwestorów, którzy poprzez nabywanie akcji przyczyniają się do finansowania różnorodnych projektów ekonomicznych. Głosy płynące ze spółek, w których akcjonariacie istotną rolę odgrywają OFE jednoznacznie wskazują, że fundusze pozwalają na pozyskanie kapitału na rozwój i innowacje, podnosząc konkurencyjność tych spółek, a przez to także całej gospodarki. Obecność OFE na GPW poprawia wizerunek giełdy, dzięki czemu na rynek napływają nowi inwestorzy. Poprawia to płynność rynku, a przez to rośnie wiarygodność wyceny spółek. Długoterminowy horyzont inwestycyjny OFE pokrywa się często z perspektywą biznesową spółek, planujących swoje działania i ich finansowanie na wiele lat do przodu. Szefowie wielu spółek z GPW wyraźnie wskazują, że znaczna część inwestycji ich firm możliwa była tylko dlatego, że znaleźli stabilne i długoterminowe finansowanie dla swoich projektów. OFE dysponują odpowiednim zapleczem analitycznym, które pozwala im na świadome angażowanie się w złożone przedsięwzięcia inwestycyjne, aktywnie uczestnicząc w całym procesie.

OFE są bardzo ważnym inwestorem na polskim rynku akcji. Na koniec marca 2016 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 10,9%, podczas gdy cztery lata wcześniej wynosił 11,2%, przy maksimum 14,7% w lutym 2014 roku. Wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe na rynku krajowym wynosiła w marcu 2016 r. ponad 109 mld zł. Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 31 marca 2016 roku wyniósł 17,3%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 500 mln zł do 5 mld zł gdzie przekraczał 40%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 6,5%.

**Tabela 7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2016 r.**

| Kapitalizacja spółki (mln zł) | Liczba spółek z GPW* | Liczba spółek w portfelach OFE | Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)* | Zaangażowanie OFE (mln zł) | Udział segmentu w kapitalizacji GPW | Udział w subportfelu akcji OFE | Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW* | Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW* |
|-------------------------------|----------------------|--------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------|
| <50                           | 136                  | 27                             | 2 869,2                               | 69,4                       | 0,3%                                | 0,1%                           | 2,4%                                   | 6,5%                                        |
| 50 - 100                      | 68                   | 35                             | 4 962,9                               | 330,2                      | 0,5%                                | 0,3%                           | 6,7%                                   | 14,6%                                       |
| 100 - 500                     | 152                  | 121                            | 36 283,4                              | 4 922,3                    | 3,6%                                | 4,5%                           | 13,6%                                  | 33,0%                                       |
| 500 - 1 000                   | 44                   | 40                             | 32 401,1                              | 6 906,5                    | 3,2%                                | 6,3%                           | 21,3%                                  | 45,1%                                       |
| 1 000 – 5 000                 | 51                   | 47                             | 111 602,7                             | 22 417,2                   | 11,2%                               | 20,5%                          | 20,1%                                  | 42,7%                                       |
| 5 000 – 10 000                | 14                   | 14                             | 95 338,5                              | 13 391,4                   | 9,5%                                | 12,3%                          | 14,0%                                  | 24,0%                                       |
| >=10 000                      | 18                   | 18                             | 716 612,6                             | 61 277,2                   | 71,7%                               | 56,1%                          | 8,6%                                   | 12,5%                                       |
| <b>Razem</b>                  | <b>483</b>           | <b>302</b>                     | <b>1 000 070,4</b>                    | <b>109 314,1</b>           | <b>100,0%</b>                       | <b>100,0%</b>                  | <b>10,9%</b>                           | <b>17,3%</b>                                |

\*nie obejmują NewConnect, dotyczy wszystkich spółek (nie tylko tych, których akcje posiadają w swoich portfelach OFE)

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Głównym przedmiotem zainteresowania OFE są spółki polskie, a więc podmioty bezpośrednio wpływające na tempo wzrostu i rozwoju krajowej gospodarki. Na dzień 31 marca 2016 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 19,2% oraz 40,1% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 54% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

**Tabela 8. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych**

| Rok i kwartał             | Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł) | Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł) | Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł) | Saldo wartości transakcji OFE na lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł) | Zmiana indeksu WIG w kwartale |
|---------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
|                           |                                                            | (sprzedaż - kupno)                                                          | (sprzedaż - kupno)                                                                   | (sprzedaż - kupno)                                                                                |                               |
| II kwartał 2013 r.        | 2 146,5                                                    | -2 315,2                                                                    | -2 461,7                                                                             | -287,6                                                                                            | -0,9%                         |
| III kwartał 2013 r.       | 3 859,1                                                    | -1 031,4                                                                    | -1 112,4                                                                             | -630,9                                                                                            | 12,4%                         |
| IV kwartał 2013 r.        | 2 224,8                                                    | -1 003,7                                                                    | -2 137,2                                                                             | 537,9                                                                                             | 2,0%                          |
| I kwartał 2014 r., w tym: | 3 142,2                                                    | 15,1                                                                        | -55,9                                                                                | -2 138,1                                                                                          | 2,1%                          |
| styczeń 2014 r.           | 1 084,5                                                    | -512,1                                                                      | -586,5                                                                               | -711,0                                                                                            | -0,9%                         |
| luty-marzec 2014 r.       | 2 057,7                                                    | 527,2                                                                       | 530,6                                                                                | -1 427,1                                                                                          | 3,0%                          |
| II kwartał 2014 r.        | 2 843,5                                                    | 308,2                                                                       | 45,1                                                                                 | -1 050,2                                                                                          | -0,8%                         |
| III kwartał 2014 r.       | 1 487,6                                                    | 93,6                                                                        | -119,8                                                                               | 645,5                                                                                             | 5,7%                          |
| IV kwartał 2014 r.        | 731,4                                                      | -41,2                                                                       | -100,0                                                                               | 1 103,2                                                                                           | -6,3%                         |
| I kwartał 2015 r.         | 804,9                                                      | -438,0                                                                      | -440,6                                                                               | -2 229,2                                                                                          | 5,2%                          |
| II kwartał 2015 r.        | 827,2                                                      | 1 259,6                                                                     | 906,0                                                                                | -959,3                                                                                            | -1,4%                         |
| III kwartał 2015 r.       | 741,0                                                      | 2 485,3                                                                     | 2 343,0                                                                              | -1 270,3                                                                                          | -6,6%                         |
| IV kwartał 2015 r.        | 732,7                                                      | -500,1                                                                      | -781,2                                                                               | -538,4                                                                                            | -6,7%                         |
| I kwartał 2016 r.         | 819,0                                                      | 612,3                                                                       | 612,3                                                                                | 263,9                                                                                             | 5,5%                          |
| <b>SUMA</b>               | <b>20 359,9</b>                                            | <b>-555,5</b>                                                               | <b>-3 302,4</b>                                                                      | <b>-6 553,6</b>                                                                                   | <b>8,6%</b>                   |
| <b>średnia kwartalna</b>  | <b>1 696,7</b>                                             | <b>-46,3</b>                                                                | <b>-275,2</b>                                                                        | <b>-546,1</b>                                                                                     | <b>0,7%</b>                   |

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

Zmiana zasad funkcjonowania II filara wyraźnie odcisnęła się na posunięciach inwestycyjnych OFE. Praktycznie od swojego powstania OFE były stabilnym i długoterminowym nabywcą akcji na rynku polskim. W zasadzie, niezależnie od koniunktury na rynku OFE regularnie kupowały akcje spółek notowanych na GPW. Dla przykładu tylko w okresie od września 2011 r. do września 2014 r. wartość transakcji kupna przewyższała wartość transakcji sprzedaży zrealizowanych przez OFE na GPW o prawie 20 mld zł, przy czym w przypadku instrumentów krajowych saldo było jeszcze wyższe i wyniosło 23,7 mld zł. Tendencja ta uległa zahamowaniu, a nawet wyraźnemu odwróceniu po zmianach wprowadzonych w 2014 r. Należy zauważyć, że w kolejnych okresach strumień składek płynących do OFE będzie mniejszy niż strumień środków przekazywanych z OFE do ZUS w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa, co oznacza, że OFE będą zmuszone do spieniężania części swoich aktywów, głównie instrumentów udziałowych. Według prognoz UKNF (które są bardzo bliskie oszacowaniom wcześniejszej prognozy MF/NIK) w najbliższych latach

wypływy z suwaka bezpieczeństwa wyniosą rocznie około 4 miliardy zł, po roku 2020 wartość wypływów wyraźnie przyspieszy (ze względu na liczniejsze kohorty członków OFE zbliżające się do wieku emerytalnego), by w 2030 roku osiągnąć poziom około 12 miliardów zł – i o tyle właśnie mogłyby być większe inwestycje OFE na GPW, gdyby nie mechanizm suwaka.

Wieloletnia aktywność OFE na rynku kapitałowym w Polsce przełożyła się na znaczące podniesienie poziomu ładu korporacyjnego w spółkach, w których fundusze są znaczącymi inwestorami. Dzięki temu, polski rynek kapitałowy stał się znacznie bardziej przejrzysty i wiarygodny dla inwestorów, co sprawiło, że pozyskiwanie kapitału przez spółki stało się łatwiejsze i tańsze. Zmniejszenie roli OFE na rynku kapitałowym przyczynić się może do regresu w rozwoju rynku kapitałowego, co w konsekwencji obniży tempo wzrostu PKB.

