

Argumenty ekonomiczne do raportu z weryfikacji założeń do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych (...)

Niniejsza opinia jest podzielona na trzy części. W pierwszej wymieniono argumenty ekonomiczne przedstawione w opracowaniu MPiPS „Założenia do projektu ustawy zmieniającej ustawę o emeryturach kapitałowych oraz niektóre inne ustawy” (dalej Projekt) wraz z ich omówieniem. W drugiej części przedstawiono te kwestie ekonomiczne nie poruszone w Projekcie, które są ważne dla zrozumienia konsekwencji ekonomicznych, finansowych i społecznych skutków wdrożenia niniejszej ustawy. W części trzeciej przedstawiono jak powinna wyglądać reforma OFE, żeby przynieść pozytywne skutki w postaci wyższych emerytur w przyszłości.

1. Ocena argumentacji ekonomicznej zawartej w Projekcie

- 1.1. Poniżej przedstawiono listę 12 argumentów ekonomicznych zidentyfikowanych w Projekcie, wraz z ich omówieniem. Kolejność punktów odpowiada sekwencji prezentacji tych argumentów w Projekcie, niekoniecznie odpowiada ich znaczeniu finansowemu. Po przedstawieniu argumentu z Projektu każdorazowo zostało przedstawione uwagi do tego argumentu.
- 1.2. *Projekt (str. 5): Tak wysoka proporcja (1/3 składki emerytalnej przekazywana do OFE) rodzi nie tylko zwiększone ryzyko cyklicznej utraty znacznej części środków, która może występować w okresach dekoniunktury gospodarczej (co negatywnie odbija się na wysokości emerytur i zwiększa obciążenie budżetu państwa z tytułu minimalnego gwarantowanego świadczenia), ale również obciąża przyszłe pokolenia spłatą olbrzymiego zadłużenia Skarbu Państwa wynikającego z konieczności dofinansowywania środków na wypłatę dzisiejszych emerytur (ten argument jest powtarzany wielokrotnie, np. na stronie 6).*
- 1.3. Argumentacja jest fundamentalnie błędna w obu stawianych tezach. Po pierwsze, ryzyko utraty wartości kapitału emerytalnego rośnie wraz ze stopniem koncentracji inwestycji, a maleje wraz z rosnącą dywersyfikacją aktywów, w które ten kapitał jest zainwestowany. Dlatego w długim okresie propozycja skoncentrowania co najmniej 60% inwestycji OFE w obligacjach skarbowych niesie ze sobą o wiele większe ryzyko finansowe dla przyszłych emerytów, niż propozycje dywersyfikacji aktywów. Trzeba zwrócić uwagę, że w styczniu 2010 roku po raz pierwszy w historii przeciętny koszt ubezpieczenia się od bankructwa rządu kraju uprzemysłowionego mierzony marżą na rynku CDS był wyższy niż ten koszt dla dużych korporacji¹. Ponieważ nie wiadomo, czy obecny i przyszłe polskie rządy

¹ Zob. <http://www.rybinski.eu/?p=968&lang=pl> gdzie omówiono artykuł z Financial Times prezentujący wyniki z rynku CDS.

podejmą decyzje zmierzające do ograniczania narastania długu publicznego, a co się z tym wiąże obniżenia ryzyka niewypłacalności, z punktu widzenia przyszłego emeryta bezpieczniejsze jest ulokowanie kapitału emerytalnego w obligacje różnych rządów i przedsiębiorstw niż w obligacje skarbowe polskiego rządu. Po drugie, w długim okresie wyższa stopa zwrotu z inwestycji w akcje z nawiązką rekompensuje straty finansowe wynikające ze spadku cen akcji w okresie dekonjunktury. Aby uniknąć ryzyka, że akurat dany rocznik emerytów trafi na dekonjunkturę należy wprowadzić rozwiązanie obecne w wielu krajach i postulowane w Polsce od wielu lat, czyli sub-fundusze emerytalne o różnym profilu ryzyka. Przesuwanie pieniędzy między OFE a ZUS nie jest właściwym rozwiązaniem, ponieważ powoduje wysoką lokację w obligacje również dla młodych roczników, które powinny inwestować znaczącą część swojego kapitału emerytalnego w dobrze zdywersyfikowany portfel instrumentów o podwyższonym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu. Po trzecie, zupełnie błędny jest argument wiążący wysokość składki do OFE z wielkością zadłużenia Skarbu Państwa wynikającego w konieczności wypłat bieżących emerytur. Dług emerytalny zależy od czynników demograficznych (proces starzenia się społeczeństwa), sytuacji na rynku pracy (wskaźnika zatrudnienia czyli udziału osób płacących składki na ubezpieczenie społeczne) i uwarunkowań prawnych określających wysokość przyszłych emerytur oraz wiek emerytalny. Sama struktura inwestowania składki nie ma z tym wiele wspólnego, im więcej środków jest przekazywanych do OFE, tym szybciej ujawnia się dług emerytalny, który w długiej perspektywie i tak się cały ujawni. Zatem propozycje zapisane w Projekcie przesuwają moment ujawnienia się długu emerytalnego z kadencji obecnego rządu na kadencje przyszłych rządów. Zatem mamy do czynienia z argumentami politycznymi, a nie ekonomicznymi i nie ma żadnego powodu, żeby radykalnie zmieniać system emerytalny w celu realizowania celów politycznych takiej czy innej partii. Jeżeli jednak szukać związku struktury inwestowania z długiem publicznym, to relacja jest odwrotna niż sugerowana w Projekcie. Jeżeli pozwoli się OFE na bardziej zdywersyfikowane inwestycje o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu, to przy innych czynnikach niezmiennych (wiek emerytalny, stopa zastąpienia etc.) dług publiczny będzie niższy dzięki wyższym stopom zwrotu uzyskiwanym z inwestycji².

