

# Czy zmiany na rynku OFE idą w dobrym kierunku?





#### **Autor:**

**Dariusz Stańko** posiada tytuł doktora ekonomii Uniwersytetu Osaka (2004) oraz Szkoły Głównej Handlowej (2006). Jest adiunktem w Katedrze Ubezpieczenia Społecznego w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. W latach 2008-2009 był dyrektorem Departamentu Analiz Ekonomicznych i Prognoz w Ministerstwie Pracy i Polityki Społecznej. Obecnie doradza także prezes Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych w zakresie analiz ekonomicznych i spraw międzynarodowych.

Dariusz Stańko uczestniczył w pracach nad utworzeniem systemu wielofunduszowego oraz wypłat emerytur w Polsce. Brał także udział w projektach badawczych Banku Światowego, OECD oraz IGTE. Obecnie jest zaangażowany w prace tzw. Grupy Sofijskiej utworzonej w 2006 r. przez stowarzyszenia emerytalne z ośmiu krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Prowadzi wykłady na temat systemów emerytalnych, otwartych funduszy emerytalnych, zarządzania ryzykiem oraz ubezpieczenia społecznego

*Raport zawiera tezy odzwierciedlające osobiste poglądy autora*

*Raport przygotowano dzięki wsparciu finansowemu z Fundacji im. S. Batorego w ramach Działań Strażniczych „Monitoring reformy emerytalnej”*

opracowanie graficzne i skład: *manfolio*

Warszawa, czerwiec 2010

[www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)

Sponsor strategiczny FOR



Synteza	2
1. Obowiązkowość uczestnictwa w OFE	4
1.1. Jak jest dzisiaj?	4
1.2. Co się proponuje?	4
1.3. Jakie mogą być konsekwencje dobrowolnego przenoszenia środków z OFE do ZUS?	
2. Wypłata oszczędności zgromadzonych w OFE	6
2.1. Jak jest dzisiaj?	6
2.2. Co się proponuje?	6
2.3. Jakie mogą być konsekwencje wprowadzenia dobrowolności wypłaty środków zgromadzonych w OFE?	8
3. Wysokość składki przekazywanej do OFE	12
3.1. Jak jest dzisiaj?	12
3.2. Co się proponuje?	12
3.3. Jakie mogą być konsekwencje zmniejszenia składki emerytalnej z 7,3 do 3 proc.?	13
4. Ilościowe i jakościowe limity inwestycyjne OFE	17
4.1. Jak jest dzisiaj?	17
4.2. Co się proponuje?	18
4.3. Dlaczego warto wprowadzić zmiany w zakresie polityki inwestycyjnej OFE?	20
5. Benchmarki i system motywacyjny PTE	21
5.1. Jak jest dzisiaj?	21
5.2. Co się proponuje?	22
5.3. Dlaczego warto wprowadzić zmiany benchmarków OFE?	22
6. Wielofunduszowość	23
6.1. Jak jest dzisiaj?	23
6.2. Co się proponuje?	23
6.3. Dlaczego warto wprowadzić system wielofunduszowy?	24
7. Opłaty pobierane przez PTE	25
7.1. Jak jest dzisiaj?	25
7.2. Jakie konsekwencje miałyby dalsze obniżanie opłat pobieranych przez PTE?	26
Bibliografia	27

## Synteza

- Obecne propozycje zmian w systemie emerytalnym przedstawiane przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej nie będą korzystne dla członków OFE. Redukcja wysokości składki do OFE zmniejszy oczekiwaną wysokość emerytur z uwagi na rezygnację z premii za ryzyko, którą można uzyskać inwestując długoterminowo na rynku kapitałowym. Niższa składka do OFE poprawi stan finansów publicznych jedynie w krótkiej perspektywie, gdyż część długu emerytalnego, który istnieje bez względu na to, jakie są proporcje podziału składek kierowanych do ZUS i OFE zostanie ukryta w ZUS. Ten dług trzeba będzie jednak spłacić w przyszłości, prawdopodobnie z wyższych podatków płaconych przez kolejne pokolenia.
- Skierowanie części składki kapitałowej do FUS zmniejsza bezpieczeństwo przyszłych emerytów. Zwiększa się ryzyko, że w przyszłości, na skutek niekorzystnych zmian demograficznych, państwo nie będzie w stanie honorować swoich zwiększonych zobowiązań emerytalnych, które dzisiaj zaciąga wobec pracujących, którzy wpłacają swoje składki do ZUS. Wzrośnie zatem ryzyko demograficzne i polityczne związane z niewypłacalnością systemu repartycyjnego.
- Zredukowanie strumienia składek napływających do OFE oznacza zmniejszenie roli funduszy jako inwestorów instytucjonalnych oraz pogorszenie możliwości finansowania ważnych projektów infrastrukturalnych i prywatyzacyjnych rządu. Tempo rozwoju polskiego rynku kapitałowego może zatem ulec spowolnieniu, podobnie jak wzrost gospodarczy.
- Ministerstwo proponuje także możliwość swobodnego przenoszenia środków emerytalnych z OFE do ZUS dla osób w wieku przedemerytalnym. W ten sposób unika konieczności tworzenia nowej kategorii funduszy bezpiecznych na rynku OFE. Jednakże zmiana taka nie gwarantuje ochrony ubezpieczonych przed ryzykiem inwestycyjnym. W przypadku wystąpienia kryzysu finansowego osoby, które będą chciały przenieść środki do ZUS nie są bowiem chronione przed gwałtownym spadkiem wartości aktywów zgromadzonych w OFE. Propozycja ta ma charakter fiskalny, gdyż oszczędności tych ubezpieczonych wpłacone do ZUS będą stanowiły „szybką pożyczkę” dla budżetu państwa.
- Swoboda dysponowania nadwyżką środków w OFE jest propozycją mającą zwiększyć atrakcyjność proponowanego pakietu zmian w oczach zwykłego obywatela. Gdyby jednak państwo rzeczywiście chciało dać mu większą swobodę dysponowania składką emerytalną kosztem niższej ochrony emerytalnej, to po prostu należałoby obniżyć obowiązkową składkę emerytalną. Ubezpieczeni mieliby możliwość dysponowania częścią swoich składek emerytalnych już teraz, a nie po kilkudziesięciu latach. W obecnym kształcie możliwość przeznaczania części oszczędności systemu OFE na cele nie emerytalne oznacza zwiększenie ryzyka ubóstwa w późnej fazie starości i kolejne obciążenie przyszłych podatników kosztami transferów socjalnych.
- Ministerstwo nie podejmuje działań w obszarach priorytetowych, które są rzeczywiście istotne dla dobrobytu przyszłych emerytów. Od dłuższego już czasu zgłaszane są przez rynek oraz ekspertów propozycje zmian, które mają poprawić warunki funkcjonowania OFE, a tym samym zwiększyć przyszłe emerytury. Istnieje szereg propozycji dotyczących usprawnienia sposobu oceny wyników PTE i systemu opłat wiążącego przychody OFE z wynikami funduszy oraz zmiany portfeli odniesienia (benchmarków), jak również zwiększenia efektywności inwestycji poprzez unowocześnienie limitów inwestycyjnych.

- Propozycje te są jednak ignorowane – nie są one nawet przedmiotem dyskusji. Mimo zapowiedzi rządu i MPiPS, nic nie dzieje się w tym obszarze, mimo wypracowania przez Grupę Roboczą ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów OFE bardzo szczegółowych rozwiązań. Zwieszenie limitów inwestycyjnych OFE jest niezbędnym warunkiem podwyższenia długoterminowych stóp zwrotu, które mają największy wpływ na poziom przyszłych świadczeń emerytalnych.
- Kilka lat temu przerwano prace nad lepszym dostosowaniem portfeli inwestycyjnych OFE do wieku klientów (tzw. systemem multifunduszy), w efekcie czego Polska jest już pod tym względem bardzo zapóźniona w stosunku do swoich sąsiadów (Węgry, Szwecja, Słowacja, Litwa, Łotwa, Estonia). Brak funduszy konserwatywnych uniemożliwił zmniejszenie strat finansowych wywołanych przez kryzys finansowy z 2008 r. w aktywach emerytalnych osób przechodzących obecnie i w najbliższym czasie na emeryturę. Efekty braku funduszy agresywnych będą z kolei widoczne dopiero za kilkadziesiąt lat, w momencie przechodzenia na emeryturę dzisiaj młodych członków OFE. Z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że ich świadczenia emerytalne będą niższe, niż gdyby zastosowano inwestowanie w cyklu życia.

## 1. Obowiązkowość uczestnictwa w OFE

### 1.1. Jak jest dzisiaj?

*Nowy system emerytalny w Polsce objął obowiązkowo wszystkie osoby urodzone po 1948 roku, z wyłączeniem wybranych grup zawodowych (głównie rolników, pracowników służb mundurowych, sędziów, prokuratorów i górników).*

Nowy system emerytalny wprowadzony w Polsce w 1999 roku objął obowiązkowo wszystkie osoby urodzone po 1948 roku, z wyłączeniem wybranych grup zawodowych (głównie rolników, pracowników służb mundurowych, sędziów, prokuratorów i górników). Ideą nowego systemu jest gromadzenie składek emerytalnych na indywidualnych kontach, które są prowadzone w ZUS i w OFE. Do OFE musiały przystąpić wszystkie osoby urodzone po 1968 roku. Ich składki emerytalne są dzielone pomiędzy indywidualne konto emerytalne w ZUS (12,22 proc. podstawy) i w OFE (7,3 proc. podstawy). Osoby urodzone w latach 1949-1968 miały możliwość wyboru czy chcą, aby ich składki emerytalne trafiały wyłącznie na konta emerytalne w ZUS, czy też – identycznie jak w przypadku osób urodzonych po 1968 roku – były dzielone pomiędzy konta emerytalne w ZUS i OFE. Ponad połowa z tych osób przystąpiła do OFE, a w efekcie ich składki są dzielone pomiędzy dwa konta emerytalne.

### 1.2. Co się proponuje?

*MPIPS proponuje możliwość przeniesienia środków z OFE do FUS na 5 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego.*

W styczniu 2010 roku MPiPS zaproponowało<sup>1</sup>, aby członkowie OFE, którzy mają nie więcej niż 5 lat do osiągnięcia wieku emerytalnego mogli wystąpić z funduszu, a całość lub część zgromadzonych tam środków przenieść do FUS. Propozycja ta jest próbą rozwiązania problemu braku funduszu konserwatywnego dla osób zbliżających się do wieku emerytalnego oraz problemu wypłat emerytur kapitałowych.

### 1.3. Jakie mogą być konsekwencje dobrowolnego przenoszenia środków z OFE do ZUS?

Możliwość przenoszenia środków z OFE do ZUS przez osoby w wieku przedemerytalnym nie zabezpieczy ich przed ryzykiem inwestycyjnym

*Możliwość dobrowolnego przenoszenia środków z OFE do ZUS rodzi ryzyko błędnego określenia nie tylko kwoty, ale przede wszystkim momentu dokonania transferu.*

Umożliwienie członkom OFE przeniesienia do ZUS części lub całości środków zgromadzonych w funduszu emerytalnym rodzi ryzyko błędnego wyboru nie tylko wysokości tych kwot, ale przede wszystkim momentu dokonania takiego transferu. Dobrowolność w przenoszeniu środków z OFE do ZUS nie zapewni osobom w wieku przedemerytalnym bezpieczeństwa ich oszczędności zgromadzonych w OFE. Doświadczenia z rynków finansowych, w tym także polskiego rynku dobrowolnych funduszy inwestycyjnych, wskazują na to, że wiele osób sprzedaje swoje aktywa w okolicach dna bessy, czyli w najgorszym możliwym momencie.

*Racjonalna decyzja o przeniesieniu środków z OFE do ZUS wymaga umiejętności oceny sytuacji na rynku finansowym.*

Podjęcie przez ubezpieczonych racjonalnych decyzji odnośnie przeniesienia środków z OFE do ZUS jest obarczone dużym ryzykiem. Wymaga bowiem od nich analizy nie tylko obecnych i przyszłych stóp zwrotu oraz sytuacji na rynku finansowym, ale także szacunku przyszłych wskaźników waloryzacji składek w ZUS. Decyzja ta oznacza także rezygnację z przywileju dziedziczenia środków zgromadzonych w OFE na rzecz „bezpiecznej” indeksacji w ZUS.

<sup>1</sup> Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy z dnia 6 stycznia 2010 r., Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej.

Wprowadzenie możliwości wcześniejszego przeniesienia środków zgromadzonych w OFE do ZUS może prowadzić do wzrostu kosztów związanych z koniecznością sprzedaży aktywów na żądanie uczestników (z reguły w momentach niskiej wyceny na rynku finansowym) lub obniżenie rentowności lokat funduszy na skutek konieczności utrzymywania wyższych rezerw na płynność.

Propozycja MPiPS to kopia pomysłu wprowadzonego kilka lat temu w innych krajach regionu, w których przeprowadzono podobną do polskiej reformę emerytalną.

Na Słowacji od początku 2008 roku już dwukrotnie umożliwiono ubezpieczonym przejście z kapitałowego systemu do systemu repartycyjnego. W obu przypadkach (od stycznia do czerwca 2008 roku oraz od listopada 2008 roku do czerwca 2009 roku) odpływ z funduszy emerytalnych nie przekroczył więcej niż 5 proc. ubezpieczonych. Od 2008 r. osoby, które wchodzi na rynek pracy po raz pierwszy, muszą zdecydować o tym, czy chcą przystąpić do systemu kapitałowego. W przypadku braku takiego oświadczenia są one automatycznie przydzielane wyłącznie do systemu repartycyjnego.

Na Węgrzech w 2009 roku osobom w wieku powyżej 52 lat (czyli 10 lat przed wiekiem emerytalnym) umożliwiono rezygnację z kapitałowej części systemu emerytalnego i całkowite przejście do repartycyjnej części systemu. Aż 60 proc. uprawnionych zdecydowało się na taką zmianę. Ponieważ przenoszenie środków miało miejsce w okresie bessy, osoby te straciły ok. 25 proc. swoich aktywów zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Przechodząc do repartycyjnej części systemu emerytalnego osoby te pozbawiły się możliwości odrobienia strat powstałych na skutek spadku cen aktywów w okresie kryzysu finansowego<sup>2</sup>.