Należy zaznaczyć, że z punktu widzenia ogólnych zasad zarządzania portfelem instytucji takich jak fundusze emerytalne, w dłuższej perspektywie utrzymanie bardzo wysokiego poziomu zaangażowania OFE w akcje na poziomie 75% aktywów nie musi być optymalne z punktu widzenia interesów członków OFE. Oznacza to, że z czasem zaangażowanie OFE w akcje spółek może spadać, a więc także ich pozytywna rola na rynku instrumentów udziałowych może zostać poważnie ograniczona. Ewentualne wychodzenie OFE z akcji może mieć znaczący i negatywny wpływ na rynek tych instrumentów, powodując na nim trudne to przewidzenia perturbacje, co z pewnością nie będzie służyć ani samemu rynkowi kapitałowemu, ani całej gospodarce.

Pozbywanie się przez OFE instrumentów udziałowych w średniej i długiej perspektywie nie wynika jednak tylko z dążenia do zmniejszania ryzyka portfela, ale również, czy może nawet przede wszystkim, ujemnego salda przepływów gotówkowych w OFE. Najpierw zmniejszenie składki a potem wprowadzenie dobrowolności składkowania w II filarze sprawiło, że napływ gotówki do portfeli OFE skurczył się kilkukrotnie w porównaniu z okresem sprzed 2011 r., jednocześnie wprowadzenie mechanizmu suwaka bezpieczeństwa przyspieszyło znacząco proces dekulumacji (ujemne przepływy kapitałowe).

Gdyby II filar funkcjonował w swej pierwotnej postaci z 1999 r., saldo przepływów gotówkowych byłoby tam dodatnie jeszcze przez ponad dwadzieścia lat. Salda tego nie pogorszyłyby drastycznie nawet wprowadzenie mechanizmu wcześniejszej dekulumacji (suwak czy osobne tzw. fundusze bezpieczne). Obecnie jednak mamy do czynienia z sytuacją, gdy większa część akumulacji dokonywała się przy obowiązkowej składce wynoszącej 7,3%, natomiast faza dekulumacji odbywa się przy dobrowolnej (i wybranej przez mniejszość) składce 2,92% – przez to rynek OFE można porównać do basenu, który miał się jeszcze jakiś czas napełniać, ale nagle znacząco przykręcono kurki doprowadzające wodę, za to pozostawiono w pełni otwarty zawór spustowy.

Poniższe zestawienie przedstawia szacunkową prognozę aktywów netto rynku OFE, wpływów składkowych i wypływów z suwaka bezpieczeństwa w latach 2017-2020. Aktywa będą nominalnie rosły, ze względu na dodatnią stopę zwrotu z inwestycji (przyjęto 6% dla portfela akcji i 3% dla pozostałych instrumentów) natomiast wypływy z suwaka będą wyższe niż wpływy ze składek – w najbliższych latach ta różnica będzie jeszcze kompensowana dywidendami z akcji czy zapadalnością obligacji, ale w dalszej perspektywie fundusze będą zmuszone do wyprzedawania instrumentów ze swojego portfela inwestycyjnego. Wyliczenie

zakłada, że po „okienku transferowym” w 2016 r. odsetek pozostających w OFE nie zmieni się. Nie są tu uwzględnione likwidacje konta w OFE u osób, które zdecydują się na emeryturę częściową z ZUS, a zatem rzeczywiste saldo może być jeszcze nieco gorsze.

**Tabela 9. Szacowane aktywa OFE, składki i wypływy z suwaka bezpieczeństwa (mld. zł)**

| Rok  | Aktywa OFE | Składki do OFE | Wypływy z suwaka bezpieczeństwa | Saldo: składki – wypływy |
|------|------------|----------------|---------------------------------|--------------------------|
| 2017 | 172,6      | 3,2            | 4,4                             | -1,2                     |
| 2018 | 180,6      | 3,3            | 4,6                             | -1,3                     |
| 2019 | 188,9      | 3,4            | 4,8                             | -1,4                     |
| 2020 | 197,5      | 3,5            | 5,2                             | -1,7                     |

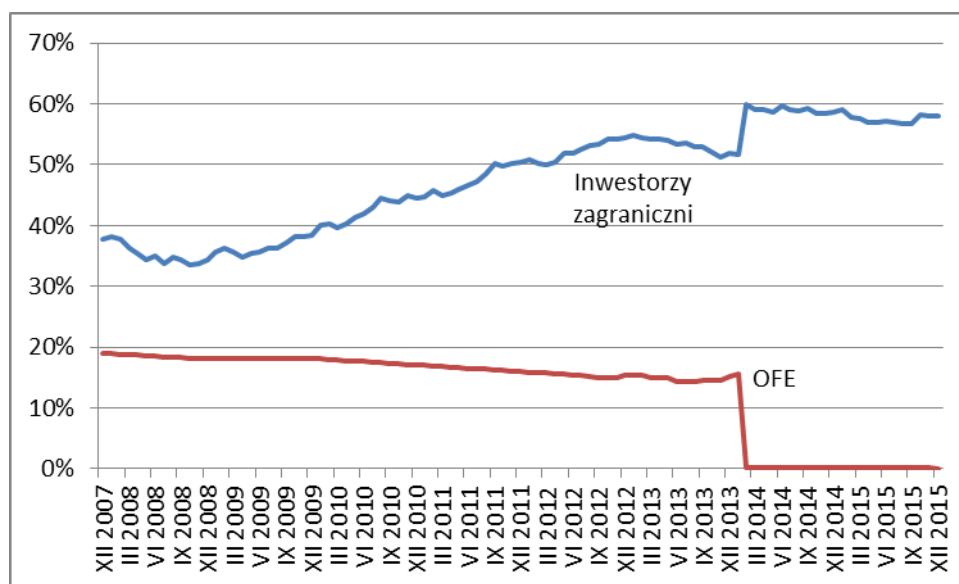
*Źródło: obliczenia własne.*

### 4.3. Wpływ OFE na rynek instrumentów dłużnych

#### *Rynek instrumentów skarbowych*

Aż do końca stycznia 2014 r. obligacje skarbowe były najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE, choć ich udział w portfelach funduszy spadał w ostatnich latach. W 2010 r. instrumenty te stanowiły blisko 60% portfela, a na koniec 2012 r. ich udział wyniósł 45%. Tuż przed przekazaniem 51,5% aktywów OFE do ZUS w portfelach funduszy papiery wartościowe Skarbu Państwa stanowiły 45,4%, a po tej operacji ich udział spadł do 0,8% portfela.

Przed wprowadzeniem zakazu inwestowania przez OFE w instrumenty skarbowe, fundusze odgrywały istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Dla przykładu średni udział OFE w finansowaniu całkowitego zadłużenia SP tuż przed przekazaniem obligacji skarbowych do ZUS sięgał 15%, a w lutym 2014 roku, czyli już po przekazaniu obligacji Skarbu Państwa do ZUS wskaźnik ten spadł do poziomu 0,1% i utrzymuje się na tym poziomie. Od 4 lutego 2016 r., po zakończeniu okresu przejściowego, otwarte fundusze nie będą już posiadały w swoich portfelach skarbowych papierów wartościowych. Co ciekawe w tym samym czasie wzrósł znacząco udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu zadłużenia SP. Do roku 2011 udział tej grupy inwestorów nie przekraczał 50% polskiego zadłużenia, na koniec roku 2013 wskaźnik ten sięgnął 52%, by na koniec roku 2015, a więc już po przejściu części aktywów OFE przez ZUS, wynieść 58% łącznej wartości zadłużenia Skarbu Państwa. Skokowy wzrost udziału inwestorów zagranicznych w zadłużeniu SP, jaki wystąpił w lutym 2014 roku, wynikał z umorzenia obligacji skarbowych, które zostały w tym czasie przejęte od OFE, a więc w konsekwencji spadku wykazywanej wysokości zadłużenia (dług jawny) na rzecz wzrostu zobowiązań ZUS (dług ukryty).

**Wykres 13. Udział OFE i inwestorów zagranicznych w finansowaniu całkowitego zadłużenia SP**

Źródło: Ministerstwo Finansów, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

