

PRZEGLĄD SYSTEMU EMERYTALNEGO

IGTE 2016

IGTE
Izba Gospodarcza
Towarzystw Emerytalnych

Streszczenie

Zgodnie z założeniami reform emerytalnych w wielu krajach na świecie każdemu z trzech systemowych filarów została przydzielona właściwa dla niego rola. Idea trójfilarowości jest i była różnie realizowana, a kierunek w którym zdaje się zmierzać system polski – połączenia drugiego i trzeciego filaru – obrany został przez szereg państw rozwiniętych na czele z Holandią, Wielką Brytanią i Nową Zelandią. Samo czerpanie z doświadczeń innych krajów może jednak nie wystarczyć dla powodzenia szykujących się systemowych zmian. Pomocne może się okazać skorzystanie z doświadczeń polskiego systemu, które – szczególnie w jego części kapitałowej – syntetycznie omawia niniejszy raport. Zawiera on m. in. następujące wnioski i spostrzeżenia:

- Również wskutek toczących się w latach 2010-2013 burzliwych dyskusji dwie trzecie Polaków mających na ten temat sprecyzowany pogląd nie ocenia pozytywnie ani ZUS, ani OFE. Przy tak niskim poziomie akceptacji tych instytucji trudno liczyć, by składka emerytalna była powszechnie traktowana jako długoterminowa inwestycja w przyszłą wysokość świadczeń. Brak akceptacji czyni efekt klina podatkowego, który i tak jest w Polsce wysoki na tle krajów rozwiniętych, jeszcze bardziej dolegliwym, przekładając się na większy udział szarej strefy czy wyższą emigrację. Wzmocnienie zaufania dla systemu emerytalnego jako całości powinno być priorytetem dla wszystkich dalszych prób zmian.
- Większość szacunków wskazuje, że odejście od kapitałowości w obowiązkowym systemie emerytalnym skutkować będzie obniżeniem przyszłych emerytur. W sytuacji braku politycznej możliwości powrotu do sytuacji sprzed 2011 roku, należy podjąć działania, by ubytek ten został z nawiązką skompensowany dzięki upowszechnieniu trzeciego filaru.
- Wyniki kilku różnych badań ankietowych wskazują, że pod względem zainteresowania trzecim filarem pracujących można podzielić na pięć grup. Około 5% stanowią aktywni użytkownicy wspieranych przez państwo instrumentów (IKE, IKZE i PPE). Dalsze 15% oszczędza na emeryturę, ale w inny sposób. Kolejne 35-40% byłoby w stanie zwiększyć stopę oszczędności, choć z różnych względów tego nie czyni. Następne 10-15% gotowe byłoby więcej oszczędzać, ale tylko przy silnym wsparciu ze strony państwa. Ostatnia grupa, licząca od 25% do 30% zatrudnionych zdecydowanie nie jest zainteresowana długoterminowym oszczędzaniem.
- Nie zaniedbując działań edukacyjnych skierowanych w przyszłość, trzeba przyjąć do wiadomości dzisiejsze nastawienie polskiego społeczeństwa względem oszczędzania na emeryturę i uwzględnić je przy projektowaniu rozwiązań trzeciofilarowych, które aspirują do powszechności. Konstruktwna propozycja programu zachęcającego do oszczędzania w trzecim filarze powinna opierać się ponadto na pozytywnych doświadczeniach międzynarodowych, wyciągając również negatywne wnioski z doświadczeń polskich. Analiza przyczyn niskiego zainteresowania dotychczasowymi produktami wskazuje, że elementem nowego programu powinien być nie tylko lepszy system zachęt, ale także przejrzysty, tani i łatwo dostępny produkt emerytalny.
- Pod względem jakości oferowanego produktu emerytalnego OFE mogą stanowić ważne źródło inspiracji. W porównaniach OFE z funduszami zagranicznymi pod względem opłaty za zarządzanie netto (0,38%) przegrywają tylko z brytyjskim funduszem non-profit NEST. Należy przy tym zauważyć, że fundusz ten operuje aktywami pochodzącymi przede wszystkim z krajów rozwiniętych, zaś OFE z rozwijających się, do których wciąż należy Polska. Zarządzanie akcjami i obligacjami z rynków rozwijających się jest zaś droższe. W porównaniu z lokalnymi

odpowiednikami OFE wypadają jeszcze lepiej – ich wskaźnik kosztów całkowitych (0,55%) jest niemal trzy razy niższy od 25% najtańszych krajowych funduszy akcyjnych.

- Bardziej obiecującym sposobem na podwyższenie stóp zwrotu z inwestycji OFE (oraz nowych funduszy trzeciofilary) jest poszukanie nowych możliwości inwestycyjnych. Przede wszystkim uderzający jest wysoki udział w portfelach funduszy akcji spółek publicznych; w lipcu 2016 stanowiły one 82% portfela. Choć taka sytuacja jest dziedzictwem ustawy z 2013 roku, należy pomyśleć o jej stopniowej zmianie. OFE mogłyby inwestować w infrastrukturę, fundusze private equity, oraz nieruchomości. Należy przywrócić także możliwość inwestowania na New Connect oraz pomyśleć o instrumentach pochodnych i krótkiej sprzedaży, które mogłyby obniżyć ryzyko inwestycyjne.
- Zaproponowane przez MR zmiany w systemie emerytalnym wydają się zmierzać w generalnie dobrym kierunku. By cele reformy, w szczególności utrzymująca się wysoka partycypacja, zostały z dużym prawdopodobieństwem zrealizowane, niezbędne jest spełnienie następujących warunków.
 - Po pierwsze, konieczne jest wyraźne prawne zagwarantowanie zmiany charakteru środków zgromadzonych w OFE z publicznych na prywatne. Jedynie ustawowa gwarancja zmiany charakteru środków publicznych na prywatne może uwiarygodnić planowaną reformę i wzmocnić zaufanie do systemu emerytalnego.
 - Po drugie, z tego samego powodu należałoby wskazać wyraźną merytoryczną podstawę przekazania określonej części środków z OFE do FRD.
 - Po trzecie, nowo utworzony quasi-obowiązkowy trzeci filar powinien powstać od początku z udziałem podmiotów prywatnych.
 - Po czwarte od razu trzeba rozpocząć prace nad systemem wypłat, żeby uczestnicy mieli jasność, czego mogą docelowo spodziewać się po systemie, do którego się zapisują.

System emerytalny – spojrzenie całościowe

Systemy emerytalne analizuje się, korzystając z trójfilarowej klasyfikacji zaproponowanej przez Bank Światowy¹. Taki sposób ujęcia nie jest jedynie czystą kategoryzacją, lecz pociąga za sobą konkretną, dobrze ekonomicznie i politycznie uzasadnioną wizję.

Pierwszy filar ma za zadanie przede wszystkim zabezpieczyć minimum egzystencji osobom starszym. Ponieważ jest obowiązkowy i zarządzany przez państwo, nadaje się idealnie do pełnienia funkcji redystrybucyjnych – świadczenie pochodzące z niego uzyskują także osoby, które niekoniecznie w pełni na nie zapracowały (ich składki nie byłyby wystarczające dla sfinansowania otrzymywanych emerytur). Ze względu na fakt, że finansowanie pierwszego filaru pochodzi z opłat nakładanych na wynagrodzenia, ryzyko wstrzymania wypłat powiązane jest wprawdzie z sytuacją na rynku pracy, ale już nie z rynkiem finansowym. Dodatkowo emerytury pochodzące z pierwszego filaru mają gwarancje państwa. Korzyści z istnienia pierwszego filaru idą jednak w parze z szeregiem aktualnych bądź potencjalnych kosztów.

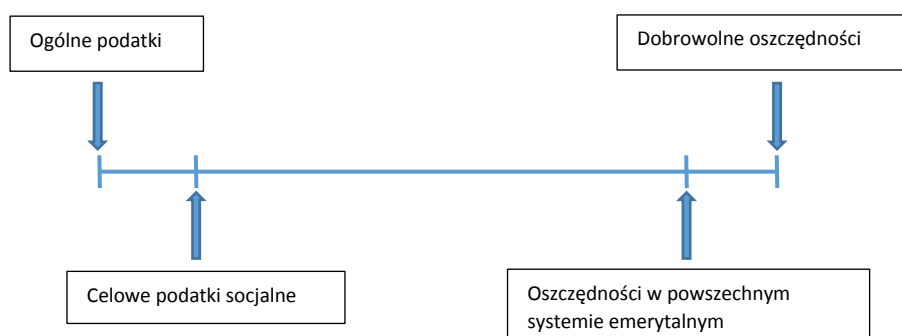
Po pierwsze system, w którym emerytura nie zależy od poziomu wpłat jest mało atrakcyjny dla znacznej części społeczeństwa. Z tego powodu obok elementu czysto redystrybucyjnego w ramach pierwszego filaru w większości państw pojawia się komponent związany z zarobkami. Prowadzi to do wzrostu zobowiązań emerytalnych, które w niesprzyjających warunkach mogą okazać się zagrożeniem dla finansów publicznych, a w efekcie zmusić rządy do obniżenia wypłacanych emerytur. Po drugie, w pierwszym filarze może dojść do narastania zobowiązań oderwanych od dochodów (jak w Polsce przed 1999 rokiem). W efekcie niedopasowanie dochodów i wydatków nie stanowi chwilowego szoku, ale staje się smutną codziennością, z którą społeczeństwo musi się zmagać przez dekady. W konsekwencji system traci swoje walory redystrybucyjne, ponieważ głównym beneficjentem stają się osoby o przeciętnych oraz ponadprzeciętnych dochodach pochodzące ze starszych kohort. Ubocznym efektem nadmiernie wysokich emerytur finansowanych ze środków publicznych jest także wypieranie innych wydatków państwa na przykład związanych z edukacją, badaniami czy infrastrukturą. Po trzecie w miarę starzenia się społeczeństwa relacja wypłacanych emerytur do przekazanych na ten cel środków przestaje być atrakcyjna, co rodzi pokusę ograniczenia partycypacji w systemie. Prowadzi to do poszerzenia się szarej strefy i zwiększenia wysiłków zmierzających do ograniczenia płaconych podatków oraz składek. Po czwarte, pierwszy filar podatny jest na zmiany polityczne – niezadowolenie jednej czy drugiej kohorty albo grupy społecznej może doprowadzić do zmiany reguł gry w trakcie jej trwania, co dodatkowo zniechęca do partycypacji.

Drugi filar teoretycznie wolny jest od wymienionych wyżej wad ze względu na nierozwalne powiązanie wpłat z wypłacanymi świadczeniami. Ponadto dzięki temu, że w realizowaniu wypłat pośredniczy rynek kapitałowy, a wpłaty na kilkadziesiąt lat stają się oszczędnościami, rozwój drugiego filaru oznacza zarazem rozwój rynku kapitałowego wraz ze wszystkimi korzyściami, jakie to pociąga za sobą². Emerytura pochodząca z drugiego filaru w mniejszym stopniu podatna jest na ryzyko demograficzne dzięki możliwości korzystania z pracy osób poza granicami kraju poprzez inwestycje zagraniczne czy to bezpośrednio, czy za pośrednictwem krajowych spółek. Obowiązkowy filar kapitałowy także jednak nie jest pozbawiony wad.

Po pierwsze kapitałowa konstrukcja wyklucza pełnienie funkcji redystrybucyjnych. Osoby, które zgromadziły niewiele aktywów, mają niskie świadczenia. Po drugie aktywa zgromadzone w drugim filarze wystawione są na ryzyko rynkowe. Stopy zwrotu z rynku akcji zależą silnie od kondycji gospodarki, a rynek obligacji, choć bezpieczniejszy, także podlega wahaniom. Wspólnym ryzykiem jest inflacja, która obniża realne stopy zwrotu ze wszystkich aktywów finansowych. Po trzecie

zagrożeniem jest wykorzystywanie drugiego filaru do innych celów niż wypłacanie emerytom jak najbezpieczniejszych i jak najwyższych świadczeń. Przykładowo drugi filar może realizować cele fiskalne (kupowanie obligacji krajowych, co powoduje, że mają niższe oprocentowanie) oraz stymulować rozwój krajowej giełdy. Co do zasady w działaniach tych nie ma nic złego – zagrożenie pojawia się w momencie, gdy ich skala zaczyna wchodzić w konflikt z pierwotnym celem istnienia funduszy, jakim jest dbanie o interesy przyszłych emerytów. Po czwarte składki na drugi filar powiększają klin podatkowy, zniechęcając do (legalnej) pracy.

Schemat 1. Percepcja składek w systemie emerytalnym.



Źródło: Góra 2003³.

Efekt klina pojawia się zarówno w pierwszym, jak i w drugim filarze ze względu na łączącą je cechę przymusowości. Nie powinien jednak mieć identycznego natężenia. Zniechęcający efekt opodatkowania dochodów z pracy wynika bowiem nie z tego, że nie można skosztować całości dochodów, lecz dlatego, że o przeznaczeniu zabranych pracownikowi funduszy decyduje państwo. To, że ktoś regularnie dobrowolnie oszczędza pewną część osiągniętych dochodów nie stanowi przecież bodźca zniechęcającego do legalnej pracy. Między podatkami od wynagrodzeń a dobrowolnymi oszczędnościami istnieje jednak pewna strefa cienia, której nie sposób jednoznacznie zaklasyfikować ani do jednej, ani do drugiej kategorii (Schemat 1). Jeżeli pobierana od wynagrodzeń kwota przekłada się teoretycznie jeden do jednego (lub nawet korzystniej) na przyszłą emeryturę, to pracownik nie powinien traktować obciążenia tak samo jak zwykłego podatku. Z drugiej strony nie jest to jednak to samo, co dobrowolne oszczędności, ponieważ nie można z nich skorzystać wcześniej, a przyszła korzyść stanowi obietnicę o charakterze politycznym, której dotrzymanie jest jedynie prawdopodobne. W tym ostatnim aspekcie ujawnia się przewaga drugiego filaru nad pierwszym – wypłaty emerytur z niego pochodzących są postrzegane jako bezpieczniejsze ze względu na pełne pokrycie aktywami finansowymi i dlatego obciążenie wynagrodzenia składką na drugi filar traktowane jest jak mniej dolegliwe. Jednak wciąż nie jest tym samym, co dobrowolne oszczędności.

Trzeci filar pozbawiony jest zasadniczej wady pierwszego i drugiego – nie powiększa podatkowego klina. Z tego powodu po zażegnaniu zagrożeń związanych z efektem „gapowicza” i zapewnieniu wszystkim pracującym minimalnego adekwatnego poziomu zabezpieczenia emerytalnego, czyli po wyczerpaniu się korzyści płynących z przymusu emerytalnego, trzeci filar powinien zaspokajać wszelkie dalsze potrzeby społeczne w tym zakresie.

Oryginalna koncepcja trójfilarowa zakładała dość konkretny kształt poszczególnych filarów. Pierwszy filar miał być mały, a emerytura z niego płynąca niezależna od odprowadzanych składek. Była to więc *de facto* emerytura obywatelska, czyli równa dla wszystkich i finansowana z podatków. Dlatego całość emerytury powiązanej z wysokością obowiązkowych składek miała pochodzić z drugiego filaru. Drugi i trzeci filar razem miały być większe od pierwszego filaru tak, by większość emerytury docelowo finansowana była z gromadzonych na ten cel aktywów.

Trudno znaleźć kraj, w których koncepcja trójfilarowa została zrealizowana dokładnie tak, jak postulowali jej twórcy. Najbliższym zarysowanemu w raporcie Banku Światowego „ideału” jest chyba Kanada, w której funkcjonuje emerytura obywatelska oraz drugi filar, a emerytura pochodząca z podatków i składek jest relatywnie niska, co zostawia sporo miejsca na rozwój produktów trzeciofilarowych. Trudność we wskazaniu stuprocentowej realizacji trójfilarowości dokładnie na wzór Banku Światowego nie oznacza, że szeregu jej zasadniczych postulatów nie wprowadzono w życie. Mitem jest na przykład stwierdzenie, że nigdzie na Zachodzie nie było drugiego filaru. Owszem w żadnym kraju rozwiniętym nie było obowiązkowych prywatnie zarządzanych funduszy emerytalnych. Jednak liczna grupa państw wprowadziła rozwiązania (szczegółowo scharakteryzowane w raporcie TEP⁴) trzeciofilarowe, które zawierają tak silne zachęty do partycypacji ze strony rządu, że przyjęto się nazywać je quasi-obowiązkowymi. Kraje takie jak Holandia, Nowa Zelandia, a ostatnio Wielka Brytania zamazały więc granicę między drugim a trzecim filarem wprowadzając rozwiązania zmierzające do niemal powszechnej partycypacji w systemie z pozoru dobrowolnym. Obok tego istnieją w nich rzeczywiście dobrowolne schematy oszczędzania, którym znacznie bliżej do tradycyjnie rozumianego trzeciego filaru niż aktywnie popieranym przez państwo programom.

Mitem jest, że nigdzie na Zachodzie nie wprowadzono drugiego filaru. Holandia, Nowa Zelandia i Wielka Brytania zamazały po prostu granicę między drugim a trzecim filarem implementując rozwiązania zmierzające do powszechnej partycypacji w systemie quasi tylko dobrowolnym.

W stronę połączenia drugiego i trzeciego filaru zdaje się zmierzać także system polski. Nie jest to kierunek a priori zły, jednak wyznaczenie dobrego kierunku nie gwarantuje dotarcia do celu. By ustrzec się błędów warto nie tylko uważnie obserwować wzorce Zachodnie, ale należałoby również uczyć się na doświadczeniach polskiej reformy – i tej z 1999 roku i jej częściowego odwrócenia w latach 2011-2013. W celu syntetycznego omówienia owych doświadczeń i płynących z nich wniosków powstał niniejszy raport.

Ocena zmian z 2011-2013

Perspektywa systemowa

W latach 1999-2010 dokonano szeregu zmian w polskim systemie emerytalnym. Niezależnie od tego, jak je oceniać, żadna z nich nie podważała przyjętej na początku trójfilarowego kierunku. Pierwszym ruchem, który, jak się wkrótce okazało, pchnął polski system emerytalny na zupełnie odmienne tory, było podniesienie składki emerytalnej na ZUS i obniżenie składki na OFE w 2011 roku. Wprawdzie w uzasadnieniu Ustawy z 25 marca 2011 rząd przekonywał, że „Celem tych działań jest taka modyfikacja obecnych rozwiązań, która zmniejszyłaby potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa, przy założeniu jak najmniejszej ingerencji w obecny model systemu emerytalnego oparty o dwie części, z istotną rolą części kapitałowej”. Jednak trzykrotne ograniczenie udziału OFE w składce (z 7,3% do 2,3%) oznaczało drastyczne zaburzenie proporcji między filarami ograniczające do minimum efekty dywersyfikacji.

Ten brak konsekwencji jeśli chodzi o deklarowany kierunek zmian widać wyraźnie, gdy autorzy przywoływanego uzasadnienia odnoszą się do kwestii wypłat emerytur: „proponuje się, aby do wyliczenia emerytury kapitałowej (...) były brane pod uwagę środki zgromadzone w otwartych funduszach emerytalnych oraz środki zewidencjonowane na subkoncie. Emerytura kapitałowa w części pochodzącej ze środków: 1) zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych — byłaby finansowana z tych środków, 2) zewidencjonowanych na subkoncie — byłaby finansowana z przychodów Funduszu Ubezpieczeń Społecznych”. Z rozpadu emeryturą kapitałową nazwano emeryturę pochodzącą z bieżących składek, co całkowicie neguje sens tego pojęcia. Z drugiej strony ta omyłka świadczy o obecnej wtedy jeszcze determinacji odnośnie zachowania zasadniczego

kierunku przyjętego w 1999 roku. Zabrakło jej już dwa lata później.