*Na Węgrzech osoby, które zdecydowały się na przeniesienie środków z kapitałowej do repartycyjnej części systemu emerytalnego straciły ok. 25 proc. swoich aktywów.*

Można oczekiwać, że w Polsce skala przechodzenia z OFE do ZUS po ewentualnym wprowadzeniu możliwości rezygnacji z członkostwa w OFE będzie równie umiarkowana jak na Słowacji. Dotychczasowe wyniki badań opinii publicznej wskazują, że system repartycyjny zarządzany przez ZUS jest mniej atrakcyjny od OFE. Jedynie 10 proc. członków OFE wolałoby system emerytalny zarządzany wyłącznie przez ZUS, 38 proc. wybrałoby oszczędzanie wyłącznie w OFE, a 39 proc. chciałoby pozostać przy obecnym sposobie podziału składki (Pentor, czerwiec 2009). Niewielkie zainteresowanie ewentualną możliwością przenoszenia środków z OFE do ZUS może wynikać z niskiego zainteresowania członków OFE wynikami inwestycyjnymi uzyskiwanymi przez poszczególne fundusze.

*Jedynie 10 proc. członków OFE wolałoby system emerytalny zarządzany wyłącznie przez ZUS*

Możliwość rezygnacji z OFE i gromadzenia składek emerytalnych wyłącznie w FUS zmniejsza ryzyko ponoszenia ewentualnych strat na rynku finansowym na skutek spadających cen aktywów, ale jedynie w krótkim okresie. Ochrona przed ryzykiem rynkowym w repartycyjnym funduszu w ZUS jest niepełna. Tempo indeksacji zobowiązań emerytalnych na indywidualnych kontach emerytalnych w ZUS jest proporcjonalne do dynamiki wzrostu funduszu płac. Tymczasem, każdy długotrwały lub znaczący kryzys finansowy ogranicza tempo wzrostu wynagrodzeń i zmniejsza wielkość zatrudnienia, choć te konsekwencje zazwyczaj uwidaczniają się z pewnym opóźnieniem. Repartycyjna część systemu emerytalnego nie jest zatem wolna od ryzyka rynkowego. Wprawdzie zobowiązania emerytalne na kontach w ZUS nie są narażone na realny spadek wartości<sup>3</sup>, ale spadek przychodów składkowych do FUS wywołany kryzysem gospodarczym powoduje deficyt w systemie i wymaga zwiększenia dotacji budżetowej. Ostatecznie ryzyko wypłacalności repartycyjnej części systemu emerytalnego bazuje na przymusie państwa do nałożenia i ściągnięcia podatków od dzisiejszych i przyszłych podatników.

*Repartycyjna część systemu emerytalnego nie jest wolna od ryzyka rynkowego.*

2 Informacja Pana Tibora Párniczky'ego, korespondencja prywatna, kwiecień 2010 r.

3 Zgodnie z art. 25 ust. 4 Ustawy z dnia 17 grudnia 1998 r. o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (Dz.U. 1998 nr 162 poz. 1118 z późn. zm.).

*Inwestowanie części składek emerytalnych w akcje zwiększa oczekiwaną stopę zwrotu na skutek wykorzystania długoterminowej premii za ryzyko.*

*Gromadzenie wszystkich składek wyłącznie na jednym indywidualnym koncie emerytalnym jest nieefektywne.*

*Środki zgromadzone w OFE mogą być obecnie wypłacane ubezpieczonym dopiero po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego.*

*Na początku reformy emerytalnej zakładano, że środki zgromadzone w OFE będą wypłacane w formie emerytury dożywotniej przez zakłady emerytalne.*

*W 2006 roku MPiPS zaproponowało powołanie specjalnego funduszu państwowego do wypłaty świadczeń emerytalnych zakupionych z oszczędności zgromadzonych w OFE.*

### Rezygnacja z członkostwa w OFE pozbawia ubezpieczonych możliwości osiągnięcia wyższych emerytur

Rezygnacja z przekazywania środków do OFE zwiększa ryzyko uzyskania przez osoby obecnie pracujące niższych emerytur niż osób, które część swoich oszczędności emerytalnych – za pośrednictwem OFE – pomnaża na rynku kapitałowym. Inwestowanie części składek emerytalnych w akcje zwiększa oczekiwaną stopę zwrotu na skutek wykorzystania długoterminowej premii za ryzyko. W długim okresie stopy zwrotu z inwestycji w akcje przewyższają stopy zwrotu z obligacji, a zmienność realnych stóp zwrotu z akcji jest niższa od stóp zwrotu z obligacji (por. np. Siegel, 2008).

Możliwość rezygnacji z członkostwa w OFE jest niezgodna z przyjętą przez twórców reformy emerytalnej koncepcją dywersyfikacji źródeł finansowania emerytur. Przyszłe świadczenia miały pochodzić z dwóch różnych kont emerytalnych, które nie konkurują ze sobą, ale się wzajemnie uzupełniają. Reakcja dwóch kont emerytalnych na wstrząsy makroekonomiczne jest względem siebie przesunięta w czasie. Takie rozwiązanie pozwala na ustabilizowanie wysokości przyszłych emerytur. Z tego powodu gromadzenie wszystkich składek wyłącznie na jednym indywidualnym koncie emerytalnym jest nieefektywne.

## 2. Wypłata oszczędności zgromadzonych w OFE

### 2.1. Jak jest dzisiaj?

Środki zgromadzone w OFE mogą być wypłacane ubezpieczonym dopiero po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego. Przyjęta w 2008 roku ustawa o emeryturach kapitałowych przewiduje dwie formy wypłat: okresową emeryturę kapitałową dla kobiet w wieku 60-64 lata oraz dożywotnią emeryturę kapitałową dla osób w wieku co najmniej 65 lat.

Okresowe emerytury kapitałowe są wypłacane przez OFE. Wciąż nie ustalono jednak kto i na jakich zasadach będzie wypłacał dożywotnie emerytury kapitałowe.

### 2.2. Co się proponuje?

Od początku reformy emerytalnej w Polsce trwa dyskusja dotycząca docelowego kształtu rynku wypłat dożywotnich emerytur kapitałowych. Tworząc nowy system emerytalny zakładano, że po osiągnięciu wieku emerytalnego środki zgromadzone w OFE będą wypłacane w formie emerytury dożywotniej przez zakłady emerytalne. Projekt ustawy przewidujący utworzenie tych instytucji z 1998 roku przewidywał, że opłata pobierana przez zakłady emerytalne nie będzie mogła przekraczać 7 proc. wartości wypłacanych świadczeń. Ustawa o zakładach emerytalnych nie została jednak uchwalona, głównie z powodu zarzutu odnośnie tego, że proponowane opłaty są zbyt wysokie.

W 2006 roku MPiPS przedstawiło projekt powołania specjalnego funduszu państwowego do wypłaty świadczeń emerytalnych zakupionych z oszczędności zgromadzonych w OFE. Fundusz ten miał być prowadzony przez ZUS w zakresie zarówno administracyjnej obsługi wypłat, jak zarządzania ryzykiem inwestycyjnym i ryzykiem długowieczności. Świadczenia wypłacane z II filaru miały być ustalane poprzez podzielenie kwoty wpłaconych do funduszu środków z OFE przez dalsze oczekiwane trwanie życia danej osoby. Świadczenia byłyby zatem zróżnicowane w zależności od płci. Projekt przewidywał ponadto waloryzację emerytur na podstawie mechanizmu udziału w zyskach inwestycyjnych.



Projekt utworzenia wyłącznie jednego, państwowego zakładu emerytalnego został poddany silnej krytyce (m.in. przez IGTE, 2006 i Stańko 2007) z uwagi na wysokie ryzyko polityczne, koncentrację ryzyka demograficznego i odejście od podstawowych zasad reformy emerytalnej polegającej na częściowej prywatyzacji systemu emerytalnego i umożliwieniu ubezpieczonym dokonywania wyboru podmiotów zarządzających oszczędnościami (OFE) i wypłacających świadczenia.

Przyjęta w 2008 roku ustawa o emeryturach kapitałowych przewiduje dwie formy wypłat: okresową emeryturę kapitałową dla kobiet w wieku 60-64 lata oraz dożywotnią emeryturę kapitałową dla osób w wieku co najmniej 65 lat. Oba produkty są świadczeniami indywidualnymi, tak samo jak emerytura wypłacana ze środków gromadzonych na koncie w ZUS. Ustawa ta nie przewiduje wypłaty w formie emerytury małżeńskiej. Zabezpieczeniem wdów i wdowców ma być renta w wysokości 85 proc. wartości świadczenia emerytalnego z OFE i ZUS, finansowana ze składek rentowych wpłacanych do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W uzasadnieniu do ustawy stwierdzono, że emerytury dożywotnie będą nie tylko wyższe niż inne produkty emerytalne, ale także prostsze i łatwiejsze do zrozumienia przez uczestników rynku, co jest szczególnie ważne w przypadku asymetrii informacyjnej występującej między klientem a sprzedawcą. Ponadto, w wypłacie emerytur z FUS wariant świadczenia dla małżeństwa nie występuje. Zarówno emerytura okresowa, jak i dożywotnia są kalkulowane w oparciu o wspólne tablice trwania życia. Wynika to z ustawodawstwa unijnego, nakazującego równe traktowanie kobiet i mężczyzn w dziedzinie zabezpieczenia społecznego.

Produkty emerytalne nie będą posiadać okresu gwarantowania wypłat, ani gwarancji waloryzacji co najmniej o poziom inflacji. W przypadku dożywotnich emerytur kapitałowych przewidziano jednak istnienie mechanizmu malejącego ubezpieczenia wpłaconej składki jednorazowej. Jeśli zgon ubezpieczonego nastąpi w przeciągu 3 lat od zawarcia kontraktu z zakładem emerytalnym, jego spadkobiercom przysługuje zwrot składki w wysokości 1/37 jej wartości za każdy miesiąc pozostający do upływu tego terminu. W przypadku emerytury dożywotniej, obowiązywać miał mechanizm udziału w zyskach inwestycyjnych (co najmniej 90% tej wartości miało być przeznaczane na zakup dodatkowej renty dożywotniej, podnoszącej tym samym wysokość świadczenia).

W 2008 roku Sejm uchwalił także ustawę o funduszach dożywotnich emerytur kapitałowych (FDEK), jednak z powodu weta prezydenta nie weszła ona w życie. Ustawa ta przewidywała utworzenie prywatnych zakładów emerytalnych z możliwością dodatkowego powołania państwowego zakładu emerytalnego. Zakłady emerytalne miały być oddzielnymi osobami prawnymi o minimalnym kapitale zakładowym w wysokości 75 mln zł, a od 2019 roku w wysokości 100 mln zł. Przychodami zakładów miały być opłaty za zarządzanie funduszem dożywotnich emerytur kapitałowych, nie większe niż 3,5 proc. wypłacanych świadczeń.

Za utworzeniem oddzielnym instytucji do zarządzania wypłatami, zamiast powierzenia tego zadania istniejącym już towarzystwom ubezpieczeń na życie, przemawiała konieczność zapewnienia polskiego nadzoru nad działalnością FDEK. Obawiano się, że z momentem wejścia w życie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady UE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej SOLVENCY II {SEC(2007) 870}, instytucje ubezpieczeniowe znalazłyby się w praktyce poza obszarem polskiego nadzoru finansowego.

Ustawa o funduszach dożywotnich emerytur kapitałowych została zawetowana w styczniu 2009 roku przez prezydenta z uwagi na niedostateczne zabezpieczenie interesów emerytów (brak gwarancji inflacyjnej), zbyt wysoką opłatę za zarządzanie dla zakładów emerytalnych, zbyt niską kwotę wpłat na Fundusz Gwarantowanych Dożywotnich Emerytur Kapitałowych (0,1 proc. aktywów) oraz brak przepisu obligującego utworzenie państwowego zakładu emerytalnego.

*W 2008 roku ustalono jedynie dwie formy wypłat środków z OFE: okresową emeryturę kapitałową dla kobiet w wieku 60-64 lata oraz dożywotnią emeryturę kapitałową dla osób co najmniej 65 lat.*

*W 2008 roku prezydent zawetował ustawę przewidującą utworzenie prywatnych zakładów emerytalnych z możliwością dodatkowego powołania państwowego zakładu emerytalnego.*

*W 2010 roku MPiPS zaproponowało, aby osoby w wieku 65 lat i więcej mogły wypłacić z OFE zgromadzone środki w postaci wypłaty jednorazowej, albo w ratach za pośrednictwem IKE.*

W styczniu 2010 roku MPiPS zaproponowało<sup>4</sup>, aby członkowie OFE, którzy osiągną 65 lat mogli wypłacić z OFE zgromadzone środki w postaci wypłaty jednorazowej, albo w ratach (w ciągu dziesięciu lat) za pośrednictwem rachunku IKE. Ministerstwo proponuje możliwość wypłaty:

- wszystkich środków z OFE w przypadku, gdy kwota środków zgromadzona na koncie emerytalnym w ZUS pozwala na dożywotnią wypłatę świadczenia w wysokości dwukrotności najniższej emerytury, lub
- części środków z OFE w przypadku, gdy kwota środków zgromadzona na koncie emerytalnym w ZUS nie jest wystarczająca do otrzymywania dwukrotności najniższej emerytury; w tym wypadku część środków z OFE miałaby być przesyłana do funduszu emerytalnego wyodrębnionego w ZUS jako tzw. składka jednorazowa, a swobodnej wypłacie z OFE podlegałyby tylko nadwyżka ponad tę składkę;

W podobnym tonie wypowiadają się też J. K. Bielecki, szef Rady ds. Gospodarki przy Premierce RP, który zasugerował utworzenie instytucji typu „ZUS-bis”, zajmującej się zarządzaniem aktywami stanowiącymi rezerwy na wypłaty świadczeń emerytalnych z filara kapitałowego. Ubezpieczony przenosiłby swój kapitał emerytalny do specjalnego subfunduszu w ZUS i miałby ustaloną wartość świadczenia na podstawie specjalnych tablic trwania życia. Wpłacone środki zarządzane byłyby przez firmy zewnętrzne (Marczuk, 2010).