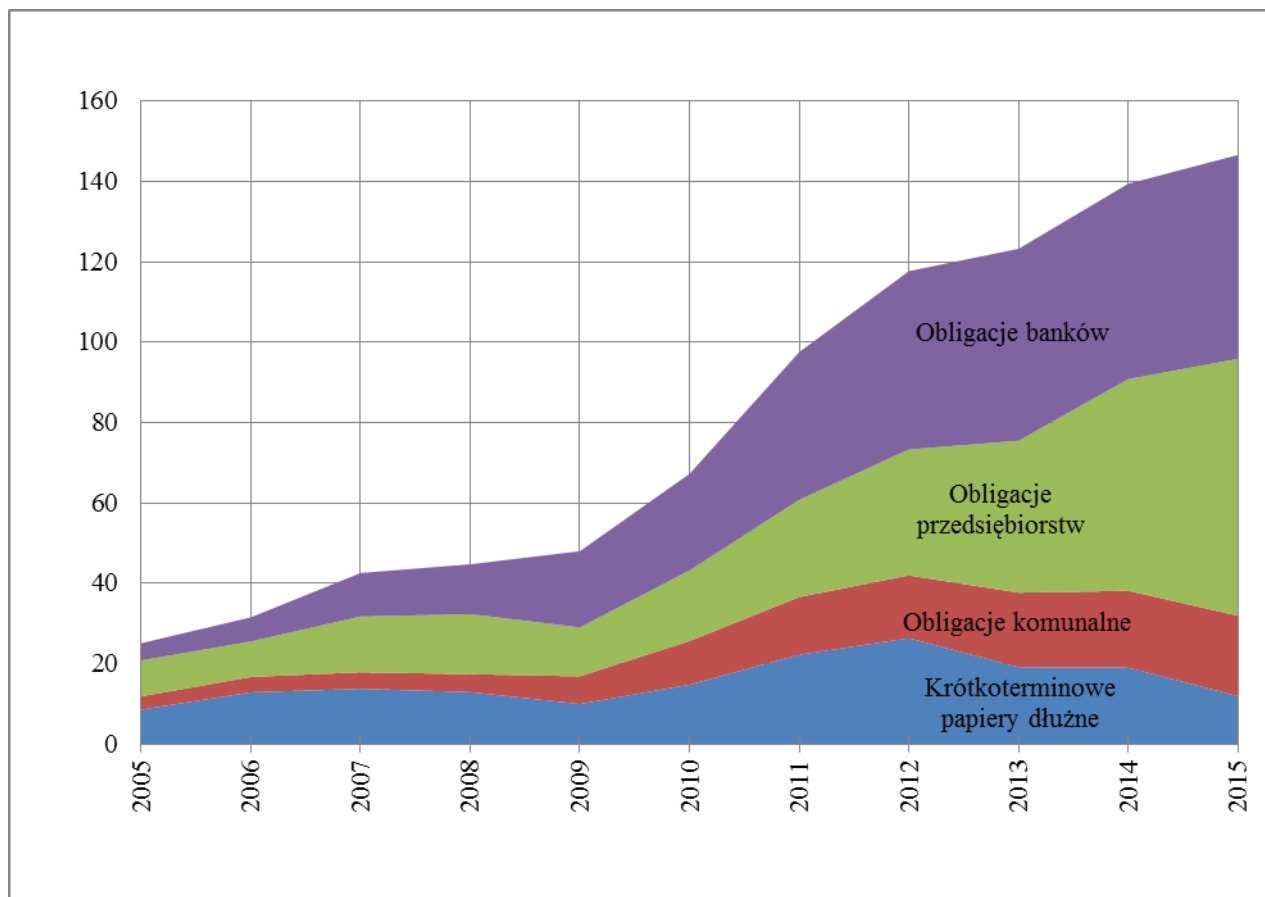
### **Rynek instrumentów pozaskarbowych**

Przed wprowadzeniem ostatnich zmian prawnych instrumenty pozaskarbowe były tylko uzupełnieniem dłużnej części portfela funduszy emerytalnych. Rozwój tego rynku był istotnie niewystarczający z punktu widzenia potrzeb inwestycyjnych OFE, chociaż wraz z pojawianiem się nowych ofert ze strony samorządów, przedsiębiorstw czy banków zainteresowanie OFE instrumentami pozaskarbowymi wzrastało. Należy podkreślić, że w sferze zainteresowania OFE nie leżą wszystkie rodzaje i emisje instrumentów pozaskarbowych, często barierą jest niewystarczająca skala emisji lub wiarygodność emitenta. Dla przykładu, w latach 2009-2012 średnia wartość emisji będącej przedmiotem obrotu na Catalyst wynosiła niewiele ponad 48 mln zł, mediana 10 mln zł, a 75% emisji miało wartość poniżej 30 mln zł. Równocześnie dane dotyczące zaangażowania OFE w dłużne papiery wartościowe emitowane przez inne podmioty niż Skarb Państwa na koniec 2012 r. wskazują, że średnia wartość emisji, które są przedmiotem ich lokat wynosi 300 mln zł, a mediana 145 mln zł. Związane jest to z ryzykiem, jakie występuje w przypadku małych emisji: niska płynność, dominujący udział OFE w emisji, niższa wiarygodność emitentów. Ponadto istotną część z tych emisji jest kierowana do wybranej grupy inwestorów, którymi niekoniecznie są OFE. Można oczekiwać, że w związku ze zmniejszeniem wartości aktywów zarządzanych przez OFE od lutego 2014 roku oraz ze względu na specyfikę rynku dłużnych instrumentów pozaskarbowych (wyraźnie niższa wartość emisji w porównaniu do obligacji skarbowych), w sferze większego zainteresowania funduszy znajdą się emisje o parametrach niższych niż wskazane powyżej w odniesieniu do obligacji skarbowych, jednak i tak znaczna część z nich pozostanie nieatrakcyjna dla OFE. Z drugiej strony możliwe jest także pewne dostosowanie ze strony podaży instrumentów dłużnych pozaskarbowych do oczekiwań OFE i charakterystyki zgłaszanego przez nie popytu na instrumenty dłużne.

Rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych wykazuje dużą dynamikę wzrostu dopiero w ostatnich latach. Szacuje się, że jeszcze w 2005 r. wartość wszystkich emisji papierów

dłużnych innych niż emisje Skarbu Państwa wynosiła zaledwie 25,1 mld zł, a na koniec 2015 r. było to już 146,6 mld zł<sup>44</sup>. Przy tym, wartość emisji będących przedmiotem obrotu na Catalyst<sup>45</sup> na koniec 2015 r. to 69,6 mld zł, czyli mniej niż połowa wartości wszystkich emisji.

**Wykres 14. Polski rynek nieskarbowych papierów dłużnych (mld zł)**



Źródło: Fitch Polska.

Analizując rynek dla nieskarbowych instrumentów dłużnych należy stwierdzić, że z punktu widzenia takich inwestorów jak OFE:

- stosunkowo niewielka część instrumentów podlega notowaniu na rynku,
- rynek jest rozdrobniony, a emisje o niewielkiej wartości,
- istotna część emisji odbywa się w sposób czyniący je niedostępnymi dla OFE (emisje dla wybranych inwestorów, obrót poza rynkiem zorganizowanym),
- rynek obligacji pozaskarbowych będzie w najbliższej przyszłości zbyt mało rozwinięty, aby bez instrumentów skarbowych zapewnić OFE odpowiednią dywersyfikację, płynność, bezpieczeństwo i rentowność portfela inwestycyjnego.

<sup>44</sup> Za Fitch Polska.

<sup>45</sup> Catalyst tworzą cztery platformy obrotu: dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO oraz analogiczne dwa rynki prowadzone przez BondSpot.

Zmiana przepisów prawa bardzo wyraźnie odbiła się na strukturze portfeli OFE. Przekazanie do ZUS obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Państwo wystawiło OFE na zupełnie nowy rodzaj ryzyka inwestycyjnego. Portfele OFE zostały pozbawione części instrumentów, a więc ich struktura nie jest optymalna, gdyż stosowane strategie inwestycyjne budowane były zawsze z wykorzystaniem skarbowych instrumentów dłużnych. Ze względu na rozmiary OFE szybka przebudowa portfela nie jest łatwa, a często wręcz niemożliwa.

**Tabela 10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale emitenta (%)**

| Data       | Banki krajowe inne niż BGK | BGK  | EBI  | Emitenci zagraniczni | FIZ  | Samorząd terytorialny | Skarb Państwa | Spółki publiczne i niepubliczne | Udział subportfela dłużnego w portfolio ogółem |
|------------|----------------------------|------|------|----------------------|------|-----------------------|---------------|---------------------------------|------------------------------------------------|
| 2011-12-31 | 1,72                       | 6,71 | 0,03 | 0,28                 |      | 0,64                  | 52,93         | 1,36                            | 63,66                                          |
| 2012-03-30 | 1,83                       | 6,37 | 0,03 | 0,27                 |      | 0,62                  | 50,84         | 1,48                            | 61,45                                          |
| 2012-06-29 | 1,83                       | 7,39 | 0,03 | 0,15                 |      | 0,61                  | 50,88         | 2,11                            | 63,01                                          |
| 2012-09-28 | 2,74                       | 7,33 | 0,03 | 0,12                 |      | 0,59                  | 46,69         | 2,28                            | 59,78                                          |
| 2012-12-31 | 2,55                       | 7,10 | 0,03 | 0,11                 |      | 0,57                  | 44,84         | 2,47                            | 57,65                                          |
| 2013-03-29 | 2,29                       | 7,08 | 0,03 | 0,11                 |      | 0,59                  | 45,08         | 2,50                            | 57,67                                          |
| 2013-06-28 | 2,32                       | 7,25 |      | 0,14                 | 0,01 | 0,55                  | 44,39         | 2,50                            | 57,14                                          |
| 2013-09-30 | 1,66                       | 6,73 |      | 0,13                 | 0,01 | 0,51                  | 42,47         | 2,14                            | 53,65                                          |
| 2013-12-31 | 1,79                       | 6,44 |      | 0,13                 | 0,01 | 0,32                  | 42,29         | 1,89                            | 52,87                                          |
| 2014-03-31 | 2,43                       | 1,53 |      | 0,28                 | 0,01 | 0,64                  | 0,68          | 3,42                            | 8,99                                           |
| 2014-06-30 | 3,24                       | 1,20 |      | 0,25                 |      | 0,65                  | 0,66          | 3,17                            | 9,17                                           |
| 2014-09-30 | 3,63                       | 1,14 |      | 0,24                 |      | 0,64                  | 0,64          | 3,02                            | 9,30                                           |
| 2014-12-31 | 3,73                       | 0,92 |      | 0,24                 |      | 0,69                  | 0,68          | 3,27                            | 9,54                                           |
| 2015-03-31 | 3,55                       | 0,97 |      | 0,37                 |      | 0,66                  | 0,58          | 3,10                            | 9,23                                           |
| 2015-06-30 | 3,55                       | 0,98 |      | 0,49                 |      | 0,70                  | 0,56          | 3,17                            | 9,46                                           |
| 2015-09-30 | 4,00                       | 1,07 |      | 0,55                 |      | 0,87                  | 0,58          | 3,70                            | 10,76                                          |
| 2015-12-31 | 3,23                       | 1,05 |      | 0,49                 |      | 0,78                  | 0,30          | 3,84                            | 9,70                                           |

*Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE*

#### 4.4. Ryzyko specyficzne związane z inwestycjami na rynkach zagranicznych

Inwestycje otwartych funduszy emerytalnych poza granicami kraju były jednym z ważnych tematów w dyskusjach dotyczących systemu emerytalnego od początku jego istnienia. Pierwotnie limit ten ustalono na poziomie 5% aktywów, a same inwestycje za granicą zostały objęte dodatkowymi wymogami, co sprawiało, że zainteresowanie OFE tego typu działalnością były niewielkie.