- 1.4. *Projekt (str 5 i 6): Wobec braku ostatecznych rozwiązań dotyczących wypłaty docelowych świadczeń ze środków gromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych utrudniony jest sposób realizacji postulatu bardziej bezpiecznego, mniej ryzykownego zarządzania środkami osób, które zbliżają się do osiągnięcia wieku emerytalnego.*

² W celu ilustracji tego argumentu możemy sobie teoretycznie wyobrazić, że aby uzyskać taką samą przeciętną stopę zastąpienia dla scenariusza gdzie OFE otrzymują 7.3% składki i inwestują w zdywersyfikowane aktywa i dla scenariusza przesunięcia składki do ZUS, nadwyżkę kapitału ponad to co byłoby w scenariuszu przesunięcia do ZUS-u opodatkujemy stopą podatkową 100%, co daje dodatkowe dochody do budżetu i obniża deficyt SFP oraz dług publiczny. Oponenti tego argumentu stwierdzają, że nie ma pewności, że inwestowanie zgodnie z wynikami analizy portfelowej da lepsze wyniki, niż inwestowanie silnie skoncentrowane w obligacje polskiego rządu. Jednak wyniki badań empirycznych z obejmujące ponad 100 lat historii na rynkach finansowych są wystarczającym argumentem dla stwierdzenia, że prawdopodobieństwo uzyskania wyższych stóp zwrotu w długim okresie ze zdywersyfikowanego portfela jest większe niż z portfela, który zawiera ponad 60% obligacji polskiego rządu.

