

MARTA BUCHOWIEC

Szkoła Główna Handlowa

WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM W POLSCE
W LATACH 2011–2013 NA EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI
OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH*

WSTĘP

W 2014 roku minęło 15 lat od momentu powstania w Polsce nowego rodzaju instytucji finansowych, jakimi są otwarte fundusze emerytalne (OFE)¹. Z ich powstaniem wiązano wiele oczekiwań odnośnie do ich roli w nowym systemie emerytalnym. Poprzez gromadzenie i inwestowanie otrzymywanych składek emerytalnych miały one zapewnić kapitał, z którego będą wypłacane przyszłe świadczenia emerytalne. Tym samym miały one się stać jednym z kluczowych elementów reformy emerytalnej z 1999 roku, której celem było między innymi przejście z systemu zdefiniowanego świadczenia do systemu zdefiniowanej składki (wraz z częściową zmianą sposobu finansowania systemu), zindywidualizowanie wypłacanych świadczeń emerytalnych oraz stworzenie systemu emerytalnego, który w większym stopniu będzie odporny na różnego rodzaju czynniki ryzyka — w tym na niekorzystne zmiany demograficzne wynikające ze starzenia się polskiego społeczeństwa.

Pomimo tych szczytnych celów przyświecających wdrażaniu reformy emerytalnej, w chwili obecnej, po blisko 15 latach funkcjonowania nowego systemu emerytalnego, obserwujemy stopniowo postępujący proces jego „rozmontowywania”. Należy przy tym jednak podkreślić, że tego rodzaju działania nie są ty-

* Powstanie niniejszego artykułu było możliwe dzięki środkom z grantu służącego rozwojowi młodych naukowców oraz uczestników studiów doktoranckich otrzymanego przez autorkę w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

¹ W dalszej części niniejszego artykułu poprzez pojęcie otwartych funduszy emerytalnych należy rozumieć instytucje finansowe działające na podstawie Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 1997 r., Nr 139, poz. 934 z późn. zm.), których głównym celem działalności jest gromadzenie i inwestowanie otrzymywanych składek emerytalnych w ramach funkcjonującego w Polsce powszechnego systemu emerytalnego. Pojęcie to będzie wymiennie stosowane z określeniami OFE, fundusze emerytalne, fundusze lub sektor OFE.

powe jedynie dla polskiego systemu emerytalnego, lecz wpisują się w światowy nurt odchodzenia od kapitałowych filarów systemu emerytalnego². W Polsce ich kumulacja nastąpiła w ostatnich latach. Przyczyn tego zjawiska należałoby szukać przede wszystkim w negatywnym oddziaływaniu kryzysu finansowego z 2008 roku, problemów budżetowych, które w połączeniu z niektórymi wadami systemowymi kapitałowych części systemu emerytalnego spowodowały z jednej strony konieczność szukania oszczędności budżetowych, z drugiej zaś wymusiły wprowadzenie zmian w samej konstrukcji kapitałowych systemów emerytalnych.

Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób zmiany regulacji prawnych przeprowadzone w latach 2011–2013 w Polsce wpłynęły (lub mogą potencjalnie wpłynąć) na efektywność³ inwestycji dokonywanych przez OFE. Główną jego tezą jest to, że modyfikacje wprowadzone w kapitałowej części systemu emerytalnego w tym okresie będą obniżały efektywność inwestycji OFE, przyczyniając się tym samym do zmniejszenia efektywności działania całego systemu emerytalnego. Jednocześnie wprowadzone modyfikacje regulacji prawnych będą się wpisywały w międzynarodową tendencję ograniczania bądź likwidacji kapitałowych części systemu emerytalnego.

W celu potwierdzenia lub odrzucenia postawionej tezy dokonano analizy zmian regulacji prawnych dotyczących sektora OFE oraz posłużono się danymi statystycznymi dotyczącymi polskiej gospodarki oraz OFE w analizowanym okresie. W pierwszej części artykułu zaprezentowano te zmiany regulacji prawnych dotyczących polskiego systemu emerytalnego, które weszły w życie w tym okresie. W drugiej zaś wyodrębniono te zmiany regulacji prawnych, które w największym stopniu będą oddziaływały na efektywność inwestycji dokonywanych przez fundusze emerytalne. W podsumowaniu z kolei zawarto najważniejsze wnioski wynikające z dokonanej analizy.

ZMIANY W POLSKIM SYSTEMIE EMERYTALNYM UCHWALONE W LATACH 2011–2013

Wdrożenie kapitałowych części systemów emerytalnych nastąpiło na początku lat 80. ubiegłego wieku i było próbą rozwiązania problemów w obowiązujących

² Szerzej na ten temat zob. przykładowo: *Raport o sytuacji gospodarczej w Europie Środkowo-Wschodniej*, Narodowy Bank Polski, styczeń 2011 r., s. 62–65, wersja elektroniczna: http://www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_01_11.pdf (dostęp: 24.05.2014); *Raport o sytuacji gospodarczej w Europie Środkowo-Wschodniej*, Narodowy Bank Polski, lipiec 2013 r., s. 46–51, wersja elektroniczna: http://www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_07_13.pdf (dostęp: 24.05.2014); J. Borowski, P. Ciżkowicz, A. Rzońca, W. Wojciechowski, *Kapitałowy filar emerytalny a wzrost gospodarczy*, Warszawa 2013, s. 32–52; *Finanse*, red. J. Ostaszewski, Warszawa 2013, s. 293–294.