Motywy dość restrykcyjnego podejścia ustawodawcy do inwestycji zagranicznych OFE był fakt, że inwestycje te wnoszą do portfela funduszy nowe ryzyko, a zarządzanie tym ryzykiem może być trudne czy wręcz niemożliwe. Podnoszono także argumenty, że Polska jest i jeszcze długo pozostanie krajem, który potrzebuje kapitału, aby zapewnić sobie trwałą i stabilną rozwój, a więc eksport tego kapitału przez otwarte fundusze emerytalne na większą skalę nie jest pożądany.

Sprawą limitów otwartych funduszy emerytalnych w zakresie inwestycji zagranicznych zajął się nawet Trybunał Sprawiedliwości UE, który nałożył na Polskę obowiązek zmniejszenia restrykcyjności limitów w tym zakresie i dostosowania ich do ogólnych zasad w zakresie swobody przepływu kapitału. W związku z tym ustalono limit na inwestycje OFE denominowane w walutach innych niż krajowa na 30% aktywów (przejściowo limit ten wynosi 10 % w 2014 r. oraz 20% w 2015 r.).

Inwestycje poza granicami kraju i w instrumenty denominowane w walucie innej niż krajowa wiążą się dla inwestora nowymi rodzajami ryzyka, wśród których najważniejsze to:

- ryzyko kursowe – w traktacie akcesyjnym do UE Polska zobowiązała się do przyjęcia euro, ale nie został określony żaden termin. Aktualna sytuacja polityczna i gospodarcza w strefie euro i w Polsce powoduje, że w przewidywalnej przyszłości nie widać możliwości realizacji tego zobowiązania. Oznacza to, że jeszcze długo aktywa OFE będą wyceniane ostatecznie w złotych i w złotych wypłacane będą świadczenia emerytalne. Z tego względu inwestowanie w instrumenty denominowane w innej walucie niesie ze sobą realne ryzyko, że wartość takiego aktywa spadnie w sytuacji umocnienia krajowej waluty. Istnieją instrumenty finansowe (głównie pochodne), które pozwalają na redukcję tego ryzyka, ale otwarte fundusze emerytalne nie mogą ich posiadać, gdyż oprócz możliwości redukcji ryzyka kursowego, wnoszą one nowe rodzaje ryzyka, na które nie powinno się wystawiać inwestorów takich jak fundusze emerytalne.
- ryzyko niedostatecznych kompetencji zarządzającego – otwarte fundusze emerytalne zarządzane są przez ludzi o wysokich kompetencjach w zakresie zarządzania aktywami. Jednakże z punktu widzenia inwestora polskiego, nasz rynek finansowy bardzo różni się od rynków innych krajów. W szczególności, dostęp do informacji o instrumentach notowanych na lokalnych rynkach może być dla takiego inwestora znacząco utrudniony. Nie bez znaczenia są różnice w zakresie jurysdykcji, które będą szczególnie istotne w sytuacji, gdy niezbędne będzie dochodzenie roszczeń w związku z nienależytym wywiązaniem się ze swoich zobowiązań ze strony emitenta zagranicznego instrumentu finansowego. Oznacza to, że inwestycje poza granicami kraju mogą wiązać się ze znacznie wyższymi kosztami ich należytego zarządzania, natomiast bez poniesienia takich kosztów znacząco spada standard tego zarządzania ze szkodą dla ostatecznych właścicieli aktywów, czyli w tym przypadku członków OFE.

Należy zaznaczyć, że inwestycje poza granicami kraju w instrumenty denominowane w walucie innej niż krajowa stanowią także duże wyzwanie dla państwowego nadzoru realizowanego w odniesieniu do inwestycji emerytalnych. Dostęp do informacji o emitentach instrumentów finansowych oraz innych podmiotach uczestniczących w inwestycji (pośrednikach finansowych, depozytariuszach itd.) jest znacząco utrudniony w porównaniu do analogicznych inwestycji realizowanych na rynku krajowym. Zapewnienie odpowiedniego standardu w tym zakresie wymagałoby poniesienia dodatkowych kosztów, ale nawet to nie stanowi gwarancji utrzymania jakości nadzoru porównywalnej z inwestycjami na rynku polskim.

## **V. III filar – niezbędny element systemu emerytalnego**

### **1. Rozwój III filara jako odpowiedź na ewolucję systemu emerytalnego**

Do czasów reformy emerytalnej z 1999 r. potrzeba dodatkowego oszczędzania na emeryturę właściwie nie istniała w świadomości polskiego społeczeństwa. Wynikało to zapewne z „dziedzictwa systemowego” – system emerytalny był elementem rzeczywistości społeczno-gospodarczej, który podlegał najmniejszym perturbacjom po transformacji ustrojowej w 1989 r. Dla społeczeństwa wciąż pozostawało ekonomicznym dogmatem, że emerytury ma w całości zapewnić państwo opiekuńcze, nie pracodawca ani tym bardziej obywatel sam sobie. Tymczasem, w krajach Europy Zachodniej i USA, pracownicze programy emerytalne były już od lat oczywistością a gdzieś tam stanowiły wręcz główne źródło emerytury, ważniejsze od podstawowego świadczenia państwowego.

Jak zostało to ukazane we wcześniejszych rozdziałach, wraz z wydłużającym się trwaniem życia i spadającą dietnością, system repartycyjny stanął przed wyzwaniem permanentnego niezbilansowania. Pierwotną metodą walki z tym wyzwaniem, przed reformą emerytalną, było podnoszenie składki na ubezpieczenie emerytalne. Reforma emerytalna, wprowadzając system zdefiniowanej składki, zanegowała skuteczność takiego rozwiązania. W 2012 r. podjęto niepopularną społecznie decyzję o podniesieniu wieku emerytalnego, co nieco odsuwa w czasie, ale wciąż nie rozwiązuje problemu.

Nawet pomimo, że system repartycyjny pozostanie deficytowy, przyszłe emerytury będą coraz niższe w relacji do zarobków, co będzie pochodną rosnącego dalszego trwania życia na emeryturze i malejącej waloryzacji. Poniższa tabela przedstawia przybliżone szacunki stóp zastąpienia (relacja pierwszej emerytury netto do ostatniego wynagrodzenia netto) dla obecnych 30-, 40-, 50- i 60-latków wchodzących na rynek pracy w 25 roku życia i zarabiających 80% średniej krajowej (co, według danych GUS, odpowiada mniej więcej medianie wynagrodzeń). Szacunki przeprowadzono w oparciu o dane i regulacje z 2012 r., po zmianie wieku emerytalnego. Bardziej niż o same bezwzględne wartości stóp zastąpienia chodzi o zwrócenie uwagi na to, jak tenże wskaźnik będzie spadał. Widać, że osoby oszczędzające jeszcze przez reformą emerytalną bardzo na tym zyskują, z racji mechanizmu transferującego zobowiązania starego systemu do nowego w tzw. kapitale początkowym. Widać również, że wydłużenie wieku emerytalnego jedynie spowalnia, ale nie hamuje ogólnego trendu spadkowego stóp zastąpienia.

**Tabela 11. Prognozowany trend w szacunkowych stopach zastąpienia w obowiązkowej części systemu emerytalnego**

| Przyszły emeryt         | Wiek emerytalny | Stopa zastąpienia w wieku emerytalnym | Stopa zastąpienia przy pracy 3 lata dłużej niż wieku emerytalny | Stopa zastąpienia przy pracy 6 lat dłużej niż wieku emerytalny |
|-------------------------|-----------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Mężczyzna, rocznik 1956 | 67 l.           | 74%                                   | 85%                                                             | 101%                                                           |
| Kobieta, rocznik 1956   | 61 l. 1 m.      | 60%                                   | 67%                                                             | 77%                                                            |
| Mężczyzna, rocznik 1966 | 67 l.           | 63%                                   | 74%                                                             | 88%                                                            |
| Kobieta, rocznik 1966   | 64 l. 5 m.      | 57%                                   | 64%                                                             | 76%                                                            |
| M lub K rocznik 1976    | 67 l.           | 54%                                   | 64%                                                             | 76%                                                            |
| M lub K rocznik 1986    | 67 l.           | 50%                                   | 59%                                                             | 71%                                                            |

*Źródło: obliczenia własne, kalkulator emerytalny UKNF.*

Mimo wydłużenia wieku emerytalnego, wchodzące obecnie na rynek pracy roczniki mogą spodziewać się po 42 latach pracy stopy zastąpienia na poziomie zbliżonym do 50%. Nawet biorąc pod uwagę, że koszty życia na emeryturze są niższe niż w czasie pracy zawodowej, świadczenie emerytalne tej wysokości może okazać się niewystarczająca do utrzymania dotychczasowej stopy życia, dlatego tak ważne jest promowanie dodatkowych oszczędności emerytalnych.