Zmiany z 2013 roku spowodowały, że planowany udział części kapitałowej w finansowaniu emerytury zmniejszył się dziesięciokrotnie względem tego zakładanego w 1999 roku

W jaki sposób do tego doszło? Po pierwsze przyjęto, że nie będzie emerytur kapitałowych. Choć (w założeniu uchwalonej ustawy) środki z OFE będą systematycznie zasilaty FUS, przyczyniając się do obniżenia jego deficytu, emerytura jako taka będzie nadal ściśle uzależniona od kondycji finansowej państwowego ubezpieczyciela. Jej wypłata stała się więc bardziej podatna na ryzyko w sytuacji kryzysu finansów publicznych niż gdyby, jak to zakładano w 1999 roku, część emerytury pochodziła z funduszu kapitałowego lokującego środki w zdywersyfikowanym portfelu

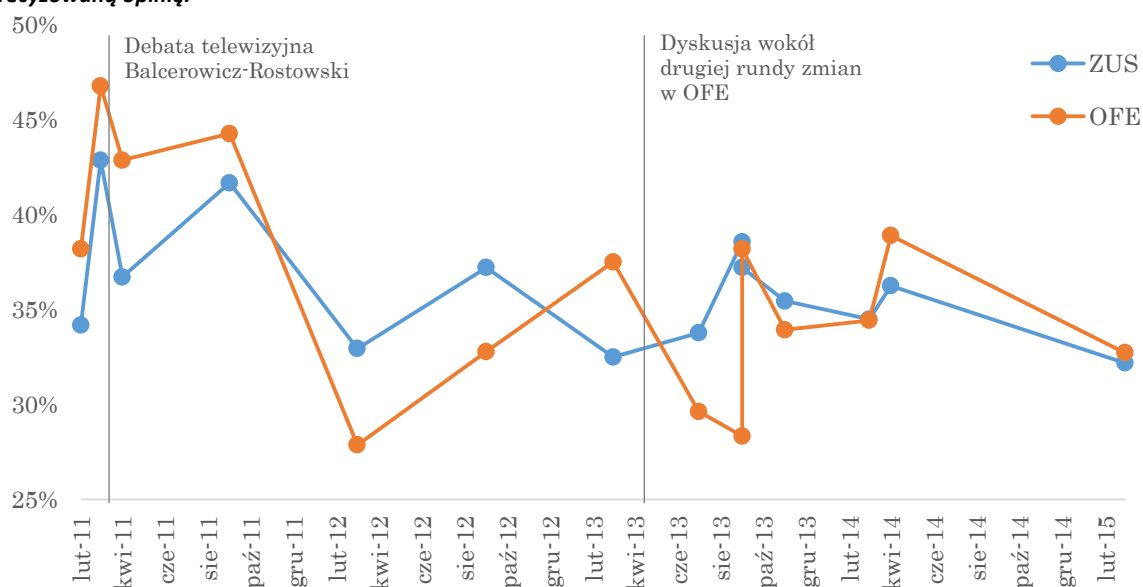
krajowych i zagranicznych instrumentów finansowych. Po drugie okres oszczędzania został dodatkowo skrócony średnio o pięć lat, na skutek tak zwanego „suwaka bezpieczeństwa”, czyli stopniowego przekazywania środków OFE do ZUS na 10 lat przed emeryturą. Po trzecie trwale obniżono składkę do poziomu 15% całej składki emerytalnej, istotnie umniejszając rolę części kapitałowej. Po czwarte wprowadzono możliwość wyboru między oszczędzaniem w OFE i kierowaniem składki do ZUS dla osób, którym do osiągnięcia ustawowego wieku emerytalnego brakuje więcej niż 10 lat. Warunki tego wyboru preferowały jednak ZUS – do OFE można było trafić tylko wtedy, gdy złożyło się w terminie odpowiednią deklarację. Po piąte ZUS przejął – niezależnie od złożonej bądź nie deklaracji – 51,5% zasobów OFE zastępując je zobowiązaniami na subkontach.

Dla osoby, która zdecydowała się złożyć deklarację o ponownym przystąpieniu do OFE, udział części kapitałowej w finansowaniu przyszłej emerytury sięgnie około 22% (zgodnie z tymi samymi założeniami, które poczyniła KNUFE w 2003 roku⁵). Ponieważ jednak jedynie ok. 20% uprawnionych wybrało fundusze kapitałowe, średni docelowy udział drugiego filaru w całym systemie nie przekroczy 5%. W efekcie przeprowadzonych w 2013 roku „reform” planowany udział części kapitałowej zmniejszył się zatem dziesięciokrotnie.

Odejście od idei trójfilarowości nie jest jedynym, choć bez wątpienia najpoważniejszym zarzutem, który można postawić wprowadzonym w latach 2011-2013 zmianom. Nie ma jednak sensu powtarzać innych krytycznych argumentów, które znalazły już wcześniej wyraz w licznych opracowaniach powstałych przy okazji prac nad obydwoma ustawami (por. szczególnie uwagi KOBE⁶ i UKNF⁷ do projektu ustawy z 10 października 2013). Warto jednak zwrócić uwagę na konsekwencje samej długoletniej dyskusji nad kształtem polskiego systemu emerytalnego.

Prowadzony od sześciu lat spór nie tylko nie zaowocował zbliżeniem stanowisk pomiędzy zwolennikami a przeciwnikami trójfilarowego podejścia, ale doprowadził do eskalacji wrogości, nieufności i wzajemnych oskarżeń. Jej najważniejszym efektem był spadek zaufania do powszechnego systemu – zarówno do OFE jak i do ZUS (Wykres 1). Pierwsza fala spadków nastąpiła po pamiętnej debacie prof. Leszka Balcerowicza z ówczesnym ministrem finansów Jackiem Rostowskim, którą obejrzało trzy miliony Polaków. Kolejna była efektem dyskusji nad projektowanymi zmianami toczoną w 2013 roku. Choć spór wokół drugiej ustawy „naprawczej” nie miał aż tak wyraźnego punktu kulminacyjnego, jak telewizyjny pojedynek sprzed dwóch lat, był o wiele bardziej brutalny, trwał dłużej i w rezultacie odbił się szerszym echem. Na początku marca 2011, przed debatą Balcerowicz – Rostowski, odsetek osób oceniających pozytywnie ZUS i OFE sięgał odpowiednio 43% i 47%. Dwa lata później, tuż przed kolejną falą zmian poparcie sięgało już 33% i 38%, by w marcu 2015, kiedy to przeprowadzono ostatnie badanie zaufania do obu filarów, sięgnąć odpowiednio 32% i 33%.

Wykres 1. Udział osób oceniających pozytywnie ZUS i OFE wśród osób, które mają na temat tych instytucji sprecyzowaną opinię.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie komunikatu z badań CBOS nr 42/2015.

Sytuacja, w której dwie trzecie Polaków, którzy mają na ten temat sprecyzowany pogląd, nie ocenia pozytywnie ani ZUS, ani OFE powinna niepokoić. Szczególnie, że aż ok. 20% Polaków w przypadku ZUS i ok. 45% w przypadku OFE powstrzymuje się od wyrażenia zarówno pozytywnej, jak

i negatywnej opinii, co oznacza, że bezwzględne poparcie sięgnęło w ostatnim badaniu jedynie 28% i 18%, odpowiednio dla ZUS i OFE. Przy tak niskim poziomie akceptacji trudno liczyć, by składka emerytalna była powszechnie traktowana jako długoterminowa inwestycja w przyszłą wysokość świadczeń. Brak akceptacji czyni efekt klina podatkowego, który i tak jest w Polsce wysoki na tle krajów rozwiniętych, jeszcze bardziej dolegliwym, przekładając się na większy udział szarej strefy czy wyższą emigrację.

Perspektywa ubezpieczonych

Badanie indywidualnych korzyści i kosztów przekierowania składek z OFE do ZUS musi zostać przeprowadzone na dwa sposoby. Z jednej strony bowiem upłynęło zbyt mało czasu, żeby należycie ocenić zmiany na podstawie danych rzeczywistych. Wpływ podjętych w latach 2011-2013 decyzji rozciągnięty jest bowiem w horyzoncie kilkudziesięciu lat. Z tego powodu istotniejsze są szacunki korzyści i kosztów niż ich rzeczywisty pomiar. Z drugiej strony nie można ignorować rzeczywistych zmian w kapitale emerytalnym w latach 2012-2015, nawet jeśli należy wstrzymać się z pochopną ich interpretacją.

Na uwagę zasługują trzy opracowania zawierające symulacje mogące pomóc odpowiedzieć na pytanie, czy z perspektywy indywidualnej oszczędzających przyjęte rozwiązania były korzystne. Badanie Agnieszki Chłoń-Dominiczak⁸ stara się bezpośrednio odpowiedzieć na pytanie o wpływ zmian z lat 2011-2013 na przyszłą wartość kapitału ubezpieczonych. Z jej symulacji wynika, że na skutek zmian osoba trzydziestoletnia będzie miała kapitał emerytalny niższy o 23% przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce w momencie przejścia na emeryturę. Z badania Bitnera⁹ przeprowadzonego przy okazji pierwszego otwarcia okienka transferowego w 2014 roku wyłania się dużo bardziej pesymistyczny obraz. Trzydziestolatek zarabiający przeciętne wynagrodzenie, który wybierze ZUS zamiast OFE w hipotetycznych warunkach braku suwaka bezpieczeństwa będzie miał emeryturę niższą o 430 zł. Przy zachowaniu 40% alokacji w akcje i założeniu, że pozostałe instrumenty będą przynosić stopę zwrotu równą wzrostowi PKB można ten wynik potraktować jako szacunek indywidualnego kosztu zmian z lat 2011-2013. Zakładając ten sam poziom przyszłej emerytury trzydziestolatek zarabiający przeciętne wynagrodzenie (ok. 3 tys. zł w cenach z 2015 roku), z obliczeń Chłoń-Dominiczak wynika emerytura niższa ok. 4%, a z obliczeń Bitnera o 13%. Jakub Borowski i Jakub Olipra¹⁰ otrzymali skrajnie przeciwne wyniki. Emerytura dzisiejszego dwudziestolatka, który wybierze OFE a nie ZUS będzie według nich niższa średnio o 550 zł. Ten wynik wskazuje, że cofnięcie reformy z 1999 roku było korzystne z punktu widzenia interesów przyszłych emerytów.

Warto zastanowić się, skąd wynikają różnice w otrzymanych wynikach. Najważniejszym* ich powodem jest inna zakładana realna stopa zwrotu z OFE. Chłoń-Dominiczak przyjmuje 3%, Bitner 4,7%, a Borowski i Olipra zakładają, że będzie równa tempu wzrostu polskiego PKB pomniejszonemu o opłaty, czyli nieco powyżej 1%. Bez szczegółowego analizowania wymienionych symulacji można więc wyrobić sobie opinię, który wariant jest najbardziej realistyczny i tym samym, który szacunek

* Jeśli chodzi o inne powody, to należą do nich nieuwzględnianie przez Chłoń-Dominiczak faktu, że w obliczu spadku dynamiki PKB pięcioletnia średnia ruchoma daje systematycznie wyższy wynik niż samo PKB oraz brak precyzji w wyliczeniach. Choć żaden autor nie może być pewny, że w jego obliczenia nie wkraść się żaden „chochlik”, w symulacji Borowskiego i Olipry znalazł się błąd, na który zwracało uwagę kilka osób w komentarzach pod artykułem. Autorzy badania napisali: „Obliczyliśmy również, o ile stopa zwrotu z aktywów OFE musiałaby być wyższa od założonego tempa wzrostu PKB, aby pozostanie w OFE było bardziej opłacalne niż przekazanie składki na subkonto w ZUS. Nadwyżka ta wynosi 3,65 pkt. proc.”. Ten wynik oznacza, że taka teoretyczna stopa zwrotu wynosiłaby ponad 5%, czyli więcej niż założyli Chłoń-Dominiczak oraz Bitner, a mimo to OFE dałyby ledwie tyle samo, co subkonto w ZUS.

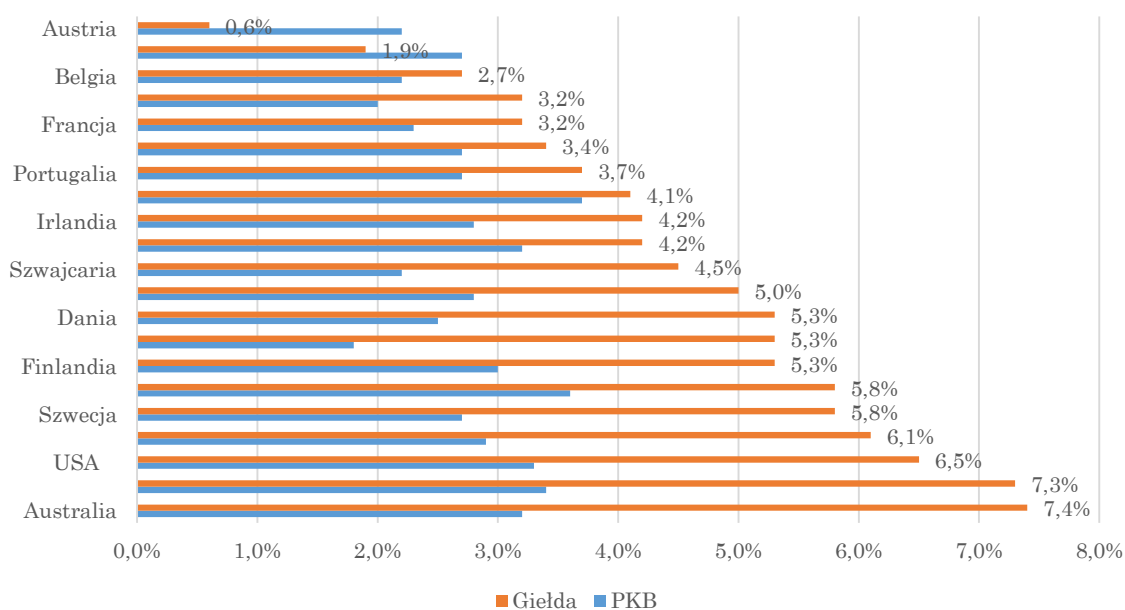
może być bliższy prawdzie. Za tym, że stopa zwrotu z funduszy kapitałowych będzie bliższa 4,5% rocznie niż 3% czy 1% przemawiają następujące argumenty.

Przede wszystkim światowe giełdy stanowią naczynia połączone i ex ante trudno oczekiwać, by przyniosły inwestorom różną stopę zwrotu (choć ex post prawie zawsze tak właśnie się dzieje). Jeżeli inwestorzy globalni oczekują zysków na poziomie 5% rocznie, czyli tyle, ile historycznie zarabiali w latach 1900-2015¹¹, to nie będą bez istotnych powodów żądać od polskich akcji mniej. Innymi słowy globalnymi rynkami finansowymi rządzi zasada arbitrażu – nie należy się spodziewać, by dało się bez ponoszenia większego ryzyka zarobić więcej na jednym rynku niż na drugim. Nawet więc jeżeli spodziewane tempo wzrostu zysku polskich spółek ze względu na słabsze perspektywy demograficzne będzie niższe, to ten efekt jest już odzwierciedlony w ich cenach. Gdyby włączyć do tej analizy premię za ryzyko kraju, okaże się, że polskie akcje powinny zarobić średnio więcej o ok. 1,3 pkt proc¹².

Drugi argument mówi o tym, że stopa zwrotu z giełdy historycznie była wyższa od tempa wzrostu PKB (Wykres 2). Jak zauważa Bitner¹³, wynika to z kilku powodów. Po pierwsze akcje notowane na giełdzie nie odzwierciedlają wszystkich dochodów z kapitału. Obok nich jest również dług, który przynosi pewniejszą, choć niższą stopę zwrotu. Poza tym przedsiębiorstwa giełdowe stanowią tylko część wszystkich przedsięwzięć gospodarczych. Dochody z kapitału obejmują wszystkie firmy, w tym na przykład małe firmy rodzinne, najczęściej mniej efektywne od tych, które trafiły na giełdę. Po drugie firmy mogą przecież inwestować za granicą, zarabiając dla swoich akcjonariuszy więcej niż wytwarza się w danym kraju i przez to więcej niż pozwala krajowa demografia. Po trzecie udział kapitału w PKB niekoniecznie musi pozostawać stabilny. Ta empiryczna prawidłowość zaczęła się w ciągu ostatnich dwudziestu lat załamywać – w niektórych krajach rozwiniętych, a także w skali całego globu udział kapitału w PKB rośnie, a więc stopa zwrotu z kapitału jest wyższa niż tempo wzrostu gospodarczego.

Trzecim argumentem za przyjęciem wyższej stopy zwrotu z aktywów OFE jest fakt, że fundusze mogą inwestować poza Polską, uniezależniając tę część swojego portfela całkowicie od polskiej demografii i wynikającego z niej deficytu siły roboczej. Do tej pory z różnych względów fundusze niezbyt chętnie lokowały środki przyszłych emerytów za granicą, ale ten stan rzeczy może ulec zmianie.

Wykres 2. Stopa zwrotu z giełdy i tempo wzrostu PKB w latach 1900-2014 (wartości realne).



Źródło: Credit Suisse Yearbook 2015, Bank Światowy.

Nawet jeśli nadzieje ubezpieczonych na wyższe od waloryzacji ZUS stopy zwrotu w OFE są całkiem dobrze uzasadnione, dotychczasowa praktyka nie była pomyślna. Jak pokazuje Tabela 1, waloryzacje na subkoncie były średnio o 0,6 pkt. proc. wyższe niż stopy zwrotu z OFE. Nie znaczy to, że ci, którzy wybrali w 2014 roku ZUS a nie OFE mają szczególne powody do radości – w lutym 2014 w OFE pozostały 144 mld zł stanowiące kapitał emerytalny zarówno tych, którzy później wybrali ZUS, jak i OFE, a zyski z subkonta nie pokryją strat poniesionych na tym portfelu w ciągu dwóch minionych lat. Straty te zaś mają ścisły związek z wynikającym z ustawy z 2013 roku oczekiwanym odpływem netto środków z polskiej giełdy, który uważany jest za jeden z głównych czynników dekonjunkury¹⁴, która na niej zapanowała.

Tabela 1. Stopy zwrotu w skali roku z OFE oraz waloryzacje na subkoncie w ZUS w latach 2012-2015.

Wartość	OFE	Subkonto w ZUS
2012	16,3%	6,27%
2013	7,2%	5,10%
2014	0,6%	4,89%
2015	-4,7%	4,37%
Średnia roczna	4,57%	5,16%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i ZUS.

Perspektywa finansów publicznych

Jednym z istotnych kosztów przeprowadzonych zmian, o którym mówiono od samego początku, jest wzrost tzw. długu ukrytego. Choć kwestia ta była już w wielu miejscach¹⁵ omawiana, warto do niej powrócić, ponieważ ciągle brakuje wyraźnych wniosków z toczonych dyskusji. Dla większej jasności wskazane jest przypomnienie najważniejszych definicji.

Dług jawny to zadłużenie sektora publicznego zaciągnięte w formie obligacji lub kredytów. Dług ukryty brutto (z tytułu zobowiązań emerytalnych) to zdyskontowana na chwilę bieżącą suma zobowiązań względem dzisiejszych i przyszłych emerytów, które nie są pokryte bieżącymi aktywami (rezerwami). Brak rezerw nie oznacza jednak w tym przypadku braku pokrycia długu ukrytego brutto – stanowią je przyszłe składki odprowadzane do systemu. Jeżeli nie pokrywają one w całości przyszłych zobowiązań, pojawia się dług ukryty netto, czyli zdyskontowana na chwilę bieżącą różnica między przyszłymi wydatkami z tytułu wypłat emerytalnych a przyszłymi dochodami ze składek. Dług ukryty netto można więc interpretować także jako zdyskontowaną sumę dopłat z budżetu do systemu emerytalnego. Całkowite zadłużenie publiczne netto oznacza zatem zobowiązania generujące dla finansów państwa przyszłe koszty obsługi długu pokrywane z podatków, czyli sumę długu jawnego i długu ukrytego netto. Z kolei na całkowite zadłużenie brutto składają się zobowiązania, które będą pokrywane z przyszłych podatków oraz składek emerytalnych, czyli wzięte łącznie dług jawny i dług ukryty brutto.