### **2.3. Jakie mogą być konsekwencje wprowadzenia dobrowolności wypłaty środków zgromadzonych w OFE?**

Dobrowolność w dysponowaniu środkami zgromadzonymi w OFE obarczy osoby kończące aktywność zawodową koniecznością podejmowania decyzji, od których bezpośrednio zależy wysokość ich przyszłych świadczeń

*Większość przyszłych emerytów nie jest przygotowana do podejmowania decyzji odnośnie długości okresu, w którym powinni wykorzystać środki w OFE.*

Większość przyszłych emerytów nie jest przygotowana do podejmowania decyzji odnośnie długości okresu, w którym powinni wykorzystać środki w OFE. Propozycja MPiPS zakłada racjonalność decyzji jednostek odnośnie samodzielnego zabezpieczenia na starość. Ludzie na całym świecie mają problemy z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych w warunkach niepewności<sup>5</sup>, w tym w szczególności z właściwym oszacowaniem długości trwania życia i wysokości spodziewanych kosztów życia na emeryturze w stosunku do obecnych zarobków. Większość osób szacuje, że okres ich życia na emeryturze będzie znacznie krótszy niż się później okazuje w rzeczywistości. Obserwuje się występowanie zjawiska „niespójności czasowej preferencji” polegającego na podejmowaniu błędnych decyzjach dotyczących oszczędności – z reguły są one za niskie w stosunku do przyszłych potrzeb. Badania na rynku amerykańskim wykazały, iż 2/3 respondentów podawało zaniżone szacunki długości trwania życia na emeryturze (Metlife Institute, 2003, za: Blake, 2006).

*Większość osób szacuje, że okres ich życia na emeryturze będzie znacznie krótszy niż się później okazuje w rzeczywistości.*

Możliwość wykorzystania części lub całości środków zgromadzonych w OFE na cele inne niż dożywotnia emerytura zmniejsza zabezpieczenie emerytów przed ryzykiem długowieczności, a w efekcie zwiększa ryzyko ubóstwa osób starszych

<sup>4</sup> Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy z dnia 6 stycznia 2010 r. (MPiPS, 2010).

<sup>5</sup> Temat ten jest przedmiotem badań finansów behawioralnych. Na temat psychologicznych ograniczeń decyzji jednostek na rynku emerytalnym zobacz np. krótki przegląd w: Stańko (2008: 844-848).

W 2008 roku prawdopodobieństwo dożycia 90 lat przez osobę 65-letnią wynosiło 28 proc. dla mężczyzn i 48 proc. dla kobiet<sup>6</sup>. Obecnie relacja dwukrotności emerytury minimalnej do przeciętnego wynagrodzenia wynosi ok. 42-44 proc., ale w kolejnych latach – zgodnie z prognozami MPiPS – będzie systematycznie spadać. Przykładowo, w latach 2040-2050 relacja ta obniży się do ok. 20-25 proc. przeciętnej płacy.

W miarę starzenia się obecnych i przyszłych emerytów obserwuje się wzrost wydatków na leki, opiekę medyczną i długoterminową opiekę pielęgnacyjną. Wcześniejszego wykorzystanie części lub całości oszczędności zgromadzonych w OFE na inne cele niż emerytura może prowadzić do drastycznego obniżenia standardu życia przyszłych emerytów. W takiej sytuacji przyszli emeryci po ok. 10 latach od momentu odejścia z rynku pracy doświadczą silnego spadku ich miesięcznych dochodów do dyspozycji.

Przy niskim poziomie oszczędności dobrowolnych, istnieje znaczące ryzyko, że w przyszłości finansowanie potrzeb dużej części emerytów (np. wydatków na leki) będzie kolejnym obciążeniem dla finansów publicznych w postaci np. dodatkowej waloryzacji świadczeń emerytalnych lub zwiększonych wydatków na pomoc społeczną.

#### Możliwość dysponowania nadwyżką środków zgromadzonych w OFE ponad dwukrotność emerytury osłabi bodźce mężczyzn do dłuższej aktywności zawodowej

Rezygnacja z wypłat w postaci renty dożywotniej tworzy zachętę dla ubezpieczonych do szybszego wykorzystania środków zgromadzonych w OFE. Tę zachętę odczują najsilniej mężczyźni, którzy żyją przeciętnie krócej niż wynika z tablic oczekiwanego trwania życia wspólnych dla obu płci. Zastosowanie tych tablic spowoduje, że ich świadczenie z kapitałowej części systemu emerytalnego będzie niższe w porównaniu do świadczenia wyliczonego na podstawie podzielenia środków zgromadzonych przez nich w OFE przez rzeczywistą oczekiwaną długość ich życia.

#### Możliwość dysponowania nadwyżką środków zgromadzonych w OFE jest niezgodna z logiką obowiązkowego systemu emerytalnego

Możliwość dysponowania nadwyżką środków zgromadzonych w OFE przez ubezpieczonych jest niespójna z obowiązkowym charakterem uczestnictwa w powszechnym systemie emerytalnym. Jeśli część oszczędności emerytalnych mogłaby być wykorzystana na dowolny cel, powstaje pytanie dlaczego nie proponuje się obniżenia obowiązkowej składki na ubezpieczenie emerytalne. Logiczną konsekwencją wprowadzenia takiej dobrowolności powinno być obniżenie wysokości obowiązkowej składki emerytalnej.

Od strony ekonomicznej, pomysł „uwolnienia” obywateli od wysokiej obowiązkowej składki emerytalnej i nadania im większej swobody w dysponowaniu swoimi środkami, nie wzbudza istotnych zastrzeżeń, ale pod warunkiem przyjęcia następujących założeń:

- po pierwsze – że ludzie są racjonalni w swoich decyzjach i w związku z tym, że ich działania dotyczące materialnego zabezpieczenia starości będą co najmniej równie efektywne, jak działania podejmowane w ich imieniu w obecnym bazowym systemie emerytalnym;

*Za 30-40 lat relacja dwukrotności emerytury minimalnej do przeciętnego wynagrodzenia obniży się z nieco ponad 40 proc. do ok. 20-25 proc.*

*Wcześniejszego wykorzystanie części lub całości oszczędności zgromadzonych w OFE na inne cele niż emerytura może prowadzić do drastycznego obniżenia standardu życia przyszłych emerytów.*

*Jeśli część oszczędności emerytalnych mogłaby być wykorzystana na dowolny cel, powstaje pytanie dlaczego nie proponuje się obniżenia obowiązkowej składki na ubezpieczenie emerytalne.*

<sup>6</sup> Obliczenia własne na podstawie Tablic trwania życia GUS z roku 2008, [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_tablice\\_trwania\\_zycia\\_1990-2008.xls](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_tablice_trwania_zycia_1990-2008.xls).

- po drugie – że istnieje odpowiednia infrastruktura finansowa jeśli chodzi o indywidualne oszczędzanie na emeryturę (czyli odpowiednio rozwinięte usługi finansowe, konkurencja między instytucjami, ochrona konsumenta itp.) oraz odpowiednie wsparcie ze strony państwa w obszarze edukacji finansowej swoich obywateli;
- po trzecie – że społeczeństwo na drodze umowy społecznej przyjmie do wiadomości, że odtąd państwo będzie zapewniać jedynie niezbędne minimum i że w przyszłości nie może oczekiwać od państwa pomocy w zakresie świadczeń emerytalnych (poza uzasadnionymi przypadkami losowymi).

Powyższe założenia nie są do końca spełnione nie tylko w przypadku Polski, ale również krajów o wyższym poziomie rozwoju gospodarczego i dłuższej historii funkcjonowania rynków finansowych. Istnieje dość bogata literatura wskazująca na problem niskiej wiedzy finansowej, a w polityce społecznej pojawił się już nawet termin wykluczenia finansowego (financial exclusion) jako negatywnej sytuacji, w której członek społeczeństwa nie może i nie umie korzystać z podstawowych usług rynku finansowego. Równocześnie, nawet osoby nie należące do biedniejszych grup społecznych mogą postępować w sposób wysoce nieracjonalny.<sup>7</sup>

*Zakres publicznego systemu emerytalnego wynika z jego celu społecznego, mającego generować społeczne korzyści, przy czym obowiązkowość zawsze rodzi także koszty społeczne, takie jak klin podatkowy.*

Przejście do systemu dobrowolnego wykorzystania środków z OFE może spowodować zmniejszenie poziomu zabezpieczenia emerytalnego osób, których wiedza finansowa będzie niewystarczająca lub osób, którym z różnych przyczyn się nie powiedzie. Równocześnie obecne propozycje zmniejszenia zaangażowania państwa w zabezpieczenie emerytalne obywateli nie uwzględniają faktu, iż wysoki poziom składki emerytalnej w Polsce wynika nie tylko z paternalistycznych ambicji państwa, ale także z zobowiązań emerytalnych pochodzących z przeszłości. Zakres publicznego systemu emerytalnego wynika z jego celu społecznego (Szumlicz 2005: 244; Góra 2003: 23-25), mającego generować społeczne korzyści, przy czym obowiązkowość zawsze rodzi także koszty społeczne, takie jak klin podatkowy (Góra, 2003: 31-36).

Ewentualne przejście do systemu zakładającego dowolność wykorzystania środków z OFE powinno być poprzedzone intensywną debatą społeczną, edukacją oraz działaniami mającymi na celu zwiększenie ochrony klienta oraz zwiększenie roli pracowniczych i indywidualnych form oszczędzania na starość.

#### Powierzenie zarządzania wypłatami emerytur dożywotnich instytucji publicznej wiąże się z wieloma zagrożeniami dla bezpieczeństwa wypłaty świadczeń

Ryzyko niższej efektywności instytucji publicznej odpowiedzialnej za wypłatę emerytur dożywotnich w porównaniu do szeregu instytucji prywatnych wynika z:

1. możliwości wystąpienia trudnych do uniknięcia nacisków politycznych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez ZUS (np. zachęty do finansowania długu budżetowego lub dokonywania inwestycji pożądaných społecznie, ale niekoniecznie korzystnych z punktu widzenia emeryta lub podatnika)
2. braku mechanizmu egzekwowania odpowiedzialności za podejmowane decyzje (w przypadku stanowisk nominowanych politycznie lub stanowisk podlegających wpływom politycznym)
3. gorszych mechanizmów motywacyjnych kadry zarządzającej i ograniczeń w naborze specjalistów związanych z systemem wynagrodzeń w sferze publicznej;

<sup>7</sup> Zob. np. literaturę dotyczącą decyzji inwestycyjnych (Zielonka 2008: 49-106; Nofsinger, 2006); emerytalnych (Blake 2006: 221-247; Stańko, 2008: 30-31), czy też transferów na rynkach kapitałowych funduszy emerytalnych (Stańko, 2009).

4. niekorzystnych efektów występowania monopolu (brak konkurencji w przypadku rynku zarówno prywatnego, jak i publicznego powoduje obniżenie efektywności działań (zob. KNUiFE 2004: 86), pogorszenie jakości usług i podniesienie cen (bezpośrednio na świadczeniobiorców lub na podatników);
  - koncentracji efektów potencjalnych błędów w szacowaniu ryzyka śmiertelności (w przypadku kilku instytucji błędy te miałyby tendencje do wzajemnego znoszenia się) – większe ryzyko dla podatników-gwarantów systemu;
  - konfliktu między poszczególnymi rolami państwa jako inwestora-akcjonariusza w obszarze ładu korporacyjnego, regulatora rynku finansowego i emitenta obligacji skarbowych będących głównym składnikiem portfela instytucji zarządzającej rentami dożywotnimi;
  - zbyt dużego rozmiaru pojedynczej instytucji finansowej i jej potencjalnie negatywnego wpływu na rynek kapitałowy z uwagi na oddziaływanie na ceny, czas realizacji transakcji oraz benchmark;
  - odwrotu od reformy emerytalnej – ponowne przejęcie przez państwo odpowiedzialności za emerytury i ograniczenie roli systemu kapitałowego stawia pod znakiem zapytania sens powierzania instytucjom prywatnym zarządzania oszczędnościami emerytalnymi Polaków w fazie akumulacji; w efekcie nastąpić może krok w stronę powrotu do systemu państwowego i ponowna koncentracja ryzyka emerytalnego (inwestycyjnego, długowieczności) na podatnikach, czego próbowano uniknąć 12 lat temu.

Ponadto, biorąc pod uwagę, że instrumenty bezpieczne, w tym dłużne papiery skarbowe, będą stanowiły zapewne główny składnik portfela inwestycyjnego instytucji zarządzającej rezerwami na pokrycie wypłaty emerytur dożywotnich, pojawia się istotna wątpliwość „(...) czy uzasadnione jest tworzenie odrębnego podmiotu (będącego faktycznie tylko pośrednikiem) nabywającego państwowe obligacje lub bony skarbowe – dużo tańsze byłoby np. bezpośrednio finansowanie deficytu kasy państwa przez przekazywanie pieniędzy emerytów do budżetu” (KNUiFE, 2004: 86-87).

Wskazuje się także na pewne zalety omawianego rozwiązania, które polegają na:

- braku konieczności podejmowania działań legislacyjnych, szczególnie w obszarze skomplikowanego mechanizmu finansów zakładów emerytalnych;
- oszczędnościach związanych z korzyściami skali działania jednej instytucji, rozwiązaniem problemu antyselekcji ryzyk oraz braku konieczności ponoszenia kosztów marketingowych (argumenty podnoszone przez autorów pierwotnego projektu oraz KNUiFE 2004: 85, por. Stańko, 2007);
- rozwiązaniu problemu małej liczby klientów w pierwszych latach funkcjonowania systemu oraz problemu nierównomiernego rozkładu płci, który mógłby się pojawić w przypadku systemu z wieloma instytucjami (argumenty podnoszone przez ekspertów krajowych, por. Stańko, 2007);
- bezpieczeństwie emerytur związane z bezpośrednią gwarancją Skarbu Państwa (wskazywali na to autorzy pierwotnego projektu);
- możliwości kształtowania polityki gospodarczej oraz osiągania celów innych niż emerytalne (np. cele społeczne, czy cele związane z rozwojem danego regionu);
- rozwiązaniu problemu gwarancji inflacyjnej wypłacanych świadczeń.