- 1.5. Z tym argumentem należy się zgodzić, ale w żaden sposób nie uzasadnia on zmian proponowanych w projekcie. Fakt, że do tej pory nie ma odpowiednich uregulowań prawnych dotyczących tworzenia subfunduszy i zakładów emerytalnych świadczy o krótkowzroczności legislacyjnej kolejnych polskich parlamentów, które nie były w stanie na czas przygotować rozwiązań prawnych ważnych dla milionów przyszłych emerytów. Własna nieudolność legislacyjna nie może tłumaczyć proponowanych zmian, po prostu trzeba pilnie przygotować i uchwalić potrzebne ustawy, które pozwolą na bardziej bezpieczne zarządzanie środkami osób w wieku przedemerytalnym.
- 1.6. *Projekt (strona 6): Obecna wysokość składek przekazywanych do OFE zwiększa deficyt sektora finansów publicznych i powoduje wzrost kosztów obsługi długu publicznego. Obciążenie przyszłych pokoleń z tego tytułu jest większe niż w przypadku finansowania systemu repartycyjnego. Dodatkowo istniejący system jest w zbyt dużym stopniu uzależniony od kaprysów rynków finansowych.*
- 1.7. Jak przedstawiono w punkcie 1.3. inwestowanie bardziej zdywersyfikowane w aktywa o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu prowadzi do niższego deficytu SFP i długu publicznego niż inwestowanie w ramach systemu repartycyjnego (przy innych czynnikach nie zmienionych) jeżeli oceniamy deficyt i dług publiczny w perspektywie długookresowej. Zatem stwierdzenie jest fundamentalnie błędne. W tym punkcie przedstawimy dwa dodatkowe sposoby uzasadnienia dlaczego ta teza jest błędna. Po pierwsze, system emerytalny jest umową społeczną, która określa jak będziemy dzielili PKB w przyszłości między pokolenia pracujące i pokolenie emerytów. Jeżeli PKB będzie większe, wówczas będzie więcej do podziału i emerytury mogą być wyższe. Należy oczekiwać, że finansowanie przez OFE inwestycji sektora prywatnego (akcje, obligacje korporacyjne), lub inwestycji infrastrukturalnych (obligacje infrastrukturalne) doprowadzi do szybszego przyrostu PKB, niż finansowanie deficytu budżetowego przez kupno bonów i obligacji skarbowych. Po drugie, stworzenie OFE stworzyło także szansę na zwiększenie emerytur wynikające ze wzrostu gospodarczego w innych krajach, w których OFE powinny inwestować swoje aktywa. Dzięki dywersyfikacji inwestycji na wiele krajów, oczekiwana stopa zwrotu może wzrosnąć a ryzyko finansowe może się obniżyć (efekt dywersyfikacji). Przesunięcie składek do ZUS radykalnie ogranicza obie możliwości, OFE będą finansowały przede wszystkim deficyt budżetowy co będzie ograniczało możliwości zwiększania PKB w sposób opisany powyżej i w zasadzie uniemożliwi dywersyfikację aktywów, skazując przyszłych emerytów na niższe emerytury. Projekt stwierdza, że obecny system jest zbyt uzależniony od kaprysów rynków finansowych. Jeżeli w długim okresie ponad 60% aktywów części kapitałowej systemu emerytalnego będzie inwestowane w obligacje skarbowe polskiego rządu, to wówczas system będzie w zbyt dużym stopniu uzależniony od kaprysów polityków. Propozycje zawarte w Projekcie są najlepszym przykładem takiej sytuacji, gdy bieżące potrzeby polityczne prowadzą do prób uzyskania korzyści politycznych kosztem wysokości przyszłych emerytur. Oczywiście ocena czy gorsze są „kaprysy” rynków finansowych czy „kaprysy” polityków jest subiektywna, jednak nie ulega wątpliwości, że wobec ciągle niskiej kultury podejmowania strategicznych dla Polski decyzji i wobec braku mechanizmów strategicznego rządzenia, w interesie przyszłych emerytów jest jak największe uniezależnienie systemu emerytalnego od bieżącej koniunktury politycznej. Natomiast odniesieni się w Projekcie do „kaprysów” rynków pokazuje, że autorzy Projektu zupełnie nie

rozumieją funkcjonowania rynków finansowych. Słowo kaprys prawdopodobnie oznacza ryzyko związane ze zmianą cen akcji. Ale to właśnie z tego „kaprysu”, czyli wyższej zmienności bierze się premia za posiadanie akcji (czyli wyższa stopa zwrotu niż stopa zwrotu z obligacji rządowych), która dla rynków rozwiniętych w długim okresie czasu wynosi około 4-5%. Dlatego właśnie inwestorzy o długim horyzoncie inwestycyjnym - 30-40 lat, a taki horyzont ma wiele kohort wiekowych - powinni lokować znaczną część swojego kapitału w akcje. Ponieważ nie skorzystają ze zgromadzonych środków przez kilka dekad, pozostają niewrażliwi na krótkookresowe wahania, ale mogą otrzymać premię za posiadanie akcji i dzięki niej uzyskać wyższe emerytury³.

1.8. *Projekt (str. 6) proponuje umożliwienie ubezpieczonym – członkom otwartych funduszy emerytalnych otrzymania jednorazowej wypłaty całości środków zgromadzonych na rachunku w OFE. Wypłata ta powinna być możliwa, jeżeli kwota składek zaewidencjonowanych na prowadzonym przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych koncie ubezpieczonego pozwala na wypłatę miesięcznej emerytury, w kwocie nie niższej niż dwukrotność kwoty najniższej emerytury*

1.9. Nie bardzo wiadomo, dlaczego ta propozycja znalazła się w Projekcie. Nie dotyczy ona fundamentalnych kwestii związanych z funkcjonowaniem systemu emerytalnego. Ta propozycja jest przejawem ingerencji państwa w optymalną ścieżkę konsumpcji, jaką wybiera każdy z nas biorąc pod uwagę oczekiwane dochody i wydatki w cyklu życia. Obecny system tworzy przymusowe oszczędności, żeby uniknąć sytuacji, w której osoby które nic dobrowolnie nie zaoszczędziły na skutek zbyt wysokiej bieżącej konsumpcji, zwrócą się do innych osób (które mają oszczędności, lub do młodego pokolenia) żeby sfinansowało ich emeryturę. Pozostawienie wyłącznie dobrowolnych oszczędności spowodowałoby silną pokusę nadużycia (ang. *moral hazard*) gdzie jedne osoby mogłyby zwiększyć konsumpcję w cyklu życia kosztem innych osób. Dlatego wszyscy odprowadzają obowiązkowe składki, żeby móc korzystać z własnych oszczędności na emeryturze, zaś państwo tylko gwarantuje wypłatę minimalnych emerytur. W takim systemie emerytalnym o zdefiniowanym poziomie składki osoby które lepiej zarabiają i dłużej pracują mają wyższe emerytury, ponieważ płacą składki o większej wartości. Projekt proponuje zmianę, według której utrzymuje się wysokość płacenia składek, ale stwarza się możliwość jednorazowej wypłaty części zgromadzonych oszczędności. Jest to sytuacja, w której nakład się na obywatela obowiązek płacenia para podatku przez całe życie zawodowe, a potem, po osiągnięciu wieku emerytalnego pozwala mu się uzyskać dostęp do zgromadzonych środków⁴ i wydanie na dowolny cel (telewizor, samochód, wycieczkę, sfinansowanie nauki wnukowi etc.). Jest to