W praktyce działania systemów repartycyjnych dług ukryty jest stałym elementem, ponieważ środków pochodzących z pierwszych składek nigdy w całości nie inwestowano, lecz przeznaczano je na wypłatę emerytur dla osób, które wcześniej nie składowały. Dzięki temu pierwsze pokolenie osób starszych otrzymywało emeryturę „w prezencie” od pozostałych pokoleń. W taki sposób dochodziło do powstania systemu, w którym państwowy ubezpieczyciel nie dysponował żadnymi aktywami, dlatego pojawiał się dług ukryty brutto. Dług ukryty netto cały czas jednak mógł być zerowy pod warunkiem, że przyszłe składki wystarczały na pokrycie przyszłych wypłat. Ten stan także jednak ulega zmianie, gdy państwo nie tylko wykorzysta całość wpływów z pierwszych składek na wypłaty,

ale również obieca obywatelom wyższe emerytury niż te, które mogą zostać pokryte z przyszłych przychodów składkowych. Wtedy dochodzi do powstania długu ukrytego netto – bieżące składki nie wystarczają na pokrycie wypłat emerytalnych i system trzeba dotować z podatków tak jak ma to ciągle miejsce w Polsce. Wprowadzenie w 1999 roku indywidualnych kont indeksowanych tempem wzrostu przychodów FUS stanowiło krok w kierunku zmiany tego stanu rzeczy – w horyzoncie kilku pokoleń dług netto powinien ograniczać się przede wszystkim do dopłat do emerytur minimalnych.

W 1999 roku zmianie zasad naliczania przyszłych emerytur towarzyszyło także obniżenie składki na ZUS i wprowadzenie dodatkowej obowiązkowej składki na OFE. Ten ostatni element miał z punktu widzenia długu ukrytego znaczenie pozytywne, choć raczej drugorzędne. Składka na OFE bowiem nie generuje żadnych nowych zobowiązań po stronie przyszłych wypłat z ZUS, obniżając przy tym nieco te wcześniej istniejące dzięki zmniejszeniu dopłat do emerytur minimalnych (próg minimalnego gwarantowanego kapitału uwzględnia także środki z OFE). Dla dobrego zrozumienia mechanizmów związanych z długiem ukrytym pomocne jest więc przede wszystkim przeanalizowanie wpływu obniżenia składki na ZUS na finanse publiczne (skrócone wnioski z tej analizy przedstawia Tabela 2).

Decyzja o poziomie składki determinuje poziom długu ukrytego brutto i netto, nie wpływa jednak automatycznie na poziom całkowitego zadłużenia sektora publicznego ani na oszczędności krajowe.

Tabela 2. Wpływ zmian w oskładkowaniu i transferów aktywów emerytalnych na zadłużenie publiczne oraz na oszczędności krajowe.

	D. ukryty brutto (A)	D. ukryty netto (B)	D. jawny (C)	D. całkowity netto (B+C)	D. całkowity brutto (A+C)	Oszczędności
Obniżenie składki	Spadek	Wzrost	Bez zmian /wzrost	Wzrost	Spadek/bez zmian	Wzrost/bez zmian /spadek
Podniesienie składki	Wzrost	Spadek	Spadek/bez zmian	Spadek	Bez zmian/ wzrost	Wzrost/bez zmian/ spadek
Przeniesienie aktywów z OFE do ZUS	Wzrost	Wzrost	Spadek/bez zmian	Bez zmian/ wzrost	Bez zmian /wzrost	Bez zmian/ spadek

Źródło: Opracowanie własne.

Uwaga: pierwszy wariant w komórce przedstawia wersję optymistyczną a drugi pesymistyczną z punktu widzenia równowagi finansowej.

Obniżenie składki na ZUS powoduje obniżenie tempa bieżącej akumulacji długu ukrytego brutto powiązane z koniecznością spłacenia części wcześniej zakumulowanego długu (ukrytego brutto) z bieżących podatków. Do czasu osiągnięcia równowagi na niższym poziomie składki i wypłat emerytalnych pojawia się więc dług ukryty netto. Nowe zobowiązania przenoszą się na sytuację budżetu państwa jako sztywny wydatek wyrównujący ZUS ubytek składki. Jeżeli budżet jest z założenia zrównoważony lub deficyt ma charakter egzogeniczny (kształtowany przez czynniki takie jak koniunktura, cykl wyborczy, poziom długu itd.), to obniżenie składki prowadzi do wzrostu dochodów podatkowych lub spadku innych wydatków. Jeżeli jest przestrzeń lub wola polityczna do zwiększania deficytu budżetowego, obniżenie składki na ZUS prowadzi do wzrostu długu publicznego (jawnego). W skrajnym wypadku całkowitej niemożliwości znalezienia finansowania na refundację ubytku składki, wzrost długu jawnego w całości kompensuje spadek długu ukrytego brutto i całkowity

dług brutto nie ulega zmianie. Taka sytuacja sama w sobie jest niekorzystna – obsługa długu poprzez podatki jest bowiem społecznie bardziej kosztowna niż poprzez składki emerytalne. Ponadto finansowanie obniżenia składki na ZUS w całości długiem publicznym prowadzi do spadku oszczędności, niwelując w całości (jednoznacznie) pozytywny wpływ jaki wywiera na nie wprowadzenie obowiązkowej składki na OFE.

Analogicznie przebiegają zmiany polegające na podniesieniu składki. Wyższa składka owocuje spadkiem długu ukrytego netto, a więc pojawieniem się przejściowej nadwyżki w finansach publicznych, którą można wykorzystać na trzy sposoby. Po pierwsze można obniżyć deficyt budżetowy, co spowoduje, że wzrost długu ukrytego brutto zostanie zrekompensowany spadkiem długu jawnego. W takim wypadku suma zadłużenia brutto się nie zmieni, wzrosną za to oszczędności finansowane pośrednio wyższą składką emerytalną. Po drugie można sfinansować nowe wydatki budżetowe, co pozostanie bez wpływu na dług jawny i w rezultacie przyniesie wzrost całkowitego zadłużenia oraz spadek oszczędności. Finansowanie dla nowych wydatków będzie przy tym przejściowe – w miarę wypłacania środków przyszłym emerytom, trzeba będzie je pokryć z podatków, z długu lub z nich zrezygnować. Po trzecie można obniżyć podatki. W takim wypadku efekt będzie podobny do wzrostu wydatków z tą różnicą, że działanie to pozostanie bez wpływu na oszczędności krajowe.

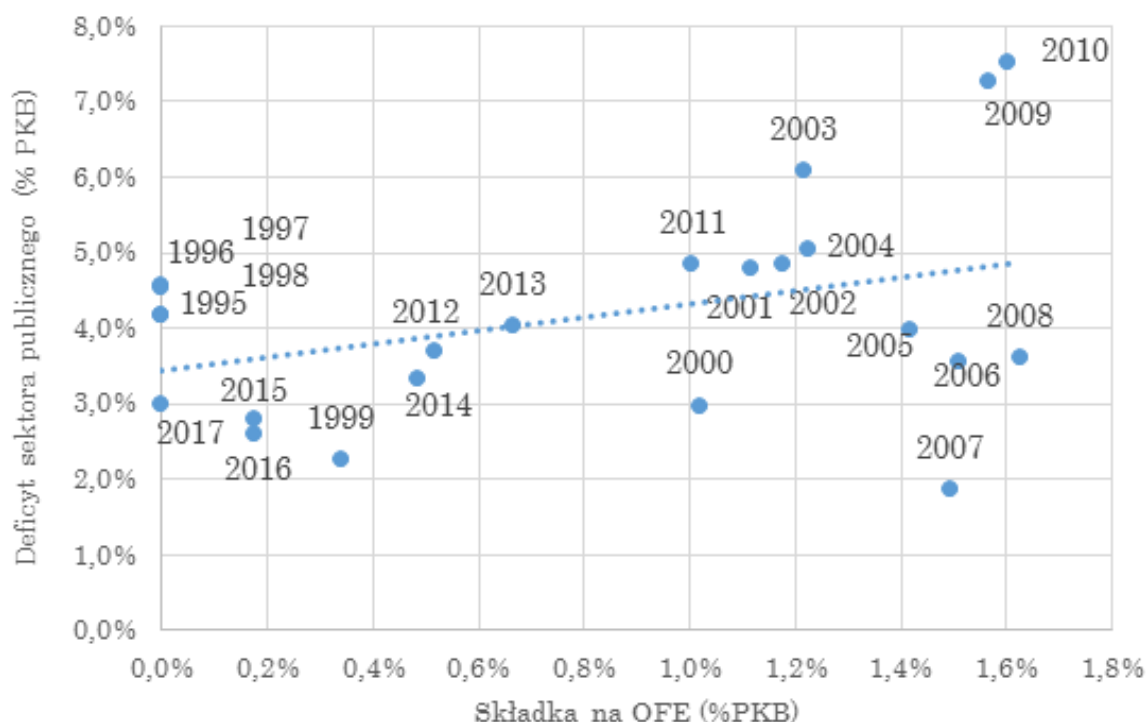
W obu omówionych przypadkach **decyzja o poziomie składki determinuje poziom długu ukrytego brutto i netto, nie wpływa jednak automatycznie na poziom całkowitego zadłużenia brutto sektora publicznego, ani na oszczędności krajowe. W tych dwóch kwestiach kluczowa jest decyzja polityczna odnośnie finansowania deficytu** (bądź zagospodarowania nadwyżki). Nie inaczej jest w ostatnim interesującym przypadku, czyli przeniesieniu aktywów z OFE do ZUS. Jest to nic innego jak zapłacenie za aktywa długiem ukrytym. Ów dług jest długiem netto, ponieważ przeniesieniu aktywów nie towarzyszy przeniesienie dodatkowych źródeł dochodów. Z punktu widzenia całkowitego długu decydujące jest jednak to, co stanie się z otrzymanymi aktywami. Gdy aktywa zostaną wykorzystane na spłatę długu publicznego i w ten sposób ścieżka zadłużenia obniży się w sposób trwały, całkowite zadłużenie brutto i netto nie zmienia się – ma wtedy miejsce operacja czysto księgową. Jeżeli jednak aktywa zostaną od razu użyte do innych celów lub też obniżenie zadłużenia będzie nietrwałe, wtedy ma miejsce wzrost zobowiązań całkowitych netto, ponieważ dług jawny nie maleje.

W świetle powyższych rozważań skutki reformy z 1999 roku należy ocenić następująco. Nie ma wątpliwości, że zainicjowane wtedy obniżenie składki na ZUS zmniejszyło tempo narastania długu ukrytego brutto za cenę wzrostu ukrytego długu netto przekładającego się na wzrost wydatków z budżetu na emerytury. Brakujące dochody sektora finansów publicznych mogły jednak być pozyskane w różny sposób, w tym niestety z emisji długu jawnego. Wykres 3 ilustruje, jak zmieniał się deficyt finansów publicznych od czasów przed wprowadzeniem OFE aż do planowanego na 2017 rok (zgodnie z zapowiedziami Ministerstwa Rozwoju z 4 lipca 2016) powrotu składki na ZUS dla wszystkich pracujących do poziomu 19,52%.

Prosta linia trendu (Wykres 3) wskazuje, że w całym analizowanym okresie składka na OFE istotnie przyczyniła się do wzrostu deficytu, jednak byłby to wniosek pochopny, ignorujący rzeczywistą historyczną dynamikę polskiej polityki fiskalnej. Po pierwsze, tuż przed reformą (średnio 1995-1998: 4,4%) odnotowywane deficyty były na podobnym poziomie, jak po reformie (1999-2010: 4,5%), a deficyty bez uwzględnienia kosztów wynikających z reformy istotnie niższe (3,2%). Po drugie, po tym jak rozpoczęto odwrót od systemu kapitałowego deficyt po skorygowaniu o wydatek związany z refundacją składki wcale istotnie nie zmaleł (2011-2017: 3,0%). Po trzecie, widać wyraźny proces korekty polityki fiskalnej w miarę narastania kosztów reformy aż do czasów kryzysu finansowego – narastający od 1999 roku deficyt w 2004 roku zaczyna hamować, by w 2007 roku znaleźć się na

historycznie najniższym poziomie, któremu towarzyszy bliska historycznie najwyższej składka na OFE. Dopiero wybuch kryzysu zmienił tę prawidłowość, doprowadzając najpierw do rekordowego deficytu w latach 2009-2010, któremu towarzyszył rekordowy poziom składki na OFE, by później wymusić fiskalne cięcia trwające aż do 2015 roku, którym z kolei towarzyszyła także rosnący udział ZUS w składce. Po czwarte, gdyby nie obniżenie, a następnie likwidacja składki na OFE, dalsze działania kompensacyjne zostały wymuszone bliskością konstytucyjnego progu zadłużenia – w miarę zbliżania się do 60% PKB deficyt musiałby zacząć maleć nawet przy niskiej składce na ZUS.

Wykres 3. Deficyt sektora finansów publicznych a składka na OFE w latach 1995-2017.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, KNF oraz oficjalnych prognoz w tym zapowiedzianych 4 lipca 2016 zmian w OFE.

Dokładniejsza analiza prowadzi zatem do wniosku, że do czasu światowego kryzysu finansowego w znacznej części udało się skompensować powstały po 1999 roku ubytek dochodów, jednak w warunkach kryzysowych system polityczny nie wytrzymał dalszej presji na redukcję wydatków publicznych i zdecydowano się cofnąć zmiany, stabilizując budżet kosztem wzrostu zobowiązań emerytalnych.

Na podobnie szczegółową ocenę ex post wpływu zmian z lat 2011-2013 na poziom deficytu budżetowego, a tym samym poziom długu jawnego i całkowitego zadłużenia brutto trzeba jeszcze poczekać. Dotychczasowe wydarzenia wskazują jednak, że przestrzeń finansowa uzyskana w wyniku podwyższenia składek i przeniesienia aktywów z OFE zostanie wykorzystana nie na ograniczenie poziomu długu jawnego, lecz na wzrost wydatków publicznych. Można domniemywać, że przy składce na OFE na poziomie 7,3% nie byłoby szeregu nowych wydatków w tym planowanego obniżenia wieku emerytalnego (por. niżej).

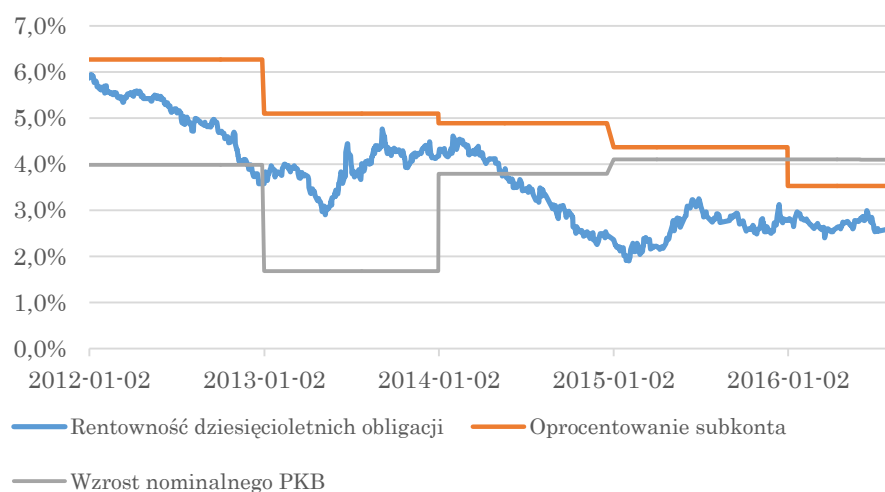
Na marginesie dyskusji o długu ukrytym warto zwrócić uwagę jeszcze na jedną sprawę. Teoretycznie koszt obsługi długu ukrytego (indeksacja zapisów na kontach podstawowych oraz na subkontach) powinien być zbliżony do kosztu obsługi długu jawnego (rentowność obligacji skarbowych). W długim okresie zarówno tempo wzrostu przychodów FUS, będące podstawą indeksacji na kontach podstawowych, jak i tempo wzrostu nominalnego PKB, decydujące o przyroście zapisów na subkontach, jak też i oprocentowanie obligacji rządowych^{16†} powinny być więc na zbliżonym poziomie. Jednak w krótkim okresie możliwe są rozbieżności, zarówno w jedną, jak i w drugą stronę. Fakt ich istnienia każe zadać sobie pytanie, czy z perspektywy finansów publicznych bardziej opłacało się utrzymywać dług ukryty, czy jawny.

Od czasu utworzenia subkont ich roczne oprocentowanie jest istotnie wyższe niż oprocentowanie obligacji skarbowych (Wykres 4). Ma to szczególne znaczenia z punktu widzenia środków zainwestowanych w obligacje, które przekazano do ZUS, zamieniając je na dług na subkontach. Zgodnie z komunikatem Ministerstwa Finansów¹⁷ 3 lutego 2014 do ZUS trafiło 153 mld złotych. 130,2 mld. zł stanowiły skarbowe papiery wartościowe. Dwukrotne zindeksowanie tej sumy, za 2014 i 2015 rok, ówczesnym oprocentowaniem obligacji zaowocowałyby kwotą 138,2 mld zł. Indeksacja subkonta powiększyła zaś tę kwotę do 142,5 mld. Sektor finansów publicznych po dwóch latach od przeprowadzenia operacji transferu środków z OFE do ZUS stracił więc 4,3 mld zł. Można powiedzieć, że tyle samo zyskali emeryci, jednak troska o finanse publiczne zawsze stanowiła niewątpliwie najważniejszą motywację autorów. Warto więc zauważyć, że zamiana długu jawnego na dług ukryty netto, nawet jeśli jest tylko zamianą, nie jest bezkosztowa. Trzeba także dodać, że nie jest to efekt jedynie niekorzystnego zbiegu okoliczności, lecz bezpośredni skutek przyjętej zasady waloryzacji środków na subkoncie. Pięcioletnia średnia ruchoma zaowocowała sięgnięciem do lat 2008-2011, kiedy to nominalne PKB rosło dwa razy szybciej niż obecnie. Można się zastanawiać, na ile wybranie takiej reguły indeksacji było podyktowane chęcią uzyskania jak najwyższych stóp waloryzacji, mogących w krótkim okresie „przebić” stopy zwrotu w części kapitałowej, jednak trudno zaprzeczyć, że z punktu widzenia interesów finansów publicznych nie był to dobry wybór.

Do czasu światowego kryzysu finansowego w znacznej części udało się skompensować powstały po 1999 roku ubytek dochodów, jednak w warunkach kryzysowych system polityczny nie wytrzymał wzmożonej presji

[†] Obligacje rządowe nie mogą być oprocentowane wyżej niż wynosi tempo wzrostu PKB, bo wtedy rząd mógłby pożyczać pieniądze, licząc że odda je wyłącznie przez zaciąganie nowych pożyczek bez obawy, że dług publiczny w relacji do PKB będzie rósł. Z drugiej strony sytuacja, w której oprocentowanie długu rządowego (pod warunkiem, że jest to dług pozbawiony ryzyka) nie powinno być wyższe niż PKB, ponieważ oznacza to, że instrument bez ryzyka daje zarobić więcej niż inwestycje w realną gospodarkę obciążone jakby nie było pewnym ryzykiem.

Wykres 4. Koszt długu ukrytego (subkonto) i długu jawnego (obligacje) w latach 2012-2016 (prognoza).



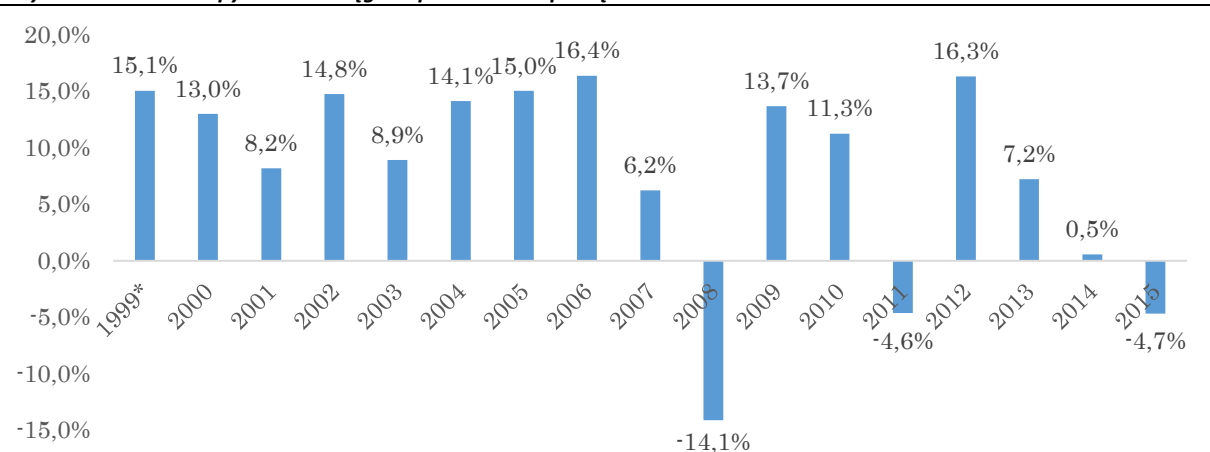
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WSI.com i ZUS.