## 2. Kształtowanie się III filara

Oprócz zmian w zakresie obowiązkowej części systemu emerytalnego, reforma emerytalna przeprowadzona w 1999 r. miała na celu wprowadzenie ram prawnych dla dodatkowych rozwiązań, w których będzie możliwe gromadzenie dodatkowych dobrowolnych oszczędności emerytalne. Rozwiązania te tworzyły III filar systemu emerytalnego.

Początkowo funkcję instytucji gromadzących środki z III filara powierzono zakładowym pracowniczym programom emerytalnym. W PPE pracownik sam miał opłacać składkę, zaś na pracodawcy spoczywała funkcja organizacji programu. Pomysł ten został bardzo szybko zweryfikowany i od 2000 roku (niespełna rok po wejściu w życie pierwotnych rozwiązań) w PPE składkę finansuje pracodawca, zaś pracownik może wносить dobrowolną składkę dodatkową.

Odpowiedzialność za uzupełniające zabezpieczenie emerytalne Polaków miała więc zostać złożona na barki pracodawców. Niestety, splot różnego rodzaju czynników, jak choćby konieczność dostosowania się przedsiębiorstw do nowych warunków funkcjonowania po transformacji ustrojowej, wysokie bezrobocie, wreszcie lata kryzysu gospodarczego sprawiły, że pracodawcy nie dość licznie korzystali z możliwości utworzenia programu dla swoich pracowników.

Rynek pracowniczych programów emerytalnych rozwijał się stosunkowo wolno, obejmując bardzo niewielką liczbę ubezpieczonych. W związku z tym w 2004 r. rozszerzono ofertę

produktów dostępnych w ramach III filara o Indywidualne Konta Emerytalne. IKE jest produktem, w którym oszczędności gromadzone są indywidualnie przez ubezpieczonych w ramach określonych przez Państwo form, które korzystają z pewnych preferencji, np. podatkowych.

Kolejna zmiana w zakresie rozwiązań, dotyczących dobrowolnej części systemu została dokonana w 2012 r., kiedy wprowadzono możliwość odkładania pieniędzy na Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego. IKZE funkcjonują na zasadach zbliżonych do IKE, jednakże inaczej zostały skonstruowane rozwiązania podatkowe, dzięki czemu większa liczba potencjalnych klientów może znaleźć produkt odpowiedni do swoich potrzeb i oczekiwań.

Obecnie III filar stanowią: PPE, w których możliwe jest oszczędzanie za pośrednictwem zakładów pracy, przy czym sponsorem składki jest w nich pracodawca oraz IKE i IKZE, które zakładane są indywidualnie i środki w nich gromadzone pochodzą z indywidualnych oszczędności.

### **3. Stan obecny sektora dobrowolnych oszczędności emerytalnych**

#### ***Pracownicze programy emerytalne***

Pracownicze programy emerytalne na polskim rynku mogą być prowadzone w jednej z poniższych form:

- umowa grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń w formie grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym,
- umowa o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego,
- pracowniczy fundusz emerytalny,
- zarządzanie zagraniczne.

Dominującą formą pod względem liczby uczestników jest Umowa o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego. W dalszej kolejności ubezpieczeni wybierają umowę grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń w formie grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. Najmniej uczestników korzysta z pracowniczych funduszy emerytalnych. Nie powstał żaden program oparty na zarządzaniu zagranicznym.

**Tabela 12. Liczba członków PPE wg form programu**

| Forma programu                                                                                                                                               | Uczestnicy według stanu na dzień: |                         |                |                         |                |                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|----------------|-------------------------|----------------|-------------------------|
|                                                                                                                                                              | 31.12.2013                        |                         | 31.12.2014     |                         | 31.12.2015     |                         |
|                                                                                                                                                              | Ogółem                            | w tym uczestnicy czynni | Ogółem         | w tym uczestnicy czynni | Ogółem         | w tym uczestnicy czynni |
| Umowa grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń w formie grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym | 128 797                           | 107 728                 | 117 158        | 96 428                  | 117 659        | 96 117                  |
| Umowa o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego                                                                            | 189 142                           | 173 569                 | 219 110        | 201 467                 | 230 438        | 209 968                 |
| Pracowniczy fundusz emerytalny                                                                                                                               | 57 049                            | 32 744                  | 44 740         | 24 338                  | 44 518         | 23 605                  |
| <b>Razem</b>                                                                                                                                                 | <b>374 988</b>                    | <b>314 041</b>          | <b>381 008</b> | <b>322 233</b>          | <b>392 615</b> | <b>329 690</b>          |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań podmiotów prowadzących PPE

Wg najnowszych dostępnych danych, na koniec grudnia 2015 r. do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 44,5 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 1/5, co było konsekwencją zaprzestania działalności przez jeden z PFE. Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2014 r. nastąpiła zmiana formy i zarządzającego Pracowniczym Programem Emerytalnym „Słoneczna Jesień” tj. Pracowniczy Program Emerytalny prowadzony jest obecnie w formie Umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA.

### ***IKE i IKZE***

Od 2004 r. możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności na IKE. Produkt ten ulegał pewnym modyfikacjom od czasu swoje powstania, co wpływało na jego popularność. W roku 2012 wprowadzone zostały IKZE. Aktualnie jedną z form IKE posiada ponad 800 tys. osób, a IKZE niespełna 500 tys. Należy zaznaczyć, że jedna osoba może mieć równocześnie IKE i IKZE, co oznacza, że nie można wprost dodać do siebie tych liczb, aby poznać liczbę osób dodatkowo gromadzących oszczędności emerytalne.

Jednak nawet dodając liczbę IKE i IKZE uzyskujemy 1,3 mln rachunków, na których odkładane są oszczędności z przeznaczeniem na emeryturę. Wydaje się to stosunkowo niewiele, porównując np. do blisko 17 mln członków OFE, bo oznacza, że najwyżej ok. 7% osób podlegających ubezpieczeniom społecznym korzysta z tych form gromadzenia oszczędności emerytalnych. Dodatkowo są to najczęściej ludzie stosunkowo zamożni, a więc tacy, których emerytura z części obowiązkowej będzie stosunkowo wysoka. IKE i IKZE nie stały się produktami, które poprawiają przyszłą sytuację osób, których świadczenia będą należały do najniższych.

Tabela 13. Liczba IKE

| Rok  | IKE     | w tym prowadzone przez: |                                            |                                           |        |                                                     |
|------|---------|-------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------|
|      |         | zakłady ubezpieczeń     | fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI | podmioty prowadzące działalność maklerską | banki  | dobrowolne fundusze emerytalne zarządzane przez PTE |
| 2004 | 175 476 | 110 728                 | 50 899                                     | 6 279                                     | 7 570  |                                                     |
| 2005 | 427 865 | 267 529                 | 103 624                                    | 7 492                                     | 49 220 |                                                     |
| 2006 | 840 263 | 634 577                 | 144 322                                    | 8 156                                     | 53 208 |                                                     |
| 2007 | 915 492 | 671 984                 | 192 206                                    | 8 782                                     | 42 520 |                                                     |
| 2008 | 853 832 | 633 665                 | 173 776                                    | 9 985                                     | 36 406 |                                                     |
| 2009 | 809 219 | 592 973                 | 172 532                                    | 11 732                                    | 31 982 |                                                     |
| 2010 | 792 466 | 579 090                 | 168 664                                    | 14 564                                    | 30 148 |                                                     |
| 2011 | 814 449 | 568 085                 | 200 244                                    | 17 025                                    | 29 095 |                                                     |
| 2012 | 813 734 | 557 595                 | 188 102                                    | 20 521                                    | 47 037 | 479                                                 |
| 2013 | 817 651 | 562 289                 | 182 807                                    | 21 712                                    | 49 370 | 1 473                                               |
| 2014 | 824 485 | 573 515                 | 174 515                                    | 22 884                                    | 51 625 | 1 946                                               |
| 2015 | 858 725 | 573 092                 | 205 494                                    | 25 220                                    | 52 371 | 2 548                                               |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań podmiotów prowadzących IKE

Tabela 14. Liczba IKZE

| Rok  | IKZE    | w tym prowadzone przez: |                                            |                                           |        |                                                     |
|------|---------|-------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------|
|      |         | zakłady ubezpieczeń     | fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI | podmioty prowadzące działalność maklerską | banki  | dobrowolne fundusze emerytalne zarządzane przez PTE |
| 2012 | 496 821 | 363 399                 | 5 202                                      | 559                                       | 19     | 127 642                                             |
| 2013 | 496 426 | 388 699                 | 9 565                                      | 1 012                                     | 33     | 97 117                                              |
| 2014 | 528 142 | 418 935                 | 17 510                                     | 2 797                                     | 8 105  | 80 795                                              |
| 2015 | 597 560 | 442 735                 | 54 471                                     | 4 325                                     | 13 735 | 82 294                                              |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań podmiotów prowadzących IKZE

### III filar podsumowanie

Przedstawione powyżej zestawienie dotyczące uczestnictwa wskazuje, że liczba osób korzystających czy to ze zbiorowych czy indywidualnych form oszczędności emerytalnych jest stosunkowo niska i znacząco odbiega od oczekiwań projektodawców zmian w III filarze, a ponadto profil oszczędzających (najczęściej osoby stosunkowo zamożne) nie rozwiązuje podstawowego problemu, czyli niskich świadczeń emerytalnych dla dużej grupy uczestników obowiązkowej części systemu emerytalnego.

