

WPLYW OFE NA RYNEK KAPITAŁOWY I ROZWÓJ GOSPODARKI

**EUROPEJSKI KONGRES FINANSOWY
WARSZAWA, 22 LIPCA 2013**

**Stefan Kawalec
Prezes Zarządu**

**Marcin Gozdek
Wiceprezes Zarządu**



ZASTRZEŻENIA

1. Wspólnicy Capital Strategy pracowali przed 2007 rokiem w grupach kapitałowych, które były właścicielami powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) prowadzących otwarte fundusze emerytalne (OFE) w ramach filaru kapitałowego.
2. Stefan Kawalec jest Wiceprzewodniczącym Rady Nadzorczej spółki Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A., w której akcjonariacie dominują OFE.
3. Capital Strategy świadczy usługi doradztwa strategicznego i finansowego dla podmiotów sektora prywatnego i publicznego. Wśród klientów Capital Strategy znajdują się od czasu do czasu podmioty należące do grup kapitałowych będących właścicielami Powszechnych Towarzystw Emerytalnych prowadzących OFE, jak również podmioty należące do sektora finansów publicznych, takie jak ZUS lub inne instytucje rządowe lub państwowe.

AGENDA PREZENTACJI

- I. **Wprowadzenie**
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. Propozycje do rozważenia

CELE REFORMY EMERYTALNEJ Z ROKU 1998

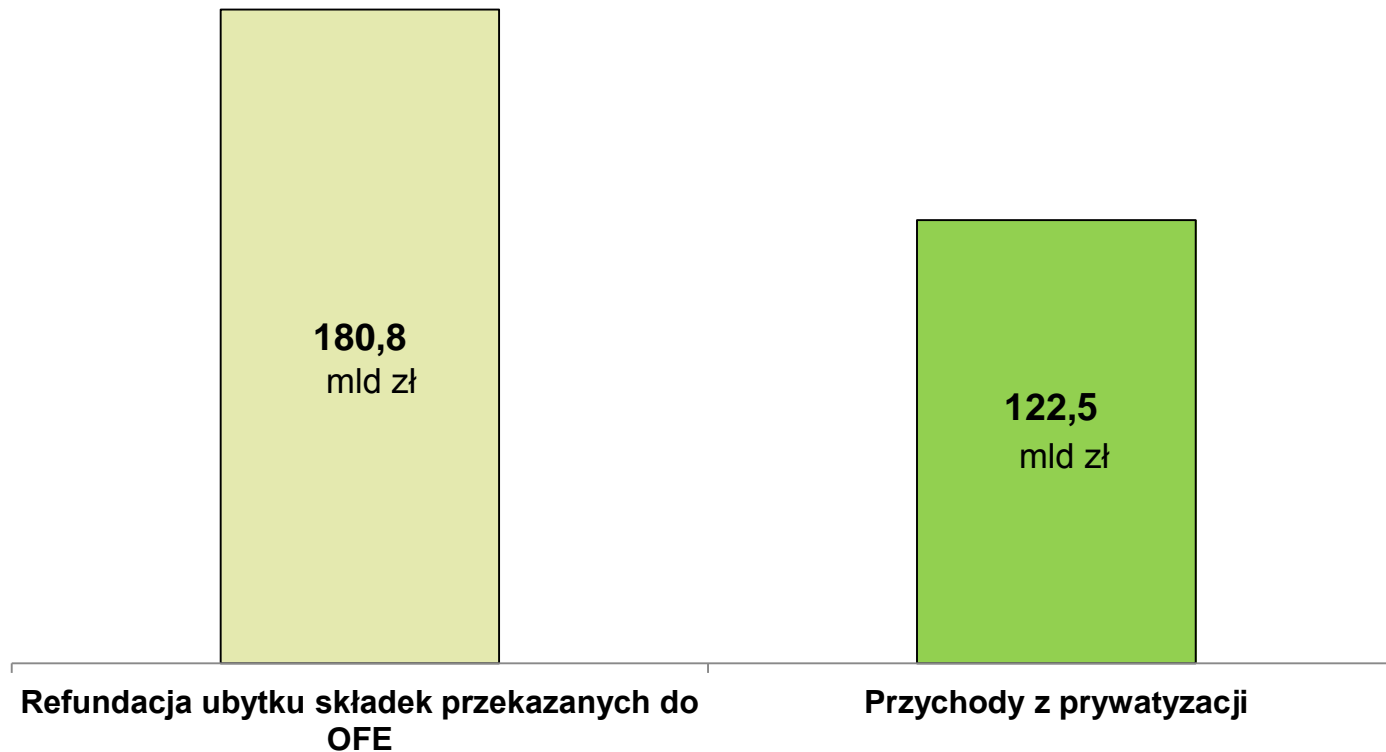
1. Zasadniczym celem reformy emerytalnej z roku 1998 było:

- ▶ Dostosowanie nowych emerytur do przyszłych możliwości ich wypłacania. Spowodowane to było narastającym deficytem ZUS, a jednocześnie prognozami demograficznymi wskazującymi, że w przyszłości zmniejszy się znacznie liczba pracujących przypadających na jednego emeryta.
- ▶ Stworzenie zachęt i do dłuższej pracy i do płacenia składek emerytalnych dzięki uzależnieniu wysokości emerytury od stanu środków zgromadzonych na kontach w ZUS i OFE oraz wieku, w którym przechodzi się na emeryturę.

2. Celem utworzenia obok I filaru również II filaru (kapitałowego) było:

- ▶ Zabezpieczenie wypłaty części przyszłych emerytur poprzez aktywa zgromadzone w OFE i tym samym zmniejszenie zobowiązań emerytalnych państwa, które będą musiały być finansowane z przyszłych składek lub podatków.
- ▶ Wykorzystanie części przymusowych oszczędności w postaci składek emerytalnych na inwestycje na rynku kapitałowym i wsparcie w ten sposób wzrostu gospodarczego.
- ▶ Dywersyfikacja ryzyka dla przyszłych emerytów.