Drugi filar

Ocena efektywności inwestycyjnej OFE

Najważniejszą miarą pozwalającą ocenić, na ile OFE sprawdzają się w roli powiernika środków przyszłych emerytów jest osiągnięta przez nie stopa zwrotu. Wykres 5 prezentuje wyniki z lat 1999-2015. Poza trzema latami (2008, 2011 i 2015) stopy zwrotu z OFE były dodatnie. Największy spadek (-14,1%) osiągnięty został w 2008 roku, a fundusze odrobiły go już w dwa lata później. Siedemnaście lat, które minęły od reformy można podzielić na cztery pod okresy.

Wykres 5. Roczne stopy zwrotu osiągnięte przez OFE od początku działalności do końca 2015 roku.



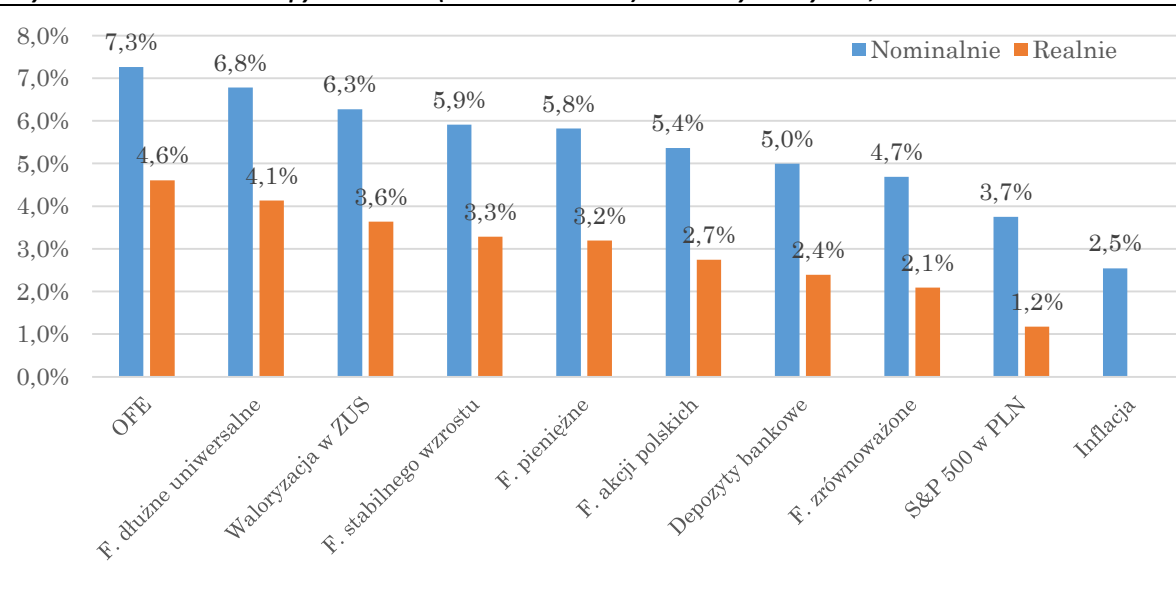
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych KNF.

Uwaga: Stopy zwrotu z 1999 roku nie jest uważana za wielkość miarodajną m. in. ze względu na opóźnienia w transferowaniu składek z ZUS do OFE, krótki czas inwestycji (od sierpnia), mimo to w skali roku prawdopodobnie była wyższa od 10%.

Pierwszy, obejmujący lata 1999-2007 odznaczał się nieprzerwaną serią dodatnich stóp zwrotu. Funduszom udało się przejść suchą nogą przez trudne dla światowych rynków akcji lata 2000-2002. W okresie przedkryzysowego boomu stopy zwrotu także były wysokie. Drugi okres, czyli kryzys finansowy i dwa lata bezpośrednio po nim następujące 2008-2010 stanowił trudny okres, jednak dzięki szybkiemu odbiciu na GPW i wysokim stopom zwrotu osiąganym na rynku obligacji udało się zamknąć go z minimalnym zyskiem. Trzeci okres to lata 2011-2013, naznaczone obniżeniem składki na OFE w 2011 roku oraz uchwaleniem kolejnej ich „reformy” w grudniu 2013. Mimo niekorzystnego otoczenia międzynarodowego (kryzys w strefie euro) i spadków na GPW udało się utrzymać w tym okresie dodatnią stopę zwrotu, jak poprzednio dzięki wzrostowi cen papierów skarbowych. Ostatni okres rozpoczyna rok 2014, kiedy OFE nie wolno już mieć w swoich portfelach obligacji skarbu państwa, a giełda mocno cierpi na odpływie środków do ZUS w ramach suwaka oraz niepewności związanej z dalszym losem funduszy.

W porównaniu z innymi aktywami, w które można było zainwestować w latach 2000-2015 (pominięto rok 1999) OFE prezentują się całkiem dobrze. Jak pokazuje Wykres 6, fundusze emerytalne pokonały wszystkie dostępne klasy funduszy inwestycyjnych, jak też waloryzację ZUS. Wysoka średnioroczna stopa zwrotu, choć stanowi dobrą miarę potencjału jakim dysponuje dana klasa aktywów, nie oznacza, że faktycznie można tyle zarobić dokonując corocznych wpłat. 7,3% w skali roku można było zarobić kupując jednostki uczestnictwa OFE na początku 2000 roku i sprzedając na koniec 2015. Z punktu widzenia regularnych wpłat decydujące znaczenie ma kolejność osiągniętych stóp zwrotu – dobre wyniki w pierwszych latach istnienia nie na wiele się zdają przy niekorzystnej końcówce badanego okresu. Tak właśnie stało się z OFE.

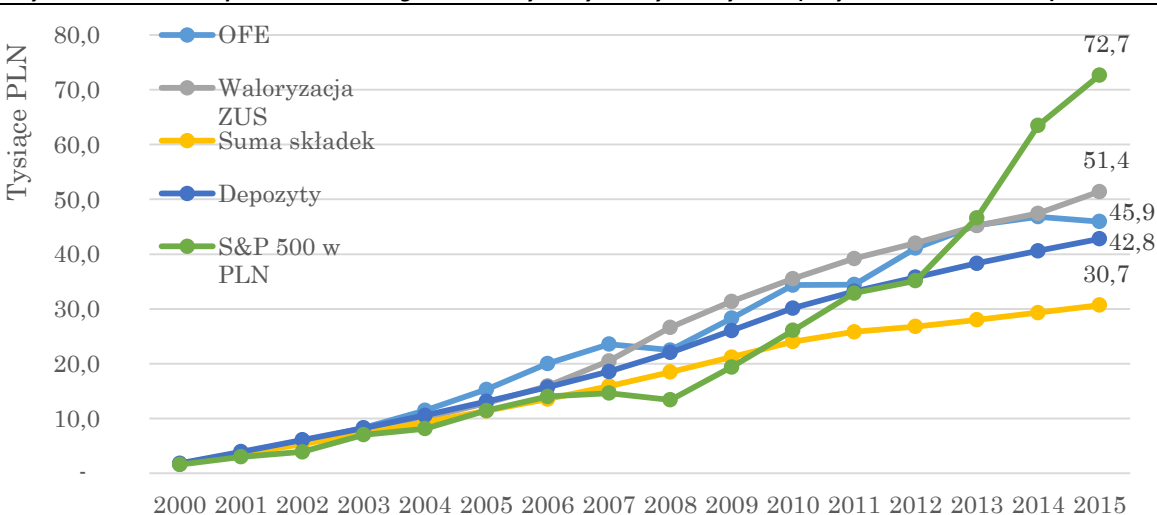
Wykres 6. Średnioroczne stopy zwrotu OFE (realne i nominalne) na tle innych aktywów, 2000-2015.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF, GUS oraz raportu dostarczonego przez Analizy Online¹⁸.

Wykres 7 przedstawia wartość zgromadzonego kapitału przy założeniu, że co roku (poczynając od roku 2000) odprowadzana jest od przeciętnego wynagrodzenia składka odpowiadająca ustawowej składce na OFE. W przeciwieństwie do poprzedniego zestawienia, w obliczeniach uwzględnione zostały również opłaty od składek pobierane przez OFE oraz przez pozostałe fundusze (te ostatnie oszacowane zostały na podstawie wyników zaprezentowanych przez Analizy Online¹⁹). Wartość kapitału na koniec okresu oszczędzania prezentuje diametralnie odmienny obraz niż ten, na który wskazywał Wykres 6. Tu na czele znalazły się akcje amerykańskie, które ze względu na trudny początek z lat 2000-2002 średniorocznie przyniosły realnie bardzo niewiele. Także waloryzacja ZUS okazała się korzystniejsza dla przyszłych emerytów niż inwestycje w OFE. Fundusze pokonały za to wszystkie (poza dłużnymi) klasy krajowych funduszy inwestycyjnych. Nigdy lokowanie środków w OFE nie było też mniej korzystne niż na depozytach bankowych, nie wspominając o prostej sumie odłożonych składek.

Wykres 7. Wartość kapitału ulokowanego w OFE i wybranych innych aktywach (w tym na kontach w ZUS).



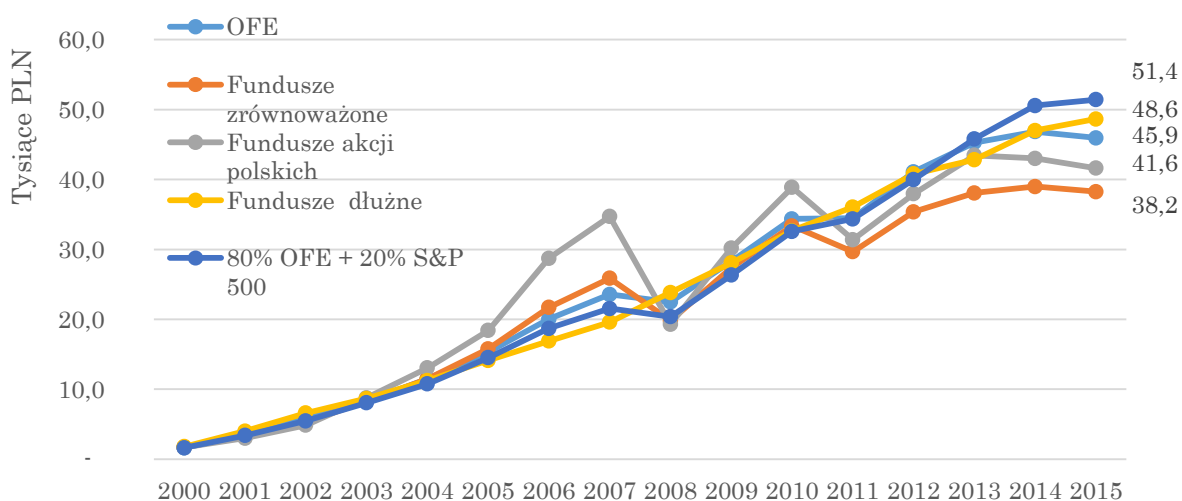
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF oraz raportu dostarczonego przez Analizy Online²⁰.

Oprócz końcowego efektu interesujący jest także sam proces wzrostu wartości hipotetycznego konta inwestycyjnego. Do 2007 roku przewaga OFE nad innymi formami oszczędzania była wyraźna. Fundusze zastawiły w tyle wszystkie klasy aktywów, oprócz funduszy akcyjnych. W 2006 roku ich przewaga nad waloryzacją ZUS sięgała 20%. Kryzys zupełnie zmienił sytuację. Waloryzacje ZUS wysunęły się na pierwsze miejsce, które utraciły w 2013 roku na rzecz OFE (nietrwale) i amerykańskiej giełdy. Zwraca więc uwagę stopniowe doganianie i przeganianie krajowych aktywów przez zagraniczne. Na skutek dobrej koniunktury na amerykańskiej giełdzie, słabości GPW i polskiej waluty ostatecznie to inwestycja w amerykańskie akcje reprezentowane w zestawieniu przez ETF na indeks S&P 500 przyniosłyby największe korzyści.

Z punktu widzenia inwestycji emerytalnych szesnaście lat to nie jest długi okres. Nie należy więc wyciągać z zaprezentowanego porównania zbyt dalekich wniosków, jednak trudno nie wskazać przynajmniej na trzy.

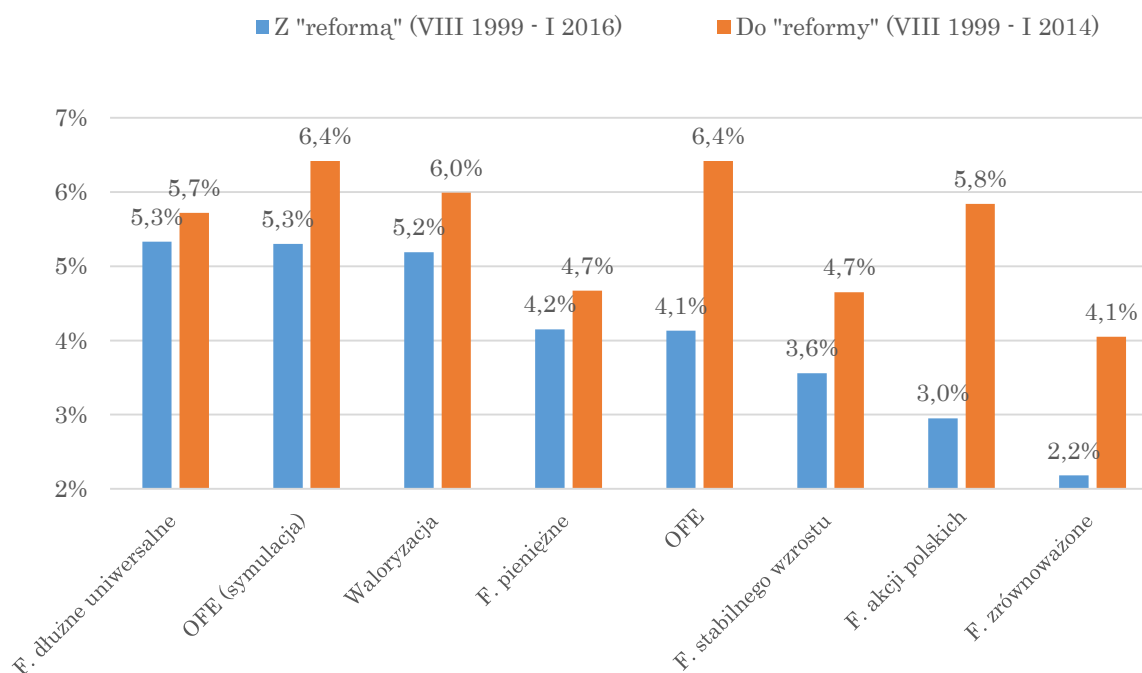
1. OFE mocno zyskały dzięki dywersyfikacji ze względu na klasy aktywów. Jak pokazuje Wykres 8 w czasie dobrej koniunktury kapitał zgromadzony w OFE rósł nieco szybciej niż ten ulokowany w funduszach dłużnych, a w czasie złej koniunktury uszczuplał się znacznie mniej niż ten ulokowany w akcjach. W rezultacie do 2013 roku OFE wyprzedziły wszystkie rodzaje krajowych funduszy inwestycyjnych. Dopiero wdrożona w 2014 roku reforma i idąca z nią dekoniunktura wypchnęły fundusze dłużne na pierwsze miejsce.
2. Zmiany z 2014 roku uniemożliwiły funduszom czerpanie korzyści z dywersyfikacji względem rodzaju aktywów. OFE z lat 2014-2015 to już fundusze aktywne. Systematyczne porównywanie ich wyników z innymi funduszami powinno wziąć ten fakt po uwagę (por. niżej).
3. W portfelach OFE wyraźnie zabrakło dywersyfikacji międzynarodowej. Gdyby 20% aktywów utrzymywane było w amerykańskich akcjach (a pozostałe inwestowane w niezmiennych proporcjach), OFE przebiłyby wszystkie krajowe aktywa nawet mimo dekoniunktury na GPW wywołanej zmianami z lat 2011-2013 (Wykres 8).

Wykres 8. Wartość kapitału ulokowanego w OFE i w krajowych funduszach inwestycyjnych.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF oraz raportu dostarczonego przez Analizy Online²¹.

Wykres 9. Wewnętrzna stopa zwrotu z różnych form oszczędzania przed „reformą” z 2013 roku i po niej.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu dostarczonego przez Anality Online²².

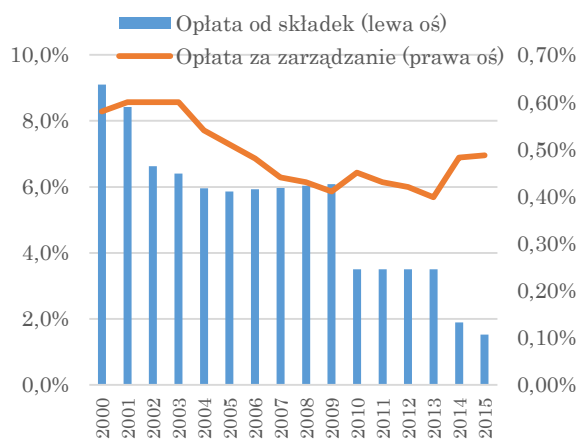
Ilościowa ocena wpływu głębokich zmian przeprowadzonych w 2013 roku na portfel oszczędzającego w OFE nie jest łatwa. Nie sposób bowiem przewidzieć dokładnie, na ile lepiej zachowywałaby się polska giełda, gdyby nie dalsze ograniczenie transferów do OFE i wprowadzony w tym samym czasie suwak bezpieczeństwa. Wykres 9 przedstawia próbę takich szacunków dokonaną przez Anality Online. Widać po pierwsze, że do momentu wejścia w życie zmian OFE były liderem rankingu przygotowanego w oparciu o wewnętrzną stopę zwrotu, czyli dalece realistyczną miarę uwzględniającą zarówno kolejność przepływów jak i wszystkie opłaty manipulacyjne. Po drugie można spróbować ocenić wpływ zakazu inwestowania w obligacje na uzyskiwane stopy zwrotu. Odpowiedź na pytanie o wpływ tego zakazu można uzyskać na podstawie symulacji stóp zwrotu z OFE za ostatnie dwa lata opartej na założeniu, że fundusze emerytalne przynoszą w latach 2014-2015 stopę zwrotu taką jak portfel złożony w 58,75% z przeciętnego funduszu dłużnego oraz w 41,25% z przeciętnego funduszu akcyjnego (stopa ta skorygowana jest jeszcze dodatkowo o różnicę w opłatach za zarządzanie²³). Takie OFE nadal zachowałyby dominującą pozycję mimo dekoniunktury. Wyprzedziłyby je nieco fundusze dłużne, jednak już nie ZUS.

Opłaty w OFE i w innych segmentach rynku

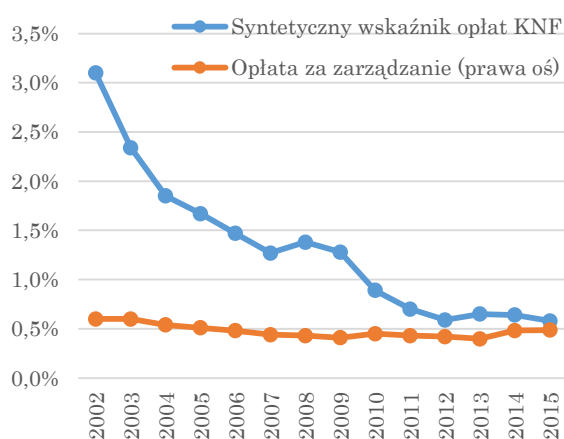
Wiele badań wskazuje, że istotnym czynnikiem wpływającym na stopę zwrotu uzyskiwaną przez oszczędzających są opłaty, które pobierają fundusze²⁴. Z tego powodu opłaty pobierane przez OFE od lat są częstym przedmiotem dyskusji. Dyskusji tej jednak często brakuje systematyczności, dlatego warto uporządkować kilka podstawowych faktów, które następnie pozwolą umieścić pobierane opłaty w odpowiednim kontekście.