³ Przykładem silnej ujemnej premii za posiadania akcji jest Japonia, gdzie indeks giełdy znajduje się znacznie poniżej poziomów obserwowanych 20 lat temu. Jednak jest to ciągle zbyt krótki okres aby wyciągać wnioski. W pracy P. Jorion, W. Goetzman „*Global Stock Markets in the Twentieth Century*”, The Journal of Finance, czerwiec 1999, pokazano, że jeżeli inwestor posiadał globalnie zdywersyfikowany portfel akcji, również na rynkach które nie działały z powodu działań wojennych), to w długim kresie uzyskiwał premię za posiadanie akcji w wysokości 4%.

⁴ Powyżej poziomu odpowiadającemu wypłacie emerytury w wysokości dwukrotności wysokości minimalnego świadczenia emerytalnego.

bardzo brutalna ingerencja ustawowa w wolny wybór jaki ma obywatel. Ponieważ niewykluczone, że wielu z emerytów wolałoby wydać te środki w innym okresie swojego życia. Na przykład, gdyby Pani Janina miała dostęp do tych środków w wieku 45 lat, to mogłaby sobie sfinansować specjalistyczny kurs i uzyskać lepszą pracę i cieszyć się dzięki temu bardziej udanym życiem zawodowym i wyższą emeryturą. Albo Pan Karol mógłby kilka lat wcześniej dołożyć wnukowi do kupna mieszkania (bo trafiła się okazja), bo wnuk miał zbyt małą wiarygodność kredytową żeby wziąć kredyt, a w świetle obecnych regulacji okazja przepadnie. Zatem proponowane regulacje, prowadzą do znaczącego obniżenia się użyteczności obywateli i jako takie są szkodliwe. Jeżeli koncepcja systemu emerytalnego w projekcie przewiduje, że w zasadzie każdy Polak powinien w ramach systemu uzyskać emeryturę nie wyższą niż dwukrotność emerytury minimalnej, a pozostałe środki może skonsumować, to jednocześnie należy obniżyć składki na ubezpieczenie społeczne do poziomu zgodnego z wysokością przyszłej emerytury, a obywatele powinni dysponować uwolnionymi nadwyżkami finansowymi nie dopiero na emeryturze, ale w całym cyklu życia.

- 1.10. Propozycja jednorazowej wypłaty części środków zawarta w Projekcie jest absurdalna z jeszcze jednego powodu. Jeżeli ktoś zgromadził wysoki kapitał emerytalny i przeszedł na emeryturę, to może wziąć z banku kredyt w takiej wysokości, że rata będzie obniżała miesięczną emeryturę po spłacie raty do wysokości dwukrotności emerytury minimalnej. Oczywiście nie wiadomo jakie będą stopy procentowe w momencie przechodzenia na emeryturę kolejnych kohort oraz jakie będą kryteria oceny wiarygodności kredytowej przez banki, ale co do zasady uzyskanie kredytu i możliwość wypłaty nadwyżki dają takie same lub podobne efekty.
- 1.11. Propozycja wypłaty nadwyżki środków zawarta w Projekcie de facto proponuje radykalną zmianę w definicji systemu emerytalnego. Taki system emerytalny powinien zapewniać niskie, podstawowe emerytury, i w związku z tym, konsekwentnie, pobierać niskie składki emerytalne. Być może taki system emerytalny byłby korzystniejszy od obecnego, bo wiązałby się z mniejszym klinem podatkowym co powinno prowadzić do wzrostu zatrudnienia i większego PKB. Ale dokonanie porównania obu systemów wymaga poważnych prac, których wykonanie zdecydowanie przekracza bardzo krótki okres przewidziany na konsultacji Projektu.
- 1.12. *Projekt (str. 6 i 7): Proponuje się opodatkowanie, dokonanej na rachunek bankowy jednorazowej wypłaty ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych zryczałtowanym podatkiem dochodowym od osób fizycznych, tak jak pozostałe wypłaty z funduszy o podobnym charakterze*
- 1.13. To rozwiązanie naraża obywatela na nowe ryzyko podatkowe, ponieważ nie wiadomo jaka będzie relacja wysokości podatku zryczałtowanego do wysokości stawek podatkowych dla poszczególnych progów dochodowych.
- 1.14. *Projekt (str. 7) Aby zniechęcić ubezpieczonych do natychmiastowego wykorzystania jednorazowej nadwyżki finansowej, proponuje się zwolnienie z opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych dokonanej na indywidualne konto emerytalne, jednorazowej wypłaty ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, pod warunkiem jednak wydania dyspozycji o ratalnej wypłacie z IKE w okresie co najmniej 10 lat.*