³ Przez pojęcie efektywności należy rozumieć stosunek uzyskanych efektów do poniesionych nakładów.

wówczas systemach emerytalnych. Prekursorem tych zmian były kraje Ameryki Łacińskiej — w szczególności Chile, które było pierwszym krajem, w którym wprowadzono powszechne obowiązkowe fundusze emerytalne. W latach 90. ubiegłego stulecia podobne zmiany zostały wdrożone w wielu krajach Ameryki Łacińskiej oraz Europy Środkowo-Wschodniej⁴ — w tym również w Polsce. W Europie Środkowo-Wschodniej systemy emerytalne były oparte najczęściej na tradycyjnym bismarckowskim modelu zakładającym, że bieżące świadczenia emerytalne są finansowane z bieżących wpływów ze składek emerytalnych. W perspektywie długoterminowej okazało się jednak, że model ten nie jest stabilny pod względem finansowym. Wpływ na to miało wiele czynników, między innymi postępujące starzenie się społeczeństwa, liczne przywileje emerytalne dla wybranych grup zawodowych (np. służb mundurowych), trudna sytuacja makroekonomiczna państw z tego regionu w okresie transformacji gospodarczo-ustrojowej. Wszystko to wymusiło konieczność przeprowadzenia reformy w systemach emerytalnych. W wielu państwach w regionie polegały one na wdrożeniu właśnie kapitałowych części systemu emerytalnego. Proces ten był jednak obciążony różnego rodzaju czynnikami ryzyka, których w momencie jego wdrożenia nie można było w pełni przewidzieć⁵. O ile jednak w pierwszych latach funkcjonowania reformy trudno było je w pełni dostrzec (głównie ze względu na stosunkowo krótki okres jej trwania), o tyle w kolejnych latach zaczęły się pojawiać pierwsze analizy, w których dokonywano oceny zmian wprowadzonych w systemie emerytalnym⁶. Część z nich przyczyniła się do wprowadzenia korekt w systemie emerytalnym. Pierwsza znacząca nowelizacja przepisów w zakresie działania OFE

⁴ W Europie Środkowo-Wschodniej kapitałowa część systemu emerytalnego została stworzona m.in. na Węgrzech (1998), Bułgarii (2000), Łotwie (2001), Estonii (2002), Litwie (2004), Słowacji (2005) i Rumunii (2008).

⁵ Notabene podobna sytuacja miała miejsce również w przypadku pierwszych, bismarckowskich systemów emerytalnych wdrożonych w wielu państwach. Wprowadzając ten typ systemu emerytalnego, dostosowano jego parametry do bieżących uwarunkowań demograficzno-ekonomicznych. Zmieniło się to jednak znacząco w sytuacji, gdy modyfikacji ulegała struktura demograficzna społeczeństwa objawiająca się wzrostem liczby osób w wieku emerytalnym. Wpłynęło na to wiele czynników (m.in. rozwój medycyny, poprawa warunków życia ludności, upowszechnienie się środków antykoncepcyjnych), których efektem był z jednej strony wzrost przeciętnej długości życia ludzi, z drugiej zaś — spadek liczby nowych urodzeń dzieci.

⁶ Próbę oceny dotychczasowych efektów wdrożenia systemu emerytalnego podejmowały np. organy nadzorcze czy ekonomiści. Przykładowo: *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych — analiza istniejących rozwiązań i propozycje zmian, Raport przygotowany przez zespół badawczy pod kierownictwem prof. Krzysztofa Jajugi z Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 2004, wersja elektroniczna: http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/Raporty_i_opracowania/raporty_i_opracowania.html (dostęp: 24.05.2014) oraz *Bezpieczeństwo dzięki konkurencji. Ocena realizacji reformy emerytalnej — analiza II filara*, Raport Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi, wyd. II, Warszawa grudzień 2000 r., wersja elektroniczna: http://www.knf.gov.pl/Images/bezpieczenstwo_dziedi_konkurencji_tcm75-4925.pdf (dostęp: 24.05.2014).

nastąpiła w 2003 roku⁷. W kolejnych latach jednak brak było znaczących dalszych modyfikacji przepisów prawa (poza zmianami z 2009 r.⁸), które przyczyniałyby się do dalszej poprawy skuteczności i efektywności działania sektora OFE. Dotyczyło to między innymi kwestii finansowania kapitałowej części systemu emerytalnego w tak zwanym okresie przejściowym⁹. W wyniku transferu części składek emerytalnych do OFE zwiększył się deficyt Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS). Z racji niewystarczającej ilości źródeł jego finansowania niepowodujących wzrostu długu publicznego (np. wpływów z prywatyzacji, likwidacji przywilejów emerytalnych, zwiększenia składki emerytalnej) w przeważającej części był on finansowany poprzez zadłużanie się państwa na rynkach finansowych. To z kolei powodowało stopniowe narastanie nierównowagi fiskalnej państwa mającej odzwierciedlenie w zwiększeniu długu publicznego oraz wzroście kosztów jego obsługi¹⁰. Przez wiele lat problem ten był lekceważony przez kolejne polskie rządy. Dopiero moment, gdy narastający dług publiczny zaczął przekraczać tak zwane progi ostrożnościowe oraz zbliżać się do maksymalnego dopuszczalnego poziomu określonego w konstytucji (do 60% PKB, które ograniczały dalszą możliwość zadłużania się państwa)¹¹, zaczęto podejmować działania mające na celu poszukiwanie dodatkowych środków na zapewnienie dalszego funkcjonowania systemu emerytalnego. Efektem tego były między innymi zmiany prawne dotyczące systemu emerytalnego uchwalone w Polsce w latach 2011–2013. Najważniejsze z nich zostały wprowadzone przez następujące trzy akty prawne:

— Ustawa z dnia 25 marca 2011 roku o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2011 r., Nr 75, poz. 398 z późn. zm.),

⁷ Wprowadziła ona zmiany m.in. w zakresie opłat pobieranych przez towarzystwa emerytalne od członków OFE czy sposobu pomiaru i oceny wyników osiąganych przez fundusze.

⁸ Ustawa z dnia 26 czerwca 2009 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2009 r., Nr 127, poz. 1048). W wyniku wejścia w życie przepisów tej ustawy obniżono m.in. maksymalną dopuszczalną wartość opłat od wpłacanej składki oraz za zarządzanie pobieranych przez PTE.

⁹ Za okres przejściowy należałoby uznać czas od wdrożenia reformy emerytalnej w 1999 r. do momentu, gdy większość emerytów będzie pobierała świadczenia emerytalne obliczone według zasad nowego systemu. Proces ten może trwać nawet ok. 40–50 lat.