PTE zgodnie z ustawą pobierają dwa główne rodzaje opłat (Wykres 10). Jest to jednorazowa opłata od składki, wynosząca w 2015 roku średnio 1,53%[‡] oraz pobierana co miesiąc opłata za zarządzanie, wynosząca w skali roku średnio 0,49% od wartości aktywów. Oprócz tego PTE wyodrębniają z aktywów OFE rachunek premiowy, na który co miesiąc trafia maksymalnie 0,005% wartości zarządzanego portfela (czyli średnio 0,06% w skali roku). Z tej sumy wypłacane są dodatkowe wynagrodzenia PTE proporcjonalne do osiągniętych przez OFE stóp zwrotu. PTE, które najlepiej zarządzało środkami otrzymuje całość środków znajdujących się na rachunku premiowym. Z kolei to będące na drugim końcu rankingu nie otrzymuje nic, a środki wracają do OFE. Pozostałe otrzymują wynagrodzenie w proporcji do odległości w jakiej plasują się ich stopy zwrotu względem najlepszego i najgorszego funduszu. Średnio więc można przyjąć, że około połowy, to jest 0,03% środków w skali roku trafia dodatkowo do PTE z tytułu opłat związanych z rachunkiem premiowym.

Wykres 10. Średnie opłaty za zarządzanie i opłaty od składek w relacji do aktywów OFE.



Wykres 11. Syntetyczny wskaźnik opłat KNF oraz opłata za zarządzanie w relacji do średnich aktywów.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Sumę wszystkich opłat, które pobierają fundusze przedstawia Wykres 11. W pierwszych latach dominowała opłata od składki, jednak z czasem jej znaczenie istotnie zmalało. Od 2010 roku, jeszcze przed obniżeniem składek, zaczęła dominować opłata za zarządzanie. Obecnie udział opłaty od składek stał się niemal pomijalny ze względu na obniżenie maksymalnej jej wysokości do 1,75% oraz znaczący spadek napływających środków. Całkowity wskaźnik kosztów obliczany przez KNF nie stanowi miary właściwej do porównań kosztu usługi jaką świadczą PTE z innymi usługami typu *asset management* oferowanymi klientom w kraju i za granicą. **Niektóre opłaty pobierane przez PTE de facto nie trafiają wcale do towarzystw zarządzających funduszami, lecz na inne cele ściśle ustawowo regulowane** (Tabela 3). Przykładowo instytucja zarządzająca OFE musi odkładać środki w Funduszu Gwarancyjnym gromadzonym na poczet roszczeń kierowanych pod jej adresem. Ktokolwiek zarządzałby funduszem emerytalnym musiałby ponosić dodatkowo ten i inne nałożone przez ustawodawcę koszty, dlatego uczciwe porównanie wymaga albo dodania ich do raportowanych przez zagraniczne fundusze kosztów zarządzania, albo odjęcia obowiązkowych kosztów zarządzania OFE od przychodów osiągniętych przez PTE.

[‡] Średnia ważona aktywami. Oprócz Aviva OFE i PKO BP Bankowy OFE wszystkie fundusze pobierają 1,75%. Pierwszy z wymienionych pobiera 0,75%, a drugi 1,7%.

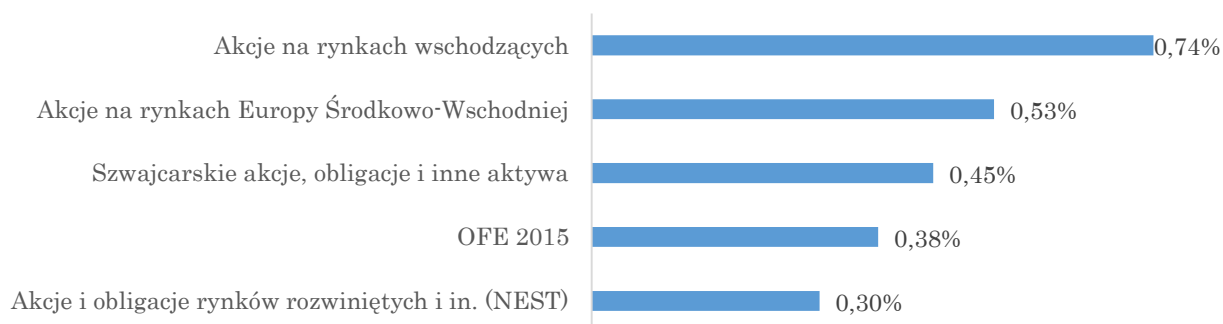
Tabela 3. Obowiązkowe koszty ponoszone przez PTE oraz przychody z tytułu zarządzania i średnioroczne aktywa w 2015 roku.

Obowiązkowy koszt	Wartość (mln. PLN)
Koszty z tytułu opłat agenta transferowego/rejestru członków funduszu	121,9
Koszty z tytułu tworzenia w OFE rachunku premiowego	48,2
Wpłaty na rachunek części podstawowej Funduszu Gwarancyjnego	15,9
Opłaty na funkcjonowanie organu nadzoru i rzecznika ubezpieczonych	14,4
Koszty z tytułu prowizji dla ZUS od składek członków OFE	12,3
Koszty z tytułu pozostałych obowiązkowych obciążeń i opłat operacyjnych	6,3
Suma kosztów obowiązkowych	218,9
Przychody z tytułu zarządzania	740,8
Aktywa średnioroczne 2015	151 008,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie kwartalnych i miesięcznych sprawozdań KNF.

Tą drugą metodą posłużyli się autorzy raportu Mercera²⁵, którzy porównali stawki za zarządzanie w międzynarodowych funduszach SICLAV ze skorygowanymi opłatami pobieranymi przez PTE. Z ich badania wyszło, że w 2014 roku opłaty netto pobierane przez PTE (0,21%) należały do najniższych na świecie, a PTE okazały się tańsze nawet niż brytyjski fundusz non-profit NEST. Ten rezultat jednak należy poddać pewnym modyfikacjom⁵. Powtórzenie porównania Mercera dla 2015 roku daje wynik mniej korzystny dla PTE (0,38%), który jednak nadal na tle konkurencji prezentuje się dobrze. Wykres 12 zestawia OFE z funduszami, które wybrał do porównania Mercer. PTE przegrywają tylko z funduszem NEST. Należy przy tym zauważyć, że fundusz ten zarządza aktywami pochodzącymi przede wszystkim z krajów rozwiniętych, zaś PTE z rozwijających się, do których wciąż należy Polska. Zarządzanie akcjami i obligacjami z rynków rozwijających się jest zaś droższe, co widać także na przykładzie przygotowanego zestawienia.

Wykres 12. Opłaty w OFE na tle 25% funduszy zagranicznych o najniższych opłatach.

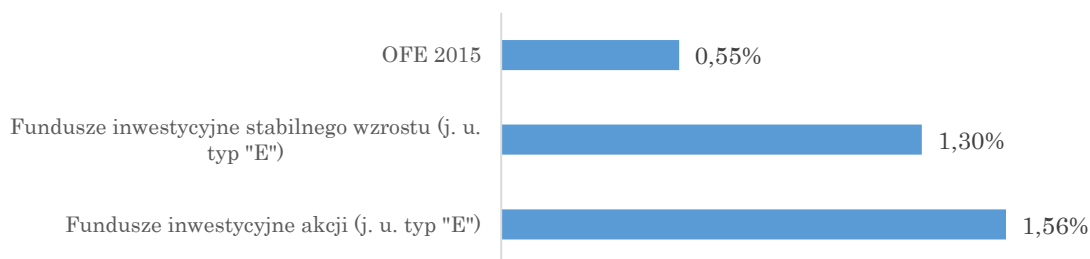


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF i raportu Mercera²⁶.

Uwaga: Wykres przedstawia opłatę za zarządzanie netto (bez success fee). Wskaźnik policzony dla OFE i NEST za 2015 rok, dla pozostałych za 2014 wg. raportu Mercera.

⁵ Autorzy raportu niepotrzebnie odjęli od przychodów z tytułu zarządzania funduszem koszty utworzenia rachunku premiowego. Wprawdzie opłata o charakterze success fee nie jest zaliczana do opłaty za zarządzanie w porównywalnych danych międzynarodowych, jednak przychody PTE z tytułu zarządzania (będące punktem wyjścia do obliczeń) jej nie zawierają – jest na to osobna kategoria przychodów. Ponadto dane za 2014 rok nie są reprezentatywne – ze względu na zmiany ustawowe pojawił się dodatkowy jednorazowy koszt dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego, która nota bene netto nie była dopłatą, ponieważ PTE jednocześnie otrzymały z niego zwrot w wysokości 980 mld zł. Założenia Mercera można jeszcze dalej modyfikować, choć nie wpłynie to istotnie na końcowy rezultat. Przyjąwszy na przykład, że Fundusz Gwarancyjny należy do majątku PTE (argumentem za tym jest fakt, że w 2014 roku PTE odzyskały środki z FG, choć są także kontrargumenty), uzyskany zostanie wynik 0,39%. Jeżeli dodatkowo doliczyć success fee, której w konkurencyjnych funduszach (np. w NEST) może po prostu nie być, będzie to 0,42%. Tę ostatnią wartość należy uznać za górną granicę możliwych oszacowań kosztu zarządzania netto za 2015 rok.

Wykres 13. Opłaty w OFE na tle 25% najtańszych funduszy krajowych. Wskaźnik kosztów całkowitych OFE za 2015 rok i funduszy krajowych za 2014 w.g. raportu Mercera.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF i raportu Mercera²⁷.

PTE jeszcze lepiej wypadają, gdy porównać je z funduszami krajowymi. W tym miejscu także warto odwołać się do wyników raportu Mercera. Ponieważ dla funduszy krajowych dostępny jest jedynie wskaźnik kosztów całkowitych obejmujący wszystkie koszty, które ponoszą uczestnicy funduszu, z wyjątkiem kosztów transakcyjnych, wskaźnik ten należy policzyć dla OFE. Autorzy raportu Mercera sięgnęli więc do rachunku zysków i strat OFE i zsumowali wszystkie nietransakcyjne koszty, którymi obciążeni są członkowie. Po powtórzeniu tych samych obliczeń dla 2015 roku otrzymano wynik porównania, który prezentuje Wykres 13. Widać na nim, że OFE są niemal trzy razy tańsze niż 25% najtańszych krajowych funduszy akcyjnych.

Z przedstawionego porównania wynika, że pod względem opłat OFE odpowiadają najlepszym standardom międzynarodowym, czego nie można powiedzieć o większości funduszy inwestycyjnych działających na polskim rynku. Dalsze obniżanie opłat byłoby możliwe tylko za cenę przyjęcia częściowo lub całkowicie pasywnego stylu zarządzania aktywami wzorem funduszy Vanguard, iShares czy X-trackers pobierających opłatę netto na poziomie nawet 0,15%. Jednak końcowa cena za obranie takiego kierunku inwestowania prawdopodobnie nie byłaby warta poniesienia. Inwestowanie niepoprzedzone analizą fundamentów spółek z nadzieją, że zrobią to inni rodzi dwa rodzaje ryzyk: makroekonomiczne i inwestycyjne²⁸.

Z punktu widzenia makroekonomicznego pasywne podejście do zarządzania portfelem grozi zaburzeniem przepływu kapitału między inwestorami i spółkami. Wynika to z jednej strony z wycofania się inwestora z procesu formowania ładu korporacyjnego w spółce poprzez wysyłanie przedstawicieli do rad nadzorczych. Z drugiej kupowanie i sprzedawanie akcji tylko na podstawie informacji o jej zaliczeniu bądź nie do odpowiedniego indeksu giełdowego zaburza wycenę przedsiębiorstw. W USA zaliczenie spółki do indeksu S&P 500 podnosi jej średnią wycenę o ok. 9%²⁹, a podobne wyniki zaobserwowano także na innych rynkach. Spółki uwzględnione w indeksie są w stanie emitować akcje na korzystnych warunkach i chętnie korzystają z tego przywileju³⁰. Niższy koszt kapitału sam w sobie nie jest rzeczą złą, jednak w tym wypadku problem stanowi różnica w kosztach finansowania ustanawiana de facto przez twórcę indeksu. Zjawisko to w miarę przybierania na sile prowadzi do sytuacji, w której „ślepy” kapitał zaczyna trafiać do spółek bez perspektyw i źle zarządzanych, zaprzeczając istocie tego, czym powinna być giełda³¹.

Ryzyko inwestycyjne przy pasywnym podejściu wynika z potencjalnej możliwości odwrócenia utrzymującego się od kilku dekad samonapędzającego się trendu podnoszenia wycen spółek należących do indeksów. Przyczyny tego zjawiska związane są nie tylko z pasywnym inwestowaniem i napływem środków do ETF-ów, ale także z upowszechnieniem się indeksów w roli benchmarków

inwestycyjnych. Managerowie rozliczani względem benchmarku są bardziej skłonni kupić spółkę z indeksu i sprzedać krótko tę znajdującą się poza indeksem, ponieważ takie działanie ogranicza ryzyko przypadkowego oddalenia się od benchmarku (tzw. tracking error). Ponadto managerom trudno jest pokonać indeksowy benchmark w sytuacji, gdy do spółek z indeksów napływają systematycznie znaczące środki, podnoszące wycenę i obniżające ich koszt kapitału. Pojawia się więc pozytywne sprzężenie zwrotne, ponieważ coraz więcej osób widzi, że indeksów nie da się pobić i rezygnuje z aktywnego zarządzania zasilając pasywne fundusze. W efekcie w latach 1980-2005 w USA stopa zwrotu z portfela indeksowego była w zależności od przyjętego modelu ryzyka o 0,7 lub 0,8 pkt. proc. w skali roku wyższa niż dla szerokiego rynku³². Powstaje zatem pytanie, jak długo taki stan rzeczy może trwać. W końcu bowiem może nastąpić korekta, która wymusi odwrócenie tej tendencji – przecena przewartościowanych aktywów indeksowych doprowadzi do względnej poprawy wyników inwestycyjnych aktywnych funduszy zniechęcającej klientów do pasywnego inwestowania.

Dalsza dywersyfikacja aktywów OFE – szanse i zagrożenia

Bardziej obiecującym sposobem na podwyższenie stóp zwrotu z inwestycji OFE niż dalsze obniżanie opłat jest poszukanie nowych możliwości inwestycyjnych. Przede wszystkim uderzający jest wysoki udział w portfelach funduszy akcji spółek publicznych; w lipcu 2016 stanowiły one 82% portfela. Choć taka sytuacja jest dziedzictwem ustawy z 2013 roku, należy pomyśleć o jej stopniowej zmianie. OFE mogłyby inwestować w infrastrukturę, fundusze private equity, oraz nieruchomości³³. Należy przywrócić także możliwość inwestowania na New Connect oraz pomyśleć o instrumentach pochodnych i krótkiej sprzedaży, które mogłyby obniżyć ryzyko inwestycyjne.

Spośród 24 objętych analizą PwC³⁴ państw OECD jedynie w sześciu, w tym w Polsce, nie dopuszcza się inwestycji funduszy emerytalnych w nieruchomości. W USA, Szwajcarii i Kanadzie udział inwestycji w tym segmencie wynosi od 5% do 10%. Nabywane są powierzchnie biurowe, handlowe oraz budynki mieszkalne. Nawet jeżeli ceny nieruchomości nie zawsze rosną, inwestycja w te aktywa jest o tyle bezpieczna, że generuje dość pewne dochody z wynajmu, dostarczając gotówki pomagającej, m. in. niskim kosztem, realizować wypłaty emerytalne. Wstępne konsultacje z zarządzającymi OFE, na które powołuje się badanie PwC wskazują, że najlepszym rozwiązaniem z punktu widzenia ograniczania ryzyka byłoby nieinwestowanie bezpośrednio w pojedyncze obiekty lecz nabycie przez OFE jednostek uczestnictwa specjalistycznych funduszy posiadających odpowiednio zdywersyfikowany portfel nieruchomości, a więc w szczególności funduszy typu REIT. Fundusze REIT to popularne na Zachodzie m. in. w Niemczech i USA specjalistyczne spółki czerpiące co najmniej 70% zysku ze sprzedaży i wynajmu nieruchomości, a następnie przeznaczające co najmniej 80% owego zysku na dywidendę. Taka forma inwestowania wiąże się z korzyściami podatkowymi w postaci braku podatku CIT. Ulga podatkowa jest w tym wypadku konieczna, jeśli chce się, żeby polskie REIT-y mogły na równych zasadach konkurować z działającymi na terenie Polski podobnymi zarejestrowanymi w innych krajach.

Drugą ważną klasą aktywów, która mogłaby wzbogacić portfele OFE są inwestycje infrastrukturalne, a więc przede wszystkim w zakresie infrastruktury transportowej i komunikacyjnej, a także infrastruktury sektora energetycznego, infrastruktury naukowo-badawczej lub zdrowotnej. W inwestycjach funduszy emerytalnych na świecie tego typu aktywa stanowią około 1%, jednak są kraje takie jak Australia i Kanada, gdzie udział inwestycji infrastrukturalnych sięga już 5%. Pod względem profilu wypłaty lokata infrastrukturalna jest podobna do inwestycji w nieruchomości, choć w tym wypadku nie zawsze można mówić o odsprzedaży obiektu. Z drugiej strony dobrze usytuowane inwestycje infrastrukturalne praktycznie nie wychodzą z użycia, dlatego generowany

przez nie roczny dochód jest bardziej pewny niż np. ten pochodzący z wynajmu powierzchni komercyjnych. Podobnie jak w przypadku nieruchomości, polskie fundusze emerytalne nie dysponują środkami pozwalającymi na stworzenie zdywersyfikowanego portfela pojedynczych obiektów, dlatego dobrym rozwiązaniem jest nabycie jednostki uczestnictwa w funduszu inwestycji infrastrukturalnych.

Rosnącą grupę aktywów funduszy emerytalnych na świecie stanowią także fundusze private equity, w szczególności te z nich, które inwestują w przedsiębiorstwa w początkowych fazach działalności, a więc fundusze venture capital. W Europie kontynentalnej udział private equity w aktywach wynosi od 0,4% do 1,4% (liderem jest Szwajcaria). Większy jest tam, gdzie mamy do czynienia z dobrze rozwiniętym segmentem venture capital, a więc m. in. w Izraelu i USA. W Stanach Zjednoczonych fundusze emerytalne dostarczają ok. 20% kapitału niezbędnego do działalności funduszy venture capital. Z poszerzeniem zakresu działalności o segment private equity lub venture capital wiążą się istotne ryzyka wynikające z braku doświadczenia zarządzających PTE w tym trudnym obszarze. Z drugiej strony na inwestycje w nowopowstałe przedsiębiorstwa są potencjalnie bardziej zyskowne niż akcje od dawna dostępne na rynkach regulowanych i przynoszą korzystne efekty zewnętrzne dla całej gospodarki. OFE przy swojej skali mogłyby istotnie przyczynić się do pogłębienia tego relatywnie słabo rozwiniętego segmentu rynku. Gdyby fundusze zaangażowały zaledwie 1% swoich środków, oznaczałoby to podwojenie rocznych inwestycji venture capital w Polsce.

Główną przeszkodą w zaangażowaniu się OFE w inwestycje w nieruchomości, infrastrukturę i fundusze private equity pozostaje fakt, że PTE nie są uprawnione do pobierania opłaty za zarządzanie w sytuacji, gdy pobiera ją podmiot, któremu powierzono aktywa OFE. O ile takie rozwiązanie jest logiczne wtedy, gdy PTE mają możliwości i kompetencje do zarządzania inwestycją (jak w przypadku akcji i obligacji), o tyle staje się wątpliwe, gdy stanowi barierę dla wykroczenia poza klasyczne aktywa. Rozszerzenie katalogu inwestycji OFE wymaga zatem zmian regulacyjnych. Te jednak poparte muszą zostać analizą uzależnienia alokacji kosztów pomiędzy fundusz i zarządzających, wykorzystującą zarówno z doświadczenia zagraniczne, jak i te, które udało się zgromadzić PTE oraz innym funduszom krajowym. Konieczna do wykonania praca analityczna wykracza poza niniejszy raport, lecz z pewnością można i warto ją podjąć.