- 1.15. Absurdalność tej propozycji została wykazana powyżej. Ten sam efekt można uzyskać biorąc kredyt na 10 lat, w takiej wysokości że rata obniża bieżący dochód do dyspozycji do dwukrotności najniższej emerytury, więc z punktu widzenia emeryta nie ma żadnej różnicy, w obu sytuacjach uzyskuje jednorazowy dostęp do środków finansowych, czyli uzyskuje podobną użyteczność (z dokładnością do marży kredytowej banku). Jednak propozycja zawarta w Projekcie idzie w kierunku pogorszenia sytuacji finansów publicznych (czyli odwrotnie niż wielokrotnie podkreślany cel jakim jest poprawa tej sytuacji), ponieważ gdy kwota nadwyżki jest wypłacana w postaci rat w okresie 10 lat (czyli porównywalnie do 10-letniego kredytu), jest wtedy zwolniona z podatku dochodowego.
- 1.16. *Projekt (str. 7) Proponuje się ustawowe obniżenie poziomu części składki przekazywanej do OFE z obecnych 7,3 % do 3 % podstawy wymiaru na ubezpieczenie emerytalne, w celu poprawy systemu II filaru, która ma zapewnić w przyszłości odpowiedni poziom emerytur niezależnie od rozwoju sytuacji gospodarczej oraz uchroni budżet państwa od niekorzystnych zmian na rynkach finansowych*
- 1.17. Z symulacji wykonanych przez Ernst & Young wynika, że gdyby np. zmienić politykę inwestycyjną funduszy tak, by zwiększyć stopę zwrotu uzyskiwaną w długim okresie o 1 punkt procentowy, to emerytura 25-letniego mężczyzny po 40 latach oszczędzania w OFE byłaby większa o prawie 25 proc. Tymczasem przeprowadzone obniżki opłat za zarządzanie aktywami na rzecz PTE zwiększą emeryturę owego mężczyzny tylko o 1,2 proc. Te symulacje pokazują, że argumenty zawarte w Projekcie wskazujące na ograniczenie opłat za zarządzanie w wyniku przesunięcia składki z OFE do ZUS będzie miało relatywnie nieduże znaczenie dla wysokości przyszłych emerytur. Natomiast wskazane powyżej utracone korzyści z pożądanej dywersyfikacji aktywów mogą prowadzić do znacząco niższych emerytur w porównaniu do sytuacji, w której składka pozostaje w OFE i dywersyfikacji aktywów zostaje przeprowadzona. Projekt w ogóle nie odnosi się do tej argumentacji, mimo, że była wielokrotnie publicznie podnoszona⁵.
- 1.18. W świetle wiedzy z dziedziny finansów, propozycje zawarte w Projekcie z wysokim prawdopodobieństwem prowadzą do istotnie niższych emerytur niż gdyby przeprowadzono zmiany w systemie emerytalnym proponowane wielokrotnie przez ekspertów (dywersyfikacja aktywów, subfundusze, benchmark zewnętrzny etc.). To jest koszt jaki prawdopodobnie zapłaciłoby wiele milionów Polaków gdyby propozycje przedstawione w projekcie weszły w życie. To jest zdecydowanie zbyt wysoka cena za sztuczne poprawienie wyników budżetu w krótkim okresie, nawet jeżeli jest to okres wyborczy.
- 1.19. Jak przedstawiono powyżej w punkcie 1.7 kapitał emerytalny zgromadzony z ZUS jest narażony na ryzyko polityczne. Na przykład przewidywane wysokie obciążenie przyszłych budżetów kosztami wypłaty emerytur (wobec braku reform systemowych, takich jak wiek emerytalny czy emerytury mundurowe) może skutkować zmianami sposobu indeksacji zgromadzonego kapitału, zarówno w fazie akumulacji jak i w fazie wypłat emerytur. W odróżnieniu od ryzyka finansowego obecnego w OFE, którym można zarządzać, ryzyko polityczne zmian w ZUS jest zupełnie nieprzewidywalne, co najlepiej ilustruje tryb i zakres merytoryczny obecnych propozycji rządu PO-PSL.