¹⁰ Należy przy tym zaznaczyć, że refundacja składek emerytalnych do OFE nie była głównym czynnikiem zwiększającym poziom długu publicznego w okresie od rozpoczęcia reformy emerytalnej w 1999 r.

¹¹ Wzmiankowane „progi ostrożnościowe” zostały zapisane w art. 86–88 Ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (odpowiednio 50%, 55% oraz 60% PKB przy czym próg 50% nie był stosowany w 2013 r.). Ponadto w art. 126 ust. 5 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej zapisano, że „nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego produktu krajowego brutto. Sposób obliczania wartości rocznego produktu krajowego brutto oraz państwowego długu publicznego określa ustawa”.

— Ustawa z 11 maja 2012 roku o zmianie ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2012 r., poz. 637),

— Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1717).

Pierwszy z nich zaczął obowiązywać (poza niektórymi przepisami, które weszły w życie w innym terminie), począwszy od maja 2011 roku. Najważniejszą zmianą, którą wdrożono na jego podstawie, było zmniejszenie składki emerytalnej przekazywanej do OFE — z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru składek¹². W kolejnych latach miała ona stopniowo wzrastać — docelowo do 3,5% od 2017 roku¹³. Pozostała część składki była nadal przekazywana do I filaru systemu emerytalnego (12,22% podstawy wymiaru składek), ta część zaś, która dotychczas zasilala OFE, została zaksięgowana na nowego rodzaju kontach w ZUS (tzw. subkontach). W stosunku do wcześniejszych przekazów składek emerytalnych do OFE różniły się one tym, że przybierały formę zapisu księgowego będącego odzwierciedleniem przyszłych zobowiązań państwa wobec osoby ubezpieczonej¹⁴. Z kolei w porównaniu z tak zwanym I filarem subkonta w ZUS cechują się innym wskaźnikiem waloryzacji zapisów księgowych (opartym na średniorocznej dynamice PKB z pięciu ostatnich lat poprzedzających termin waloryzacji) oraz brakiem minimalnego, corocznego wzrostu wartości powyższych zapisów. O ile bowiem w I filarze nie może być on niższy od wskaźnika inflacji, o tyle w przypadku subkont ustawodawca zastrzegł jedynie, że nie może on przyjmować wartości ujemnej. Tym samym w niektórych przypadkach może on nie zapewniać realnego wzrostu zapisów księgowych.

Nowelizacja przepisów przewidywała także stopniowy wzrost udziału akcji oraz instrumentów finansowych o podobnym charakterze¹⁵ w aktywach funduszy. Dotychczasowy limit (40% aktywów) miał stopniowo wzrastać w kolejnych latach — docelowo do 90% aktywów, począwszy od 2034 roku¹⁶. Jednocześnie wprowadzono zakaz działalności akwizycyjnej OFE, a zapisanie się do OFE lub zmiana funduszu stały się możliwe wyłącznie drogą korespondencyjną.

Kolejnym aktem prawnym, który w znaczący sposób wpłynie na kształt systemu emerytalnego, są regulacje wprowadzające stopniowe podwyższenie i zrów-

¹² Całość składki emerytalnej wynosiła 19,52% podstawy wymiaru składek i była w połowie finansowana przez pracownika i pracodawcę. Za podstawę wymiaru składek najczęściej brane jest pod uwagę wynagrodzenie brutto wynikające z zawartej umowy o pracę lub umów cywilno-prawnych, o ile odrębne przepisy nie stanowią inaczej.

¹³ W okresie od maja 2011 r. do końca 2012 r. miała wynieść 2,3% podstawy wymiaru składek, w 2013 r. — 2,8%, w 2014 r. — 3,1%, a w latach 2015–2016 — 3,3%.

¹⁴ Należy jednak zauważyć, że w tej części systemu emerytalnego wprowadzono możliwość dziedziczenia środków zapisanych na subkoncie w ZUS, na zasadach podobnych do OFE.

¹⁵ Dotyczyło to m.in. praw poboru, praw do akcji czy obligacji zamiennych na akcje.

¹⁶ W zależności od roku limit miał wzrastać o 2,5 lub 2,0 pkt. proc.

nanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn, począwszy od 2013 roku. Na ich podstawie wiek emerytalny został docelowo podniesiony z dotychczasowych 60 i 65 lat w przypadku odpowiednio kobiet i mężczyzn do 67 lat. Proces ten zostanie jednak rozłożony w czasie (dla kobiet do 2040 r., dla mężczyzn do 2020 r.) i będzie polegał na zwiększaniu wieku emerytalnego o 1 miesiąc co kwartał (zaczynając od 2013 r.).

Powyższe zmiany przepisów wzbudziły wiele kontrowersji. Wynikały one między innymi z tego, że podwyższenie wieku emerytalnego nie objęło niektórych grup zawodowych lub miało ono w ich przypadku wyłącznie charakter „kosmetyczny”¹⁷. Ponadto w opinii niektórych podmiotów (m.in. związków zawodowych, posłów) wprowadzone regulacje były sprzeczne z konstytucją, co spowodowało skierowanie omawianej ustawy do Trybunału Konstytucyjnego¹⁸. W maju 2014 roku Trybunał Konstytucyjny uznał jednak w swoim wyroku¹⁹, że podwyższenie wieku emerytalnego do 67 lat jest zgodne z konstytucją, kwestionując jednakże niektóre pozostałe przepisy (m.in. dotyczące emerytur częściowych).

Najbardziej znaczące zmiany w zakresie kapitałowej części systemu emerytalnego zostały jednak wdrożone w kolejnym roku. Ich uchwalenie poprzedziła publikacja rządowego raportu „Bezpieczeństwo dzięki zróżnicowaniu”, w którym zaprezentowano informacje dotyczące przede wszystkim oceny funkcjonowania kapitałowej części systemu emerytalnego²⁰. Jednocześnie zaproponowano w nim kilka propozycji zmian w sektorze OFE, nastawionych głównie na ograniczanie skali jego działalności, a w skrajnym przypadku zakładających jego całkowitą likwidację²¹. Powstanie raportu posłużyło do rozpoczęcia prac nad zmianami w polskim systemie emerytalnym, które trwały do końca 2013 roku. Pomimo że postulowane przez rząd zmiany wzbudzały wiele kontrowersji wśród, między innymi, ekonomistów, prawników²² oraz organizacji pracodawców, zostały one uchwalone pod koniec 2013 roku. Najważniejsze z nich polegały na:

¹⁷ Tego typu zmiany dotyczyły np. podwyższenia wieku emerytalnego służb mundurowych. Objęły one bowiem jedynie osoby, które rozpoczęły służbę, począwszy od 2013 r., natomiast osoby obecnie pracujące uzyskają świadczenia emerytalne na dotychczasowych zasadach.