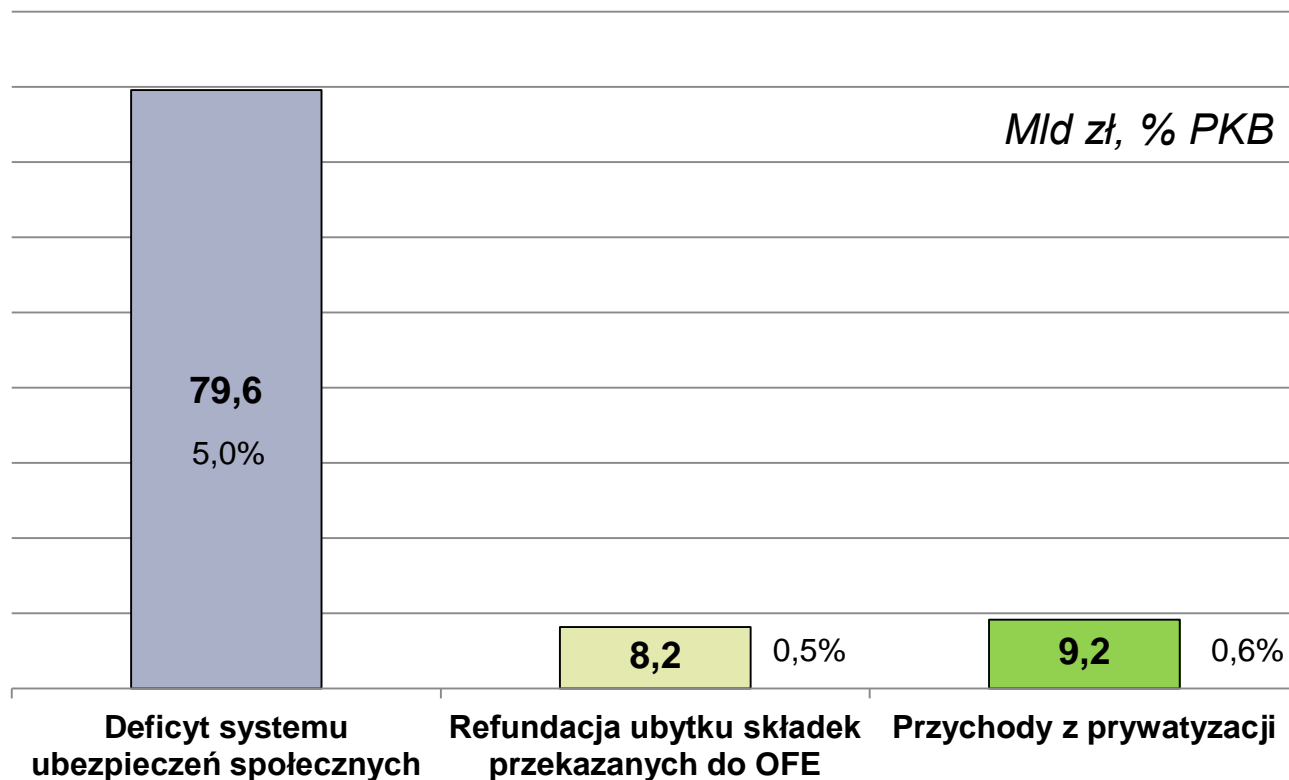
SKŁADKI DO OFE A PRZYCHODY Z PRYWATYZACJI 1999-2012



Przychody z prywatyzacji stanowiły łącznie 68% kosztów z tytułu składek przekazanych do OFE

Składki do OFE stanowiły ok. 2,5% wydatków sektora finansów publicznych w latach 1999-2012

DEFICYT SYSTEMU UBEZPIECZEŃ SPOŁECZNYCH, SKŁADKI DO OFE ORAZ PRZYCHODY Z PRYWATYZACJI W 2012 ROKU



W 2012 roku refundacja dla ZUS z tytułu ubytku składek przekazanych do OFE stanowiła 10,3% deficytu systemu ubezpieczeń społecznych.

W roku 2012 przychody z prywatyzacji stanowiły 111,9% kwoty refundacji ubytku składek przekazanych do OFE.