*Brak konieczności podejmowania działań legislacyjnych nie powinien być wyznacznikiem (przynajmniej pierwszorzędnym) dobrostanu społecznego.*

*Powierzenie wypłaty emerytur dożywotnich ZUS nie wyeliminuje problemów związanych niską efektywnością jego działań, ryzykiem politycznym i demograficznym.*

Do wyżej wymienionych zalet można zgłosić następujący komentarz. Brak konieczności podejmowania działań legislacyjnych nie powinien być wyznacznikiem (przynajmniej pierwszorzędnym) dobrostanu społecznego. Oszczędności związane z kosztami marketingowymi można by uzyskać także na rynku instytucji prywatnych poprzez wprowadzenie zakazu aktywnej akwizycji klientów. Oczywiście działania wymagałyby skomplikowanych zapisów ustawowych i zapewne nie przyniosły oszczędności kosztowych w takim samym stopniu, co wersja rynku publicznego. Problem nierównomiernego rozkładu płci został rozwiązany przez ekspertów krajowych w propozycji MPiPS z 2008 r. Gwarancje państwowe są z kolei związane z kosztami, tyle, że ponoszonymi niekoniecznie przez świadczeniobiorców (emerytów), lecz podatników. Istnieje bowiem możliwość stworzenia gwarancji inflacyjnej także na rynku prywatnym, jednakże jej koszt jest dość wysoki (w zależności od warunków ok. 20-30%, por. Stańko, 2008: 833), co powodować musiałyby znaczną redukcję wypłacanych świadczeń. Natomiast możliwość kształtowania polityki gospodarczej z użyciem środków emerytów stwarza zawsze pole do wystąpienia konfliktu interesów, co jest udokumentowane w wielu opracowaniach międzynarodowych (zob. Stańko, 2008).

Propozycje MPiPS przedstawione w styczniu 2010 roku są de facto powrotem w kierunku koncepcji resortu z 2006 roku. W przypadku powołania oddzielnej instytucji („ZUS-bis”), czy też powierzenia tych zadań samemu ZUS-owi nie uniknie się problemów związanych z obniżeniem efektywności działań, ryzykiem politycznym i demograficznym.

Argument o przewadze kosztowej ZUS nad OFE, podnoszony przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, nie wydaje się być prawdziwy, szczególnie od momentu ostatniej redukcji opłat. Obecnie koszty ZUS szacuje się między 2,44 proc. wartości składki (Góra, 2010) a 3,11 proc. (opinia min. Boniego, s. 7). Poziom transparentności tych kosztów w ZUS jest dużo niższy niż w OFE, bo z uwagi na szeroki zakres działania ZUS trudno jest wyodrębnić koszty związane tylko, i wyłącznie, z obsługą kapitałowego systemu emerytalnego. Powierzenie takich zadań ZUS lub nowej instytucji będzie wiązało się także z koniecznością stworzenia nowych struktur.

Wydaje się, że najlepszym rozwiązaniem byłaby próba powrotu do rozwiązań z 2008 r. z ewentualną korektą na wprowadzenie mechanizmu gwarancji inflacyjnej i związaną z tym emisję obligacji Skarbu Państwa indeksowanych wskaźnikiem inflacji oraz zaoferowanie możliwości zakupu dodatkowej opcji gwarantowania wypłaty świadczeń przez 5 lat.

### 3. Wysokość składki przekazywanej do OFE

#### 3.1. Jak jest dzisiaj?

Obecnie składka do powszechnego systemu emerytalnego wynosi 19,52 proc. wynagrodzenia brutto przy czym osoby, które przystąpiły do OFE wpłacają 7,3 pkt. proc. składki na konto emerytalne w OFE, a resztę – tj. 12,22 pkt. proc. składki – na konto emerytalne w ZUS.

#### 3.2. Co się proponuje i dlaczego?

W styczniu 2010 roku MPiPS zaproponowało trwałe obniżenie wysokości składki emerytalnej przekazywanej do OFE z 7,3 do 3,0 proc. podstawy. Argumentami za taką redukcją jest konieczność zmniejszenia „ryzyka cyklicznej utraty znaczącej części środków” w OFE w związku z „kaprysmi rynku finansowego” oraz ograniczenia „olbrzymiego zadłużenia Skarbu Państwa wynikającego z konieczności dofinansowywania środków na wypłatę dzisiejszych emerytur”.

*W 2010 roku MPiPS zaproponowało trwałe obniżenie wysokości składki emerytalnej przekazywanej do OFE z 7,3 do 3,0 proc. podstawy.*

Ministerstwo ocenia negatywnie dotychczasową efektywność inwestycyjną OFE, wysokie koszty związane z obsługą systemu (prowinne płacone przez klientów na rzecz PTE) oraz z obsługą długu publicznego powiększanego przez refundację składek do OFE.

Bardziej radykalną propozycję – całkowitej likwidacji OFE – zgłosiła prof. L. Oręziak. Oprócz wyżej przedstawionej argumentacji, ta profesor ekonomii wskazuje ponadto na to, iż oszczędzanie na emeryturę za pomocą rynków kapitałowych jest wystawianiem emerytów na „hazard”, a aktywa finansowe „są mało użyteczne do oszczędzania obliczonego na całe dziesięciolecie”. W opinii prof. L. Oręziak obecny system emerytalny nie tylko nie zwiększa bezpieczeństwa przyszłych emerytur, ale je drastycznie zmniejsza, przybliżając krach finansów publicznych. Z powyższych powodów, zdaniem prof. L. Oręziak, OFE należy całkowicie zlikwidować, bo wydatki państwa na OFE powodują konieczność redukcji innych ważnych wydatków publicznych m.in. na służbę zdrowia, domy dziecka czy policję. Zdaniem L. Oręziak likwidacja OFE zmniejszyłaby przyrost długu publicznego, bo ukryty dług emerytalny w ZUS nie wymaga natychmiastowej obsługi.

*Zdaniem prof. L. Oręziak, OFE należy całkowicie zlikwidować, bo wydatki państwa na OFE powodują konieczność redukcji innych ważnych wydatków publicznych m.in. na służbę zdrowia, domy dziecka czy policję.*

### 3.3. Jakie mogą być konsekwencje zmniejszenia składki emerytalnej z 7,3 do 3 proc.?

#### Redukcja składki do OFE nie rozwiąże problemu wysokiego deficytu finansów publicznych ani nie zwiększy efektywności systemu emerytalnego

Lektura uzasadnienia do projektu ustawy przewidującej redukcję składki do OFE sugeruje, że rzeczywistą intencją autorów projektu jest księgową poprawą stanu finansów publicznych i ograniczenie ryzyka przekroczenia przez dług publiczny progów ostrożnościowych zapisanych w ustawie o finansach publicznych. Zmniejszenie składki do OFE nie jest próbą rozwiązania najważniejszych problemów związanych z funkcjonowaniem systemu emerytalnego, takich jak zapewnienie bezpieczeństwa środków gromadzonych w OFE w każdym okresie aktywności zawodowej i zwiększanie efektywności pomnażania tych środków przez towarzystwa emerytalne.

*Zmniejszenie składki do OFE nie jest próbą rozwiązania najważniejszych problemów związanych z efektywnością funkcjonowania systemu emerytalnego.*

Przekazywanie części składek do OFE powoduje deficyt w Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który jest refundowany z budżetu środkami pozyskiwanymi głównie z emisji obligacji skarbowych. Zmniejszenie składki kapitałowej ograniczyłoby potrzeby pożyczkowe państwa, a to z kolei pozwoliłoby na wykazanie niższego poziomu rejestrowanego długu publicznego. Redukcja składki do OFE spowodowałaby jednak zwiększenie ukrytego zadłużenia, które wynika z narastających zobowiązań emerytalnych na kontach emerytalnych w ZUS. Rzeczywisty dług ekonomiczny systemu emerytalnego (jawni i ukryty) nie zmieniłby się.

*Redukcja składki do OFE zwiększyłaby ukryte zadłużenie, które wynika z narastających zobowiązań emerytalnych na kontach emerytalnych w ZUS.*

Redukcja składki do OFE ograniczyłaby deficyt sektora finansów publicznych, przyspieszyłaby zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu i ostatecznie przyspieszyłoby moment spełnienia kryteriów unijnych związanych z wejściem do strefy euro. Metodologia obliczania długu publicznego krajów UE stosowana przez Eurostat jest niekorzystna dla krajów, które wprowadziły reformy emerytalne zakładające stopniowe przechodzenie z systemu w pełni repartycyjnego do systemu repartycyjno-kapitałowego. Obliczając wielkość długu publicznego Eurostat rejestruje całkowite zadłużenie wynikające z emisji dłużnych papierów skarbowych. Eurostat nie pomniejsza go jednak o wielkość aktywów zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, uznając je za oszczędności prywatne, choć aktywa OFE zmniejszą przyszłe obciążenie finansów publicznych. Na ten fakt zwraca uwagę sama Komisja Europejska, która stwierdza że dzięki reformie emerytalnej Polska ma jedną z najlepszych w Europie długoterminową prognozę stabilności finansowej (zob. raport European Commission, 2009).

*Metodologia obliczania długu publicznego stosowana przez Eurostat jest niekorzystna dla krajów, które wprowadziły reformy emerytalne zakładające stopniowe przechodzenie z systemu w pełni repartycyjnego do systemu repartycyjno-kapitałowego.*

Jednym ze sposobów rozwiązania problemu limitów (także o charakterze księgowym, ale który nie demontuje systemu emerytalnego) na gruncie polskiego prawa ujmowania długu emerytalnego

jest pomysłem propozycja zgłoszona przez M. Bukowskiego, A. Chłoń-Domińczak i M. Górę (Bukowski, Chłoń, Góra 2009). Postuluje ona zredefiniowanie długu publicznego i nie wliczanie do niego części związanej z systemem emerytalnym. Dzięki takiemu rozwiązaniu moment osiągnięcia przez dług publiczny poziomu 55 proc. PKB zostałyby odsunięty o kilka lat, co dałoby czas na dokonanie niezbędnych reform w finansach publicznych. Pomysł ten nie rozwiązuje jednak problemu związanego z 60 proc. PKB progmem długu publicznego wyznaczonym dla wstąpienia do strefy euro.

*OFE redukują obecnie przychody FUS o ok. 1 proc. PKB rocznie, ale ograniczają jednocześnie przyszłe zobowiązania państwa.*

Warto przy tym nadmienić, że zmniejszenie składki kapitałowej w innych krajach zostało dokonane z zupełnie innego powodu – kraje te musiały naprawiać swoje finanse publiczne dotkliwie dotknięte kryzysem finansowym z roku 2008 r. Jego wpływ był wielokrotniony w krajach bałtyckich, które są małymi gospodarkami otwartymi uzależnionymi od eksportu, bo nie posiadają dużego rynku wewnętrznego. W Polsce główną przyczyną kryzysu finansów nie jest załamanie się na światowych rynkach, lecz konsekwentnie prowadzona od lat rozrzutna polityka fiskalna oraz zaniedbania w dziedzinie reformowania finansów ubezpieczeń społecznych. W. Misiąg (2009: 8-14) stwierdza, iż OFE redukują obecnie przychody FUS o ok. 1 proc. PKB rocznie, ale ograniczają jednocześnie przyszłe zobowiązania, oraz, że OFE odpowiadają obecnie „tylko za stosunkową niewielką część niedoborów finansowych sektora ubezpieczeń” (Misiąg, 2009: 12-13). Szczególnie kosztowne są wciąż utrzymywane przywileje emerytalne oraz dopłaty do KRUS. BCC szacuje, że koszt emerytur mundurowych, prokuratorów, sędziów oraz górników wyniósł w 2009 r. ponad 20,9 mld zł a dopłaty budżetu do Funduszu Emerytalno-Rentowego KRUS ok. 15,8 mld zł (BCC, 2010: 2).

W świetle teorii ekonomii zwiększenie składki emerytalnej kierowanej do repartycyjnej części systemu kosztem zmniejszenia składki dotychczas przekazywanej do części kapitałowej jest niekorzystne dla przyszłych emerytów i dla gospodarki

*Redukcja składki do OFE nie zmieni całkowitego zadłużenia państwa, a jedynie zwiększy zobowiązania emerytalne państwa wobec przyszłych emerytów wynikające ze stanu ich indywidualnych kont w ZUS.*

Redukcja składki do OFE nie zmieni całkowitego zadłużenia państwa, a jedynie zwiększy zobowiązania emerytalne państwa wobec przyszłych emerytów wynikające ze stanu ich indywidualnych kont w ZUS. Zmniejszenie składki kierowanej do OFE zwiększy wysokość przyszłych emerytur wypłacanych z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, ale jednocześnie obniży wysokość emerytur wypłacanych ze środków zgromadzonych w OFE. W przyszłości wydatki emerytalne zamiast maleć – będą rosły. Rozwiązanie to jest zatem korzystne jedynie w perspektywie krótkookresowej, podczas gdy właściwym okresem analizy stabilności finansowej systemów emerytalnych jest perspektywa długookresowa, obejmująca co najmniej kilka najbliższych dekad. Przyszłe wydatki emerytalne FUS będą obciążały przyszłe pokolenia w okresie, gdy coraz bardziej dramatycznie pogarszać się będzie sytuacja demograficzna i najprawdopodobniej znacznie spadać tempo wzrostu gospodarczego.

*Obniżenie składki do OFE nie pozwoli na przywrócenie równowagi w bilansie systemu emerytalnego w horyzoncie długookresowym.*

Obniżenie składki do OFE nie pozwoli na przywrócenie równowagi w bilansie systemu emerytalnego w horyzoncie długookresowym. Według analizy Deloitte'a przeprowadzonej dla IGTE większa składka kierowana do FUS zmniejszyłaby zadłużenie FUS z ok. 140 proc. PKB obecnie do ok. 100 proc. PKB w 2030 roku, jednak w kolejnych latach ta tendencja uległaby odwróceniu. Szacuje się, że zadłużenie FUS po 2050 roku wzrosłoby ponownie do poziomu ok. 120 proc. PKB (zamiast obecnie prognozowanych 70 proc. PKB).