¹⁸ Do Trybunału Konstytucyjnego zostały skierowane trzy odrębne wnioski (grupy posłów, NSZZ „Solidarność” oraz Ogólnopolskiego Porozumienia Związków Zawodowych), które były razem rozpatrywane przez Trybunał Konstytucyjny.

¹⁹ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 7 maja 2014 r. (nr sprawy 43/12).

²⁰ *Bezpieczeństwo dzięki zróżnicowaniu*, Raport Ministerstwa Finansów oraz Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, czerwiec 2013 r., wersja elektroniczna: http://emerytura.gov.pl/wp-content/uploads/2014/03/20130626_przeglad.pdf (dostęp: 24.05.2014). Do przygotowania tego raportu rząd został zobligowany na podstawie przepisów prawnych uchwalonych podczas zmian dokonywanych w polskim systemie emerytalnym w 2011 r.

²¹ Wśród trzech zaproponowanych zmian w systemie OFE znalazło się zlikwidowanie OFE, czasowe zawieszenie transferów składek do OFE oraz stopniowe wygaszanie kapitałowego filaru systemu emerytalnego.

²² Oświadczenia w sprawie protestu przeciwko demontażowi systemu emerytalnego podpisało blisko 150 polskich ekonomistów oraz 60 prawników. Szerzej na ten temat: <http://www.for.org>.

— likwidacji części portfela inwestycyjnego OFE (głównie części złożonej ze skarbowych papierów wartościowych) poprzez przekazanie ponad połowy jednostek rozrachunkowych funduszy (51,5%) do ZUS i zaksięgowania ich na subkontach osób ubezpieczonych. W wyniku przeprowadzonej operacji obniżeniu uległa wartość długu publicznego Polski pokazywana w oficjalnych statystykach. Należy jednak zastrzec, że tego rodzaju zabieg księgowy z pogranicza „kreatywnej rachunkowości budżetowej” przyczynił się jedynie do statystycznego zmniejszenia długu publicznego (tj. jego jawnej części)²³;

— zmniejszeniu składki emerytalnej przekazywanej do OFE (z docelowego poziomu 3,5% podstawy wymiaru składek uchwalonego w 2011 r. do 2,92%) oraz konieczności dokonania wyboru, czy ta część składki emerytalnej (2,92% podstawy wymiaru składek) ma być księgowana na subkontach w ZUS, czy też przekazywana do OFE. Dokonanie tego wyboru będzie możliwe podczas tak zwanych okienek transferowych — przy czym, jeśli dana osoba nie zadeklaruje chęci przekazywania części składki do OFE, będzie ona księgowana na subkontach w ZUS. Pierwsze z „okienek transferowych” będzie miało miejsce od kwietnia do końca lipca 2014 roku, kolejne rozpocznie się w tym samym okresie w 2016 roku, następne zaś — co 4 lata. W czasie trwania „okienek transferowych” będzie obowiązywać zakaz reklamy OFE;

— wprowadzeniu mechanizmu tak zwanego suwaka bezpieczeństwa, zgodnie z którym na 10 lat przed planowanym przejściem danej osoby na emeryturę jej aktywa zgromadzone w OFE będą stopniowo transferowane do ZUS. Jednocześnie w czasie tego 10-letniego okresu bieżące transfery składek emerytalnych tych osób będą obligatoryjnie w całości księgowane na subkontach w ZUS;

— zlikwidowaniu obowiązkowych losowań OFE dokonywanych przez ZUS w przypadku, gdy dana osoba nie dokonała wyboru funduszu emerytalnego w wymaganym terminie. Składki emerytalne takiej osoby będą wtedy odprowadzane jedynie do ZUS;

— zmniejszeniu opłat od wpłacanej do OFE składki emerytalnej z 3,5% do 1,75%, przy jednoczesnym obniżeniu opłaty przekazywanej przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE) do ZUS (z 0,8% do 0,4% wpłacanej składki). Ustawodawca wprowadził jednocześnie zapis, że towarzystwa emerytalne mają

<http://pl/pl/a/2852>, [Przeciw-demontazowi-reformy-emerytalnej-oswiadczenie-ekonomistow](http://www.for.org.pl/pl/a/2848) oraz <http://www.for.org.pl/pl/a/2848>, [Oswiadczenie-prawnikow-w-zwiazku-z-projektowanymi-przez-rzadz-mianami-w-systemie-ubezpieczen-spolecznych](http://www.for.org.pl/pl/a/2848) (dostęp: 24.05.2014).

²³ Wynika to z tego, że przekazanie środków z OFE do ZUS przyczyniło się do zwiększenia tzw. ukrytego długu emerytalnego, który obrazuje wartość zobowiązań państwa wobec przyszłych emerytów. O ile w chwili obecnej zobowiązania te nie są wymagalne, o tyle w przyszłości, gdy obecne osoby w wieku produkcyjnym przejdą na emeryturę, takimi się właśnie staną i będą musiały być spłacone przez przyszłe pokolenia osób w wieku produkcyjnym (w formie wpłacanych składek emerytalnych oraz podatków). W przypadku, gdy środki będą niewystarczające do spłacenia zobowiązań, konieczne będzie ich finansowanie poprzez wzrost długu publicznego.

prawo różnicować wartość pobieranych opłat od składki w zależności od długości stażu członkowskiego;