KONTROWERSJE INTERPRETACYJNE

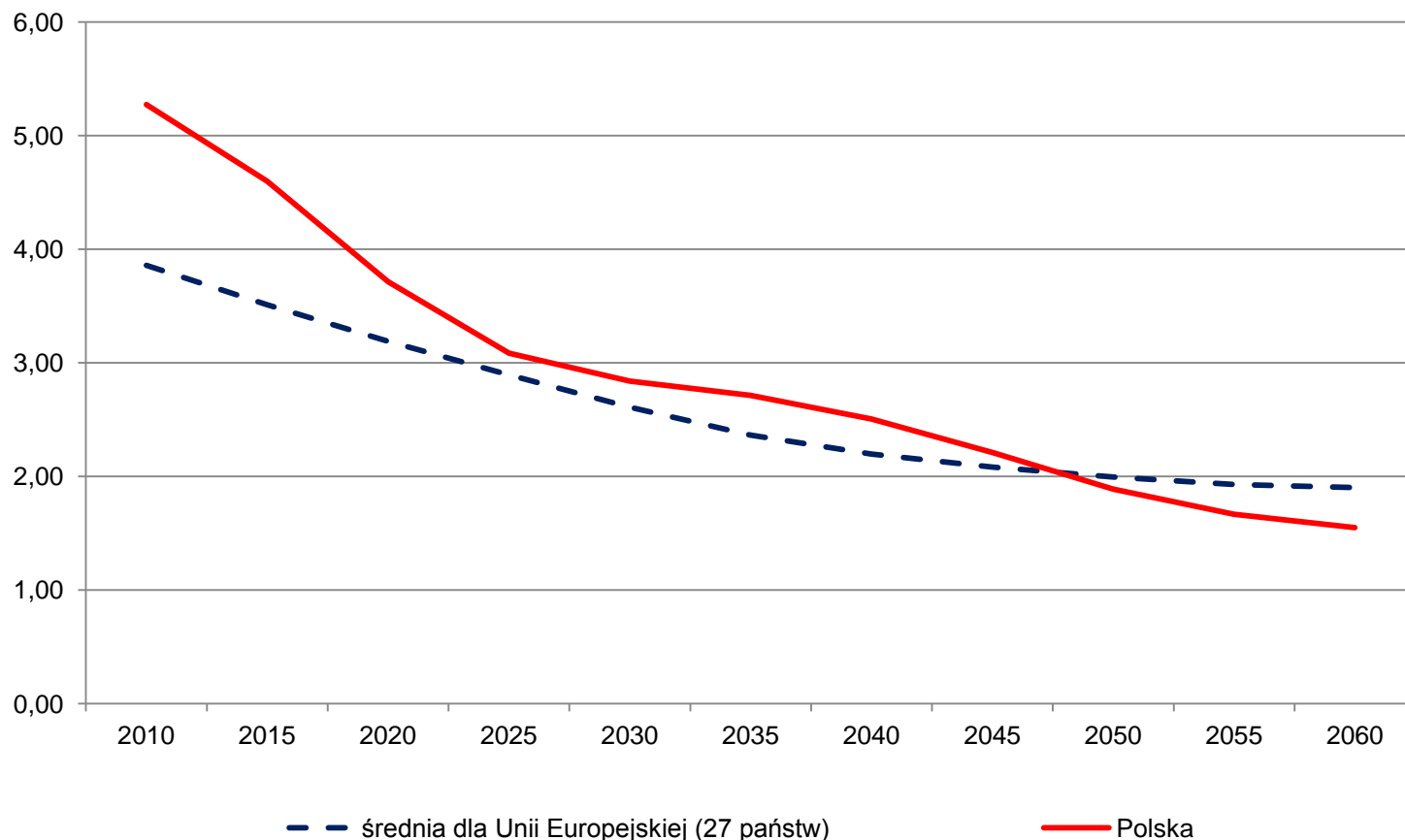
- ▶ Pogląd, że drugi filar jest odpowiedzialny za przyrost długu publicznego równy skumulowanej kwocie składek przekazanych do OFE wraz z odsetkami od tego długu (łącznie 17% PKB) jest oceną opartą o przyjęte preferencje. Tezy tej nie można uznać ani za obiektywnie prawdziwą ani za obiektywnie fałszywą.
- ▶ Deficyt budżetowy nie jest przywiązany do żadnej konkretnej pozycji wydatkowej. To, że dany wydatek w kwocie *X* powoduje *ceteris paribus* wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego o kwotę *X*, nie oznacza automatycznie, że wydatek taki jest odpowiedzialny za wzrost deficytu i długu publicznego o kwotę *X*. Gdyby tak było, to musielibyśmy stwierdzić, że łącznie wydatki sektora finansów publicznych (ESA'95, metodologia stosowana przez Eurostat) w roku 2012 r. są odpowiedzialne za deficyt budżetowy w kwocie 675 mld zł (czyli w kwocie równej sumie wydatków). Tymczasem faktyczny deficyt sektora finansów publicznych w roku 2012 wyniósł 62,7 mld zł.
- ▶ Podobnie przychody z prywatyzacji nie są przywiązane do żadnej pozycji wydatkowej i nie można obiektywnie stwierdzić, że przychody z prywatyzacji w latach 1999-2012 sfinansowały 2/3 składek do OFE, czy zostały przeznaczone na inne cele.
- ▶ Twierdzenie, że gdyby nie było wpłat składek do OFE to dług publiczny w standardach ESA 95 byłby dziś mniejszy o 17% jest hipotezą nie mającą potwierdzenia w doświadczeniach funkcjonowania finansów publicznych. Bardziej uprawniona jest hipoteza, że gdyby nie było składek do OFE to kolejne rządy wykorzystywałyby możliwość większych wydatków i dziś deficyt mielibyśmy na obecnym poziomie, zbliżającym się do progu konstytucyjnego 60%, lecz ponadto mielibyśmy zobowiązania emerytalne zapisane na kontach w ZUS wyższe o ponad 17% PKB.

DODATKOWE OBCIĄŻENIE NAŁOŻONE NA OBECNE POKOLENIE PRACUJĄCYCH - UZASADNIONE ZMIANAMI DEMOGRAFICZNYMI

W okresie przejściowym przekazywanie składek do OFE oznacza, że obecnie pracujący muszą ze swoich składek i podatków nie tylko finansować wypłaty emerytur dla pokoleń obecnych emerytów, lecz również finansować wpłaty do OFE, które zapewniają pokrycie wypłaty części ich własnych emerytur w przyszłości.

- ▶ Stanowi to zakłócenie w systemie międzypokoleniowej solidarności, jako że pokolenie (lub pokolenia okresu przejściowego) ponoszą dodatkowe obciążenia.
- ▶ Zakłócenie takie można jednak uznać za uzasadnione faktem, że obecna relacja liczby pracujących w Polsce przypadająca na jednego emeryta należy do najkorzystniejszych w Europie i jest znacznie większa niż będzie w pokoleniach po zakończeniu okresu przejściowego.

LICZBA OSÓB W WIEKU 15-64 LAT PRZYPADAJĄCA NA JEDNĄ OSOBE W WIEKU 65 LAT I WIĘKSZYM*



* - odwrotność prognozowanego przez Eurostat wskaźnika old age dependency ratio.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. **Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych**
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. Propozycje do rozważenia

W OKRESIE PRZEJŚCIOWYM WPŁYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA FINANSE PAŃSTWA JEST NEGATYWNY:

- Zwiększenie wydatków pogarszających saldo budżetu w standardach ESA 95.
- Zwiększenie potrzeb pożyczkowych i związany z tym wzrost ryzyka finansowania w okresie przejściowym.
- Negatywny wpływ na wskaźniki deficytu i zadłużenia obserwowane przez analityków, inwestorów i międzynarodowe instytucje.
- Zwiększenie ryzyka przekroczenia limitów określonych w regulacjach UE, Konstytucji RP i ustawie o finansach publicznych.

W DŁUGIM OKRESIE ISTNIENIE FILARU KAPITAŁOWEGO BĘDZIE MIEĆ POZYTYWNY WPŁYW NA STABILNOŚĆ FINANSÓW PUBLICZNYCH (1)

Wbrew twierdzeniom zawartym w rządowym „Przeglądzie funkcjonowania systemu emerytalnego ...” z czerwca 2013 (zwanym dalej „Przeglądem”) konstrukcja Filaru I nie gwarantuje jego zrównoważenia przy danym poziomie składki wpływającej do ZUS.