Przed dokonaniem zmian w polityce inwestycyjnej konieczne jest jednak potwierdzenie, że pozostałe w OFE aktywa należą ostatecznie do ubezpieczonych. Inaczej próby rozszerzenia działalności inwestycyjnej na rynkach zagranicznych czy też przywrócenie możliwości inwestowania w obligacje skarbowe – równie oczywiste posunięcie z punktu widzenia zarządzania ryzykiem – mogą okazać się niebezpieczne w skutkach. Im bowiem więcej będzie w funduszach aktywów o wysokiej płynności, tym większa pokusa, by część z nich tak jak w 2014 roku trafiła do ZUS. Dziś akcje krajowe stanowią 75% portfela OFE i nie przypadkiem pozostałe 25% ma trafić do FRD. Autorzy propozycji zmian z 4 lipca 2016 (por. ostatnia część raportu) obawiają się bowiem, jaki wpływ na warszawską giełdę i zachowanie notowanych tam przedsiębiorstw miałyby sięgnięcie przez Skarb Państwa po krajowe papiery o charakterze udziałowym. Obniżenie udziału krajowych akcji przed zagwarantowaniem nienaruszalnego statusu oszczędności w OFE mogłoby spowodować przedwczesną konsumpcję większej części z nich tak, że zamiast większej dywersyfikacji ryzyka doszłoby do jeszcze większej jego koncentracji w ZUS.

Dywersyfikacja względem klas aktywów powinna iść w parze z dywersyfikacją międzynarodową. Instrumenty denominowane w obcych walutach stanowiły na koniec lipca 2016 zaledwie 7,25% aktywów. Zważywszy na to, że aktywa krajowe stanowią ok. 1% globalnego portfela polscy przyszli emeryci są nieproporcjonalnie silnie narażeni na ryzyko kraju, w którym i tak żyją i pracują. Docelowo inwestycje zagraniczne powinny stanowić co najmniej 30% portfela, choć nie należy zapominać, że

kompetencje analityczne lokalnych managerów są mocniejsze w odniesieniu do lokalnych spółek³⁵, a w zbiorowym interesie emerytów leży także dbanie o rozwój krajowego rynku i polskiej gospodarki.

Szanse i zagrożenia płynące z dywersyfikacji aktywów OFE podsumowuje Tabela 4.

Tabela 4. Szanse i zagrożenia dywersyfikacji aktywów OFE.

Szanse	Zagrożenia
Obniżenie ryzyka inwestycyjnego	Wzrost ryzyka politycznego, obniżenie wsparcia jakim dla lokalnego rynku kapitałowego są fundusze emerytalne
Wzrost stopy zwrotu i tym samym wzrost przyszłych emerytur	Niedostosowanie wymogów w zakresie poboru opłat i zarządzania ryzykiem inwestycyjnym dla nowych klas aktywów
Wsparcie projektów o szczególnym znaczeniu dla polskiej gospodarki	Obniżenie osiągniętych stóp zwrotu

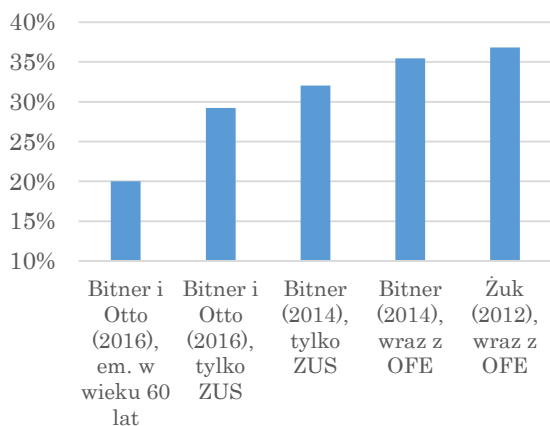
Trzeci filar

Konieczność budowy trzeciego filaru

Przekonanie o potrzebie rozwijania w Polsce dodatkowych form zabezpieczenia emerytalnego łączy niemal wszystkich uczestników debaty emerytalnej w Polsce. Podkreśla się zarówno korzyści makro-, jak i mikroekonomiczne. Z jednej strony w zwiększeniu oszczędności, a w ślad za nimi inwestycji dostrzega się szansę na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce. Deloitte szacuje na przykład, że uzyskanie 75% PKB Niemiec do 2040 roku wymagałoby zwiększenia stopy oszczędności ze średniej dla lat 1955-2014 wysokości 18% do co najmniej 23%, a więc o sumę dwukrotnie większą niż składka przekazywana do OFE przed 2011 rokiem³⁶. Podobne wnioski można wyczytać także w innych raportach³⁷ oraz w zaprezentowanym 29 lipca 2016 rządowym projekcie „Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju”.

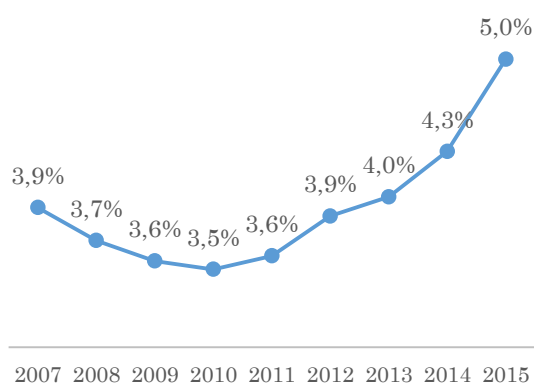
Nie mniej ważna jest przy tym perspektywa indywidualna uczestników systemu. Ponieważ sytuacja demograficzna w Polsce każe spodziewać się spadku stopy zastąpienia oferowanej przez system powszechny. Wbrew powszechnym obawom nie będzie to oznaczało, że emerytury w przyszłości będą niższe niż obecnie. Wręcz przeciwnie, będą rosły, tyle że bardzo powoli. Wyrażona w dzisiejszych złotówkach przyszła emerytura w ciągu czterdziestu lat wzrośnie średnio do ok. 3500 zł, czyli o dwie trzecie. Jednak płace będą rosły znacznie szybciej, dlatego stopa zastąpienia spadnie z obecnych 54% do ok. 30% (Wykres 14). Bez dodatkowych dochodów poza tymi zapewnianymi przez system powszechny, utrzymanie standardu życia na emeryturze nie będzie możliwe. Dodatkowe oszczędności mogłyby to zmienić, albo przynajmniej złagodzić szok dochodowy, z którym związane będzie w przyszłości przejście na emeryturę.

Wykres 14. Prognozy stóp zastąpienia dla roku 2055 dla osoby zarabiającej przeciętne wynagrodzenie i przechodzącej na emeryturę w wieku 67 lat.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wybranych analiz sporządzonych w latach 2012-2016³⁸.

Wykres 15. Stosunek sumy aktywnych rachunków IKE i IKZE oraz liczby aktywnych uczestników PPE do łącznej liczby zatrudnionych w wieku 25-69 w latach 2007-2015.



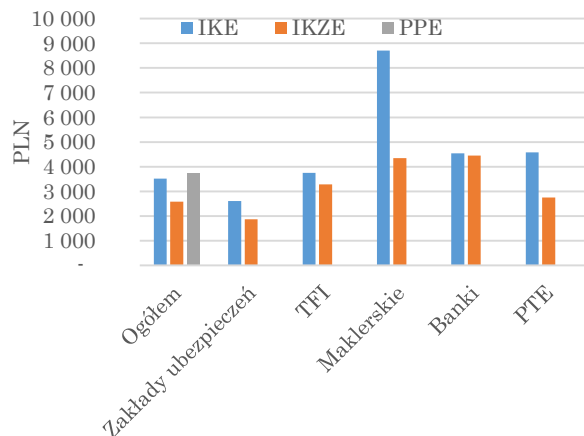
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF.

Wykorzystanie dotychczasowych produktów inwestycyjnych

Mimo wyraźnych wskazań, co do słuszności dodatkowego oszczędzania czyni to obecnie najwyżej co dwudziesty zatrudniony w wieku 20-69 lat (Wykres 15). Choć ostatnio zainteresowanie trzecim filarem wyraźnie się ożywiło, zbyt wcześnie jeszcze mówić o przełomie. Liczba aktywnych rachunków IKE od lat spada, a liczba osób odkładających w PPE rośnie bardzo powoli. Większość wzrostu obserwowanego w ostatnich latach wynika z wprowadzenia IKZE. Pytanie, na ile rachunki tego typu otwierane są przez osoby, które posiadają już jakąś formę zabezpieczenia emerytalnego, w celu uzyskania korzyści podatkowych.

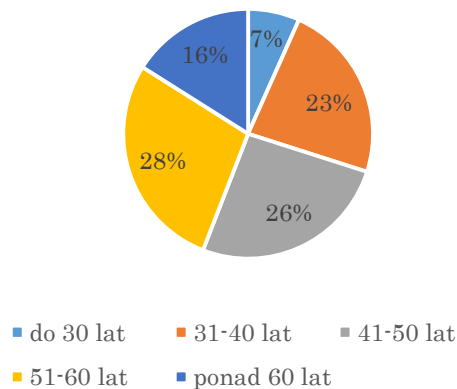
Przeciętne wpłaty kierowane przez aktywnych członków wyniosły średnio w 2015 roku 3430 zł. Najwięcej wpłacają uczestnicy PPE, najślabiej zaś wypadają IKZE, prawdopodobnie ze względu na niski limit wpłat. Wykres 16 prezentuje szczegółowe rozbięcie średnich wpłat na poszczególne instytucje zarządzające IKE i IKZE. Największe środki trafiają na rachunki maklerskie, tam jednak oszczędza mniej niż 5% uczestników. Najwięcej oszczędzających wybrało zakłady ubezpieczeń, gdzie przeciętna wpłata jest już znacznie niższa, ok. 2600 zł. Czy to nie za mało? Prosty rachunek, zakładający konserwatywnie 3% realnego zwrotu, pokazuje, że by zwiększyć emeryturę miesięcznie o 1000 zł trzeba oszczędzać 300 zł miesięcznie, jeżeli zamierza się to robić przez 40 lat i 450 zł miesięcznie, jeśli okres oszczędzania skraca się do lat 30. Gdyby więc oszczędzający byli w przeważającej części młodzi, odkładane kwoty można by uznać za wystarczające, zwłaszcza że – w odróżnieniu od przytoczonego przykładu – wraz z dochodem, będą one rosły.

Wykres 16. Przeciętna roczna wpłata na aktywnych rachunkach IKE oraz IKZE.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF.

Wykres 17. Struktura oszczędzających w IKE oraz w IKZE według wieku.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF.

Niestety IKE i IKZE (KNF nie publikuje podobnych danych dla PPE) są produktem, z którego korzystają przede wszystkim osoby po 40. roku życia (Wykres 17), zaś najliczniej reprezentowana jest grupa pięćdziesięciolatek. W ich sytuacji jednak oszczędzanie 2-3 tys. zł na niewiele się zda – by podwyższyć emeryturę o 1000 zł miesięcznie musieliby wypełniać rocznie cały limit dostępny w IKE, czyli ponad 11000 zł. Można zastanawiać się dodatkowo, czy produkty oferowane oszczędzającym

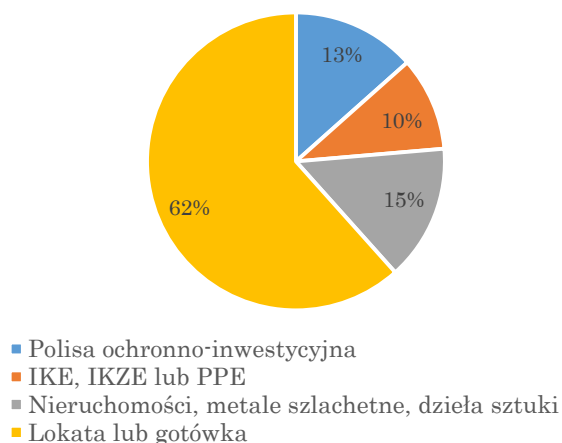
** Niestety w dostępnych publicznie sprawozdaniach nie ma podobnie szczegółowych danych odnośnie PPE. Brakuje nawet bardziej podstawowych informacji takich jak wartość aktywów. Jedyne, co podaje KNF, to wartość przekazanych składek, a z czasem te wielkości będą się coraz bardziej różnić. Poprawa sprawozdawczości w trzecim filarze (choćby na wzór drugiego) mogłaby przyczynić się do bardziej wiarygodnej oceny funkcjonujących w jego ramach produktów emerytalnych.

faktycznie dają szansę chociaż na 3% rocznego zwrotu. Biorąc pod uwagę poziom opłat, którym charakteryzuje się polski rynek funduszy inwestycyjnych oraz to, że wiele osób ma IKE lub IKZE w bankach, należy w to wątpić. Można bezpiecznie przyjąć, że spośród oszczędzających na emeryturę na zadowalające wyniki może liczyć połowa.

Dotychczasowa dyskusja ograniczała się do osób korzystających z dedykowanych rozwiązań trzeciofilaryowych. Ci zaś stanowią istotną mniejszość wśród 21% deklarujących oszczędzanie na emeryturę³⁹. Jak pokazuje Wykres 18 dominującą formą oszczędzania jest gotówka i depozyty w bankach. Ten fakt jest o tyle zastanawiający, że – abstrahując na ile jest to ekonomicznie słuszne – polskie prawo dopuszcza otwieranie IKE/IKZE również w formie lokaty bankowej. W skazuje to albo na to, że deklarowane oszczędności faktycznie nie są przeznaczone na emeryturę, albo – co bardziej prawdopodobne – klienci banków nie wiedzą nic o takiej możliwości lub z jakiegoś powodu z niej nie korzystają. Jaka nie byłaby tego przyczyna trudno nie skonstatować, że większość społeczeństwa oszczędza na emeryturę w sposób bardzo mało efektywny, korzystając z produktów, które ani nie generują wysokich stóp zwrotu, ani nie skłaniają do regularności.

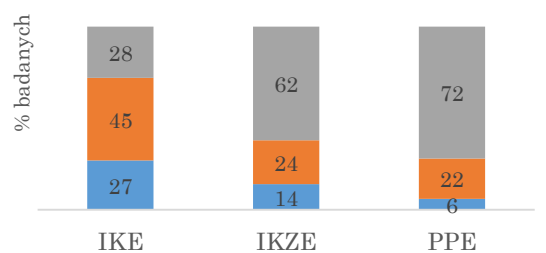
Drugą kwestią, która zwraca uwagę, to pozytywny stosunek do inwestowania w nieruchomości, które w badaniu cieszą się większą popularnością niż wszystkie trzy sztandarowe produkty trzeciofilaryowe. Nie powinno to dziwić w kontekście tego, że Polacy stawiają nieruchomości na drugim miejscu zarówno pod względem bezpieczeństwa jak i zyskowności (pierwsza miejsce w obu kategoriach należy do lokat bankowych)⁴⁰. Tymczasem w warunkach spadającej liczby ludności nieruchomości może okazać się zdradliwą inwestycją – w przyszłości może zabraknąć chętnych do jej kupna lub wynajmu za oczekiwaną przez inwestora cenę.

Wykres 18. Struktura oszczędzających na emeryturę względem typu inwestycji.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie opracowania Czapieńskiego i Góry⁴¹.

Wykres 19. Rozpoznawalność IKE, IKZE i PPE.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu TNS Polska dla Nationale-Nederlanden⁴².

Przyczyny małego zainteresowania oszczędzaniem na emeryturę

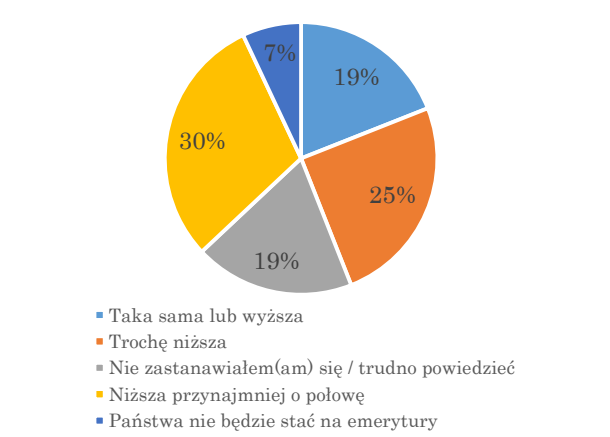
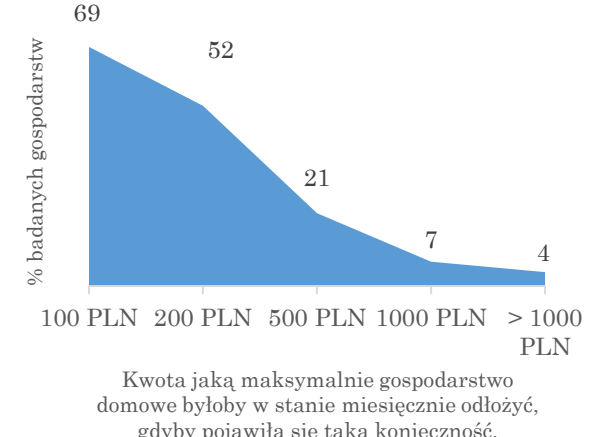
Na podstawie czterech dużych badań społecznych na ten temat⁴³ można sformułować następujące powody małego zainteresowania dodatkowym oszczędzaniem na emeryturę. Podano tu je w kolejności uwzględniającej, jeśli nie wagę każdego z czynników, to odsetek osób, którego dany czynnik dotyczy.

1. Brak wiedzy jak efektywnie oszczędzać

Rozpoznawalność trzecieofilarowych produktów inwestycyjnych w społeczeństwie jest bardzo słaba. 53% badanych nie jest w stanie wskazać żadnego z nich. Gdy prowadzący badanie przypomina nazwy produktów, wyniki okazują się lepsze (Wykres 19), jednak nadal w najlepszym wypadku 73% badanych nie wie, jak skorzystać z wspieranych przez państwo form oszczędzania na emeryturę. W innym badaniu zaledwie 24% respondentów uważało, że łatwiej jest oszczędzić na jakiś cel, niż wziąć na niego kredyt. Przeciwną tezę popierało dwa razy więcej badanych. Kredyty okazują się być znacznie bardziej zrozumiałe – wystarczy jedynie regulować w terminie raty i wybrać produkt o najniższym oprocentowaniu^{††}. Oszczędzanie wiąże się z podejmowaniem dużo bardziej skomplikowanej decyzji, z której dodatkowo można łatwo się wycofać – nawet gdy postąpi się słusznie, trudno potem o konsekwencję.

2. Brak zrozumienia dla potrzeby oszczędzania na emeryturę

Spośród badanych osób 40% w ogóle nie myśli o emeryturze. Nawet jednak ci, którzy myślą, nie podejmują konkretnych działań, ponieważ nie widzą ku temu wyraźnych powodów. Wynika to z jednej strony kompletnego braku wiedzy, jak wygląda obecnie system emerytalny. 75% badanych deklaruje, że nie wie, ile wynosi składka emerytalna. Spośród tych, którzy uważają, że wiedzą, 40% twierdzi, iż znajduje się ona gdzieś między 3% a 15%, wynagrodzenia, czyli znacznie niżej od stanu faktycznego. Z drugiej strony większość Polaków żywi bardzo optymistyczne przekonania odnośnie swojej przyszłej emerytury (Wykres 20). Jedynie 37% zdaje się martwić jej wysokością.

Wykres 20. Opinie odnośnie spodziewanego stosunku emerytury badanego do ostatniej pensji.	Wykres 21. Potencjalne możliwości Polaków w zakresie dodatkowego oszczędzania.
 <p>■ Taka sama lub wyższa ■ Trochę niższa ■ Nie zastanawiałem(am) się / trudno powiedzieć ■ Niższa przynajmniej o połowę ■ Państwa nie będzie stać na emerytury</p>	 <p>Kwota jaką maksymalnie gospodarstwo domowe byłoby w stanie miesięcznie odłożyć, gdyby pojawiła się taka konieczność.</p>
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Fundacji Kronenberga ⁴⁴ .	Źródło: Raport TNS Polska dla ZBP ⁴⁵ .

3. Zbyt niskie dochody.

41% Polaków w ogóle nie oszczędza, wydając na bieżące potrzeby całość uzyskiwanych dochodów. Wydaje się, że tę grupę trudno byłoby przekonać do dodatkowego oszczędzania na emeryturę. Czy jednak dochód rzeczywiście jest tu główną barierą? W przypadku większości osób zapewne tak, jednak raczej nie dla wszystkich. Gdy zapytać Polaków, jakie oprocentowanie lokaty skłoniłoby ich do

^{††} Takie myślenie oczywiście okazało się niebezpieczne, gdy banki zaoferowały kredyty walutowe, jednak w przypadku kredytów w walucie krajowej, jest całkowicie racjonalne.

zamrożenia środków przeznaczanych wcześniej na konsumpcję na rok, 53% byłoby skłonne to zrobić, gdyby inwestycja przyniosła co najmniej 7%. Tyle zaś mniej więcej przyniosły średniorocznie OFE, nie jest to zatem oczekiwanie nierealistyczne. Zapytano także o kwotę, jaką gospodarstwo domowe byłoby w stanie odłożyć, gdyby była taka konieczność (Wykres 21). Aż 69% gospodarstw zadeklarowało co najmniej 100 zł miesięcznie. Na tej podstawie można ocenić, że ograniczenie dochodowe dotyczy więc mniej więcej jednej trzeciej gospodarstw.