— wprowadzeniu zakazu inwestowania przez OFE w obligacje i bony skarbowe oraz inne papiery emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski oraz rządy lub banki centralne innych państw, przy jednoczesnym utrzymaniu zaangażowania w akcje w wysokości odpowiednio 75% aktywów w 2014 roku, 55% aktywów w 2015 roku oraz 35% w 2016 roku. Ponadto zwiększono dopuszczalny limit inwestycji w aktywa zagraniczne²⁴ — docelowo do 30% wartości aktywów funduszy²⁵, co było efektem dostosowania polskich regulacji prawnych do orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z grudnia 2011 roku (nr C-271/09)²⁶;

— zniesieniu ustawowych metod pomiaru i oceny inwestycji OFE opartego na minimalnej wymaganej stopie zwrotu. W związku z tym fundusze nie będą oceniane pod kątem osiąganych wyników inwestycyjnych, a PTE nimi zarządzające nie będą musiały wyrównywać członkom OFE ewentualnych niedoborów spowodowanych nieosiągnięciem przez nie minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

Pomimo wielu wątpliwości i głosów sprzeciwu wobec propozycji zawartej w przywołanej ustawie, została ona podpisana przez prezydenta Bronisława Komorowskiego, a następnie skierowana do Trybunału Konstytucyjnego w ramach kontroli następczej. W efekcie wzbudziło to kolejne kontrowersje ze względu między innymi na to, że wniosek do Trybunału Konstytucyjnego został skierowany po podpisaniu ustawy. Tym samym rodzi to poważny problem w sytuacji, gdyby Trybunał Konstytucyjny uznał przedmiotowe przepisy za niezgodne z ustawą zasadniczą i nakazał zwrot aktywów przekazanych z OFE. Wątpliwości wzbudza również to, że wniosek do Trybunału Konstytucyjnego (pomimo podpisania ustawy w grudniu 2013 r.) został złożony dopiero 31 stycznia 2014 roku (dzień przed wejściem ustawy w życie), uniemożliwiając tym samym jakiegokolwiek rozpatrzenie powyższego wniosku przed dokonaniem transferu aktywów OFE do ZUS. Ponadto zastrzeżenia w nim zawarte nie obejmowały meritum problemu, to jest tego, czy aktywa OFE mają charakter prywatny, czy publiczny i czy rząd miał prawo przetransferować je do ZUS. Dlatego też niektóre podmioty lub instytucje rozważały złożenie (np. Rzecznik Praw Obywatelskich²⁷) lub złożyły (np. Konfederacja Pracodawców Lewiatan²⁸) osobne wnioski do Trybunału Konstytucyjnego.

²⁴ Dotyczy aktywów denominowanych w walutach krajów należących do UE, EOG oraz OECD.

²⁵ Od lutego do końca 2014 r. ma on wynieść 10% aktywów, w 2015 r. — 15% aktywów, począwszy od 2016 r. zaś — 30% aktywów funduszy.

²⁶ Orzeczenie to było efektem kilkuletniego sporu pomiędzy Komisją Europejską a Polską dotyczącego obowiązującego OFE limitu inwestycji w aktywa zagraniczne (5% aktywów), który został uznany za sprzeczny z unijną swobodą przepływu kapitału.

²⁷ Ostatecznie do złożenia wniosku nie doszło.

²⁸ Wniosek został złożony w marcu 2014 r.

go. Niemniej jednak do końca kwietnia 2014 roku żaden ze złożonych wniosków nie został rozpatrzony przez Trybunał Konstytucyjny.

WPLYW NOWYCH REGULACJI EMERYTALNYCH W LATACH 2011–2013 NA EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI DOKONYWANYCH PRZEZ OFE

Podjmując próbę oceny wpływu zmian regulacji prawnych w polskim systemie emerytalnym uchwalonych w latach 2011–2013 na efektywność inwestycji OFE, należałoby uwzględnić kilka czynników. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

- wartość dokonywanych przez OFE inwestycji,
- rodzaj i strukturę dokonywanych inwestycji,
- horyzont czasowy dokonywanych inwestycji,
- stopy zwrotu osiągane przez OFE oraz ryzyko związane z dokonywanymi przez nie inwestycjami.

Klasyfikację zmian regulacji ze względu na wymienione czynniki przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Zmiany regulacji prawnych w Polsce w latach 2011–2013
wpływające na efektywność inwestycji OFE

Rodzaj wprowadzonej zmiany	Rok wejścia w życie przepisów	Opis wprowadzonej zmiany	Potencjalne skutki wprowadzonej zmiany na efektywność inwestycji OFE
Zmniejszenie wartości aktywów OFE	2014	umorzenie ponad połowy wartości jednostek rozrachunkowych zgromadzonych w OFE (51,5%) i przekazanie ich do ZUS	zmniejszenie wartości portfela inwestycyjnego OFE (z ok. 298,2 mld zł na koniec stycznia 2014 r. do 150,9 mld zł na koniec kwietnia 2014 r.)
			wyższe opłaty za zarządzanie aktywami OFE (w ujęciu procentowym) w związku ze zmniejszeniem wartości aktywów netto funduszy
Ograniczenie bieżących transferów składek emerytalnych do OFE	2011	zmniejszenie składki emerytalnej przekazywanej do OFE z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru składek (z perspektywą wzrostu do 3,5% w kolejnych latach ^a)	zmniejszenie bieżących transferów do OFE (w okresie maj 2011 r.–styczeń 2014 r. o ok. 50,9 mld zł ^b)