Ewentualna decyzja o zmianie proporcji podziału składki emerytalnej pomiędzy część repartycyjną (ZUS) i kapitałową (OFE) powinna być poprzedzona analizą stabilności i efektywności obu części systemu emerytalnego.

*W przyszłości system repartycyjny stanie się finansowo niewypłacalny.*

Po pierwsze, systemy repartycyjne i kapitałowe o zdefiniowanej składce są aktuarnie sprawiedliwe, co oznacza, że bieżąca wartość oczekiwana przyszłych emerytur jest równa bieżącej wartości wpłaconych składek. Jednak z powodu zmian w strukturze demograficznej ludności w najbliższych dekadach, polegających na tym, że liczba osób w wieku produkcyjnym będzie



coraz mniejsza, a liczba emerytów coraz większa, tempo realnych wydatków emerytalnych będzie wyższe od realnego tempa wzrostu dochodu narodowego. W efekcie, w przyszłości system repartycyjny stanie się finansowo niewypłacalny.

Po drugie, w sytuacji gdy długoterminowa realna stopa zwrotu z inwestycji przewyższa długoterminową realną stopę wzrostu gospodarczego, system kapitałowy jest korzystniejszy od systemu repartycyjnego. Stopa zwrotu z inwestycji na rynku kapitałowym może być wyższa od tempa wzrostu płac nie tylko dzięki inwestycjom zagranicznym (np. w kraje o młodszej strukturze demograficznej i wyższym tempie wzrostu gospodarczego), ale także zjawisku tzw. dynamicznej efektywności związanej z dyfuzją innowacji z rynku kapitałowego na całą gospodarkę (zob. Blake, 2009).

*Stopa zwrotu z inwestycji na rynku kapitałowym może być wyższa od tempa wzrostu płac nie tylko dzięki inwestycjom zagranicznym.*

### Redukcja składki do OFE zmniejszy bezpieczeństwo przyszłych świadczeń emerytalnych z powodu ograniczenia dywersyfikacji źródeł finansowania przyszłych świadczeń i zwiększenie ryzyka politycznego

Zmniejszenie składki kapitałowej ograniczy celowo stworzoną dywersyfikację źródeł finansowania przyszłych emerytur.

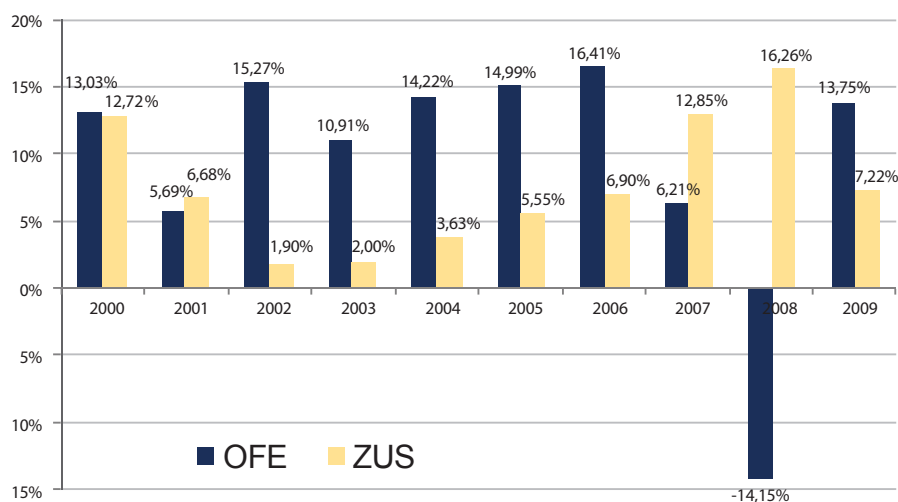
Po pierwsze, zmniejszając wysokość składki do OFE ogranicza się dywersyfikację portfela inwestycyjnego – większa część składek będzie inwestowana tylko w jeden „aktyw” jakim jest przyszły PKB Polski. Nie wykorzystana będzie dywersyfikacja związana z inwestycjami zagranicznymi.

Po drugie, niski poziom korelacji stóp zwrotu OFE i tempa waloryzacji kont emerytalnych w ZUS powoduje, że zmniejszenie składki do OFE zwiększy zmienność poziomu przyszłych emerytur.

*Niski poziom korelacji stóp zwrotu OFE i tempa waloryzacji kont emerytalnych w ZUS powoduje, że zmniejszenie składki do OFE zwiększy zmienność poziomu przyszłych emerytur.*

Po trzecie, zwiększenie składki kierowanej do ZUS powoduje zamianę części ryzyka rynkowego na ryzyko polityczne. Wpływ ryzyka rynkowego na wysokość emerytur finansowanych ze środków gromadzonych w OFE jest porównywalny do wpływu ryzyka politycznego w odniesieniu do stanu kont w ZUS. Z powodu nadchodzących zmian w strukturze demograficznej populacji różnie ryzyko dostosować w systemie repartycyjnym, które mogą obniżyć wysokość emerytur finansowanych na podstawie stanu kont emerytalnych w ZUS.

Wykres 1. Porównanie wyników OFE (średnia ważona stopa zwrotu) z waloryzacją kapitałów emerytalnych w ZUS w okresie lat 2000-2009



*Państwo może łatwiej zredukować swoje zobowiązania emerytalne poprzez zmianę sposobu ich indeksowania.*

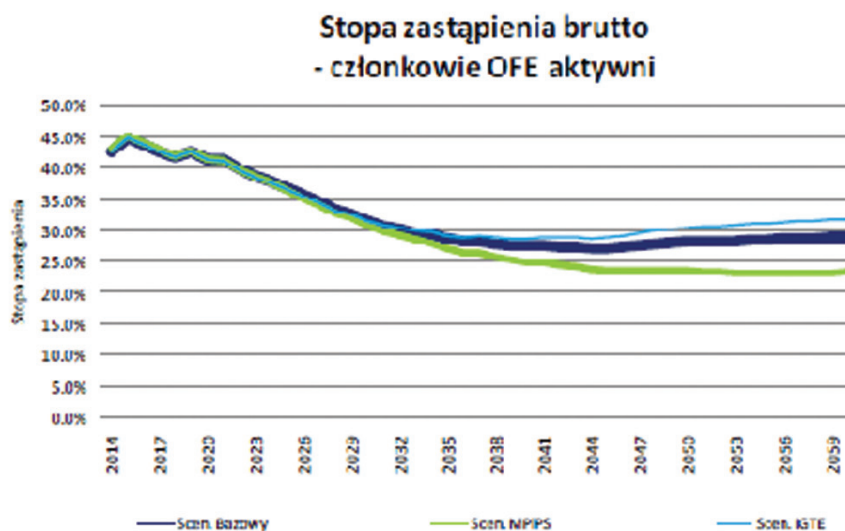
*Odmowa wykupu obligacji skarbowych wiązałaby się z poważnymi konsekwencjami dla stabilności finansowej kraju.*

Choć OFE inwestują większość aktywów w obligacje skarbowe, to bezpieczeństwo uprawnień emerytalnych zaewidencjonowanych w ZUS i oszczędności emerytalnych w postaci obligacji skarbowych posiadanych przez OFE jest istotnie różne. Państwo może łatwiej zredukować swoje zobowiązania emerytalne poprzez zmianę sposobu ich indeksowania lub w krańcowym przypadku – odmowę ich honorowania, czego nie można wykluczyć w obliczu starzejącego się społeczeństwa i niskiego tempa wzrostu dochodu narodowego w przyszłości. Odmowa wykupu obligacji skarbowych wiązałaby się z poważnymi konsekwencjami dla wiarygodności i stabilności finansowej kraju. Nabywcami obligacji skarbowych oprócz OFE są bowiem także inne instytucje finansowe, np. banki inwestycyjne. Na tę różnicę wskazywał zresztą w przeszłości sam minister J. Rostowski (zob. Rostowski, 2004).

Przeniesienie części składki do systemu repartycyjnego najprawdopodobniej obniży wysokość przyszłych emerytur z uwagi na niewykorzystanie potencjału inwestycji na rynku kapitałowym.

Symulacje wykonane przez firmę Deloitte na zlecenie Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wskazują, iż obniżenie wysokości składki kapitałowej wywoła znacznie wyższą redukcję stóp zastąpienia brutto członków fundusz. Deloitte szacuje, iż ze względu na prognozowane zmiany ekonomiczne i demograficzne wskaźnik waloryzacji kapitału początkowego i składek w I filarze będą z czasem malały, co przy przeniesieniu części składki kapitałowej do I filaru oznaczać będzie niższe emerytury.

Wykres 2. Prognoza stóp zastąpienia dla aktywnych członków OFE wg scenariusza bazowego (brak zmian w systemie), MPiPS (redukcja składki kapitałowej) oraz IGTE (brak redukcji składki, wprowadzenie systemu wielofunduszowego)



Źródło: Deloitte.

*Zmniejszenie środków kierowanych do OFE ograniczyłoby rolę funduszy jako inwestorów instytucjonalnych, które stabilizują rynek kapitałowy i poprawiają jego płynność.*

Zmniejszenie składki do OFE zahamuje rozwój rynku kapitałowego

Zmniejszenie środków kierowanych do OFE ograniczyłoby rolę funduszy jako inwestorów instytucjonalnych, które stabilizują rynek kapitałowy i poprawiają jego płynność. Na koniec 2009 roku aktywa OFE wynosiły 179 mld zł, z czego blisko 54 mld zł stanowiły akcje. OFE posiadały 6 proc. udziału w obrotach na GPW oraz 4 proc. kapitalizacji największych spółek (powyżej 10 mld zł) oraz 10 - 15 proc. kapitalizacji spółek dużych i średnich (KNF, 2010).

Działanie OFE jako stabilizatora rynku finansowego wynika głównie z tego, że uczestnictwo w kapitałowym systemie emerytalnym jest obowiązkowe. W momentach bessy członkowie OFE nie mogą wychodzić z funduszy, a tym samym nie sprzedają aktywów na samym „dnie” cenowym.

Zmniejszenie składek do OFE zredukowałoby także rolę funduszy emerytalnych jako ewentualnych inwestorów w procesie prywatyzacji spółek skarbu państwa.

#### Redukcja składki do OFE spowoduje nieznaczne zmniejszenie kosztów uczestnictwa w systemie emerytalnym dla uczestnika

Według szacunków MPiPS oszczędności na prowizjach z tytułu zmniejszenia składki do OFE z 7,3 do 3 proc. według stanu z 2009 roku wyniosłyby 455 mln zł, w związku z czym wzrost kapitału emerytalnego na osobę wyniosłyby 47 zł rocznie. Przy wzroście wynagrodzeń rzędu 2,5 proc. rocznie, dodatkowy kapitał zgromadzony z tego tytułu po 40 latach oszczędzania wyniosłyby ok. 2 200 zł i w efekcie podniósłby miesięczną emeryturę (przy założeniu długości dalszego przeciętnego trwania życia na poziomie 250 miesięcy) (opinia IGTE, s. 2-3). Przy czym w ZUS także istnieje opłata za zarządzanie (zob. wcześniej w tekście), tyle, że jest ona mniej widoczna i jest pobierana w postaci podatków.

Argument kosztowy nie jest zatem przekonujący w kontekście omówionych powyżej potencjalnych strat, jakie może ponieść ubezpieczony. Co nie oznacza jednak, że nie należy przeprowadzić istotnej reformy w systemie opłat pobieranych przez PTE.

#### Obniżenie składki do OFE nie zmniejszy kosztów obsługi długu emerytalnego

Reforma emerytalna ujawniła dług emerytalny (znana jest aktualna wartość kont emerytalnych) oraz – dzięki przejściu na system o zdefiniowanej składce – zmniejszyła tempo jego wzrostu. Widzialność długu emerytalnego jest kosztowna, ponieważ dotacja państwa do systemu pochodzi z emisji obligacji, nabywanych m.in. przez OFE, a członkowie funduszy inwestujący w ten sposób w obligacje skarbu państwa płacą za to prowizje dla PTE (Stańko, w druku). Jednakże należy pamiętać, że koszt zaciągniętych przez państwo zobowiązań emerytalnych jest płacony już dzisiaj również w pierwszym filarze – poprzez obsługę emerytur dla członków (kobiet) OFE urodzonych po roku 1948 oraz coroczną waloryzację uprawnień emerytalnych pozostałych uczestników systemu. W związku z tym twierdzenie, iż od długu obecnego w pierwszym filarze (ZUS) nie trzeba teraz i przez najbliższe 40 lat płacić odsetek i przewidywać na ten cel wydatków w budżecie (zob. Oręziak, 2010) jest mitem (Chłoń-Domińczak, 2010).

*Reforma emerytalna ujawniła dług emerytalny oraz – dzięki przejściu na system o zdefiniowanej składce – zmniejszyła tempo jego wzrostu.*

Obniżenie składki może jedynie zmniejszyć koszty obsługi długu emerytalnego w najbliższych kilku dziesięcioleciach, ale nie jest to decyzja korzystna dla następnych pokoleń. Odroczenie spłaty tego długu osłabiłoby długoterminową wiarygodność finansową państwa.

## 4. Ilościowe i jakościowe limity inwestycyjne OFE

### 4.1. Jak jest dzisiaj?

Lista dostępnych lokat OFE jest ograniczona co do typu aktywów, jak i wysokości maksymalnej inwestycji. Są to przede wszystkim tradycyjne instrumenty finansowe takie jak obligacje, akcje, depozyty bankowe, jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych.

Dodatkowo, istnieją limity dotyczące koncentracji lokat w aktywa jednej instytucji lub grupy instytucji oraz zakaz inwestowania w papiery emitowane przez PTE, w nieruchomości oraz w instrumenty pochodne. Limit inwestycji zagranicznych wynosi 5 proc.