⁵ Zob. na przykład artykuł w autorstwa M.Góry, K.Rybińskiego i L. Sobolewskiego w Gazecie Wyborczej z dnia 21 maja 2009 pt. *System emerytalny do przeglądu*

2. Ważne argumenty ekonomiczne dotyczące OFE nie podniesione w Projekcie

- 2.1. Warto zwrócić uwagę na moment zgłaszania propozycji zmian w systemie emerytalnym. Ponieważ sytuacja polityczna nie sprzyja podejmowaniu reform strukturalnych, zmiany proponowane w Projekcie są jedną z niewielu dróg, które pozwolą rządowi sztucznie ograniczenie długu publicznego poniżej granicy 55%, której przekroczenie mogłoby mieć dla koalicji rządzącej silne negatywne konsekwencje polityczne.
- 2.2. Trzeba pamiętać o kosztach alternatywnych proponowanych zmian. Ich przeprowadzenie uniemożliwi dokonanie właściwych i pożądanych zmian (jak propozycja benchmarku zewnętrznego opisana poniżej), czyli nie tylko pojawią się opisane koszty zmian w postaci niższych emerytur, ale także nie pojawią się korzyści, które zostaną bezpowrotnie utracone⁶.
- 2.3. Widać wyraźnie, że działania rządu w kwestii OFE są wewnętrznie sprzeczne. Z jednej strony formułuje się propozycje ograniczenia składki wpływającej do OFE (minister finansów i minister pracy), z drugiej strony minister skarbu przekonuje OFE do inwestycji w prywatyzowane spółki.
- 2.4. Optymalizacja portfela OFE w przestrzeni zysk/ryzyko polega na łącznej analizie wszystkich klas aktywów. Sztuczne wyłączenie portfela obligacji z OFE będzie prowadziło do uzyskania struktury inwestycji gorszej od optymalnej⁷.
- 2.5. Dobrze zdywersyfikowany portfel inwestycyjny OFE, szczególnie po wejściu do strefy euro powinien mieć istotny udział instrumentów finansowych z innych krajów oraz powinien mieć znaczenie wyższy udział akcji i obligacji korporacyjnych, a mniejszy obligacji rządowych. To wynika ze struktury portfela rynkowego (czyli relatywnej kapitalizacji poszczególnych segmentów globalnego rynku finansowego).
- 2.6. Dramatyczna sytuacja demograficzna Polski po 2020 roku spowoduje silny spadek tempa wzrostu potencjalnego PKB. Według prognoz Komisji Europejskiej z 2009 roku⁸. O ile w latach 2007-2020 wzrost potencjalnego PKB Polski jest szacowany na prawie 4%, to w latach 2020-2040 spada do nieco ponad 1.5%, a po 2040 roku wynosi 0.3% i jest najniższe w Unii Europejskiej. Dlatego mechanizmy rewaloryzujące kapitał emerytalny gromadzony w ZUS odnoszące się do wzrostu PKB, po 2020 roku spowodują, że realny wzrost wartości kapitału emerytalnego będzie symboliczny lub żaden. Wtedy szczególnie istotne stanie się umiejętne wykorzystanie możliwości jakie dają globalne rynki finansowe przemysłana

⁶ Na konieczność zmian wskazywano już w 2004 roku, na przykład w raporcie na zamówienie ówczesnego urzędu nadzoru opracowanego przez zespół pod kierownictwem profesora Jajugi: http://www.knf.gov.pl/Images/polityka_inwestycyjna_ofe_jajuga_tcm20-4924.doc oraz w raporcie KNF z 2008 roku pt. Konkurencja na rynku OFE.

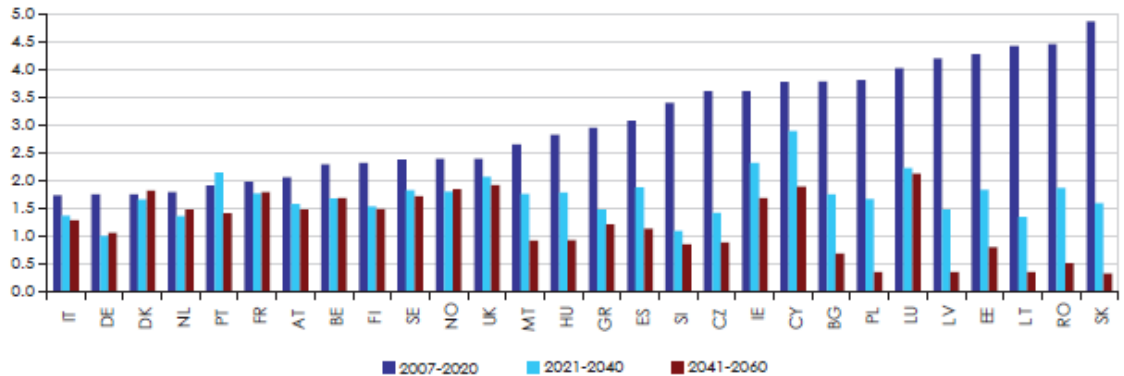
⁷ Z definicji wynik optymalizacji z ograniczeniami jest gorszy od wyniku optymalizacji bez ograniczeń lub z mniej restrykcyjnymi ograniczeniami.