4. Wysokie koszty

Wysokie koszty uczestnictwa w PPE nie są przyczyną braku zainteresowania produktami emerytalnymi, którą można wykryć za pomocą badań społecznych. Koszty te bowiem nie są większości społeczeństwa znane, jest to zresztą jeden z powodów ich wysokości – nawet uczestnicy programów nie wybierają ich kierując się tym kryterium. Koszty jednak działają zniechęcająco na osoby, które zdecydowały się kupić drogi produkt emerytalny o opłacie za zarządzanie (dla funduszy akcji lub mieszanych) rzędu 3-4%⁴⁶ rocznie, ponieważ stopa zwrotu z takiego produktu jest rozczarowująco niska. Uczestnicy drogich programów emerytalnych nie stają się rzecznikami idei dodatkowego oszczędzania, mogą nawet zniechęcać innych, zwłaszcza gdy trafi im się szczególnie zły produkt. Najbardziej jaskrawym przykładem są polisolokaty, w których oprócz wysokich opłat za zarządzanie pobieranych przez oferowane fundusze dochodzą jeszcze dodatkowe opłaty sięgające niekiedy łącznie nawet progu 8% rocznie, a do tego uniemożliwia się klientom wycofanie się z nietrafionej inwestycji, grożąc utratą 90% wpłaconych środków. Zdecydowanie lepsze są produkty oferowane w ramach PPE (pobierające za zarządzanie zgodnie z ustawą maksymalnie 0,6% rocznie, chyba że nie działają w formule Pracowniczego Funduszu Emerytalnego) oraz Dobrowolne Fundusze Emerytalne oferowane od 2012 roku przez PTE. Jednak w tych ostatnich opłaty i tak są co najmniej dwa razy wyższe niż w zarządzanych przez te same instytucje OFE⁴⁷.

Potencjał budowy trzeciego filaru

Na podstawie badań można podzielić potencjalnych uczestników programów dodatkowego oszczędzania na cztery grupy tak, że każda kolejna zawiera w sobie wszystkie poprzednie (Schemat 2). Pierwsza to ci, którzy mimo różnych przeszkód oszczędzają na emeryturę w jednym z oferowanych programów wsparcia. Ich liczbą można szacować na ok. 5% pracujących. Drugą grupę stanowią potencjalni zainteresowani programami dodatkowego oszczędzania. Są to osoby, które deklarują oszczędzanie na emeryturę (21%), regularne oszczędzanie (18%) lub oszczędzanie na konkretny cel (19%). Do tej grupy można relatywnie łatwo dotrzeć, ponieważ bariera ma charakter czysto informacyjny. Trzecia grupa to potencjalni zainteresowani, którzy mogą sobie od razu pozwolić na dodatkowe oszczędzanie, ale nie czynią tego bo nie mają wiedzy jak lub nie widzą takiej potrzeby. Rekrutują się oni spośród osób dopuszczających odkładanie co miesiąc 200 zł (52%) lub z nieco szerszej grupy osób oszczędzających (58%). Ostatnia grupa potencjalnie zainteresowanych to ci, którzy uważają, że warto oszczędzać (67%) lub oszczędzaliby, gdyby warunki były bardzo korzystne (68%). Za górną granicę obecnych możliwości rozbudowy trzeciego filaru można wskazać 74% – tyle osób uważa, że obowiązkowa składka nie zaspokoi wszystkich ich kosztów życia⁴⁸.

⁴⁸ Bardziej optymistycznie można wskazać 79%, ponieważ 21% badanych wyraża zdecydowaną niechęć do oszczędzania.

Pozytywnie nastawienie do długoterminowego oszczędzania na korzystnych warunkach 68-74%

Będący sobie w stanie tu i teraz pozwolić na długoterminowe oszczędzanie 52-59%

Już oszczędzający regularnie, choć nie koniecznie w produktach emerytalnych 18-21%

Uczestnicy IKE, IKZE lub PPE 5%

Źródło: Opracowanie własne.

Przegląd wybranych propozycji zmian w trzecim filarze

Powszechna świadomość nieskuteczności dotychczasowych rozwiązań w zakresie trzeciego filaru skłoniła wielu ekspertów do przygotowania własnych propozycji rozwiązania tej kwestii. Poniżej zaprezentowano cztery takie pomysły. Każdy z nich omówiony jest skrótowo zgodnie ze schematem diagnoza-rozwiazanie-zalety-wady.

Pierwszy raport TEP (pod kierunkiem Joanny Ruteckiej)⁴⁸

Diagnoza. Głównym problemem związanym z PPE jest brak zachęt fiskalno-ekonomicznych do ich tworzenia. Jeśli chodzi o IKE i IKZE, problemem jest brak środków i niska wiedza o nazbyt skomplikowanych produktach emerytalnych.

Rozwiązanie:

- połączenie IKZE i IKZE, ujednoczenie limitów wpłat na zasadach zbliżonych do IKZE,
- wprowadzenie degresywności korzyści podatkowych (ujemne uzależnienie ich wielkości od dochodu).
- uzależnienie korzyści podatkowych od niewypłacania środków przed 67 rokiem życia i korzystania jedynie z renty dożywotniej,
- wystandaryzowanie informacji o produktach emerytalnych.
- dopłata powitalna do IKZE wysokości od 600 do 1000 zł,
- obowiązkowe tworzenie PPE w dużych i średnich firmach finansowane w części środkami z Zakładowego Funduszu Świadczeń Pracowniczych,
- domyślne uczestnictwo w PPE ze składką po 1% ze strony pracownika i pracodawcy.

Zalety. Szeroki zakres programu, poza dopłatami powitalnymi minimalne koszty budżetowe, zwiększenie klarowności wyboru produktów emerytalnych.

Wady. Program jest zbyt wierny wcześniejszej konstrukcji PPE przywiązującej je silnie do pracodawców. Mimo iż autorzy deklarują, że ma być on elastyczny, to nie do końca wiadomo, czy po zmianie pracy pracownik zmienia PPE, otwiera rachunek w drugim PPE czy też może wybrać między tymi wariantami. Zbyt mała uwaga poświęcona jakości oferowanych domyślnie produktów inwestycyjnych. Proponowana składka jest zbyt niska, ale nic nie stoi na przeszkodzie podwyższyć ją, jak już program zacznie działać. Wysokie kary za wycofanie się z programu. Koszty budżetowe dopłat powitalnych.

Raport Capital Strategy⁴⁹

Diagnoza. Nie ma szans na powszechne uczestnictwo bez wprowadzania rozwiązań przymusowych lub quasi-przymusowych, czyli co najmniej automatycznego zapisu i silnych czytelnych zachęt (dopłat, a nie ulg) do pozostania w systemie.

Rozwiązanie:

- wprowadzenie programu wzorowanego na nowozelandzkim KiwiSaver,
- automatyczny zapis (ew. ograniczony tylko do zmieniających pracę lub wchodzących na rynek pracy) do PPE,
- możliwość rezygnacji w pierwszych tygodniach, choć nie od razu, a później raz na cztery lata,
- Składki na PPE finansowane po równo (2% wynagrodzenia) przez pracownika i pracodawcę oraz z dopłaty budżetowej wysokości 40 zł miesięcznie,
- PPE wybiera pracownik, jednak jeśli nic nie zrobi, to decyduje pracodawca,
- zarządzać aktywami mogą uczestniczyć tylko ogólnopolskie instytucje licencjonowane przez KNF oferujące wystandaryzowane produkty,
- limit kosztów na poziomie 0,6% rocznie (jak w dzisiejszych PPE prowadzonych w formie PFE),
- warunkiem zachowania dopłat i korzyści podatkowych jest wypłacenie środków w formie renty dożywotniej,
- wcześniejsza wypłata dotyczy tylko środków pracownika – dopłata przepada, a środki pracodawcy trafiają do ZUS,
- podniesienie limitu w IKE do poziomu miliona złotych w ciągu całego życia,
- dopłaty wraz z odsetkami będą liczyć się przy ustalaniu uprawnień do emerytury minimalnej.

Zalety. Dbałość o jakość produktu emerytalnego, szeroki zakres programu, wysokie zachęty dla uczestnictwa. Obniżenie łącznych dopłat dzięki redukcji przyszłej dotacji do emerytur minimalnych.

Wady. Wysokie kary za wycofanie się z programu. Pośrednictwo ZUS w przekazywaniu składki między podmiotami budzący skojarzenia z OFE i przejściem ich aktywów m. in. na tej podstawie. Koszty budżetowe.

Drugi raport TEP (pod kierunkiem Wiktora Wojciechowskiego)⁵⁰

Diagnoza. Powszechne uczestnictwo można uzyskać tylko poprzez domyślne zapisywanie oraz dotacje, które sprawiają, że uczestnicy nie będą rezygnować. Problemem obecnego systemu obok braku powyższych elementów jest także wysokie skomplikowanie oferowanych rozwiązań.

Rozwiązanie:

- wprowadzenie programu KiwiSaver różniącego się nieco w szczegółach od propozycji Capital Strategy,

- program domyślnie obejmie wszystkich pracowników oraz pracodawców,
- po początkowej rezygnacji każdy w dowolnym momencie będzie mógł ponownie przystąpić do systemu,
- dopłata kwotowa 50 zł miesięcznie,
- dopłata powitalna 300 zł na start,
- dopłaty wraz z odsetkami będą liczyć się przy ustalaniu uprawnień do emerytury minimalnej,
- składka tylko ze strony pracowników – docelowo 2%,
- do programu trafiają środki po opodatkowaniu,
- dodatkową oprócz dopłaty korzyścią jest zwolnienie z podatku Belki pod warunkiem wypłaty po osiągnięciu wieku emerytalnego,
- w razie wcześniejszej wypłaty przepadają dotacje, a część środków pochodząca z dobrowolnych składek pracodawcy trafia do ZUS,
- brak ograniczeń w zakresie dysponowania pełną sumą po osiągnięciu wieku emerytalnego,
- opłaty za zarządzanie na poziomie 0,5%, docelowo obniżone do 0,2%,

Zalety. Nie podnosi kosztów pracy, wysoki poziom zachęt do partycypacji.

Wady. Najwyższy koszt dla budżetu ze wszystkich omówionych propozycji. Niska dopłata powitalna, która raczej nikogo nie przekona, a łączy się z dodatkowym kosztem budżetowym. Ryzyko zbyt niskich opłat za zarządzanie, zwłaszcza jeśli nie uda się osiągnąć odpowiedniej skali projektu.

Raport WiseEuropa⁵¹

Diagnoza. Głównymi przyczynami rzadkiego korzystania z produktów trzeciofilarowych są ich słaba jakość, brak informacji oraz brak odczuwalnej potrzeby dodatkowego oszczędzania. Dopiero skuteczne przezwyciężenie tych trzech barier pozwoli myśleć o objęciu trzecim filarem większości pracujących – wcześniej niesie to za sobą zbyt duże ryzyko polityczne.

Rozwiązanie:

- stworzenie wzorcowego produktu emerytalnego – Funduszu Inwestycji Emerytalnych,
- aktywna promocja przez instytucje państwowe (w tym ZUS) idei oszczędzania na emeryturę w konkretnych funduszach wybranych przez grupę ekspertów wyselekcjonowanych przez KNF spośród wszystkich zarejestrowanych FIE,
- dodatkową zachętą do uczestnictwa w FIE byłaby dopłata powitalna o wartości kilku tys. zł, na którą składałyby się akcje spółek Skarbu Państwa wnoszone do funduszy.
- gdy poziom uczestnictwa w FIE sięgnie co najmniej 20% pracujących, którzy dodatkowo będą zadowoleni z uczestnictwa, można rozważyć wprowadzenie domyślności.

Zalety. Wsparcie organizacyjne i promocyjne idei długoterminowego oszczędzania przez państwo. Dbłość o jakość produktu emerytalnego, wysoki poziom poszanowania swobody ubezpieczonych, brak bieżących kosztów fiskalnych. Rozwiązanie problemów spółek skarbu państwa bez sprzedaży ich akcji inwestorowi zagranicznemu.

Wady. Niższe spodziewane tempo wzrostu odsetka uczestników niż w pozostałych omawianych rozwiązaniach. Zagrożenie przedwczesnym wycofywaniem środków przez część uczestników.

Raport KNF

Diagnoza. Niewielkie wykorzystanie dedykowanych produktów trzeciofilarowych wynika ze zbyt słabych bodźców o charakterze fiskalnym. Wśród innych przyczyn należy wymienić niskie dochody, wciąż trudną dla pracowników (zwłaszcza tych z mniej atrakcyjnymi kwalifikacjami) sytuację na rynku pracy, brak dostrzegalnej potrzeby oszczędności emerytalnych oraz brak tradycji długoterminowego oszczędzania.

Rozwiązanie:

- uruchomienie szeroko zakrojonej akcji informacyjnej na temat funkcjonowania systemu emerytalnego i potrzeby gromadzenia dodatkowych oszczędności na cele emerytalne.
- skonstruowanie nowego produktu tak, aby był on atrakcyjny przede wszystkim dla osób średnio i słabiej zarabiających
- Emerytalne Konto Oszczędnościowe zasilane z dwóch źródeł: w dwóch trzecich przez pracownika oraz w jednej trzeciej przez pracodawcę
- Składka pracownika i pracodawcy byłaby dobrowolna, a wyboru programu oszczędzania dokonywałby pracownik spośród produktów dopuszczonych dziś do puli IKE i IKZE
- Druga połowa wkładu pracownika zwolniona byłaby z podatku dochodowego, a pracodawca mógłby zaliczyć swój wkład do kosztów uzyskania przychodu i nie płaciłby od niego składki na ubezpieczenie emerytalne.
- Sztynna wysokość wpłat według formuły 2×50 zł lub 3×50 zł.

Zalety. Postawienie na uświadomienie społeczeństwa co do konieczności oszczędzania na emeryturę. Niskie koszty budżetowe, prosta konstrukcja produktu.

Wady. Wprowadzenie czwartego już produktu różniącego się minimalnie od pozostałych. Brak podjęcia tematu opłat pobieranych za zarządzanie EKO (ich wysokości oraz sposobu naliczania). Bardzo niski limit wpłat na preferencyjnych zasadach.

Wnioski płynące z raportu oraz ocena propozycji MR

Rekomendowane warianty zmian

Wariant I – Zmodyfikowane status quo

Naczelną zasadą przy konstruowaniu Wariantu I było usuwanie istniejących dziś w systemie niespójności drogą niewielkich i mało kosztownych dla budżetu państwa korekt. Takie podejście prowadzi do następujących postulatów:

- Wpłaty całości emerytury nadal będzie dokonywał ZUS.
- Osoby, które dobrowolnie wybrały OFE nie będą wchodziły do suwaka bezpieczeństwa. Zamiast tego będą mogły dowolnie długo opóźnić rozpoczęcie wypłaty części emerytury pochodzącej z OFE – środki te trafiałyby do ZUS w całości dopiero w momencie złożenia wniosku o rozpoczęcie wypłaty emerytury z części kapitałowej, co nie mogłoby nastąpić przed ukończeniem ustawowego wieku emerytalnego.
- Środki osób, które po 2013 roku nie złożyły deklaracji o przystąpieniu do OFE, byłyby stopniowo przekazywane do ZUS zgodnie z mechanizmem suwaka.
- Zapisywanie się do OFE zostanie ułatwione. Deklarację zmiany decyzji można by składać raz na dwa lata, a osoby, które nigdy nie zapisały się do OFE, mogłyby zrobić to w każdej chwili, wysyłając taką informację np. za pośrednictwem wykorzystywanego systemu bankowego, a nie koniecznie systemu e-PUAP. ZUS informowałaby o takiej możliwości, przedstawiając na swoich stronach internetowych rzetelną i niezależną analizę kosztów oraz korzyści takiej decyzji z punktu widzenia ubezpieczonego.
- Afirmacja przez wszystkie siły parlamentarne istnienia i roli OFE w ich nowym kształcie, co zdjęłoby chociaż częściowo groźbę ich nacjonalizacji.
- Wdrożenie nowych regulacji określających politykę inwestycyjną OFE. Ich elementem byłoby wprowadzenie mechanizmów wsparcia konkurencji pomiędzy funduszami, benchmarku zewnętrznego oraz możliwości lokowania środków w inne aktywa niż akcje i obligacje korporacyjne (fundusze private equity i venture capital, projekty infrastrukturalne, nieruchomości, spółki notowane na New Connect).

Wariant pierwszy usuwa część niespójności wprowadzonych do polskiego systemu ustawą z 2013 roku, jednak nie wszystkie z nich. W sytuacji pogorszenia się kondycji finansów publicznych, środki z OFE mogą nadal zostać użyte do załatwienia dziury budżetowej ze wszystkimi konsekwencjami jakie groźba takiego obrotu spraw przynosi dla funduszy i dla gospodarki. Nadal nie ma też zadowalającego rozwiązania kwestii dobrowolności – ci, którzy wybrali OFE całość emerytury dostaną z ZUS, zaś osoby niechętne funduszom nadal przez wiele lat będą miały w nich środki pochodzące ze składek z lat 1999-2014. Wariant skorygowanego status quo pomija przy tym kwestię trzeciego filaru, zakładając że można rozwiązać ją niejako niezależnie od tego, co stanie się z drugim. Tymczasem kondycja drugiego filaru i jego percepcja społeczna ma wpływ na to, jak odbierany jest trzeci filar i na ile wiarygodnie traktowane są zachęty do tego, by w nim uczestniczyć.

Wariant II – Nowe otwarcie

Ostateczne rozwiązanie powyższych problemów nie jest jednak możliwe bez odejścia od filozofii „poprawić jak najwięcej, zmieniając jak najmniej”. Trzeba by raczej przyjąć zasadę „zrobić tyle, ile się da, by powstał trwały i stabilny system trójfilarowy mający szeroką akceptację społeczną i polityczną”. Konsekwentne dążenie do budowy akceptowalnego tu i teraz trójfilarowego systemu każe przełamać szereg schematów myślowych silnie zakorzenionych zarówno u przeciwników jak i u zwolenników reformy z 1999 roku. Ostateczny cel Wariantu II to dojście do trójfilarowości drogą

państw zachodnich, czyli zatarcia granicy między drugim a trzecim filarem. Temu mają służyć następujące posunięcia:

- Prywatyzacja całości aktywów OFE, czyli uznanie ich w drodze ustawy za własność ubezpieczonych.
- Likwidacja suwaka bezpieczeństwa.
- Podniesienie składki na ZUS do 19,52% i likwidacja obowiązkowej składki na OFE.
- Umożliwienie członkom OFE dokonywania dobrowolnych wpłat do funduszy pobieranych od wynagrodzeń lub przelewanych bezpośrednio (w tym drugim wypadku środki przekazane do OFE obniżałyby podstawę opodatkowania, co przekładałoby się na zwrot podatku PIT na rachunek ubezpieczonego w OFE).
- Umożliwienie członkom OFE dokonywania wypłat posiadanych środków. Wypłaty przed osiągnięciem wieku emerytalnego byłyby obciążone podatkiem od zysków kapitałowych naliczanym począwszy od 1999 roku oraz podatkiem dochodowym (tak jak normalne wypłaty). Ponadto w okresie trzech lat od „Nowego otwarcia” nie byłoby możliwości dokonywania wypłat jednorazowych, lecz jedynie w pięciu ratach, przy czym pierwsza rata trafiałaby do rąk osoby ubezpieczonej dopiero rok po złożeniu deklaracji o chęci wypłacenia części lub całości środków.
- Umożliwienie członkom OFE przekazania całości posiadanych środków do ZUS w zamian za zapisy na kontach, czyli obietnicę podwyższenia emerytury z pierwszego filaru.
- Stworzenie mechanizmu wypłacania dożywotnich emerytur przez OFE. Uczestnictwo w tym mechanizmie byłoby dobrowolne – dla każdego ubezpieczonego alternatywą byłby ZUS lub wypłata zgromadzonych środków.
- Zmiana regulacji OFE jak w Wariancie I
- Wprowadzenie subfunduszowości, czyli dostosowywania ryzyka przyszłego emeryta do jego wieku poprzez płynną zmianę alokacji w portfelu w ramach bardziej ryzykownego i bardziej bezpiecznego subfunduszu.
- Uruchomienie dobrze przemyślanego programu zachęcającego do oszczędzania w trzecim filarze korzystającego zarówno z pozytywnych doświadczeń międzynarodowych, jak i negatywnych doświadczeń polskich. Elementem takiego programu powinien być dostosowany do możliwości budżetowych system zachęt oraz właściwie skonstruowany produkt emerytalny tak, by państwo promowało wyłącznie rozwiązania wysokiej jakości.