#### 4.2. Co się proponuje?

*Postulaty zmian w zakresie limitów inwestycji OFE w poszczególne kategorie aktywów były zgłaszane niemal od początku funkcjonowania systemu kapitałowego w Polsce.*

Postulaty zmian w zakresie limitów inwestycji OFE w poszczególne kategorie aktywów były zgłaszane niemal od początku funkcjonowania systemu kapitałowego w Polsce. Tworząc reformę emerytalną w 1999 r. zakładano, że w miarę rozwoju rynku OFE i nabywania przez zarządzających doświadczenia limity inwestycyjne będą stopniowo luzowane. Propozycje ekspertów i przedstawicieli rynku emerytalnego dotyczyły konieczności tworzenia nowych rynków instrumentów finansowych, w tym np. wspierania rozwoju rynku obligacji korporacyjnych. Problemem, który dość wcześnie zidentyfikowano była kwestia wysokiego udziału obligacji skarbowych w portfelach inwestycyjnych OFE oraz brak możliwości większego inwestowania za granicą (zob. np. Stańko 2003; Jajuga i in., 2004). Oprócz korzyści z dywersyfikacji, lokaty za granicą były i są postrzegane jako sposób na uniknięcie bąbla spekulacyjnego związanego z dużym napływem oszczędności emerytalnych i niską podażą nowych instrumentów na GPW w Warszawie.

W 2004 roku zespół pod kierownictwem prof. K. Jajugi rekomendował umożliwienie OFE dokonywania inwestycji na rynku instrumentów pochodnych, które są konieczne do zarządzania ryzykiem cen akcji, stopy procentowej, walutowym, kredytowym.

Zespół ten zaproponował umożliwienie OFE inwestowania w instrumenty finansowe emitowane za granicą na rynkach OECD, instrumenty finansowe emitowane w Polsce nie będące w obrocie publicznym, oraz aktywa nie będące instrumentami finansowymi, jak np. nieruchomości. Stopy zwrotu z tego rynku są bowiem słabo skorelowane ze stopami z rynku kapitałowego, a co więcej są one w długim okresie wyższe od stopy zwrotu z z instrumentów finansowych w krajach rozwiniętych (Jajuga i in., 2004: 19). W efekcie działania te mogłyby pomóc w podniesieniu efektywności portfela funduszy.

Zespół prof. Jajugi zaproponował także, by wycena mniej płynnych instrumentów odbywała się rzadziej, a także by zrezygnować z dywersyfikacji prostej (związanej z limitami kwotowymi) na rzecz dywersyfikacji uwzględniającej zjawisko korelację poszczególnych stóp zwrotu (Jajuga et al., 2004: 19-20). By to osiągnąć PTE powinny stosować system pomiaru ryzyka oparty na zasadzie Value at Risk (VAR; Jajuga i in., 2004, 20-21).

W lutym 2008 roku Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych w liście do Ministra Finansów zaproponowała usunięcie (IGTE, 2008):

- wymogu lokowania w zagraniczne papiery udziałowe posiadające rating;
- wymogu ponoszenia kosztów w związku z korzystaniem z usług zagranicznych instytucji rozliczeniowych przez PTE a nie OFE;
- niedostępności atrakcyjnych instrumentów w portfelach OFE;
- zbyt niskiego limitu na inwestycje zagraniczne;
- braku możliwości posługiwania się instrumentami pochodnymi dla celów zabezpieczania się przed ryzykiem.

W lutym 2009 roku Grupa Robocza ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych, działającej w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego rekomendowała (MF, 2009):

- rozszerzenie możliwości lokowania aktywów OFE , w szczególności
- o tytuły uczestnictwa będące przedmiotem obrotu na podstawowych rynkach giełdowych,
- kwity depozytowe notowane na podstawowych rynkach giełdowych państw OECD,
- tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania notowane na podstawowych rynkach giełdowych, w tym instytucje w rozumieniu ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- waluty obce,
- warranty subskrypcyjne,
- ograniczenie wymogu ratingu jedynie do dłużnych papierów wartościowych;
- poszerzenie katalogu lokat OFE o instrumenty pochodne (dla celów zabezpieczania się przed ryzykiem), poprzez wydanie przez Radę Ministrów odpowiedniego rozporządzenia;
- uwzględnienia wartości lokat notowanych na podstawowych rynkach giełdowych w kosztach działalności OFE pokrywanych bezpośrednio z jego aktywów;
- zniesienia obowiązku pokrywania kosztów zarządzania aktywami OFE ponoszonych na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych (inwestycje zagraniczne) do wysokości nieprzekraczającej kosztów krajowych instytucji rozliczeniowych;
- wyłączenie stosowania ograniczeń dotyczących lokat funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych w stosunku do instytucji wspólnego inwestowania notowanych na podstawowych rynkach giełdowych;
- zmianie limitu lokat OFE w art. 142 ust. 1 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 90 proc. do 80 proc., oraz uwzględnienie lokat w tytuły emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania notowane na podstawowych rynkach giełdowych (takich jak fundusze ETF – exchange traded funds);
- doprecyzowanie zakresu geograficznego lokat aktywów OFE poza granicami kraju;
- stopniowe zwiększanie limitu lokat aktywów OFE poza granicami kraju – do 10 proc. aktywów do końca 2010 r., do 15 proc. aktywów do końca 2012 r., do 20 proc. aktywów do końca 2014 r., do 30 proc. aktywów od 2015 r.;
- wprowadzenie możliwości pożyczania papierów wartościowych przez OFE.

W lipcu 2009 roku Minister Finansów w liście do Ministra Pracy i Polityki Społecznej przesłał rekomendacje Grupy Roboczej do ewentualnego wykorzystania w toczących się pracach, ale jak dotąd materiał ten nie został wykorzystany przy opracowywaniu zmian systemowych w tym obszarze.

Dopiero w styczniu 2010 roku pojawiła się zapowiedź „opracowania i wdrożenia strategii wyjścia z limitów inwestycyjnych OFE” oraz dodatkowego zwiększenia „możliwości inwestowania środków należących do osób młodszych w krajowe i zagraniczne akcje, które to inwestycje cechuje znacznie wyższa oczekiwana stopa zwrotu (przy jednoczesnej większej jej zmienności)”. Propozycje w tym zakresie ma wypracować nowo utworzona Rada ds. Gospodarki przy Premierze.

#### 4.3. Dlaczego warto wprowadzić zmiany w zakresie polityki inwestycyjnej OFE?

Zmiany limitów inwestycyjnych pozwolą na zwiększenie stóp zwrotu z inwestycji OFE, a w efekcie na wypracowanie wyższego świadczenia z kapitałowej części systemu emerytalnego

Dostosowanie limitów inwestycyjnych do wieku ubezpieczonych, wprowadzenie nowych kategorii lokat oraz umożliwienie dokonywania inwestycji zagranicznych w szerszym zakresie niż dotychczas pozwoliłoby podnieść efektywność inwestycji OFE przy niezmienionym ryzyku lub obniżyć ryzyko przy niezmienionym poziomie oczekiwanej stopy zwrotu.

*Uelastycznienie polityki inwestycyjnej OFE jest konieczne dla uniknięcia zjawiska nasycenia lokalnego rynku kapitałowego, a w efekcie obniżenia całkowitego poziomu ryzyka rynkowego.*

Uelastycznienie polityki inwestycyjnej OFE jest konieczne dla uniknięcia zjawiska nasycenia lokalnego rynku kapitałowego, a w efekcie obniżenia całkowitego poziomu ryzyka rynkowego. Powyższym zmianom powinno towarzyszyć wprowadzenie systemu nadzoru nad rynkiem emerytalnym opartym na zasadzie kapitału narażonego na ryzyko (Value at Risk). Obecny system limitów kwotowych nie uwzględnia rzeczywistego ryzyka ekonomicznego nabywanych instrumentów finansowych.

Postulowane zmiany stanowią niezbędny punkt wyjścia do tworzenia funduszy o strategii inwestycyjnej dopasowanej do profilu wiekowego uczestników OFE.

Szacunki przedstawione przez ministra Michała Boniego wskazują, że wzrost długookresowej stopy zwrotu OFE o 0,25 proc. przy dotychczasowym poziomie składki kapitałowej może zwiększyć emeryturę od 47 zł dla kobiet do 90 zł dla mężczyzn (tabela 1). Według wyliczeń Ernst & Young podwyższenie stóp zwrotu OFE o 1 pkt. proc. może zwiększyć aktywa ubezpieczonych o ok. 16-24 proc., a podwyższenie stóp zwrotu o 2 pkt. proc. – o 27-57 proc. (zob. tabela 2). To znacznie więcej niż można osiągnąć dzięki obniżeniu np. opłat od składek w wysokości 1-2 pkt. proc.

Tabela 1. Potencjalne zwiększenie emerytury na skutek zwiększenia stopy zwrotu z kapitału gromadzonego w OFE przy założeniach analogicznych jak przy obliczeniach MF

variant oszczędzania	„Kobieta”		„Mężczyzna”	
Zwiększenie stopy zwrotu o	0,25 pkt proc.	0,5 pkt proc.	0,25 pkt proc.	0,5 pkt proc.
Wysokość składki w OFE				
7,3%	47 zł	98 zł	90 zł	187 zł
3%	19 zł	40 zł	37 zł	77 zł

Tabela 2. Wpływ zwiększenia stopy zwrotu na wysokość kapitałów emerytalnych

	Stopa zwrotu + 1 punkt procentowy	Stopa zwrotu + 1,5 punktu procentowego	Stopa zwrotu + 2 punkty procentowe
Mężczyzna 25-letni	24,4%	39,2%	56,2%
Kobieta 35-letnia	16,7%	26,3%	36,8%

Źródło: IGTE (2009). Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec projektu ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 1830), Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 23 kwietnia 2009 r., <http://www.igte.com.pl/matiinf/2009/2009-008.pdf>.

Nie wiadomo z jakich powodów MPiPS nie podjęło próby zmian w polityce inwestycyjnej OFE rekomendowanych przez Grupę Roboczą Rady Rozwoju Rynku Finansowego. W styczniu 2009 roku MPiPS zaproponowało wprowadzenie poszerzenia katalogu dopuszczalnych lokat funduszy emerytalnych o warranty subskrypcyjne, ale w kolejnych propozycjach zmian w ogóle nie przedstawiło żadnych konkretnych zmian.

Od 2004 roku nie dokonano żadnych konkretnych zmian w zakresie polityki inwestycyjnej OFE poza wprowadzeniem możliwości inwestowania w obligacje infrastrukturalne. W styczniu 2010 roku Kancelaria Premier wskazywała na potrzebę uregulowania tego obszaru, ale jak dotąd ani MPiPS ani Rada ds. Gospodarczych przy Premierze RP nie przedstawiły jeszcze żadnych konkretnych propozycji zmian. Brak działań w tym obszarze obserwowany od wielu już lat należy zatem ocenić jako zaniechanie szkodliwe dla interesów ubezpieczonych.

*Od 2004 roku nie dokonano żadnych konkretnych zmian w zakresie polityki inwestycyjnej OFE poza wprowadzeniem możliwości inwestowania w obligacje infrastrukturalne.*

## 5. Benchmarki i system motywacyjny PTE

### 5.1. Jak jest dzisiaj?

Obecnie wyniki powszechnych towarzystw emerytalnych są oceniane na bazie średniej ważonej stopy zwrotu obliczanej dwa razy do roku (na koniec marca i na koniec września) na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych OFE z okresu minionych 36 miesięcy. Jest to tzw. benchmark wewnętrzny, czyli punkt odniesienia obliczany na podstawie wyników wszystkich uczestników danego rynku. Bodźcem do uzyskiwania możliwie najwyższych stóp zwrotu jest prawo do wypłaty środków z tzw. rachunku premiovowego. Towarzystwo emerytalne, które osiągnie najwyższą stopę zwrotu w porównaniu do pozostałych PTE może wycofać z rachunku premiovowego do 0,06 proc. wartości aktywów w skali roku.

Jeśli jednak PTE uzyska stopę zwrotu niższą od minimalnej wymaganej stopy zwrotu pojawia się tzw. niedobór, który musi być uzupełniony. Minimalna wymagana stopa zwrotu jest obliczana jako minimum z dwóch wartości: połowy średniej ważonej stopy zwrotu lub średniej ważonej stopy zwrotu pomniejszonej o 4 punkty procentowe.

Konstrukcja tego systemu nie zachęca towarzystw emerytalnych do podejmowania zbyt ryzykownych strategii inwestycyjnych, ponieważ wielkość ewentualnej kary (konieczności pokrycia niedoboru) jest nieproporcjonalnie duża w stosunku do wielkości ewentualnej nagrody (wypłaty z rachunku premiovowego). W efekcie, obecna konstrukcja minimalnej wymaganej stopy zwrotu przyczynia się do ujednolicenia polityk inwestycyjnych poszczególnych towarzystw, w szczególności powielania przez małe towarzystwa strategii inwestycyjnych stosowanych przez największe towarzystwa pod względem zarządzanych aktywów.

*Obecnie wyniki powszechnych towarzystw emerytalnych są oceniane na bazie średniej ważonej stopy zwrotu obliczanej dwa razy do roku (na koniec marca i na koniec września) na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych OFE z okresu minionych 36 miesięcy.*

*Konstrukcja obecnego systemu nie zachęca towarzystw emerytalnych do podejmowania zbyt ryzykownych strategii inwestycyjnych.*

*Istniejący system wynagradzania PTE silnie ogranicza konkurencję wynikami (i kieruje w dużej mierze wysiłki PTE na działalność akwizycyjną) i nie tworzy odpowiednich bodźców dla zarządzających.*

Istniejący system wynagradzania PTE silnie ogranicza konkurencję wynikami (i kieruje w dużej mierze wysiłki PTE na działalność akwizycyjną) i nie tworzy odpowiednich bodźców dla zarządzających.

### 5.2. Co się proponuje?

W styczniu 2009 roku MPiPS zaproponowało, aby benchmarkiem dla nowotworzonych tzw. funduszy bezpiecznych właściwych dla osób w wieku przedemerytalnym, była stopa inflacji z poprzedniego roku. Już w sierpniu 2009 roku MPiPS wycofało się jednak z tego pomysłu proponując utrzymanie benchmarku wewnętrznego argumentując, iż gwarantuje on większe bezpieczeństwo i stabilność powierzonych środków niż benchmark zewnętrzny. MPiPS sugerowało, że w przypadku wprowadzenia benchmarków zewnętrznych należałoby rozważyć powierzenie zarządzania oszczędnościami emerytalnymi instytucji non-profit, takiej jak ZUS.