Wydaje się, że dotychczasowe działania, w szczególności nowe produkty, podejmowane działania edukacyjne wśród obywateli czy wsparcie podatkowe dla różnych form dodatkowych oszczędności emerytalnych nie przynoszą pożądanego efektu. Okazuje się, że w polskich warunkach ulgi podatkowe, w takiej formie w jakiej je wprowadzono, nie wpłynęły istotnie na zwiększenie liczby osób oszczędzających na emeryturę, a tylko przyczyniają się do przesunięcia istniejących wcześniej oszczędności lub planowanych oszczędności w obszary objęte preferencjami podatkowymi. Zjawisko to oznacza de facto, że środki przeznaczone przez Państwo na wspieranie oszczędności emerytalnych (rozumianych jako generowanie nowych oszczędności, szczególnie wśród osób mniej zamożnych) nie przekładają się na powstanie nowej puli środków, a tylko powodują transfer od ogółu podatników do grupy

zamożnych, którzy już posiadają oszczędności, a dzięki ulgom podnoszą dodatkowo ich efektywność. Analiza wykorzystania ulg podatkowych związanych z IKE i IKZE (zwolnienie z podatku od dochodów kapitałowych w IKE i IKZE, odliczenie składki od podstawy opodatkowania oraz preferencyjna stawka opodatkowania świadczenia w IKZE) wskazuje, że ulgi te są wykorzystywane głównie przez najzamożniejszych Polaków – 90% składek na IKZE odliczonych od podatku za 2012 r. wpłaconych zostało przez Polaków z dwóch najwyższych decyli dochodowych (czyli 20% najbogatszych)<sup>46</sup>.

Należy więc albo zaakceptować przyszłą złą sytuację w zakresie wysokości świadczeń emerytalnych, albo zdecydować się na znaczące subsydiowanie przyszłych świadczeń, albo szukać nowych rozwiązań instytucjonalnych i prawnych, które przełożą się na wzrost tych świadczeń w przyszłości.

Przykłady krajów, w których dodatkowe systemy emerytalne odgrywają dużą rolę i stanowią znaczące wsparcie dla systemów obowiązkowych, wskazują, że skutecznym narzędziem budującym powodzenie takiego systemu (wysoki wskaźnik uczestnictwa oraz znacząca wartość zgromadzonych środków) jest obowiązkowy lub prawie obowiązkowy charakter uczestnictwa. Zasadą w takim systemie może być domyślne uczestnictwo (uczestnik zostaje zapisany, ma jedynie prawo zrezygnować po spełnieniu określonych warunków), w połączeniu z partycypacją pracodawcy w składce. Dodatkowo uczestnicy systemu mogą otrzymywać dodatkowe przywileje np. podatkowe, co dodatkowo zniechęca ich do rezygnacji. Być może tego typu rozwiązania mogą być uznane w Polsce za radykalne, ale należy w tym miejscu pamiętać, że funkcjonują one z powodzeniem w wielu krajach, których systemy emerytalne można uznać za skuteczne i godne naśladowania, a dodatkowo wyzwania przed jakimi stoi polski system emerytalny wymagają radykalnych, ale sprawdzonych rozwiązań. Co więcej im później podjęte zostaną takie działania tym bardziej zdecydowane i głębokie będą musiały być.

---

<sup>46</sup> Zob. *Dodatkowy System Emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian* (grudzień 2014), Towarzystwo Ekonomistów Polskich

## **Rekomendacje**

Analizy przedstawione w Raporcie wskazują, że optymalny model systemu emerytalnego powinien się składać z połączenia zbilansowanego filara repartycyjnego z efektywnym filarem kapitałowym. Właściwie skonstruowany system emerytalny sprawnie wykorzystuje efekt synergii obu filarów, pozwalając na ograniczenie ryzyka występującego w każdym z nich z osobna i jednocześnie zapewniając stabilne finansowanie przyszłych świadczeń emerytalnych. Przyjęcie tego założenia w odniesieniu do polskiego systemu emerytalnego wymaga jednak wprowadzenia pewnego zestawu rozwiązań, odnoszących się tak do filara repartycyjnego, jak i kapitałowego, które pozwolą na stworzenie systemu w pełni odpowiadającego na wyzwania stojące przed Polską w tym zakresie. Kompleksowy pakiet rozwiązań, realizujących założenie o komplementarności dwóch filarów systemu emerytalnego przedstawiono poniżej.

### **Kompleksowość rozwiązań**

W obliczu wyzwań demograficznych i makroekonomicznych, kluczowa jest zmiana myślenia o systemie emerytalnym jako takim – zarówno w kategoriach horyzontu, który powinien być liczony w pokoleniach, a nie miesiącach, jak i faktycznej roli, jaką mają do spełnienia filary repartycyjny i kapitałowy. Przedstawiony poniżej zestaw rekomendacji należy rozpatrywać jako propozycję kompleksową, której poszczególne elementy powinny ze sobą współgrać, gdyż efektywność jednych jest pochodną implementacji pozostałych. Przywrócenie II filarowi należnej mu roli wymaga zarówno zmian ilościowych (np. poziom składki), jak i jakościowych (np. nowe kryteria efektywnościowe). Tym niemniej, zmiany te można wprowadzać stopniowo, poczynając od tych najbardziej neutralnych finansowo, a kończąc na tych, które są najbardziej skomplikowane i mają największy wpływ na przepływy gotówkowe pomiędzy ZUS i funduszami emerytalnymi.

### **Reforma repartycyjnej części systemu emerytalnego**

Zawarte w niniejszym opracowaniu analizy wskazują jednoznacznie, że to repartycyjna część systemu ubezpieczeń społecznych będzie w przyszłości generować olbrzymie obciążenia budżetu i stanowić główne zagrożenie dla stabilności ekonomicznej Państwa. Podstawową tego przyczyną jest brak (będący efektem kolejnych zmian w systemie) mechanizmów bilansujących zobowiązania z należnościami – a bez takiego mechanizmu system emerytalny będzie w sposób narastający generował obciążenia dla finansów publicznych.

Debata publiczna skoncentrowana jest obecnie na kwestii wieku emerytalnego, który w prawidłowo skonstruowanym systemie o zdefiniowanej składce nie powinien mieć większego znaczenia dla zbilansowania się systemu, a jedynie wpływa na moment, w którym niezbilansowanie zostanie ujawnione (im wyższy wiek, tym ujawnione będzie później, ale na większą kwotę). Fundamentalną kwestią jest natomiast sposób wyliczania wysokości świadczenia emerytalnego w relacji do wpłaconych składek, w tym metoda waloryzacji zapisów na koncie i subkoncie ZUS.

Pełne, systemowe zbilansowanie części repartycyjnej wymagałoby radykalnej przebudowy I filara, co jest zadaniem na chwilę obecną praktycznie niewykonalnym, gdyż duża część niezbilansowanych zobowiązań już została zaciągnięta przez system i istnieje konieczność ich realizacji. Stosunkowo prostym rozwiązaniem jest natomiast zmiana zasad waloryzacji na takie, które ograniczą powstawanie kumulowanego deficytu w FUS. W pierwszej kolejności należy ujednolicić metody waloryzacji na koncie i subkoncie w ZUS w oparciu o nominalny wskaźnik zmiany funduszu płac. Nie ma uzasadnienia, by wartość środków zapisanych na subkoncie narastała w znacznie szybszym tempie niż na koncie podstawowym, zwłaszcza że waloryzacja konta będzie przyczyniać się do trwałej nierównowagi w FUS.

W następnym kroku należy przebudować konstrukcję wskaźnika waloryzacji konta w ZUS, w sposób zapewniający długookresowe zbilansowanie funduszu emerytalnego w ramach FUS. Jako punkt wyjściowy można wziąć pierwotną wersję wskaźnika z 1999 roku, czyli oprzeć waloryzację składek na trzech czwartych różnicy między zmianą funduszu płac a poziomem inflacji, bez dodatkowych zastrzeżeń. Ponieważ ujemna realnie, bądź tym bardziej nominalnie, waloryzacja kont może nie uzyskać społecznej akceptacji, warto rozważyć kroczący charakter wskaźnika, np. w formie średniej za trzy lub pięć lat. Nie wpłynie na wartość zapisów na kontach w długim okresie, a jedynie wygładzi wartości wskaźnika w czasie.

### **Ujawnienie długu ukrytego**

System emerytalny jest zapewne tym obszarem, dla którego społeczne oczekiwania najbardziej rozbiegają się z finansowymi możliwościami państwa. Dlatego też niezmiernie ważne jest uczciwe przedstawienie obywatelom, jak powstają zobowiązania emerytalne i jakie są źródła ich finansowania, co może – acz zapewne nie od razu – zmienić myślenie o systemie emerytalnym, a przez to zwiększyć poparcie dla ewentualnych niepopularnych reform i wreszcie zachęcić do dodatkowego oszczędzania na starość. Zwiększenie poziomu zrozumienia w społeczeństwie zasad funkcjonowania systemu emerytalnego powinno przyczynić się do zmniejszenia nacisku niektórych grup na uzyskiwanie nowych czy utrzymanie dotychczasowych przywilejów emerytalnych, a także zredukować społeczną akceptację dla takich żądań.

Dlatego należy regularnie szacować według wiarygodnej metody, a następnie publikować całkowitą sumę zobowiązań repartycyjnego systemu emerytalnego, a w szczególności wyodrębnić tę jej część, która nie znajduje pokrycia w prognozowanych wpływach składkowych – czyli prognozowane deficyty systemu ubezpieczeń społecznych (okresowo publikowane zresztą w prognozie ZUS, nawet w czterdziestoletnim horyzoncie czasowym).