1. **„Zapadkowy” mechanizm waloryzacji środków na kontach ZUS** powoduje, że tempo waloryzowania tych środków w dłuższym okresie może znacznie wyprzedzić tempo wzrostu składki emerytalnej, a system w ogóle nie jest odporny na sytuację realnego spadku tej składki.
2. **Wyznaczanie emerytur w oparciu o retrospektywne tablice długości życia** prowadzi do zawyżania kwoty emerytury w stosunku do zgromadzonego „kapitału” umownego i oczekiwanej długości życia według najlepszych prognoz.
 - ▶ Długość życia rośnie: średnia długość dalszego trwania życia kobiet i mężczyzn w wieku 65 lat, wg retrospektywnych tablic GUS z roku 1999 wynosiła 15,4 lat, według tablic z roku 2013 wynosi już 17,7 lat, co oznacza, że wydłużyła się w tym czasie o 15%.
3. **Efekty oddziaływania systemu waloryzacji emerytur w długim okresie są trudne do przewidzenia.** Emerytura jest corocznie waloryzowana przy zastosowaniu wskaźnika waloryzacji ogłaszanego przez Ministra Pracy i Polityki Społecznej, który jest równy średniorocznemu wskaźnikowi wzrostu cen, powiększonemu o co najmniej 20% realnego wzrostu przeciętnych płac w gospodarce. System waloryzacji nie jest odporny na realny spadek składki i podatny jest na przetarg polityczny.

Opinia firmy Deloitte na temat prognoz ZUS (z 24.06.2013), przygotowana dla Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej (dostępna na stronie internetowej ZUS) zwraca uwagę, że mechanizmy waloryzacji składek na indywidualnych kontach w ZUS oraz ustalania wysokości emerytur mogą generować poważne deficyty, szczególnie w sytuacji wolnego wzrostu PKB, spadającej liczby pracujących i wydłużania się średniej długości dalszego trwania życia roczników przechodzących na emeryturę. Skarb Państwa będzie musiał sfinansować powstały w ten sposób deficyt.

W DŁUGIM OKRESIE ISTNIENIE FILARU KAPITAŁOWEGO BĘDZIE MIEĆ POZYTYWNY WPŁYW NA STABILNOŚĆ FINANSÓW PUBLICZNYCH (2)

Przekazywanie składki do OFE nawet, jeśli jest finansowane kosztem wzrostu długu publicznego powoduje spowolnienie tempa narastania całkowitej kwoty zobowiązań państwa, ponieważ:

- Stopa waloryzacji na kontach w ZUS jest wyższa od kosztów obsługi długu publicznego na rynkach finansowych.
- Wobec limitów ograniczających wielkość deficytu budżetowego i relację długu do PKB składki przekazywane do OFE hamują możliwość wzrostu wydatków i zadłużenia państwa na inne cele – czyli takich, które nie przynoszą korzyści w postaci zmniejszenia przyszłych zobowiązań.

Przekazywanie części składki do OFE zmniejsza przyszłe zobowiązania Filaru I i tym samym skalę prawdopodobnych przyszłych dopłat dla pokrycia deficytu tego filaru. Zmniejsza to również prawdopodobieństwo, że w przyszłości, dla redukcji deficytu Filaru I, konieczne będzie podniesienie wpływającej tam składki lub obniżenie wymiaru świadczeń. Dlatego, po zakończeniu okresu przejściowego, istnienie OFE przyczyniać się będzie do zwiększenia stabilności Filaru I i stabilności finansów państwa.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. **Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski**
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. Propozycje do rozważenia

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA ROZWÓJ GOSPODARCZY I CYWILIZACYJNY POLSKI (1)

1. Część składki emerytalnej pozostająca w ZUS jest przeznaczona na bieżące wypłaty emerytur. Natomiast część składki trafiająca do OFE jest inwestowana na rynku kapitałowym. Dzięki temu funkcjonowanie OFE przyczynia się do przełamania barier w transformacji polskiej gospodarki, jaką jest niedostatek polskiego kapitału i brak inwestorów instytucjonalnych mających dłuższą perspektywę inwestowania.
2. OFE stały się bardzo poważną, wręcz podstawową kategorią inwestorów portfelowych.
3. OFE pełnią kluczową rolę w nadzorze korporacyjnym na polskim rynku kapitałowym.
4. Stabilna obecność OFE jest jednym z kluczowych czynników, dzięki którym GPW w Warszawie stała się w ostatnich latach największym w Europie Środkowej rynkiem pod względem liczby notowanych spółek, liczby debiutów, kapitalizacji rynku i obrotów. Silny krajowy rynek kapitałowy umożliwia rozwój rodzimych firm w oparciu o emisje akcji lub obligacji.

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA ROZWÓJ GOSPODARCZY I CYWILIZACYJNY POLSKI (2)

Wpływ OFE na rozwój gospodarki może i powinien być w przyszłości jeszcze większy:

- a) OFE w większym stopniu stać się powinny dostarczycielem długoterminowego kapitału pożyczkowego na rozwój gospodarki, w sytuacji gdy zmiany regulacyjne (Bazylea III) dodatkowo ograniczą zdolność sektora bankowego do dostarczania długoterminowych kredytów.
 - ▶ OFE są naturalnymi dostawcami długoterminowego kapitału w programie Inwestycje Polskie;
 - ▶ funkcjonowanie OFE jest kluczowe dla możliwości rozwoju w Polsce rynku listów zastawnych, bez którego finansowanie mieszkalnictwa po zmianach Bazylei III będzie zagrożone;
- b) zmiany regulacyjne i zmiany polityki nadzorczej powinny umożliwić OFE inwestycje w private equity.

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA ROZWÓJ GOSPODARCZY I CYWILIZACYJNY POLSKI (3)

Obecność w Polsce centrali dużych firm prywatnych, do czego funkcjonowanie OFE istotnie się przyczynia, jest potrzebne aby:

- a) nakłady na innowacje w sektorze prywatnym w Polsce rosły;
- b) polskie uczelnie się rozwijały i stwarzały swoim absolwentom szanse rozwoju i kariery zawodowej;
- c) zdolni studenci mogli widzieć przed sobą możliwość wybitnej kariery w biznesie w Polsce.