Rodzaj wprowadzonej zmiany	Rok wejścia w życie przepisów	Opis wprowadzonej zmiany	Potencjalne skutki wprowadzonej zmiany na efektywność inwestycji OFE
Ograniczenie bieżących transferów składek emerytalnych do OFE	2014	zmniejszenie wartości składki emerytalnej przekazywanej do OFE do 2,92% podstawy wymiaru składek oraz wprowadzenie dobrowolności jej przekazywania w zależności od złożenia/niezłożenia wymaganego oświadczenia w czasie „okienek transferowych”	zmniejszenie wpływów ze składek emerytalnych przekazywanych do OFE ^c stopniowe „wygaszanie” bieżących transferów składek emerytalnych, poprzez zmniejszenie liczby osób, które będą przekazywały część swojej składki do OFE ^d ; dodatkowo długi okres pomiędzy poszczególnymi „okienkami transferowymi” (docelowo co 4 lata) będzie uniemożliwiał zmianę decyzji w trakcie okresu pomiędzy nimi
		wprowadzenie mechanizmu tzw. suwaka bezpieczeństwa	ograniczenie transferów składek emerytalnych przekazywanych do OFE ^e poprzez zmniejszenie liczby osób odprowadzających składki ^f oraz okresu ich przekazywania (pomimo podwyższenia wieku emerytalnego do 67 lat ^g)
		likwidacja losowań OFE dla osób, które w wymaganym terminie nie dokonały wyboru funduszu	zwiększenie liczby osób, które będą odprowadzały swoje składki emerytalne jedynie do ZUS, co z kolei wpłynie na ograniczenie transferów do OFE. W chwili obecnej trudno jest określić skalę zmniejszenia wpływów do OFE z tego tytułu, ale można przypuszczać, że może ona być znacząca ^h
		zmniejszenie maksymalnych opłat od wpłacanej składki pobieranych przez PTE od członków OFE (z 3,5% do 1,75% wpłacanej składki)	zwiększenie wartości transferów składek, które będą bezpośrednio inwestowane przez OFE

Rodzaj wprowadzonej zmiany	Rok wejścia w życie przepisów	Opis wprowadzonej zmiany	Potencjalne skutki wprowadzonej zmiany na efektywność inwestycji OFE
Rodzaj i struktura lokat OFE	2011	zwiększenie dopuszczalnego limitu inwestycji w akcje oraz instrumenty o podobnym charakterze z 40% aktywów do docelowego poziomu 90%, począwszy od 2034 r.	zwiększenie ryzyka inwestycji dokonywanych przez OFE w wyniku wzrostu udziału akcji oraz aktywów zagranicznych w portfelach inwestycyjnych OFE ¹ ; skala wzrostu ryzyka będzie uzależniona od decyzji inwestycyjnych poszczególnych funduszy; wzrost udziału aktywów zagranicznych w portfelach inwestycyjnych OFE może sprzyjać częściowo obniżeniu ryzyka związanego z dokonywanymi inwestycjami ze względu na dywersyfikację geograficzną aktywów funduszy
	2014	wprowadzenie obowiązku inwestowania minimalnej wartości aktywów w akcje na poziomie 75% aktywów OFE do końca 2014 r., 55% w 2015 r. oraz 35% w 2016 r.	
		stopniowy wzrost dopuszczalnego limitu inwestycji w aktywa zagraniczne z 5% do 30% aktywów funduszy w latach 2014–2016	
Horyzont czasowy dokonywanych inwestycji	2013	podwyższenie i zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn do 67 lat	stopniowe wydłużenie okresu inwestycji dokonywanych przez OFE — w przypadku, gdy dana osoba jest członkiem OFE
	2014	wprowadzenie mechanizmu „suwaka bezpieczeństwa”	skrócenie okresu inwestycji OFE
Stopy zwrotu z inwestycji OFE oraz towarzyszące im ryzyko	2014	likwidacja ustawowych metod pomiaru i oceny wyników inwestycyjnych OFE oraz mechanizmu wyrównywania ewentualnego niedoboru	brak gwarancji uzyskania jakiegokolwiek minimalnej stopy zwrotu z inwestycji dokonywanych przez OFE

Rodzaj wprowadzonej zmiany	Rok wejścia w życie przepisów	Opis wprowadzonej zmiany	Potencjalne skutki wprowadzonej zmiany na efektywność inwestycji OFE
Stopy zwrotu z inwestycji OFE oraz towarzyszące im ryzyko	2014	zmniejszenie maksymalnej dopuszczalnej opłaty pobieranej przez PTE od wpłacanej składki, przy jednoczesnym pozostawieniu opłaty za zarządzanie na dotychczasowym poziomie	możliwość zainwestowania większej wartości składek emerytalnych przez OFE, co potencjalnie daje możliwość uzyskania wyższej wartości kapitału emerytalnego dla przyszłych emerytów (należy jednak zaznaczyć, że przy znaczącym ograniczeniu transferów składek do OFE obniżenie opłaty od niej pobieranej będzie miało znaczenie drugorzędne w stosunku do opłaty za zarządzanie, która będzie najważniejszą opłatą pobieraną przez PTE)

^a Zmiany te nie weszły jednak w pełni w życie z powodu nowelizacji przepisów dokonanej w 2013 r.

^b Obliczenia własne na podstawie danych dotyczących transferów składek emerytalnych publikowanych przez UKNF. W obliczeniach uwzględniono, że wpływy ze składek emerytalnych za dany miesiąc są przekazywane (w zależności od podmiotu) w pierwszej połowie kolejnego miesiąca.

^c Według uzasadnienia do ustawy wartość składek emerytalnych przekazywanych do OFE w 2014 r. ma ulec zmniejszeniu o ok. 3,4 mld zł (przy założeniu, że połowa osób podejmie decyzję o dalszym przekazywaniu składki emerytalnej do OFE).

^d Według danych na koniec maja 2014 r. niewielka liczba osób zdecydowała się podjąć decyzję w sprawie przekazywania składki emerytalnej do OFE. Należy jednak zastrzec, że tak niska liczba złożonych oświadczeń może wynikać m.in. z pozostawienia tej sprawy na ostatnią chwilę lub też braku informacji na temat konieczności podjęcia wyboru na temat tego, czy dana osoba chce przekazywać część swojej składki emerytalnej do OFE.

^e Według uzasadnienia do ustawy dochody FUS z tytułu oddziaływania mechanizmu „suwaka bezpieczeństwa” w 2014 r. mają wynieść ok. 4,4 mld zł (przy założeniu, że połowa osób podejmie decyzję o dalszym przekazywaniu składki emerytalnej do OFE).

^f Na koniec 2013 r. liczba członków OFE w wieku powyżej 50 lat (tj. zbliżających się do przejścia na emeryturę oraz tych, których niebawem obejmie mechanizm „suwaka bezpieczeństwa”) wyniosła ok. 2,3 mln, co stanowiło blisko 14% wszystkich członków funduszy emerytalnych.