⁸ European Commission „2009 Aging Report”, European Economy 2|2009. Oczywiście jeżeli Polska przeprowadzi głębokie reformy, stanie się gospodarką opartą na wiedzy, to wówczas potencjalne PKB może rosnać bardziej, ale nawet w takim scenariuszu trudno jest zniwelować wpływ negatywnej demografii.

strategiczna alokacja aktywów OFE, dzięki której po 2020 roku stopy zwrotu mogą być wielokrotnie wyższe niż wysokość rewaloryzacji kapitału emerytalnego w ZUS.

Wykres 1. Prognozowane tempo wzrostu potencjalnego PKB w długim okresie (Polska – PL)

Graph 37 - Projected potential growth rates (annual average growth rates), all Member States



Source: Commission services, EPC.

3. Przykład w jaki sposób należy przeprowadzać reformę OFE, opis procesu tworzenia benchmarku zewnętrznego?

- 3.1. Wraz z silnym wzrostem aktywów systemu emerytalnego bardzo ważne staje się wybranie najkorzystniejszej relacji stopy zwrotu do ponoszonego ryzyka dla systemu emerytalnego jako całości, a relatywnie mniejsze znaczenie ma zarządzanie ryzykiem że jeden z funduszy osiągnie niższą stopę zwrotu niż inne.
- 3.2. Benchmark zewnętrzny definiuje Strategiczną Alokację Aktywów (SAA), która często odpowiada za ponad 90 procent ryzyka rynkowego i określa ponad 90 procent osiągniętej stopy zwrotu. Obecna SAA (wyrażona jako zestaw limitów) została określona przed 10 laty, dlatego należy dokonać oceny, czy jest właściwa według kryterium przedstawionego w 1a. W ramach tego punktu należy rozważyć parę (np. 3) poziomów ponoszonego ryzyka, co powinno być uwzględnione w koncepcji wielofunduszowości. W efekcie, SAA i benchmarki powinny powstać dla poszczególnych rodzajów subfunduszy.
- 3.3. System OFE został zaprojektowany jako taki, który umożliwia aktywne zarządzanie portfelem (AZP) w celu uzyskania dodatkowej stopy zwrotu ponad przeciętną stopę zwrotu osiąganą przez rynek (*excess return - ER*). Jednak bez wprowadzenia benchmarku zewnętrznego (który mierzy stopy zwrotu osiągnięte przez rynek) nie jest możliwe właściwe mierzenie ryzyka aktywnego zarządzania (*tracking error - TE*), ani skuteczności aktywnego zarządzania, które określa się jako uzyskanie dodatkowej stopy zwrotu odniesionej do dodatkowego poniesionego ryzyka (taką miarą jest na przykład *information ratio*).
- 3.4. Wprowadzenie mechanizmów mierzenia i monitorowania ryzyka procesów SAA i AZP pozwoli na wypracowanie systemu bodźców, który będzie premiował te PTE, które osiągają najlepsze dodatkowe stopy zwrotu na jednostkę dodatkowo ponoszonego ryzyka, a jednocześnie będzie można mierzyć i monitorować łączny poziom dodatkowo ponoszonego ryzyka w systemie, związanego z aktywnym zarządzaniem. Obecnie jest to niemożliwe, ryzyko rynkowe i ryzyko aktywnego zarządzania „zlewa” się w jedno.

3.5. Wdrożenie tych zmian pozwoli na transformację nadzoru nad rynkiem OFE z nadzoru opartego na przepisach (*compliance supervision*) do nadzoru opartego na ryzyku (*risk based supervision*), co pozwoli na znaczący wzrost skuteczności nadzoru⁹.