Obecność OFE zwiększa szanse na budowę modelu gospodarki rynkowej, która nie będzie miała charakteru peryferyjnego - nie będzie zdominowana całkowicie przez firmy zagraniczne lub firmy państwowe, lecz będzie posiadać silny segment firm prywatnych, mających swoje centrale i faktyczne centra kompetencji w kraju.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. **Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur**
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. Propozycje do rozważenia

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA WYSOKOŚĆ I PEWNOŚĆ WYPŁATY PRZYSZŁYCH EMERYTUR (1)

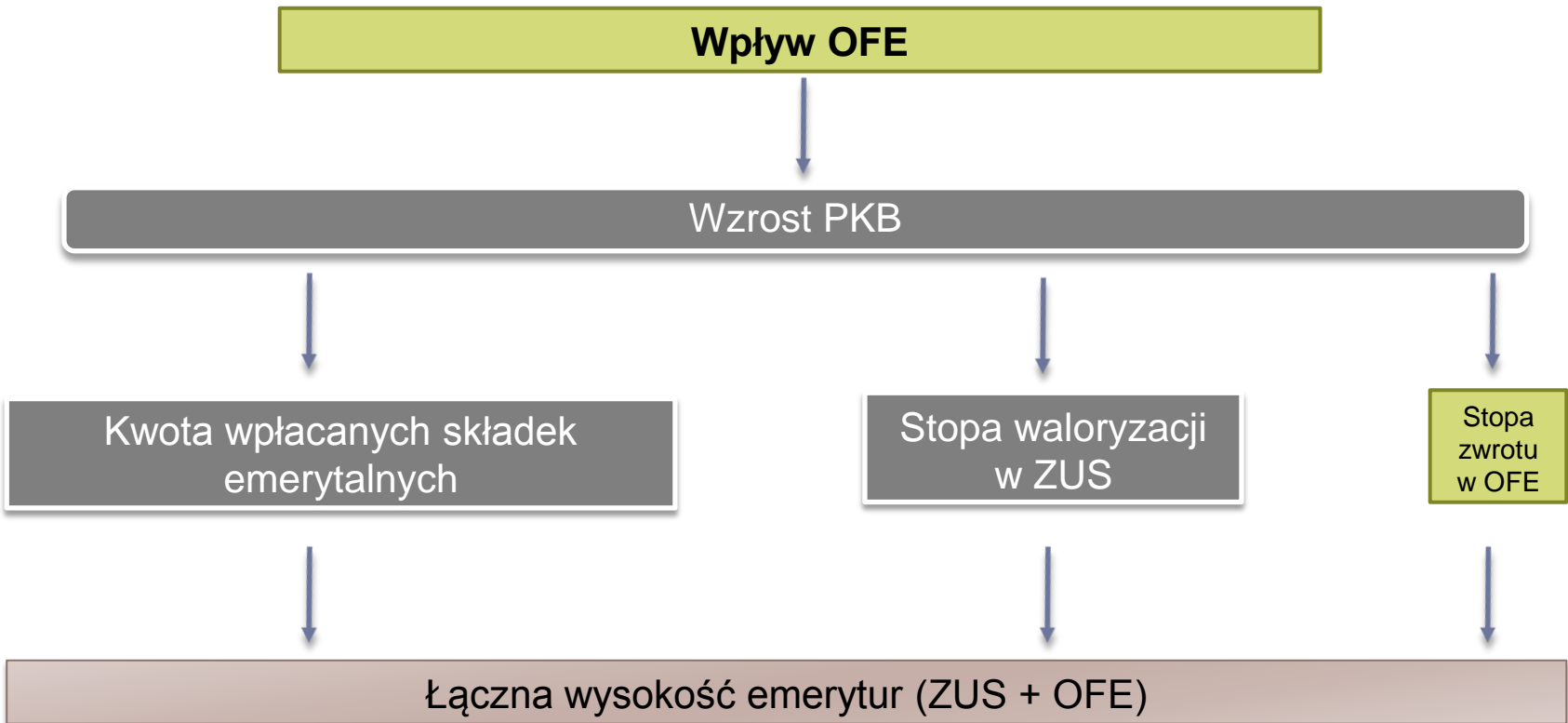
Istnienie filaru kapitałowego wpływa na przyszłe emerytury trzema kanałami:

1. Kanał bezpośredni - dostarczanie strumienia emerytury

Filar II (OFE) dostarcza członkom pewien strumień emerytury, którego wysokość zależy od innych mechanizmów niż emerytury z Filaru I (ZUS). W ciągu najbliższych kilkudziesięciu lat można oczekiwać, że inwestowanie części środków w aktywa finansowe przyniesie, kosztem wyższej zmienności, średni zwrot wyższy niż waloryzacja związana z tempem wzrostu PKB, jaką państwo może racjonalnie zagwarantować na kontach ZUS. Potwierdzają to wyniki netto OFE (po odliczeniu opłat) osiągnięte w latach 1999-2012, które dają lepsze wyniki niż waloryzacja w Filarze I. Wyniki inwestycji OFE netto w latach 1999-2012 Urząd Komisji Nadzoru Finansowego ocenił pozytywnie.

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA WYSOKOŚĆ I PEWNOŚĆ WYPŁATY PRZYSZŁYCH EMERYTUR (2)

2. Kanał pośredni poprzez pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy



Można oczekiwać, że ten pośredni kanał wpływu OFE będzie miał największe pozytywne znaczenie dla wysokości przyszłych emerytur, gdyż oddziałuje on również na wysokość emerytur w Filarze I, do którego wpływa większość składki.

WPLYW FILARU KAPITAŁOWEGO NA WYSOKOŚĆ I PEWNOŚĆ WYPŁATY PRZYSZŁYCH EMERYTUR (3)

3. Kanał pośredni – poprzez pozytywny wpływ na stabilność Filaru I (ZUS)

Istnienie Filaru II (OFE) zmniejsza zobowiązania ZUS, które musiałyby być finansowane z przyszłych składek lub podatków. Wobec niekorzystnych trendów demograficznych i ryzyka związanego z wysokością przyszłego przypisu składki emerytalnej, zmniejszenie zobowiązań ZUS zmniejsza ryzyko, że zobowiązania te będą w przyszłości musiały być przez ustawodawcę ograniczane. Stąd, odciążenie przez OFE zobowiązań ZUS zwiększa stabilność Filaru I (ZUS).

Reasumując, należy oczekiwać, że istnienie filaru kapitałowego wpływać będzie pozytywnie na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. **Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych**
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. Propozycje do rozważenia

STATYSTYKA UE z OPÓŹNIENIEM ZACZYNA DOSTRZEGAĆ ZJAWISKO UKRYTYCH ZOBOWIĄZAŃ EMERYTALNYCH (1)

ESA 95 i Stanowisko Eurostatu z 2004 r.