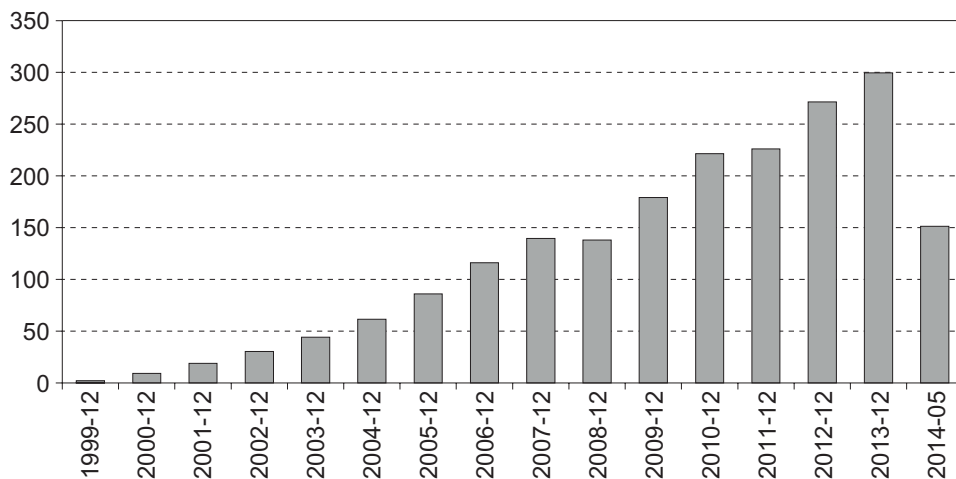
^g Przy założeniu, że dana osoba zaczynała pracę zawodową w wieku 20 lat i pracowała odpowiednio do osiągnięcia wieku emerytalnego (co do zasady dla kobiet — 60 lat, mężczyzn — 65 lat), jej składki emerytalne byłyby przekazywane do OFE przez 40 i 45 lat odpowiednio dla kobiet i mężczyzn. W przypadku wydłużenia wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn do 67 lat i wprowadzenia mechanizmu suwaka okres ten wyniesie dookoła 37 lat zarówno w przypadku kobiet, jak i mężczyzn.

^h Według danych UKNF podczas losowań organizowanych w latach 2000–2014 (do ostatniego losowania, które odbyło się w styczniu) ZUS dokonał wyboru funduszu tym sposobem dla blisko 2,7 mln osób, co stanowiło aż 16,5% wszystkich członków OFE zarejestrowanych na koniec stycznia 2014 r.

ⁱ Według danych UKNF udział akcji spółek notowanych na zagranicznych rynkach regulowanych w aktywach OFE wzrósł z 1,4% na koniec 2013 r. do 4,2% na koniec I kwartału 2014 r. (w ujęciu nominalnym z 4,2 mld zł do 6,4 mld zł). Jednocześnie na koniec marca 2014 r. udział akcji notowanych na rynku regulowanym w Polsce w aktywach funduszy ukształtował się na poziomie 81,7%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2011 r., Nr 75, poz. 398 z późn. zm.), Ustawy z dnia 11 maja 2012 r. o zmianie ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2012 r., poz. 637) oraz Ustawy z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1717).

Na podstawie informacji zamieszczonych w tabeli 1 można zauważyć, że wprowadzone na przestrzeni ostatnich kilku lat zmiany w sektorze OFE w znaczący sposób ograniczyły i będą ograniczały skalę ich działalności przede wszystkim poprzez zmniejszanie zgromadzonego w OFE kapitału oraz transferów składek do nich. Zaprezentowano to na wykresach 1 i 2.



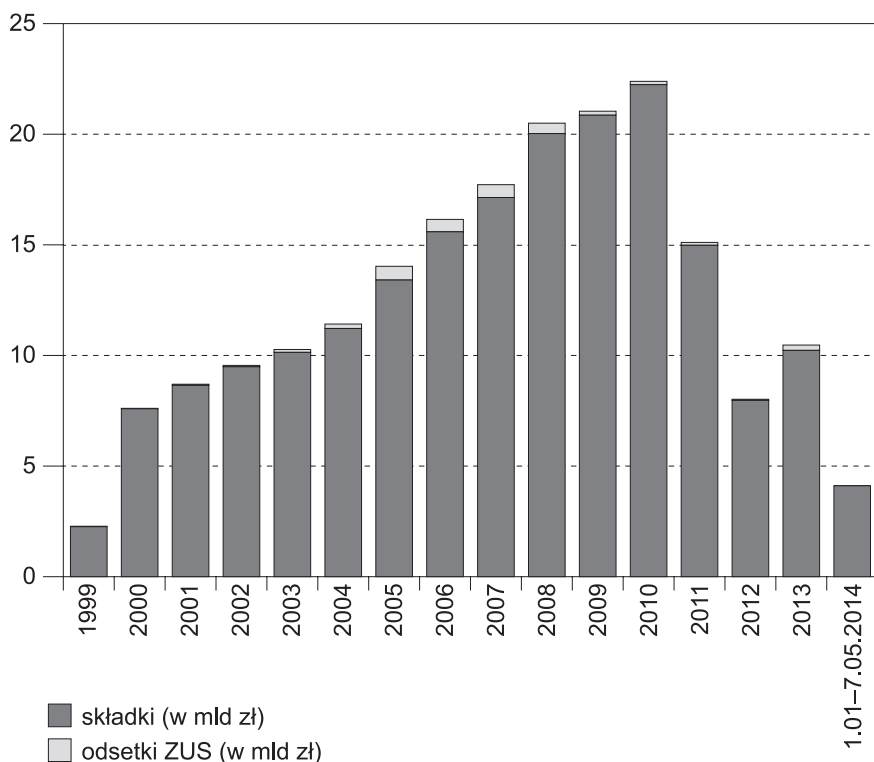
Wykres 1. Wartość portfela inwestycyjnego sektora OFE w latach 1999–2014 (w mld zł)

Źródło: UKNF.