Ocena wstępnych propozycji zmian zgłoszonych przez Ministerstwo Rozwoju

Wariant – III Plan MR z 4 lipca 2016

Zaproponowane przez Ministerstwo Rozwoju zmiany w systemie emerytalnym idą w ambitnym kierunku, bliskim pod wieloma względami propozycjom z Wariantu II. Zmiana charakteru środków zgromadzonych w OFE z publicznych na prywatne i przekazanie ich na IKE osób, do których są przypisane, pozostawienie ich w zarządzaniu przekształconych, ale zapewniających ciągłość prawną PTE, zapewnienie im wolnorynkowego katalogu lokat inwestycyjnych oraz utrzymanie na tak niskim jak obecnie poziomie opłat są elementami, które przy dodatkowych warunkach powinny przynieść pozytywne efekty przyszłym emerytom i polskiej gospodarce.

Akceptacja dla ogólnego kierunku zmian zaproponowanego przez MR uwarunkowana jest dwoma zastrzeżeniami. **Po pierwsze, konieczne jest prawne zagwarantowanie zmiany charakteru środków zgromadzonych w OFE z publicznych na prywatne.** Jedynie ustawowa gwarancja zmiany charakteru środków publicznych na prywatne może uwiarygodnić planowaną reformę i wzmocnić zaufanie do systemu emerytalnego. Takie działanie będzie zgodne z potwierdzonymi badaniami społecznymi, silnym poczuciem własności środków zgromadzonych w OFE i w efekcie w znaczącym stopniu wpłynie to również pozytywnie na poziom partycypacji uczestników w nowym III filarze.

Po drugie, nowo utworzony quasi-obowiązkowy trzeci filar powinien powstać od początku z udziałem podmiotów prywatnych. Dwuletni okres przejściowy nie jest konieczny. Segment zarządzania aktywami w Polsce jest (m. in. dzięki reformie z 1999 roku) dobrze rozwinięty i sektor prywatny mógłby bez kłopotu zaoferować Polakom produkty odpowiedniej jakości. Takie rozwiązanie również przyczyniłoby się do uwiarygodnienia całego projektu zmian. Obowiązkowe zapisanie wszystkich pracujących do państwowego TFI może zaś wykołocić słuszne przedsięwzięcie na samym wstępie, jeśli zaowocuje masowym wypisywaniem się.

Obok tych generalnych uwag warto przemyśleć szereg kwestii szczegółowych. Oto najważniejsze z nich:

- **Należałoby wskazać wyraźną merytoryczną podstawę przekazania określonej części środków z OFE do FRD.** Taką podstawą mógłby być fakt, że do OFE trafiały środki przed opodatkowaniem, zaś w IKE (dokładnie zgodnie z propozycją MR miałyby trafić 75% środków) znajdują się środki po opodatkowaniu podatkiem PIT. Stawka podatku od dochodów osobistych dla większości Polaków wynosi 18%, dlatego tyle właśnie środków z OFE mogłyby zostać przejęte przez Skarb Państwa bez konieczności rekompensowania tego ubezpieczonym poprzez zwiększanie długu ukrytego na subkontach w ZUS. Takie rozwiązanie zniósłoby konieczność rozróżniania między „starymi” i „nowymi” IKE, co dałoby szansę na wzmocnienie percepcji przekazanych środków jako własności ubezpieczonych.
- **Równoległe należy rozpocząć prace nad systemem wypłat.** Niewątpliwą słabością reformy z 1999 roku był brak określenia tego, jak będą wyglądały wypłaty emerytur i nie należy powtarzać tego błędu. W szczególności należy zadbać o to, by pojawiły się atrakcyjne oferty świadczenia emerytalnego o charakterze dożywotniej renty kapitałowej. Pomocne w tym względzie mogą być rozwiązania opracowane przed kilku laty na potrzeby PTE⁵².
- **Konieczny jest okres przejściowy ok. 12 miesięcy** umożliwiający PTE dostosowanie swojej struktury oraz struktury OFE do nowych warunków. Towarzystwa powinny mieć określony czas na wdrożenie wymaganych regulacji wewnętrznych oraz wymogów dotyczących funduszy inwestycyjnych (m. in. statutów, strategii i polityk inwestycyjnych oraz dokumentacji korporacyjnej). Nowe fundusze inwestycyjne będą potrzebowały też określonego czasu po ich

rejestracji na wdrożenie ewentualnych rozwiązań legislacyjnych, m.in.: MIFID, UCITS, FATCA. Należy uwzględnić okres dostosowawczy potrzebny na rozliczenie działalności związanej z pobieraniem opłat, rozwiązaniem Funduszu Gwarancyjnego, uregulowaniem na nowo procesów związanych z rachunkiem premiovym etc.

- **Regulacje nowych podmiotów powinny uwzględniać specyfikę inwestowania z myślą o emeryturze.** Fundusze typu FIO i FIZ różnią się istotnie pod względem opłat, horyzontu inwestycyjnego, wymogów płynnościowych oraz wielkości portfeli. Fundusze emerytalne nie powinny być wtłaczane w formę prawną, która nie do końca odpowiada ich potrzebom.
- **Trzeba zaadresować problem wypłat transferowych oraz zaległych składek.** Wypłaty w ramach podziału środków między małżonkami oraz wypłaty środków po śmierci członków funduszy emerytalnych są realizowane w ściśle określonych datach po złożeniu przez członka funduszu emerytalnego (lub osoby uprawnionej) dyspozycji w tym zakresie. Taka sytuacja wymaga nie tylko okresu przejściowego odpowiedniego, żeby rozliczyć te wypłaty na podstawie dyspozycji złożonych przez członków funduszy zgodnie z dotychczasowymi przepisami. Należy także uregulować kwestie procesowania takich wypłat w już przekształconych OFE w sytuacji, gdy z przyczyn niezależnych od OFE nie uda się w ustalonym okresie przejściowym dokonać wszystkich wypłat wynikających z podziału. Należy także zdecydować o zaległych składkach nieprzekazanych do OFE za okres składkowy przed dniem przekształcenia OFE. Identyfikacji tych zaległości powinien dokonać ZUS, a kwoty wynikające z tych zaległości powinny być zapisywane na subkoncie ubezpieczonego w ZUS. Jednocześnie niezbędne jest wprowadzenie daty końcowej dla rozliczenia środków przekazywanych pomiędzy ZUS i OFE.
- **W pierwszych latach funkcjonowania nowego systemu trzeba istotnie ograniczyć dysponowanie środkami pochodzącymi z OFE,** żeby nie doprowadzić do kaskadowej wyprzedazy na GPW. W pierwszej fazie klienci powinni mieć możliwość wyboru funduszu, ale nie minimalnego poziomu zaangażowania w akcje, który do czasu napłynięcia nowych środków powinien być utrzymany na wysokim poziomie (szczególnie w sytuacji przekazania pozostałych aktywów do FRD). Można go systematycznie obniżać, począwszy od osób zbliżających się do wieku emerytalnego. Dostosowanie alokacji do wieku przyszłego emeryta wymaga powrotu do koncepcji dwufunduszowości.
- **Środki z OFE powinny być do dyspozycji przyszłych emerytów w razie poważnej choroby oraz służyć jako wkład własny przy kredycie mieszkaniowym.** W przypadku problemów zdrowotnych, które skutkują uzyskaniem renty z tytułu całkowitej niezdolności do pracy do dyspozycji klienta można by zostawić ok 15% środków, zaś do zabezpieczenia wkładu własnego przy zakupie pierwszego mieszkania mógłby on wykorzystać całość zgromadzonych środków (których naruszenie następowaloby oczywiście tylko w sytuacji, gdyby kredyt nie był obsługiwany).

Bibliografia

- Analizy Online. „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”, 16 marzec 2016.
- Antczak Rafał, Renata Onisk, i Krzysztof Stroiński. „Czy oszczędności krajowe będą w stanie finansować długoterminowy wzrost gospodarczy w Polsce? Czy Polska jest skazana na stagnację w rozwoju?” 5 listopad 2015.
- Bae Kee-Hong, René M. Stulz, Hongping Tan. „Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts”. *Journal of Financial Economics* 88, nr 3 (2008): 581–606.
- Bank Światowy. „Averting the Old Age Crisis : Policies to Protect the Old and Promote Growth”. The World Bank, 30 wrzesień 1994.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/1994/09/698030/averting-old-age-crisis-policies-protect-old-promote-growth>.
- Bitner Maciej. „10 mitów i fakty na temat OFE cz. I”. *Biuletyn IGTE*, nr 2 (czerwiec 2015): 14–19.
- . „Czy Hipoteza Efektywnego Rynku Finansowego ma implikacje inwestycyjne?” *e-Finanse*, nr 4 (2009).
- . „Emerytury państwowe czy rynki kapitałowe? Podstawa racjonalnego wyboru między OFE i ZUS.” WISE working paper, lipiec 2014.
- . „OFE i dług jeszcze inaczej”. *Rzeczpospolita*, 13 październik 2013.
- . „Pasywna uluda”. *Dziennik Gazeta Prawna*, 6 listopad 2013.
<http://serwisy.gazetaprawna.pl/finanse-osobiste/artykuly/710564,bitner-pasywna-uluda.html>.
- Bitner Maciej, Maciej Bukowski. „Emerytury kapitałowe – nowe otwarcie.” Warszawa: WiseEuropa, 2016.
- Bitner Maciej, Maciej Bukowski, Urszula Siedlecka. „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?” Warszawa: WiseEuropa, 2016.
- Bitner Maciej, Wojciech Otto. „Konsekwencje obniżenia wieku emerytalnego.”, styczeń 2016.
- Bitner Maciej, Wojciech Otto, Marian Wiśniewski. „Emerytura obywatelska - możliwe rozwiązania i skutki”. *Liberte!*, nr XVI (styczeń 2014): 174–88.
- Bohn Henning. „The sustainability of budget deficits in a stochastic economy”. *Journal of Money, Credit and Banking* 27, nr 1 (1995): 257–271.
- Borowski Jakub, Jakub Olipra. „Emerytury: Lepiej zostać w ZUS”. *Obserwator finansowy.pl*, 14 lipiec 2014. <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/emerytury-lepiej-zostac-w-zus/?k=analizy>.
- Bukowski Maciej, Maciej Bitner, Aleksander Śniegocki, Agata Gierczak, Krzysztof Roman, Piotr Szczerba, Wojciech Białożył, Jakub Miśtak, Piotr Koryś. „Zatrudnienie w Polsce 2014. Praca czasu innowacji.” Warszawa: Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, 2015.
- Capital Strategy. „Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?”, 17 luty 2015.
- Credit Suisse. „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016”, 2 wrzesień 2016.
- Cremers Martijn, Antti Petajisto, Eric Zitzewitz. „Should benchmark indices have alpha? Revisiting performance evaluation”. National Bureau of Economic Research, 2012.
<http://www.nber.org/papers/w18050>.
- Czapiński Janusz, Marek Góra. „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.” Warszawa: Europejski Kongres Finansowy, maj 2016.
- Damodaran Aswath. „Country risk and company exposure: theory and practice”. *Journal of applied finance* 13, nr 2 (2003). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480963.
- . „Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition”. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 5 marzec 2016.
<http://papers.ssrn.com/abstract=2742186>.

- Ferreira Miguel A., Aneel Keswani, António F. Miguel, i Sofia B. Ramos. „The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study”. *Review of Finance*, 18 kwiecień 2012, rfs013. doi:10.1093/rof/rfs013.
- Fundacja Kronenberga. „Postawy Polaków wobec finansów.” City Handlowy, 2015.
- Góra Marek. „Inne spojrzenie na podstawowe zagadnienia ekonomii emerytalnej”, 2003. www.case-research.eu/sites/default/files/Gora.pdf.
- Grabowski Bogusław. „Mitologia OFE”, 30 kwiecień 2013. www.pte.pl/pliki/2/12/Mitologia%20OFE.docx.
- KNF. „Opinia Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego do Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych”, październik 2013.
- KOBE. „Opinia KOBE o projekcie z dnia 10 października 2013 r. ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych”. Komitet Obywatelski ds. Bezpieczeństwa Emerytalnego, listopad 2013. www.mpips.gov.pl/download/gfx/mpips/pl/defaultopisy/8321/1/1/KOBE_2.pdf.
- Massa Massimo, Urs Peyer, i Zhenxu Tong. „Limits of arbitrage and corporate financial policy”. *Available at SSRN 718681*, 2005. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=718681.
- Mercer. „Ocena działalności otwartych funduszy emerytalnych – perspektywa towarzystw emerytalnych i klientów OFE. Analizy z wykorzystaniem danych za okres 2000-2014.”, 23 listopad 2015.
- MF. „Komunikat w sprawie przekazania części aktywów OFE do ZUS”. Ministerstwo Finansów, 4 luty 2014.
- MPiPS, MF. „Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu.” Warszawa: Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministerstwo Finansów, czerwiec 2013. emerytura.gov.pl/wp-content/uploads/2014/03/20130626_przegląd.pdf.
- Otto Wojciech, Marian Wiśniewski. „Wypłaty emerytur ze środków gromadzonych w OFE. Projekt w wersji z 14 czerwca 2013.”, 2013. www.wne.uw.edu.pl/files/4713/9679/7200/SW_OFE_pelna.pdf.
- Petajisto Antti. „The index premium and its hidden cost for index funds”. *Journal of Empirical Finance* 18, nr 2 (2011): 271–288.
- PPG. „Konsekwencje zmian w systemie emerytalnym z punktu widzenia osób ubezpieczonych”, 13 styczeń 2016.
- — —. „System emerytalny w kontekście finansów publicznych”, 28 grudzień 2015.
- PWC. „Miejsce funduszy emerytalnych w Planie na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju”, maj 2016.
- Rostowski Jacek, Janina Paradowska. *Poranek w TOK FM*. Warszawa, 2013.
- Rutecka Joanna, Ryszard Petru, Kamila Bielawska, Sylwia Pieńkowska-Kamieniecka, Marek Szczepański, Maciej Żukowski. „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”. Warszawa: Towarzystwo Ekonomistów Polskich, grudzień 2014.
- TNS Polska. „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.” Warszawa, listopad 2014.
- — —. „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.” Warszawa, marzec 2016.
- UKNUFE. „Wysokość emerytur w nowym systemie ubezpieczeń społecznych”. Warszawa: Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, 2003.
- Wojciechowski Wiktor, Joanna Rutecka, Barbara Liberda, i Jan Stefanowicz. „Dodatkowy, dobrowolny system emerytalny w Polsce”. Towarzystwo Ekonomistów Polskich, czerwiec 2016.
- Wurgler Jeffrey. „On the economic consequences of index-linked investing”. National Bureau of Economic Research, 2010. <http://www.nber.org/papers/w16376>.
- Żuk Piotr. „Stopa zwrotu, dywersyfikacja ryzyka i wysokość emerytury w systemie emerytalnym w Polsce”, 2012.

Przypisy

-
- ¹ „Averting the Old Age Crisis”.
- ² Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”
- ³ „Inne spojrzenie na podstawowe zagadnienia ekonomii emerytalnej”.
- ⁴ Rutecka i in., „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”.
- ⁵ UKNUFE, „Wysokość emerytur w nowym systemie ubezpieczeń społecznych”.
- ⁶ KOBE, „Opinia KOBE o projekcie z dnia 10 października 2013 r. ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych”.
- ⁷ KNF, „Opinia Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego do Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych”.
- ⁸ PPG, „Konsekwencje zmian w systemie emerytalnym z punktu widzenia osób ubezpieczonych”.
- ⁹ Bitner, „Emerytury państwowe czy rynki kapitałowe? Podstawa racjonalnego wyboru między OFE i ZUS.”
- ¹⁰ Borowski i Olipra, „Emerytury: Lepiej zostać w ZUS”.
- ¹¹ Credit Suisse, „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016”.
- ¹² Damodaran, „Country risk and company exposure”; Damodaran, „Equity Risk Premiums (ERP)”.
- ¹³ Bitner, „10 mitów i fakty na temat OFE cz. I”.
- ¹⁴ Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”
- ¹⁵ Grabowski, „Mitologia OFE”; Rostowski i Paradowska, *Poranek w TOK FM*; Bitner, „OFE i dług jeszcze inaczej”; PPG, „System emerytalny w kontekście finansów publicznych”.
- ¹⁶ Bohn, „The sustainability of budget deficits in a stochastic economy”.
- ¹⁷ MF, „Komunikat w sprawie przekazania części aktywów OFE do ZUS”.
- ¹⁸ Analizy Online, „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”.
- ¹⁹ Ibid.
- ²⁰ Ibid.
- ²¹ Ibid.
- ²² Ibid.
- ²³ Ibid., 8.
- ²⁴ Ferreira i in., „The Determinants of Mutual Fund Performance”, 502–3.
- ²⁵ Mercer, „Ocena działalności otwartych funduszy emerytalnych – perspektywa towarzystw emerytalnych i klientów OFE. Analizy z wykorzystaniem danych za okres 2000-2014.”
- ²⁶ Ibid.
- ²⁷ Ibid.
- ²⁸ Bitner, „Czy Hipoteza Efektywnego Rynku Finansowego ma implikacje inwestycyjne?”; Bitner, „Pasywna ułuda”; Wurgler, „On the economic consequences of index-linked investing”.
- ²⁹ Petajisto, „The index premium and its hidden cost for index funds”.
- ³⁰ Massa, Peyer, i Tong, „Limits of arbitrage and corporate financial policy”.
- ³¹ Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”
- ³² Cremers, Petajisto, i Zitzewitz, „Should benchmark indices have alpha?”
- ³³ PWC, „Miejsce funduszy emerytalnych w Planie na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju”.
- ³⁴ Ibid.
- ³⁵ Bae, Stulz, i Tan, „Do local analysts know more?”
- ³⁶ Antczak, Onisk, i Stroiński, „Czy oszczędności krajowe będą w stanie finansować długoterminowy wzrost gospodarczy w Polsce? Czy Polska jest skazana na stagnację w rozwoju?”
- ³⁷ Bukowski i in., „Zatrudnienie w Polsce 2014. Praca czasu innowacji.”; Capital Strategy, „Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?”

³⁸ Bitner i Otto, „Konsekwencje obniżenia wieku emerytalnego.”; Żuk, „Stopa zwrotu, dywersyfikacja ryzyka i wysokość emerytury w systemie emerytalnym w Polsce”; Bitner, „Emerytury państwowe czy rynki kapitałowe? Podstawa racjonalnego wyboru między OFE i ZUS.”

³⁹ Czapiński i Góra, „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.”, 11.

⁴⁰ TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”, 8.

⁴¹ Czapiński i Góra, „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.”

⁴² TNS Polska, „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.”

⁴³ TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”; Fundacja Kronenberga, „Postawy Polaków wobec finansów.”; Czapiński i Góra, „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.”; TNS Polska, „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.”

⁴⁴ Fundacja Kronenberga, „Postawy Polaków wobec finansów.”

⁴⁵ TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”, 5.

⁴⁶ Rutecka i in., „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”, 37–39.

⁴⁷ Ibid., 39.

⁴⁸ Rutecka i in., „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”.

⁴⁹ Capital Strategy, „Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?”

⁵⁰ Wojciechowski i in., „Dodatkowy, dobrowolny system emerytalny w Polsce”.

⁵¹ Bitner i Bukowski, „Emerytury kapitałowe – nowe otwarcie.”

⁵² Otto i Wiśniewski, „Wypłaty emerytur ze środków gromadzonych w OFE. Projekt w wersji z 14 czerwca 2013.”