1. Przygotowując reformę emerytalną z 1999 r. zakładano, że OFE będą zaliczane do sektora finansów publicznych i taka interpretacja nie budziła wówczas sprzeciwu Eurostatu.
2. Według oficjalnego stanowiska Eurostatu z 2004 r., OFE w standardach ESA 95 klasyfikowane są jako część sektora prywatnego.
3. Interpretacja statystyczna obowiązująca w standardach ESA 95 ma olbrzymie konsekwencje. Na przykład:
 - ▶ Obligacje skarbowe stanowiące ponad 80% aktywów Funduszu Rezerwy Demograficznej ZUS nie pojawiają się w ogóle w statystyce długu publicznego, gdyż ZUS stanowi część sektora finansów publicznych.
 - ▶ Takie same obligacje w rękach OFE wchodzą w skład długu publicznego.

STATYSTYKA UE z OPÓŹNIENIEM ZACZYNA DOSTRZEGAĆ ZJAWISKO UKRYTYCH ZOBOWIĄZAŃ EMERYTALNYCH (2)

Nowe standardy statystyczne ESA 2010

26 czerwca 2013 zostało opublikowane rozporządzenie Unii Europejskiej ustanawiające zrewidowany system rachunkowy ESA 2010, który ma być stopniowo wprowadzany w statystyce unijnej:

1. Zgodnie z ESA 2010, najpóźniej od roku 2015, w tablicach uzupełniających do rachunków narodowych państw UE będą podawane szacunki kwoty zobowiązań emerytalnych.
Polska należy do krajów, w których według wstępnych szacunków obciążenie z tytułu zobowiązań emerytalnych należy do największych w UE. Według badaczy z Uniwersytetu we Freiburgu w Szwajcarii, zobowiązania emerytalne w Polsce wynosiły w roku 2006 ponad 350% wartości Produktu Krajowego Brutto i pod tym względem należały obok Francji i Austrii do największych spośród 19 analizowanych krajów Unii Europejskiej */
2. Zgodnie z wymogami ESA 2010, w przypadku przejścia przez sektor publiczny z systemu kapitałowego aktywów, którym towarzyszą zobowiązania emerytalne, operacja taka nie będzie wpływać na poprawę salda budżetowego w danym roku.

Instytucje Unii Europejskiej zaczynają zauważać, że istnieją ukryte zobowiązania emerytalne, a także że szkodliwe jest poprawianie krótkookresowej pozycji fiskalnej w statystykach kosztem zwiększenia długoterminowych zobowiązań państwa (tak to zrobiły Węgry przejmując aktywa funduszy emerytalnych w drodze „dobrowolnych” transferów). Stosowanie nowych standardów statystycznych wiązać się będzie z wydawaniem szczegółowych interpretacji w poszczególnych kwestiach.

*/ Christoph Muller, Bernd Raffel Huschen and Olaf Weddige, “IMF and Pension Obligation of Government Pension Schemes and Social Security Pension Schemes Established in Euro Countries”, Freiburg University, January 2009. Za: Agnes Tardos, “The story told by debt indicators and the hidden truth. Weaknesses of the most commonly used debt indicators and the way forward” w: Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, IFC Bulletin No 36, Statistical issues and activities in a changing environment. Proceedings of the Sixth IFC Conference, Basel , 28-29 August 2012, Bank For International Settlements, February 2013, str. 351-365.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie**
- VII. Propozycje do rozważenia

OCENA PROPOZYCJI REKOMENDOWANYCH W PRZEGLĄDZIE (1)

1. Likwidacja części nieaktywnej OFE

Istota propozycji:

- ▶ Przeniesienie z OFE do ZUS portfela obligacji skarbowych (a także innych aktywów nie mieszczących się w limicie aktywów, które OFE mogą zainwestować w akcje).
- ▶ Zapisanie równowartości przeniesionych aktywów przyszłym emerytom na subkontach w ZUS, które byłyby waloryzowane na tych samych zasadach, co obecnie gromadzone tam środki.
- ▶ Podniesienie składki do OFE z obecnych 2,8% do 2,92%
- ▶ Wprowadzenie zakazu inwestowania OFE w obligacje skarbowe.

OCENA PROPOZYCJI REKOMENDOWANYCH W PRZEGLĄDZIE (CD.)

Likwidacja części nieakcyjnej OFE

Skutki:

1. Obligacje skarbowe przeniesione do ZUS znikną automatycznie ze statystyki długu państwowego, przez co operacja spowoduje od razu obniżenie relacji długu do PKB o ponad 8 punktów procentowych.
2. Kwota całkowitych zobowiązań państwa nie zmniejszy się, gdyż w miejsce długu z tytułu obligacji pojawią się nowe zobowiązania na kontach ZUS.
3. Nastąpi przyśpieszenie tempa narastania zobowiązań państwa, gdyż stopa waloryzacji kwot na kontach w ZUS jest wyższa niż średnie oprocentowania długu publicznego (różnica ta w latach 1999-2012 wynosiła średnio około 0,8% rocznie).
4. Zakaz inwestycji OFE w obligacje skarbowe nie zmniejszy przyszłych potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa (przy danym poziomie składki wpływającej do OFE), spowoduje natomiast zniknięcie jednej z podstawowych i najbardziej dotąd stabilnej kategorii nabywców papierów skarbowych. Będzie to czynnikiem zwiększającym poziom oraz zmienność rentowności obligacji skarbowych, co oznaczać będzie wzrost ryzyka finansowania długu publicznego.
5. OFE pozostawione tylko z częścią akcyjną portfela będą narażone na ryzyko w skali, która nigdzie na świecie nie jest akceptowalna w funduszach emerytalnych. Wystarczy wtedy jeden okres poważnych spadków na rynku akcji, aby podważyć zaufanie do OFE i dostarczyć ostatecznych argumentów, że dalsze utrzymywanie kapitałowej części systemu emerytalnego jest niemożliwe.

Wariant ten, poprawiając statystykę długu publicznego, zagraża jednocześnie dalszemu istnieniu filaru kapitałowego i związanym z tym korzyściom dla gospodarki i przyszłych emerytów, a także zwiększa ryzyko finansowania długu publicznego, co oznacza również zagrożenie dla stabilności finansów publicznych w krótkim i średnim okresie. Dlatego wariant ten należy odrzucić, a ewentualne korzyści statystyczne można starać się osiągnąć innymi metodami, które nie spowodują takich negatywnych efektów.