Ponadto omówionym działaniom towarzyszyły również dodatkowe kroki mające na celu zniechęcenie osób do podjęcia decyzji o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE. Do takich działań można zaliczyć chociażby zlikwidowanie ustawowych metod oceny i pomiaru efektywności inwestycji dokonywanych przez fundusze emerytalne (pomimo widocznych wad w ich konstrukcji), bez wskazania jakichkolwiek innych metod. Same zmiany w strukturze aktywów funduszy (np. minimalny limit inwestycji w akcje) powodują wzrost ryzyka inwestycji dokonywanych OFE. Ponadto portfele te będą również narażone na zwiększone ryzyko kursowe, ze względu na wzrost znaczenia inwestycji zagranicznych OFE.

W chwili obecnej trudno jest jednak stwierdzić, przede wszystkim ze względu na krótki okres obowiązywania nowych regulacji, jak wpłyną one na osiągnięte przez OFE stopy zwrotu. Stopy zwrotu z nowych portfeli OFE będą prawdopodobnie wyższe niż przed nowelizacją przepisów (w szczególności w okresach hossy), jednocześnie jednak podejmowane przez OFE inwestycje będą obciążone większym ryzykiem, co będzie negatywnie wpływać na ich wyniki w przypadku niekorzystnej sytuacji na rynkach finansowych.

Próbując zatem wydać opinię o całościowym wpływie zmian regulacji prawnych w polskim systemie emerytalnym w latach 2011–2013 na efektywności inwestycji OFE, należy je ocenić negatywnie. Z jednej strony spowodowały one znaczący spadek nakładów inwestycyjnych funduszy (poprzez zmniejszenie



Wykres 2. Wartość transferów składek emerytalnych (wraz z odsetkami) do OFE w latach 1999–2014

Źródło: UKNF.

inwestowanego kapitału i bieżących transferów), z drugiej zaś oddziaływały na zmniejszenie efektów w postaci niższego wzrostu aktywów przy niższych nakładach, krótszym okresie inwestycji (*ceteris paribus*) oraz przyczyniły się do wzrostu ryzyka dokonywanych przez nie inwestycji. Jedynie nieliczne wprowadzone zmiany (m.in. obniżenie opłat pobieranych od członków OFE) będą wpływać na zwiększenie wartości inwestowanych środków.

PODSUMOWANIE

Biorąc pod uwagę zmiany w systemie emerytalnym, jakie zostały wprowadzone w Polsce w ostatnich latach, można je podzielić na dwie główne grupy. Pierwsza z nich miała na celu zmniejszenie skali działalności OFE poprzez ograniczenie zarówno wartości kapitału będącego w ich posiadaniu, jak również zmniejszenie bieżących transferów składek do nich. Druga z kolei zawierała w sobie przepisy, które będą oddziaływać na wyniki inwestycji dokonywanych

przez OFE. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć przede wszystkim zmiany limitów inwestycyjnych obowiązujących OFE, zmiany maksymalnych opłat od składki pobieranej od swoich członków, czy też zniesienie dotychczasowego mechanizmu pomiaru i oceny efektywności inwestycji funduszy oraz sposobu wyrównywania ewentualnych niedoborów. W świetle przedstawionych argumentów należy jednak stwierdzić, że zmiany te w pewnym (niewielkim) stopniu przyczynią się do zwiększenia efektywności inwestycji OFE (np. poprzez zmniejszenie opłat pobieranych przez członków), lecz ich znaczenie będzie marginalne w sytuacji zastosowanych wcześniej działań mających na celu ograniczenie skali działalności całego sektora. Jednocześnie w wyniku wprowadzonych zmian można się spodziewać wzrostu ryzyka inwestycji dokonywanych przez OFE (w wyniku zmiany struktury ich lokat), co również będzie wpływało na znacznie wyższą niż dotychczas zmienność wyników OFE, która będzie w dużym stopniu uzależniona od bieżącej sytuacji na rynkach kapitałowych.

W efekcie kierunek zmian wprowadzonych w ostatnich latach należy uznać za negatywny zarówno z punktu widzenia efektywności OFE, jak i stabilności całego polskiego systemu emerytalnego. Wprowadzone zmiany pozwolą bowiem jedynie na krótkoterminowe ustabilizowanie sytuacji polskiego systemu emerytalnego oraz sektora finansów publicznych, lecz w przyszłości będą nasilały istniejące problemy polskiego systemu emerytalnego związane przede wszystkim z jego sposobem finansowania. Ponadto warto również zauważyć, że próba przekształcenia funduszy emerytalnych w fundusze o wysokiej zmienności stóp zwrotu jest *de facto* brakiem odpowiedzialności ze strony decydentów za przyszłość emerytalną osób ubezpieczonych. Stworzenie bowiem nowych uwarunkowań inwestycyjnych, które nie będą w znaczący sposób sprzyjać zwiększeniu efektywności, oraz bezpieczeństwa inwestycji dokonywanych przez OFE daje jedynie iluzję możliwości dokonania rzeczywistego wyboru pomiędzy OFE a subkontem w ZUS. Tym samym wprowadzone zmiany mogą burzyć zaufanie obywateli do stabilności powszechnego systemu emerytalnego w Polsce — zwłaszcza w obliczu częstych jego zmian (w szczególności w ostatnich latach), które często są nieprzemysłane i nastawione na osiągnięcie krótkoterminowych efektów, a nie zaś długoterminowej stabilizacji całego systemu emerytalnego.

THE INFLUENCE OF CHANGES IN THE POLISH PENSION SYSTEM IMPLEMENTED IN 2011–2013 ON THE EFFECTIVENESS OF INVESTMENTS MADE BY OPEN PENSION FUNDS

Summary

The purpose of the article is to present and discuss the most important changes in the Polish pension system implemented in 2011–2013 — in particular regarding its capital part. The first part

of the article describes the main legal changes introduced in the analysed period, and the second part focuses on their impact on the effectiveness of investments made by open pension funds. The analysis shows that analyzed legal changes can negatively influence not only the sector of open pension funds itself (and their investments), but also the long-term financial stability of the Polish pension system.