W 2010 roku prof. W. Otto przedstawił kompleksowe rozwiązanie wynagradzania PTE wiążące system benchmarków z wypłacalnością towarzystw. Propozycja ta przewiduje ustanowienie systemu opłat stałych i zmiennych. Opłaty zmienne powinny wzmacniać bodźce towarzystw emerytalnych do osiągania możliwie najwyższych wyników inwestycyjnych, ale z uwzględnieniem strategii inwestycyjnej właściwej dla danego typu funduszu i jednocześnie uzależniać wielkość przychodów towarzystw ze zmianą wartości zarządzanych aktywów (Otto, 2010). Propozycja ta przewiduje wprowadzenie dwóch typów opłat zmiennych: opłatę solidarnościową (tzw. high water mark) za przekroczenie historycznego maksimum wyniku (wyrażonego w wartościach jednostki uczestnictwa) oraz opłatę (dodatnią lub ujemną) za nadwyżkę lub niedobór osiągniętej stopy zwrotu w stosunku do wyznaczonego benchmarku. Proponuje się także wprowadzenie benchmarków zewnętrznych w oparciu o indeksy akcji, obligacji i indeksy rynku pieniężnego.

W styczniu 2010 r. Kancelaria Premiera zasygnalizowała potrzebę wprowadzenia benchmarku zewnętrznego oraz zmiany zasad wynagradzania PTE, w celu poprawy systemu długoterminowych bodźców do uzyskiwania lepszych wyników. Zadanie to powierzono nowo utworzonej Radzie ds. Gospodarczych przy Prezesie Rady Ministrów.

### 5.3. Dlaczego warto wprowadzić zmiany benchmarków OFE?

Przedstawione pomysły eksperckie mają na celu eliminację niewłaściwych zjawisk na rynku OFE i zwiększenie konkurencji pomiędzy PTE. Problemem jest jednak brak działań ze strony kolejnych kierownictw Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, które nie przedstawiły konkretnych propozycji reformy emerytalnej w tym zakresie.

Zastrzeżenia budzi pomysł wprowadzenia benchmarku dla funduszu konserwatywnego opartego na inflacji z poprzedniego roku. Zabezpieczenie przed inflacją, zwłaszcza w perspektywie jednego roku, rodzi szereg problemów technicznych związanych przede wszystkim z brakiem na rynku odpowiednich instrumentów do zabezpieczenia się przed tym ryzykiem. Gwarancje stóp zwrotu powinny być oparte o istniejące instrumenty finansowe oraz wyliczane na bazie dłuższych okresów rozliczeniowych. W przeciwnym razie mogą w Polsce pojawić się problemy podobne do tych, jakie wystąpiły na Słowacji, gdzie w lipcu 2009 roku wprowadzono obowiązek gwarantowania przez towarzystwa emerytalne realnej wartości kapitału, przy czym okres rozliczeniowy ustalono na 6 miesięcy. Z powodu tak krótkiego okresu referencyjnego, towarzystwa emerytalne na Słowacji zaczęły pozbywać się najbardziej agresywnych aktywów finansowych (akcji, jednostek funduszy inwestycyjnych), jak również rządowych papierów skarbowych o długim terminie wykupu z uwagi na wysokie ryzyko stopy procentowej. W efekcie, stopy zwrotu tamtych funduszy znacznie spadły.

*Zabezpieczenie przed inflacją, zwłaszcza w perspektywie jednego roku, rodzi szereg problemów technicznych związanych przede wszystkim z brakiem na rynku odpowiednich instrumentów do zabezpieczenia się przed tym ryzykiem*



## 6. Wielofunduszowość

### 6.1. Jak jest dzisiaj?

Strategia inwestycyjna OFE jest obecnie identyczna dla wszystkich członków funduszy, niezależnie od ich wieku, sytuacji finansowej czy indywidualnego poziomu awersji do ryzyka. W momencie tworzenia nowego systemu zakładano, że w 2005 roku powstaną tzw. fundusze typu B, oferujące konserwatywne strategie inwestycyjne dla osób po 50 roku życia. Do dzisiaj fundusze te jednak nie powstały. Ich brak spowodował istotny spadek wartości części emerytury wypłacanej ze środków zgromadzonych w OFE przez osoby, które w 2009 roku zaczęły odchodzić na emeryturę.

*Strategia inwestycyjna OFE jest obecnie identyczna dla wszystkich członków funduszy, niezależnie od ich wieku, sytuacji finansowej czy indywidualnego poziomu awersji do ryzyka.*

Teoria finansów przedstawia szereg argumentów za tworzeniem kilku różnych portfeli inwestycyjnych w ramach funduszu emerytalnego, tak, by w większym stopniu uwzględniały one indywidualne cechy ubezpieczonych i by stopniowo, w miarę zbliżania się przez nich do wieku emerytalnego, mogli oni zmniejszać ekspozycję swoich oszczędności na ryzyko rynkowe.

### 6.2. Co się proponuje?

Po fiasku wprowadzenia w Polsce funduszy konserwatywnych w 2005 roku, na kolejne propozycje zmian w tym zakresie trzeba było czekać aż 4 lata. W styczniu 2009 roku MPiPS zaproponowało utworzenie trzech funduszy: A – obecnego funduszu jako portfela zrównoważonego, B – funduszu konserwatywnego oraz C – funduszu agresywnego. Projekt ten był jednak bardzo ogólny (zajmował 2,5 strony) i nie rozstrzygał wielu istotnych kwestii, np. formy prawnej funduszy czy ich polityki inwestycyjnej. Projekt zakładał, że uczestnictwo w funduszu agresywnym (C) miało być dobrowolne i nie mogło trwać dłużej niż do 20 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego (tj. w wieku 40 lat dla kobiety i 45 lat dla mężczyzn). Na 5 lat przed osiągnięciem tego wieku miało rozpoczynać się przechodzenie do zrównoważonego funduszu typu A, przy czym zgromadzone oszczędności miały być przenoszone stopniowo w równych, rocznych ratach. Na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego zakładano z kolei przymusowe, stopniowe (po 20 proc. kapitału rocznie) przenoszenie oszczędności do funduszu konserwatywnego typu B.

MPiPS proponowało, aby towarzystwa emerytalne gwarantowały członkom funduszy konserwatywnych (B) stopę zwrotu na poziomie inflacji z poprzedniego roku, z kolei w przypadku funduszy agresywnych (C) minimalne wymagane stopy zwrotu miała stanowić minimum z ¼ średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy tego typu lub średniej ważonej pomniejszonej o 8 pkt. proc.

Pół roku później, w sierpniu 2009 roku MPiPS zmieniło zdanie i zaproponowało utworzenie tylko dwóch typów funduszy, tj. konserwatywnego i agresywnego. Resort pracy zakwestionował także zasadność stosowania przez towarzystwa emerytalne aktywnej polityki inwestycyjnej, polegającej na próbie osiągania stóp zwrotu wyższych od wyznaczonych benchmarków. Projekt zakładał, że w przypadku funduszy konserwatywnych towarzystwa emerytalne nie będą mogły pobierać opłat za zarządzanie, a ich polityka inwestycyjna powinna być analogiczna do polityki przewidywanej dla funduszy dożywotnych emerytur kapitałowych, które nie weszły w życie z powodu weta prezydenta.

Przedstawiona w styczniu 2010 roku propozycja MPiPS dotycząca stabilizacji wartości środków zgromadzonych w OFE w wieku przedemerytalnym zakłada umożliwienie członkom OFE przenoszenie całości lub części środków z OFE do funduszu emerytalnego w FUS na 5 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Propozycję tę poparło MF, które dodatkowo zasugerowało, aby przenoszenie środków z OFE do FUS następowało w równych transzach w okresie od 15 do 5 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego.

### 6.3. Dlaczego warto wprowadzić system wielofunduszowy?

Propozycja wprowadzenia funduszu konserwatywnego do roku 2005 r. była korzystna dla ubezpieczonych z uwagi na możliwość zabezpieczenia ich środków w okresie przedemerytalnym przed ryzykiem rynkowym. Kwestia ta stała się widoczna dla szerokiego grona uczestników rynku w 2008 r. w momencie wystąpienia światowego kryzysu finansowego, który dość dotkliwie dotknął także polski rynek OFE.

Największym problemem stojącym przed twórcami systemu wielofunduszowego jest określenie przedziału wieku osób należących do poszczególnych typów funduszy, ich strategii inwestycyjnych oraz zasad przenoszenia aktywów pomiędzy funduszami. Doświadczenia międzynarodowe dowodzą, że większość osób ma problemy z dokonywaniem wyboru funduszy w warunkach niepewności (zob. przegląd w Stańko, 2010). Dlatego też najczęściej stosowanym rozwiązaniem jest system domyślnej zgody – ubezpieczony otrzymuje pewne opcje do wyboru (z reguły zakres swobody wyboru zmniejsza się wraz z wiekiem, z uwagi na konieczność zabezpieczenia zakumulowanych oszczędności), jednakże ich ostateczne decyzje (lub – co ważniejsze – ich brak) są w dużej mierze ukształtowane przez projektanta systemu (Blake, 2006)

Wprowadzenie systemu multifunduszy jest konieczne, ponieważ nie tylko zapewnia lepsze dostosowanie oferowanych strategii inwestycyjnych do indywidualnych uwarunkowań ubezpieczonego i ochronę oszczędności na moment przejścia na emeryturę, ale daje także możliwość bardziej agresywnego inwestowania na rynkach finansowych w początkowym okresie oszczędzania. Badania wskazują, że strategia cyklu życiowego stosująca dość agresywną politykę inwestycyjną w okresie młodości członka funduszu, daje szansę na wyższe świadczenia emerytalne (zob. Blake, 2006, Chłopek, 2009).

*Długi okres gromadzenia składek emerytalnych w FUS oznacza bowiem bezpośrednie straty dla przyszłych emerytów w postaci utraconych odsetek i zysków z inwestowania na rynku kapitałowym.*

Propozycja przenoszenia środków zgromadzonych w OFE do FUS dla osób w wieku przedemerytalnym jest próbą rozwiązania problemu braku funduszy emerytalnych dostosowanych do cyklu życia ubezpieczonych i jednocześnie nie rozstrzygniętej kwestii sposobu wypłaty emerytur dożywotnich. Umożliwienie ubezpieczonym odchodzenie z OFE przed osiągnięciem wieku emerytalnego oznaczałoby zasadnicze odejście od dotychczasowej koncepcji reformy emerytalnej i mogłoby zmniejszyć wysokość przyszłych emerytur. Długi okres gromadzenia składek emerytalnych w FUS oznacza bowiem bezpośrednie straty dla przyszłych emerytów w postaci utraconych odsetek i zysków z inwestowania na rynku kapitałowym.

*Ostatni kryzys finansowy wzmocnił potrzebę jak najszybszego tworzenia funduszy konserwatywnych dla osób w wieku przedemerytalnym.*

Wielofunduszowe systemy emerytalne funkcjonują obecnie w 5 krajach, w których przynależność do funduszy kapitałowych jest obowiązkowa (Chile, Peru, Meksyk, Szwecja, Węgry) oraz w 4 krajach, w których przynależność do tego typu funduszy jest dobrowolna (Słowacja, Litwa, Łotwa, Estonia). Kalendarium wprowadzania tych rozwiązań przedstawia tabela 6. Wprowadzenie systemu planują także Bułgaria i Kolumbia. Polska jest zapóźniona we wprowadzaniu systemu wielofunduszowego zarówno wobec sąsiadów, jak i krajów z Ameryki Łacińskiej. Ostatni kryzys finansowy wzmocnił potrzebę jak najszybszego tworzenia funduszy konserwatywnych dla osób w wieku przedemerytalnym.

Tabela 3. Historia wprowadzania multifunduszy do kapitałowych systemów emerytalnych krajów Ameryki Łacińskiej i Europy

Kraj	Rok wprowadzenia	Liczba multifunduszy
Szwecja	jesień 2000 – 2003 r.	obecnie ok. 800
Chile	27 września 2002 r.	5
Estonia	2002 r. / wrzesień 2009 r.	3 /obecnie 4
Łotwa	2003 r.	3
Litwa	brak informacji	4
Słowacja	2005 r.	3
Węgry	2008 r., od 2010 r. tworzenie funduszy obowiązkowe	
Peru	2005 r.	3
Meksyk	2005 r. / marzec 2008 r.	2 / obecnie 3

Źródło: Opracowanie własne.

## 7. Opłaty pobierane przez PTE

### 7.1. Jak jest dzisiaj?

Powszechne towarzystwa emerytalne pobierają obecnie opłaty od wpłaconych składek (tzw. opłatę dystrybucyjną) oraz prowizje za zarządzanie aktywami (pobierane co miesiąc jako procent aktywów netto). Towarzystwa mogą ponadto (warunkowo) wypłacać sobie co pół roku środki z rachunku premiovego oraz pobierać opłaty od transferu, jeśli odchodzący członek funduszu zmienił go przed upływem dwóch lat. W 2009 roku głównym źródłem przychodów PTE były opłaty od składek (64 proc. przychodów) i opłaty za zarządzanie (31 proc. przychodów). Wypłaty z rachunku premiovego i opłaty za transfer odpowiadały natomiast za zaledwie 2 proc. całkowitych przychodów towarzystw emerytalnych.

Od stycznia 2010 roku maksymalna wysokość opłat od składek wpłaconych do OFE została obniżona z 7,0 do 3,5 proc. Zredukowano także wysokość opłat za zarządzanie aktywami, wprowadzając maksymalną opłatę kwotową w wysokości 15,5 mln zł miesięcznie dla największych funduszy (powyżej 45 mld zł aktywów).

Trzeba pamiętać, że opłaty od składek, które stanowią najważniejsze źródło przychodów PTE zawierają w sobie obowiązkowe prowizje, które towarzystwa emerytalne wnoszą na rzecz innych instytucji. W 2010 roku przychody PTE z tytułu opłat od wpłaconych składek w maksymalnej wysokości 3,5 proc. są pomniejszane o 0,8 pkt. proc. opłaty dla ZUS za przekazanie składek, o 0,1064 pkt. proc. dla KNF i 0,0071 pkt. proc. dla Rzecznika Ubezpieczonych. Przychód netto z tytułu opłaty od składek dla PTE (tj. po odliczeniu obowiązkowych opłata na rzecz ZUS, KNF i RzU) wynosi zatem maksymalnie 2,5865 proc. składki.