OCENA PROPOZYCJI REKOMENDOWANYCH W PRZEGLĄDZIE (2)

Nieodwołalne przeniesienie do ZUS aktywów członków OFE, którzy nie złożą deklaracji potwierdzającej chęć pozostania w OFE - wariant określany w Przeglądzie jako: „Dobrowolność udziału w części kapitałowej systemu emerytalnego”

Istnienie filaru kapitałowego w obowiązkowym systemie emerytalnym służy nie tylko realizacji indywidualnych celów ubezpieczonych, lecz jest istotne dla zwiększenia stabilności systemu emerytalnego (zarówno Filaru I jak i Filaru II) oraz dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego. **Z natury systemu obowiązkowego, nie można w nim wprowadzić dobrowolności w pełnym tego słowa znaczeniu**, tzn. polegającej na prawie do rezygnacji z płacenia składki. Nie jest również możliwe wprowadzenie pełnej swobody wyboru między ZUS i OFE, gdyż z punktu widzenia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego kraju strumienie składki wpływające do ZUS i OFE służą zupełnie innym celom i nie ma między nimi wymienności. Nadmierny przepływ składki z ZUS do OFE pogłębiłby napięcia w finansach publicznych w okresie przejściowym i mógłby zagrozić zdolności państwa do wypłacania bieżących emerytur. Z kolei nadmierny przepływ składki do ZUS ograniczałby skalę filaru kapitałowego, pogarszając długoterminową perspektywę finansów publicznych po zakończeniu okresu przejściowego.

Celem proponowanej w tym wariantcie jednostronnej swobody wyboru jest spowodowanie znacznego przepływu aktywów i składki z OFE do ZUS, dzięki czemu obniży się relacja długu publicznego do PKB, a także wydatki budżetu państwa na finansowanie wypłat emerytur przez ZUS. Realizowanie tego celu taką metodą jest niebezpieczne i szkodliwe.

W przypadku wprowadzenia jednostronnej swobody wyboru, dążenie do poprawy bieżącej sytuacji fiskalnej, będzie motywować przedstawicieli rządu do prowadzenia kampanii medialnej podważającej wiarygodność OFE. Naturalną reakcją na taką kampanię będą głosy zwracające uwagę, że w OFE znajdują się konkretne aktywa finansowe, podważające zaufanie do ZUS, jako instytucji opierającej swoje zobowiązania na przyszłych i niepewnych składkach i dotacjach budżetowych. Podważanie zaufania do OFE, jako do instytucji narażonych na ryzyko zmienności rynku kapitałowego, podważać będzie również zaufanie do rozwiązań III filaru, mających opierać się o dobrowolne oszczędności obywateli.

Stworzenie jednostronnej dobrowolności wyboru między OFE i ZUS, doprowadzi do marginalizacji filaru kapitałowego, będzie szkodliwe dla wiarygodności publicznego systemu emerytalnego, a jednocześnie zniechęcać będzie Polaków do samodzielnego budowania zabezpieczenia na emeryturę poprzez inwestycje na rynku kapitałowym. Będzie to rozwiązanie szkodliwe dla państwa.

OCENA PROPOZYCJI REKOMENDOWANYCH W PRZEGLĄDZIE (3)

W przypadku realizacji proponowanego wariantu (lub wariantu przeniesienia do ZUS aktywów członków OFE, którzy nie zdecydują się na płacenie podwyższonej składki emerytalnej - określanego w przeglądzie jako „Dobrowolność ‘plus’”) najprawdopodobniej znaczna większość aktywów zostanie przeniesiona do ZUS i dojdzie do marginalizacji filaru kapitałowego. Będzie to łączyło się z bardzo poważnymi ryzykami:

- ▶ **Destabilizacja rynku i straty dla inwestorów**

Poważne straty ponieść mogą zarówno ubezpieczeni pozostający w OFE, Skarb Państwa na wartości obecnie posiadanego portfela akcji, jak i ZUS na wartości portfela, który zostanie przeniesiony z OFE.

- ▶ **Długoletni okres stagnacji lub spadków na rynku akcji**

- ▶ **Odptyw różnych kategorii inwestorów z rynku**

Z GPW odptynie znaczna część krajowych inwestorów indywidualnych, zarówno inwestujących indywidualnie, jak i poprzez fundusze inwestycyjne. Zmniejszy się również zainteresowanie GPW ze strony inwestorów zagranicznych.

- ▶ **Ograniczenie kapitału dla polskich firm, szczególnie firm średnich i małych**

- ▶ **Ograniczenie możliwości rozwoju gospodarki rynkowej o nieperyferyjnym charakterze**

OCENA PROPOZYCJI REKOMENDOWANYCH W PRZEGLĄDZIE (4)

Reasumując: proponowane w Przeglądzie rozwiązania przyniosą w okresie przejściowym korzyści fiskalne, kosztem pogorszenia długoterminowej stabilności systemu emerytalnego, a jednocześnie doprowadzą do marginalizacji lub likwidacji filaru kapitałowego, przynosząc szkody dla rozwoju gospodarczego i cywilizacyjnego Polski.

AGENDA PREZENTACJI

- I. Wprowadzenie
- II. Skutki utworzenia filaru kapitałowego dla finansów publicznych
- III. Wpływ filaru kapitałowego na rozwój gospodarczy i cywilizacyjny Polski
- IV. Wpływ filaru kapitałowego na wysokość i pewność wypłaty przyszłych emerytur
- V. Statystyka Unii Europejskiej z opóźnieniem zaczyna dostrzegać zjawisko ukrytych zobowiązań emerytalnych
- VI. Ocena propozycji rekomendowanych w Przeglądzie
- VII. **Propozycje do rozważenia**

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA (1)

Należy poszukiwać rozwiązań, które łagodząc napięcia związane z finansowaniem składki do OFE oraz skutki istnienia OFE dla statystyki finansów publicznych w okresie przejściowym, pozwolą zachować w możliwie największym zakresie korzyści, jakie filar kapitałowy przynosi dla długookresowej stabilności systemu emerytalnego oraz dla wzrostu gospodarczego i rozwoju cywilizacyjnego Polski.