Powinien zostać również ujawniony całkowity wzrost ukrytego długu publicznego związanego z zaksięgowaniem na kontach w FUS równowartości obligacji skarbowych z portfeli OFE umorzonych w lutym 2014 roku. Kwotę tę można podawać cyklicznie do publicznej wiadomości, z uwzględnieniem jej waloryzacji na subkontach ZUS, co pomoże obywatelom zrozumieć rzeczywiste koszty operacji przesunięcia środków między filarami systemu emerytalnego.

## **Przywrócenie bezpieczeństwa systemu dzięki różnorodności**

Sprawiedliwościowy aspekt systemu ubezpieczeń społecznych objawia się również w tym, że świadczenia emerytalne nie różnią się znacząco pomiędzy kolejnymi odchodzącymi na emeryturę kohortami. Wyrażna ujemna korelacja między stopą zwrotu OFE a waloryzacją konta w ZUS jest mocnym argumentem, że oszczędności emerytalne powinny być dzielone między filarami repartycyjnym i kapitałowym, bo to właśnie zapewnia większą odporność emerytur na cykle koniunkturalne.

W obrębie inwestycji OFE należy przywrócić możliwość lokowania środków w skarbowe papiery wartościowe krajowe i zagraniczne. Obowiązujący od 2014 roku zakaz jest bowiem bezprecedensowy na tle innych systemów emerytalnych i oparty na wątpliwych przesłankach. Owszem, obligacje skarbowe w portfelach OFE są częścią długu jawnego, ale subkonto ZUS, przez swą indeksację, kreuje proporcjonalnie jeszcze większy ukryty dług publiczny. Co więcej, obecność instrumentów skarbowych w portfelach OFE pozwala na skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem w drodze aktywnych strategii inwestycyjnych. Umiejętna realokacja między subportfelem akcji a subportfelem obligacji pozwala w danym okresie osiągnąć uśrednioną stopę zwrotu wyższą niż z każdego z indeksów (akcji lub obligacji) z osobna – w historii OFE takie sytuacje miały już zresztą miejsce.

Zapewnienie długookresowych korzyści wynikających z odpowiedniej dywersyfikacji źródeł emerytury wymaga zwiększenia wysokości składek odprowadzanych do OFE. W długim okresie powinno to wpłynąć na zwiększenie wysokości emerytury, a ponadto uczyni to wybór między odprowadzaniem składek do OFE a na subkonto w ZUS bardziej przejrzystym dla ubezpieczonego.

## **Nowe miary efektywności OFE**

Wzrost znaczenia II filara oraz zwiększenie swobody inwestycyjnej powinno być powiązane z ustanowieniem nowych kryteriów efektywnościowych, służących wypracowaniu lepszych stóp zwrotu, przy jednoczesnym zabezpieczeniu interesu przyszłych emerytów. Stare miary efektywności i bezpieczeństwa – minimalna stopa zwrotu i powiązany z nią mechanizm niedoboru, nie sprawdziły się jako system bodźców, lecz w międzyczasie Urząd Nadzoru wysuwał nowe koncepcje, które pozostają aktualne.

Nowa miara efektywności bazowałaby na stopie referencyjnej, będącej kombinacją indeksów rynkowych i inflacji. Fundusz emerytalny osiągający stopę zwrotu wyraźnie powyżej referencyjnej odkładałby część tak wypracowanego zysku na specjalny rachunek buforowy a jednocześnie zarządzające nim PTE pobierałoby dodatkową opłatę od aktywów za wyniki. Środki z rachunku buforowego byłyby natomiast uwalnianie w sytuacji osiągnięcia stóp zwrotu poniżej stopy referencyjnej, kiedy to również spadałaby stawka opłaty za zarządzanie, jaką towarzystwo może pobierać z aktywów. Taki system premiowałby dobre długookresowe aktywne zarządzanie, wygładzał stopy OFE na tle zawirowań koniunkturalnych i zapobiegałby bardzo źle odbieranej przez społeczeństwo sytuacji, kiedy w warunkach kryzysu i kurczenia się aktywów towarzystwa osiągają niezmiennie bardzo wysokie przychody.

Elementem tak wspomnianego mechanizmu efektywnościowego byłaby także adekwatność kapitałowa w PTE – wymóg utrzymania kapitałów własnych jako pewnego odsetka aktywów

OFE na potrzeby dopłat w razie wyczerpania się rachunku buforowego oraz innych losowych sytuacji. Nowy system pomiaru efektywności powinien zostać połączony z mechanizmem wynagradzania, który motywowałby zarządzających funduszami do maksymalizowania wyników inwestycyjnych w długim okresie. Obecny system opłat nie służy realizacji ustawowego celu działalności OFE tzn. długoterminowej maksymalizacji rentowności przy minimalnym ryzyku. Proste obniżenie opłat, bez zbudowania mechanizmu zachęcającego zarządzających do lepszego zarządzania, nie zwiększa istotnie prawdopodobieństwa realizacji tego celu.

### **Uporządkowanie klasyfikacji prawnej II filara ubezpieczeń społecznych**

Klasyfikacja prawna środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych jest przedmiotem debaty od początku reformy emerytalnej z 1999 r. Choć orzeczenie Sądu Najwyższego czy ostatnio również Trybunału Konstytucyjnego przychylają się do stanowiska, że oszczędności OFE są elementem finansów publicznych, to zarówno OECD, Bank Światowy, Eurostat, EIOPA czy pośrednio również Europejski Trybunał Sprawiedliwości klasyfikują je jako oszczędności prywatne („private personal pensions”), a zatem tak samo jak funkcjonujące u nas IKE/IKZE. Rozbieżności klasyfikacyjne w dalszym ciągu będą rodziły szereg problemów, jak choćby powracającą kwestia wciągnięcia lub nie OFE w zakres obowiązywania dyrektywy IORP.

Zdecydowanie pożądane zatem jest takie jednoznaczne umiejscowienie oszczędności II filara w systemie prawnym, która nie pozostawi wątpliwości interpretacyjnych w Polsce i na arenie międzynarodowej – konieczna może okazać się modyfikacja formy własnościowej OFE i PTE. Gdyby środki w OFE miały ten sam status co środki w państwowym Funduszu Rezerwy Demograficznej, wówczas refundacja ZUS składek przekazywanych do OFE przestałaby obciążać dług publiczny. Gdyby środki jednoznacznie zaliczono jako oszczędności prywatne, zharmonizowałoby to polskie prawo z praktyką międzynarodową i uczyniło w mniejszym stopniu narażone na ryzyko polityczne. Byłby to także jednoznaczny pozytywny sygnał dla obywateli, wzmacniający zaufanie do systemu emerytalnego z jednej strony, czy rynku kapitałowego z drugiej.

### **Uczynienie II filara domyślnym wyborem dla nowych członków i ułatwienie decyzji o alokacji składek**

Fundusze emerytalne powinny w naturalny sposób odgrywać istotną rolę inwestorów długoterminowych na polskim rynku kapitałowym, dlatego należy dążyć do sytuacji, by jeszcze przez najbliższe kilkadziesiąt lat strumień składek był dla nich wyższy niż strumień wycofywanych kapitałów emerytalnych. Przy obecnym poziomie składki do II filara, odsetku składających i działającym mechanizmie suwaka bezpieczeństwa mamy do czynienia z bardzo niekorzystną sytuacją, w której wypływy z OFE są wyższe niż wpływy ze składek: przyrost aktywów jest wówczas jedynie pochodną dodatniej stopy zwrotu. Skoro saldo przepływów gotówkowych jest ujemne, fundusz zmuszony jest wyprzedawać posiadane instrumenty, zamiast odgrywać znaczącą rolę jako nabywca dla debiutów giełdowych i nowych emisji.

Jednym ze sposobów osiągnięcia powyższego celu może być ustanowienie odprowadzania składek do OFE opcją domyślną dla osób wchodzących na rynek pracy, co wiąże się również z przywróceniem mechanizmu losowania (acz niekoniecznie w takiej formie, w jakiej obowiązywał do 2014 roku).

Likwidacji powinny ulec czteroletnie „okienka transferowe”, jako mechanizm antykonkurencyjny i potencjalnie destabilizujący system. Ubezpieczony powinien móc elastycznie decydować o wyborze odprowadzania składek do OFE albo na konto ZUS, jednak zmiana decyzji może się odbywać nie częściej niż co dwanaście miesięcy, a nie jak obecnie raz na cztery lata. Taka zmiana usunie również uznany zresztą za niekonstytucyjny zakaz reklamy OFE przed „okienkami transferowymi”. Fundusze będą miały prawo swobodnie się reklamować, choć oczywiście rzetelność przekazu reklamowego powinna być monitorowana.

### **Przebudowa „suwaka bezpieczeństwa”**

Obowiązujący mechanizm „suwaka bezpieczeństwa” nie dość, że szkodzi rozwojowi filara kapitałowego, to po wdrożeniu wcześniej proponowanych zmian w I filarze nie będzie pełnił funkcji, do której został zaprojektowany. Zabezpieczeniem przed wahaniem pozostaje przede wszystkim dywersyfikacja między filarami, natomiast ze względów społecznych zasadne wydaje się mimo wszystko pozostawienie osobom ze szczególnie silną awersją do ryzyka możliwości wcześniejszego wycofania kapitału emerytalnego z OFE na konto ZUS. Zatem, po likwidacji „suwaka” w obecnym kształcie, domyślną opcją zostałoby stopniowe przenoszenie środków z OFE na konto przez okres 5 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Ubezpieczony może także wydłużyć ten okres do maksymalnie 15 lat poprzez wydanie odpowiedniej dyspozycji. Podjęcie decyzji o rozpoczęciu procesu przenoszenia środków z OFE na konto jest nieodwoływalne i dotyczy tylko aktywów kapitału emerytalnego, gdyż bieżące składki nadal trafiają do OFE. Zasadne jest także oczekiwanie, że od składek odprowadzanych na 5 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego i później nie byłaby pobierana opłata od składki.