Istotne ograniczenie dla obniżania lub różnicowania opłat pobieranych przez towarzystwa wynika z konieczności stosowania identycznych stawek opłat dla wszystkich osób, które przystąpiły do OFE od kwietnia 2004 roku. W 2009 roku IGTE postulowała możliwość wprowadzania takich zmian bez konieczności uzyskiwania zgody organu nadzoru, tak, by można było obniżyć prowizje poniżej poziomu ustawowego.

*Od stycznia 2010 roku maksymalna wysokość opłat od składek wpłaconych do OFE została obniżona z 7,0 do 3,5 proc.*

## 7.2. Jakie konsekwencje miałyby dalsze obniżanie opłat pobieranych przez PTE?

Dalsze obniżanie opłat pobieranych przez PTE może zagrozić bezpieczeństwu finansowemu systemowi, jakości obsługi oraz możliwości wprowadzenia systemu wielofunduszowego. Przy istniejących wymogach prawnych odnośnie gwarancji (konieczności uzupełnienia niedoboru w przypadku nie osiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu), ewentualna kolejna redukcja wysokości opłat może wyeliminować z rynku najmniejsze towarzystwa i tym samym ograniczyć konkurencję na rynku funduszy emerytalnych.

*Obecny systemie kar i nagród za uzyskane wyniki inwestycyjne, zniechęca towarzystwa do podejmowania aktywnej polityki inwestycyjnej, a w efekcie ogranicza bodźce do zwiększania stóp zwrotu.*

Wprowadzenie od stycznia 2010 roku kwotowego limitu opłaty za zarządzanie w wysokości 15,5 mln zł miesięcznie dla OFE przekraczających 45 mld zł eliminuje bodźce tych towarzystw do zwiększania wartości zarządzanych aktywów. Przy obecnie istniejącym systemie kar i nagród za uzyskane wyniki inwestycyjne, limit opłat za zarządzanie zniechęca towarzystwa do podejmowania aktywnej polityki inwestycyjnej, a w efekcie ogranicza bodźce do zwiększania stóp zwrotu przez największe fundusze emerytalne.

W interesie członków OFE jest osiągnięcie możliwie najwyższych długoterminowych stóp zwrotu, a nie ograniczanie poziomu opłat i prowizji. Symulacje przeprowadzone przez Ernst & Young wskazują, że w przypadku 25-letniego mężczyzny, który ma przed sobą perspektywę 40 lat gromadzenia składek, obniżka opłaty za zarządzanie o 1 pkt. proc. zwiększy jego przyszłe świadczenie jedynie o 1,2 proc. Gdyby natomiast w perspektywie 40 lat podwyższono długoterminową stopę zwrotu OFE o 1 pkt. proc., jego przyszła emerytura mogłaby być wyższa o prawie 25 proc. (IGTE, 2009).

*W interesie członków OFE jest osiągnięcie możliwie najwyższych długoterminowych stóp zwrotu, a nie ograniczanie poziomu opłat i prowizji.*

Dyskusja na temat poziomu opłat nie może być zatem prowadzona w oderwaniu od analizy działań, które mogą podwyższyć długoterminową efektywność inwestycyjną funduszy emerytalnych. Dotyczy to w szczególności wprowadzenia funduszy emerytalnych, których polityka inwestycyjna byłaby dostosowana do wieku ubezpieczonych, określenia ich limitów inwestycyjnych i benchmarków.

## Bibliografia

- BCC (2010). Przywileje emerytalne grup zawodowych: potrzeba ujednoczenia systemu, stanowisko Business Center Club, 22 lutego 2010 r., Warszawa, [http://www.bcc.org.pl/cms/pliki\\_lobbying/2010-02-22\\_system\\_emerytalny.doc](http://www.bcc.org.pl/cms/pliki_lobbying/2010-02-22_system_emerytalny.doc).
- Blake D. (2009). NDSC v FDC: Pros, Cons and Replication, Non-Financial Defined Contribution Pension Systems, Pensions Institute 09-13, <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0913.pdf>.
- Blake D. (2006). Pension Economics, Wiley & Sons, London.
- Bukowski M., Chłoń-Domińczak A., Góra M. (2009). Droga wyjścia dla zmian w nowym systemie emerytalnym w zakresie OFE, IBS Policy Paper 1/2009, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa, [http://ibs.org.pl/site/upload/publikacje/IBS\\_Policy\\_Paper\\_012009.pdf](http://ibs.org.pl/site/upload/publikacje/IBS_Policy_Paper_012009.pdf).
- Chłoń-Domińczak A., Góra M. (2008). Opinie o gospodarce, emerytury kapitałowe. Przyszli emeryci straciliby na emeryturach małżeńskich, artykuł w Gazecie Prawnej z dnia 29 października 2008 r., [http://praca.gazetaprawna.pl/artykuly/92528,przyszli\\_emeryci\\_straciliby\\_na\\_emeryturach\\_malzenskich.html](http://praca.gazetaprawna.pl/artykuly/92528,przyszli_emeryci_straciliby_na_emeryturach_malzenskich.html).
- Chłopek G. (2009). Badania założeń koncepcji multifunduszy oraz czasu przejścia do funduszy o mniejszym ryzyku, dokument nieopublikowany, Warszawa.
- Davis E.P., Steil B. (2001). Institutional investors, MIT Press: Cambridge.
- Góra M. (2010). Wiek emerytalny musi zostać podniesiony, Obserwator Finansowy, 4 listopada 2009 r., <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2009/11/04/wrog-systemu-emeryt-gor/>
- Góra M. (2003). System emerytalny, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa.
- European Commission (2009). Sustainability Report 2009, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, COM(2009) 545 final, European Economy 9/2009, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15998\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15998_en.pdf).
- IGTE (2009). Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec projektu ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 1830), Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 23 kwietnia 2009 r., <http://www.igte.com.pl/matiinf/2009/2009-008.pdf>.
- IGTE (2008). Propozycje zmian przepisów dotyczących instrumentów finansowych dostępnych dla funduszy emerytalnych przygotowane przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, list do Ministra Finansów z dnia 6 lutego 2008 r., <http://www.igte.com.pl/matiinf/2008/001.html>.
- IGTE (2006). Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych do projektu Ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, 21 sierpnia 2006 roku, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, Warszawa, <http://www.igte.com.pl/matiinf/2006/003.html>.

- Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W., Kuziak K., Wojtasiak A. (2004). Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych - analiza istniejących rozwiązań i propozycje zmian, raport badawczy na zlecenie KNUiFE, Katedra Inwestycji Finansowych i Ubezpieczeń, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, [http://www.knf.gov.pl/Images/polityka\\_inwestycyjna\\_ofe\\_jajuga\\_tcm75-4924.doc](http://www.knf.gov.pl/Images/polityka_inwestycyjna_ofe_jajuga_tcm75-4924.doc).
- KNUiFE (2004). Wyplata emerytur z II filara nowego systemu emerytalnego, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa, [http://www.knf.gov.pl/Images/wyplaty\\_emerytur\\_z\\_II\\_filara\\_tcm75-4936.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/wyplaty_emerytur_z_II_filara_tcm75-4936.pdf)
- Marczuk B. (2010). Zus bis czyli niższe emerytury, artykuł z Dziennika Gazety Prawnej z dnia 6 kwietnia 2010 r., [http://praca.gazetaprawna.pl/artykuly/411216,zus\\_bis\\_czyli\\_nizsze\\_emerytury.html](http://praca.gazetaprawna.pl/artykuly/411216,zus_bis_czyli_nizsze_emerytury.html).
- Metlife Institute (2003). The Metlife Retirement Income IQ Test: Findings from the 2003 National Survey of American Pre-Retirees, The Metlife Mature Market Institute, New York, June 2003.
- MF (2009). Sprawozdanie z prac oraz rekomendacje Grupy Roboczej ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych, działającej w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego, Departament Rozwoju Rynku Finansowego, Ministerstwo Finansów, Warszawa, 26 lutego 2009.
- Misiąg W. (2010). Wpływ systemu emerytalnego na budżet państwa i dług publiczny, w: Wiktorow A., Wyżnikiewicz B. (red. nauk.) Wielofunduszowość w systemie emerytalnym, s. 8-14, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa, styczeń 2010 r.
- MPiPS (2010). Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy, projekt z 6 stycznia 2010 r., Warszawa, [http://www.mpips.gov.pl/bip/download/Projekt\\_ustawy\\_8.01.10.pdf](http://www.mpips.gov.pl/bip/download/Projekt_ustawy_8.01.10.pdf). Opinie dotyczące tego dokumentu wyrażone w trakcie konsultacji społecznych dostępne są na stronie: <http://www.mpips.gov.pl/bip/index.php?idkat=2284>.
- Nofsinger J.R. (2006). Psychologia inwestowania, wyd. 2, Helion, Gliwice.
- Oręziak L. (2010). Zlikwidować OFE!, artykuł w Polityce z dnia 30 stycznia 2010 r., nr 5 (2741), s. 40-42, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1502543,1,glos-1-zlikwidowac-ofe.read>.
- Otto W. (2010). Dylematy wielofunduszowości – koszty ryzyka i system opłat, w: Wiktorow A., Wyżnikiewicz B. (red.) (2010) Wielofunduszowość w systemie emerytalnym, ss. 70-81, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa, styczeń 2010 r.
- Pentor (2009). Badania telefoniczne Pentor z maja-czerwca 2009 r. dla Polskiej Izby Pośredników Ubezpieczeniowych i Finansowych dotyczące opinii aktualnych członków OFE na temat współpracy, satysfakcji, oczekiwań względem aktualnego OFE, Pentor, maj-czerwiec 2009, Warszawa.
- Rostowski J. (2004). The Stability and Growth Pact – Essential and Unfeasible, Studia i Analizy, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa, [http://www.case-research.eu/upload/publikacja\\_plik/2686680\\_275%20new.pdf](http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/2686680_275%20new.pdf).

- Siegel J. (2008). *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Financial Strategies*, 4th ed., The McGraw Hill.
- Stańko D. (w druku). Wpływ systemu emerytalnego na gospodarkę, PAN, marzec 2010.
- Stańko D. (2010). Doświadczenia z wprowadzania wielofunduszowości w innych krajach, w: Wiktorow A., Wyżnikiewicz B. (red.) (2010) *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, ss. 24-44, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa, styczeń 2010 r.
- Stańko D. (2009). Transfery członków kapitałowych funduszy emerytalnych na przykładzie polskiego rynku OFE, badania własne nr 02/E/0017/09, Szkoła Główna Handlowa.
- Stańko D. (2008). Rynek rent dożywotnich, *Studia i Prace Kolegium Ekonomiczno-Społecznego*, zeszyt 15, ss. 819-862, badania własne nr 02/E/0027/07, Szkoła Główna Handlowa: Warszawa.
- Stańko D. (2007). Publiczne fundusze emerytalne – podstawowe zagadnienia, współpraca: Kamil Sobolewski, ekspertyza dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych, styczeń 2007, [www.igte.com.pl/matiinf/2007/2007-001.pdf](http://www.igte.com.pl/matiinf/2007/2007-001.pdf).
- Stańko D. (2003). *Polish Pension Funds - Does The System Work? Cost, Efficiency and Performance Measurement Issues*, The Pensions Institute, Cass Business School, London, Discussion Paper PI-0302, styczeń 2003 r., [www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0302.pdf](http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0302.pdf).
- Zielonka P. (2008). *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, 2 wyd., Wydawnictwa Fachowe Cedewu.PL, Warszawa.



## Fundacja FOR

Fundacja FOR została zarejestrowana w marcu 2007 r. i rozpoczęła swoją działalność we wrześniu 2007 r. Wyłącznym fundatorem FOR jest prof. L. Balcerowicz.

Celem FOR jest zwiększenie obywatelskiego zaangażowania Polaków na rzecz propozycji, które sprzyjają szybkiemu i stabilnemu rozwojowi. Stałym punktem odniesienia dla FOR jest wizja państwa prawa, które tworzy warunki sprzyjające prorozwojowym, produktywnym działaniom ludzi: pracy, przedsiębiorczości i innowacyjności, oszczędzaniu i inwestowaniu oraz zdobywaniu wiedzy. Dostępna wiedza pozwala na określenie generalnych cech ustroju, który w największym stopniu tworzy wymienione warunki. Te cechy to:

- Szeroki zakres indywidualnej wolności w ramach jasnego i dobrze egzekwowanego prawa. **Wolność i praworządność** tworzą podstawy dla sprawnego działania wolnego rynku, rozwoju społeczeństwa obywatelskiego i otwarcia na świat.
- **Niskie podatki** możliwe wyłącznie przy niskich **wydatkach publicznych**. Badania pokazują, że zarówno nadmierne podatki, jak i ich główna przyczyna – rozdęte wydatki budżetu osłabiają bodźce do działań produktywnych, przyczyniając się m.in. do bezrobocia lub bierności zawodowej, a przez to – hamują rozwój i ograniczanie ubóstwa.
- Rozwinięta i odpowiedzialna fiskalnie **samorządność lokalna**. Zmniejsza ona ryzyko błędów związane z centralizacją decyzji w państwie oraz umożliwia porównywanie i rywalizację nie tylko na poziomie przedsiębiorstw, ale i jednostek publicznych.
- **Stabilność makroekonomiczna**, czyli zdrowy pieniądz, stabilny sektor finansowy oraz zrównoważone finanse publiczne. Wymaga ona silnej ochrony niezależności i fachowości takich instytucji jak bank centralny i nadzór finansowy oraz warunków instytucjonalnych zapobiegających zwiększaniu obciążeń fiskalnych i utrzymywaniu się deficytu w finansach publicznych.
- Prężny, innowacyjny **system edukacji i badań**, silnie powiązany ze światową nauką i rynkową gospodarką.

FOR posiada formę prawną fundacji. FOR jest instytucją niezależną i nie uczestniczy w działalności jakiegokolwiek partii politycznej.





**Fundacja FOR**

Al. J.Ch. Szucha 2/4 lok. 20

00-582 Warszawa

telefon: +48 (22) 427 40 10

faks: +48 (22) 213 37 85

e-mail: [info@for.org.pl](mailto:info@for.org.pl)

strona internetowa: [www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)