4. Pożądane cechy dobrego benchmarku zewnętrznego

- 4.1. Pozwala na uzyskanie możliwie wysokiej stopy zwrotu w ramach akceptowanego poziomu ryzyka
- 4.2. Jest niezależny od nacisków politycznych, czyli zapewnia, że system emerytalny realizuje swój podstawowy cel zapewnienia godziwych emerytur pokoleniom seniorów, a nie jest angażowany do realizacji krótkookresowych celów politycznych i gospodarczych
- 4.3. Jest replikowalny, czyli OFE powinny mieć możliwość swobodnego inwestowania we wszystkie klasy aktywów zawarte w benchmarku, w szczególności trzeba unikać sytuacji gdy neutralna alokacja OFE w daną klasę aktywów prowadzi do silnych wzrostów cen, co mogłoby mieć miejsce gdyby benchmark zawierał mało płynne aktywa lub aktywa o małym *free float*.
- 4.4. Eliminuje występujący obecnie problem „inwestowania pod średnią” wynikający z przepisów odnośnie porównywania stopy zwrotu wszystkich OFE w okresach trzymiesięcznych i „niwelowania” krótkookresowych odchyłeń ujemnych (bez premiowania odchyłeń dodatnich).

5. Pożądane cechy procesu wyłaniania i uaktualniania benchmarku zewnętrznego

- 5.1. Wykorzystuje dostępną w kraju wiedzę z dziedziny finansów
- 5.2. Odnosi się do najlepszych praktyk wypracowanych w innych krajach
- 5.3. Jest merytoryczny i odpolityczniony, ale jednocześnie partycypacyjny (konsultacje z głównymi interesariuszami), z szeroko zakrojoną akcją edukacyjną, wyjaśniającą cele wprowadzanych zmian
- 5.4. Jest „wysoko zaczepiony” w systemie prawnym, na tyle wysoko, żeby utrudnić lub uniemożliwić wpływ bieżącej koniunktury politycznej na kształt benchmarku¹⁰.
- 5.5. Uwzględnia obecną sytuację, czyli obecną alokację aktywów OFE oraz fakt, że trwa głęboki kryzys finansowy¹¹ i jest olbrzymia niepewność odnośnie czasu trwania kryzysu.

⁹ Z punktu widzenia bezpieczeństwa systemu musimy znać odpowiedź na pytanie jak wysoka utrata aktywów systemu emerytalnego może się pojawić raz na dwadzieścia lat, lub czy w procesie AZP zarządzający nie inwestują zbyt ryzykownie. Natomiast znacznie mniej istotne jest czy dany limit alokacji w dany typ aktywa został przekroczony nieznacznie na pewien okres czasu. Dzisiaj mamy bardzo ograniczoną wiedzę w pierwszym obszarze i bardzo dokładną w drugim.

¹⁰ Na przykład ustalanie i zmiany benchmarku zewnętrznego powinny być dokonywane aktem odpowiedniej rangi, po procesie konsultacji merytorycznej. Cały proces powinien być opisany w ustawie ustanawiającej benchmark zewnętrzny, system zarządzania ryzykiem i system bodźców wspierający osiągnięcie postawionych celów, czyli najogólniej godziwych emerytur dla seniorów.

¹¹ W szczególności benchmark zewnętrzny powinien zakładać właściwą alokację aktywów OFE na globalnych rynkach finansowych, ale w krótkim okresie nie powinien prowadzić do odpływu oszczędności z kraju w momencie, gdy dostęp Polski do finansowania zagranicznego może być utrudniony na skutek kryzysu finansowego

- 5.6. Proces zmiany benchmarku jest precyzyjnie opisany, nie zaskakuje zarządzających OFE, można się do niego zawczasu przygotować. Co do zasady zmiany w benchmarku powinny odzwierciedlać relatywne zmiany wielkości i rozwoju poszczególnych rynków aktywów, a także, co jest jednak znacznie trudniejsze, zmiany w oczekiwaniach dotyczących możliwych do uzyskania stóp zwrotu z poszczególnych klas aktywów w długim okresie.
- 5.7. W procesie tworzenia i aktualizacji benchmarku powinni uczestniczyć przedstawiciele kilku środowisk: specjaliści z dziedziny finansów o uznanej międzynarodowej reputacji (na przykład polscy matematycy finansowi), przedstawiciele PTE (na przykład reprezentowani przez osoby delegowane przez IGTE), makroekonomiści, przedstawiciele Ministerstwa Finansów i KNF. Środowiska te mogłyby współpracować w ramach Rady ds. Kapitałowego Systemu Emerytalnego (robocza nazwa), której kompetencje zostały określone w ustawie o benchmarku zewnętrznym
- 5.8. Techniczne dokumenty do rozpatrzenia przez Radę powinny być przygotowywane przez niezależny podmiot, który może udokumentować wystarczające doświadczenie i wiedzę w dziedzinie zarządzania aktywami.

6. Sugerowane dalsze kroki

- 6.1. Powołanie grupy roboczej (załączka przyszłej Rady ds. OFE), która będzie nadzorowała prace.
- 6.2. Określenie zakresu prac (benchmark, budżet ryzyka, stress testy, system bodźców, alternatywne propozycje budżetu aktywnego ryzyka dopasowane do bodźców, etc.)
- 6.3. Określenie harmonogramu prac