Rozwiązaniem wychodzącym naprzeciw oczekiwaniom osób, które planują przejście na emeryturę w wieku późniejszym niż podstawowy wiek emerytalny i chcącym, aby ich środki dłużej pracowały w OFE na ich świadczenie emerytalne, może być wprowadzenie możliwości dodatkowego uelastycznienia mechanizmu suwaka, tak, by za sprawą decyzji ubezpieczonego możliwe było takie ułożenie przekazywania środków z OFE do ZUS, aby do momentu osiągnięcia ustawowego wieku emerytalnego, do ZUS została przekazana tylko określona część początkowego kapitału emerytalnego z OFE (np. 50% jednostek rozrachunkowych), a nie całość, jak ma to miejsce w rozwiązaniu podstawowym. Pozostała część byłaby przenoszona do ZUS już po osiągnięciu przez członka OFE wieku emerytalnego przez określony wcześniej czas. W przypadku, gdy ubezpieczony zmieni decyzję i przejdzie na emeryturę wcześniej niż zadeklarował (np. w momencie osiągnięcia wieku emerytalnego), jego świadczenie będzie wyliczane tylko na podstawie środków zapisanych na kontach w ZUS, co oznacza, że w przyszłości będzie wzrastać w związku z napływem środków z OFE. Mechanizm naliczenia nowej wysokości świadczenia będzie analogiczny jak w przypadku emeryta, który równolegle pracuje i odprowadza składki emerytalne w związku z czym

nabywa prawo do przeliczenia wysokości świadczenia z uwzględnieniem nowych składek, które odprowadził po przejściu na emeryturę.

### **System zachęt dla dobrowolnego oszczędzania na emeryturę**

Zreformowany system emerytalny był od początku trzyfilarowy, przy czym – jak się okazało, przesadnie optymistycznie – założono, że dobrowolny trzeci filar stanie się powszechny i uzupełni lukę w stopach zastąpienia między pierwszymi dwoma filarami a nadzwyczaj hojnym starym systemem zdefiniowanego świadczenia. Niestety, dobrowolne oszczędności emerytalne – czy to w formie pracowniczej, czy kont indywidualnych, nie zyskały popularności, stanowią margines rynku usług finansowych i pokrywają niewielki ułamek populacji. Nie można tego tłumaczyć w sposób czysto ekonomiczny – że ludzi nie stać na dobrowolne oszczędzanie, bo przecież Polacy lokują oszczędności na kontach bankowych czy w funduszach inwestycyjnych, silny jest też bardzo w społeczeństwie motyw odkładania środków na łatwiejszy start dla dzieci i wnuków. Problem leży zatem w systemie bodźców, które czynią programy i konta emerytalne nieatrakcyjnymi dla szerszej populacji.

Na chwilę obecną korzyścią dla osoby, która „zamraża” środki w dobrowolnych oszczędnościach emerytalnych jest brak podatku od inwestycji kapitałowych, a w przypadku IKZE także odliczenia od podatku dochodowego. Korzyści te są postrzegane jako zbyt małe wobec niemożności dysponowania środkami choćby w chwilach nagłej potrzeby. Warto zatem rozważyć – wzorem rozwiązań spotykanych w wielu krajach – możliwość wycofania części środków bez utraty ulg w ściśle określonych sytuacjach życiowych, jak małżeństwo, długotrwałe bezrobocie, niepełnosprawność czy wkład własny dla kredytów hipotecznych.

Alternatywną i potencjalnie bardzo silną zachętą dla dobrowolnych oszczędności może być mechanizm dopłat, finansowanych przez pracodawcę z ZFŚŚ oraz wzmocnienie skali zwolnień i ulg podatkowych. Mechanizm ten mógłby funkcjonować w ramach aktualnie funkcjonujących pracowniczych programów emerytalnych oraz dobrowolnych kont emerytalnych (IKE i IKZE). Rozwiązanie to oznacza pewne zwiększenie obciążeń dla budżetu, jednak przy odpowiedniej konstrukcji produktu, wcale jednak nie takich wielkich, jakby mogłoby się początkowo wydawać: po pierwsze, korzystne byłoby generowanie samych dodatkowych oszczędności w gospodarce, po drugie, wyższa emerytura na starość to wyższa jakość życia i niższe inne koszty budżetowe związane ze wsparciem dla osób starszych.

Wreszcie, do rozważenia pozostaje promowanie produktów emerytalnych o niesłychanie prostej konstrukcji, zasilanych spontanicznie, np. za pomocą aplikacji mobilnych – tzw. micropensions. Dotąd były one popularne w krajach biedniejszych o słabej stacjonarnej infrastrukturze bankowej, nic jednak nie stoi na przeszkodzie, by spróbować przenieść je na nasz grunt, z racji tego, że Polska jest jednym z liderów płatności elektronicznych, a produkty mogłyby zyskać zainteresowanie młodego pokolenia i przysłużyć się edukacji ekonomicznej.

## **Podsumowanie rekomendacji**

Znaczące usprawnienie funkcjonowania systemu emerytalnego może nastąpić po wprowadzeniu kompleksowych zmian, na które składają się:

- zmiana zasad waloryzacji i zapewnienie zbilansowania I filara,
- regularne szacowanie i publikacja wartości długu ukrytego w systemie emerytalnym,
- dywersyfikacja lokat w II filarze (dopuszczenie obligacji skarbowych),
- ustanowienie kryteriów efektywnościowych w II filarze, zabezpieczających interesy członków,
- uporządkowanie klasyfikacji prawnej (na arenie krajowej i międzynarodowej) środków gromadzonych w II filarze,
- wprowadzenie zasady domyślnego członkostwa w II filarze oraz pełnej swobody w zakresie wyboru odprowadzania części składek między I a II filarem,
- przebudowa suwaka bezpieczeństwa w kierunku jego uelastycznienia i skrócenia okresu przekazywania środków,
- wprowadzenie silnych bodźców stymulujących rozwój III filara.

## Bibliografia

- Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego (1997, czerwiec), *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce*, Warszawa
- Eurostat (2004), *Classification of funded pension schemes and impact on government finance*, Komisja Europejska.
- Eurostat (2011), *Technical Compilation Guide for Pension Data in National Accounts*, Komisja Europejska.
- Gołębiowski G., Kozłowski Ł. K. (2011) *Dług ukryty w Polsce*, Studia BAS nr 4(28).
- Fleck S., Glaser J., Spargue S. (2011, styczeń) *The compensation-productivity gap: a visual essay*, Monthly Labour Statistics, ss. 57–69.
- KOBE – Komitet Obywatelski do spraw Bezpieczeństwa Emerytalnego (2013, lipiec), *Krytyczna analiza rządowego przeglądu systemu emerytalnego*, Warszawa
- KPRM, Departament Analiz Strategicznych (2011, listopad), *Podsumowanie prac zespołu ds. efektywności OFE*, Warszawa
- Łaszek A. (2013), *Metodologia szacowania długu ukrytego*, FOR.
- MPiPS oraz MF (2013, czerwiec), *Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu*, Warszawa
- OECD (2012), *Core Principles of Private Pension Regulation*, Paryż
- OECD (2014, marzec), *Przeglądy gospodarcze OECD – Polska*, Paryż
- OECD (2015, marzec), *Working Better with Age, Aging and Employment Policies: Poland 2015*, Paryż
- Oręziak L. (2014), *OFE katastrofa prywatyzacji emerytur w Polsce*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa
- Piketty T. (2015) *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa
- Towarzystwo Ekonomistów Polskich (2014, grudzień), *Dodatkowy System Emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*
- UKNF (2008), *Konkurencja na rynku OFE*
- UKNF (2010, maj), *Nieprawidłowości w akwizycji do otwartych funduszy emerytalnych*
- UKNF (2012a), *Kryterium oceny efektywności inwestycyjnej OFE, system motywacyjny PTE oraz minimalny wymóg kapitałowy dla PTE. Propozycje rozwiązań*
- UKNF (2012b, wrzesień), *Wyplata świadczeń emerytalnych z kapitałowej części systemu emerytalnego. Opracowanie podsumowujące prace Zespołu do spraw efektywności otwartych funduszy emerytalnych w zakresie wypłaty świadczeń*
- UKNF (2013, październik), *Opinia Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego do Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*

UKNF (2015), *Rozwiązania prawne wpływające na podniesienie atrakcyjności oszczędzania w III filarze emerytalnym*

UNFE (2000, grudzień), *Bezpieczeństwo dzięki konkurencji. Ocena realizacji reformy emerytalnej - analiza II filara*

UNFE (2001, maj), *Bezpieczeństwo dzięki zapobiegliwości,*

World Bank (2013, grudzień), *Reversal and Reductions, Resolution and Reforms: Lessons from the Financial Crisis in Europe and Central Asia to Improve Outcomes from Mandatory Private Pensions*, World Bank, zaprezentowane na: OECD / World Bank Pension Seminar.

ZUS (2002, maj) *Prognoza wpływów i wydatków Funduszu Emerytalnego do 2050 roku*, Departament Statystyki ZUS

ZUS (2013, maj) *Prognoza wpływów i wydatków Funduszu Emerytalnego do 2060 roku*, Departament Statystyki i Prognoz Aktuarnych ZUS





URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO  
Plac Powstańców Warszawy 1  
00-950 Warszawa

tel. (+48 22) 262-50-00  
fax (+48 22) 262-51-11 (95)  
e-mail: knf@knf.gov.pl

[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)