- 1. Podjąć rozmowy na temat traktowania OFE w systemie rachunków ESA 2010.**
- 2. Dostosować poziom składki wpływającej do OFE do możliwości państwa.**
- 3. Wprowadzić rozwiązania podnoszące efektywność i konkurencyjność OFE.**
- 4. Wprowadzić regulacje umożliwiające wypłaty emerytur ze środków OFE.**

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA

1. **Podjąć rozmowy na temat traktowania OFE w systemie rachunków ESA 2010 (1)**
 - a) Należy podjąć rozmowy z Eurostat, Komisją Europejską oraz na forum Rady Europejskiej o zmianie sposobu traktowania OFE w nowym systemie rachunków narodowych ESA 2010 tak, by ujęcie statystyczne nie motywowało krajów do podejmowania działań szkodliwych z punktu widzenia długoterminowej perspektywy finansów publicznych.
 - b) W szczególności, logiczną konsekwencją wprowadzanej przez ESA 2010 zasady, że w przypadku przejęcia przez sektor publiczny wpłaty (aktywów), którym towarzyszą zobowiązania emerytalne, operacja taka nie będzie wpływać na poprawę salda budżetowego w danym roku, byłaby zasada, że przekazanie przez sektor publiczny składki do OFE (czyli aktywów, które w przypadku pozostawienia ich w ZUS generowałyby zobowiązanie emerytalne) będzie traktowane jako rozchód, a nie jako wydatek powiększający deficyt sektora.
 - c) Dalej idącym rozwiązaniem mogłoby być zaliczenie OFE do sektora finansów publicznych, dzięki czemu instrumenty długu publicznego w rękach OFE nie byłyby ukazywane w statystykach długu publicznego, podobnie jak to ma miejsce dziś np. w odniesieniu do obligacji, będących w posiadaniu Funduszu Rezerwy Demograficznej ZUS.

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA

1. **Podjąć rozmowy na temat traktowania OFE w systemie rachunków ESA 2010 (2)**
- d) Alternatywnie należy rozważyć rozwiązanie, które nie zmieniając ekonomicznego znaczenia Filaru II (kapitałowego) spowoduje zmianę prawnego i statystycznego traktowania części obligacyjnej portfela OFE poprzez następujące kroki:
 - i. Wyodrębnienie subfunduszu obligacji skarbowych w aktywach OFE.
 - ii. Przekazanie własności aktywów subfunduszu obligacyjnego z OFE do ZUS, przy zachowaniu następujących warunków:
 - OFE/PTE zarządza subfunduszem obligacyjnym.
 - ZUS otwiera indywidualne subkonta dla członków OFE, o wartości posiadanych przez nich jednostek udziałowych w subfunduszu obligacyjnym.
 - Wartość udziałów subfunduszu obligacyjnego jest uwzględniana przy podawaniu wartości zarządzanych przez PTE/OFE aktywów członka funduszu w II (kapitałowym) filarze.
 - Subfundusz obligacyjny uwzględniany jest w ocenie wyników zarządzania OFE w stosunku do benchmarku.

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA

2. Dostosować poziom składki wpływającej do OFE do możliwości państwa

Jeżeli uznamy, że ze względu na sytuację finansów publicznych konieczne jest ograniczenie strumienia składki wpływającej do OFE, to cel ten powinien być realizowany poprzez określenie odpowiednio niższej stopy składki (a nie poprzez wprowadzenie destabilizującego mechanizmu oferującego prawo jednostronnego wyboru i zachęcanie członków do migracji z OFE do ZUS, co powoduje negatywne skutki omówione w wyżej).

Uważamy za racjonalne pozostawianie składki na poziomie 2,8% i rezygnację z planów stopniowego podnoszenia składki do 3,5%.

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA

3. Wprowadzić rozwiązania podnoszące efektywność i konkurencyjność OFE

Lista pożądanych zmian w celu poprawy efektywności funkcjonowania OFE jest znana od dawna i nie jest ona przedmiotem sporu publicznego. Wymieniamy tylko niektóre propozycje:

- a) Wprowadzić podział na:
 - fundusze „wzrostowe” (oferujące perspektywę wyższego zwrotu, kosztem wyższej zmienności), w których będą gromadzone aktywa osób mających jeszcze wiele lat do emerytury oraz
 - fundusze „stabilizacyjne” (oferujące mniejsze ryzyko zmienności kosztem gorszej perspektywy wzrostu), do których będą stopniowo przenoszone aktywa osób zbliżających się do wieku emerytalnego.
- b) Wprowadzić regulacje i zmiany w polityce nadzorczej umożliwiające inwestycje w private equity i w obligacje finansujące projekty infrastrukturalne.
- c) Znieść opłatę od składki (pod warunkiem zniesienia opłaty od składki pobieranej przez ZUS, wynoszącej obecnie 0,8%). Ustanowienie czytelnego dla przeciętnego Polaka systemu opłat poprzez pozostawienie tylko jednego rodzaju opłaty od aktywów.
- d) Znieść minimalną stopę rentowności określaną w odniesieniu do średniej rentowności wszystkich OFE, ustalając jednocześnie zewnętrzny benchmark i wprowadzić uzależnienie opłaty za zarządzanie od rentowności osiągniętej przez OFE w relacji do benchmarku.
- e) Wykorzystać benchmark jako instrument do wpływania na strukturę portfela OFE: w benchmarku rosnać powinien udział obligacji infrastrukturalnych, nieskarbowych papierów dłużnych oraz instrumentów private equity, spadać powinien udział obligacji skarbowych.

PROPOZYCJE DO ROZWAŻENIA

4. Wprowadzić regulacje umożliwiające wypłaty emerytur ze środków OFE

Naszym zdaniem propozycja „renty dożywotniej” zawarta w raporcie profesorów Wojciecha Otto i Mariana Wiśniewskiego „*Wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych OFE*” z 18 lutego 2013 r. (dostępnym na stronie internetowej Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego) spełnia akceptowalne warunki wypłaty emerytur zgodne z celami utworzenia filaru kapitałowego i może być podstawą do opracowania regulacji w tym zakresie.



Kontakt

Stefan Kawalec	skawalec@capitalstrategy.pl	+48-601-29-39-85
Marcin Gozdek	mgozdek@capitalstrategy.pl	+48-601-90-98-98

Capital Strategy Sp. z o.o. Sp. k.
Al. Jerozolimskie 65/79
00-697 Warszawa

Tel. +48-22-630-57-57
www.capitalstrategy.pl

Dziękujemy za uwagę