

# **WPLYW OFE NA RYNEK KAPITAŁOWY I ROZWÓJ GOSPODARKI**

**EUROPEJSKI KONGRES FINANSOWY  
SOPOT, 26 CZERWCA 2013**

**Stefan Kawalec  
Prezes Zarządu**

**Marcin Gozdek  
Wiceprezes Zarządu**



## ZASTRZEŻENIA

---

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

# CELE REFORMY EMERYTALNEJ Z ROKU 1998

---

## **I. Zasadniczym celem reformy emerytalnej z roku 1998 było:**

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

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

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

# **KWESTIA FINASOWANIA SKŁADKI DO OFE (1)**

## ***ZAŁOŻENIA REFORMY***

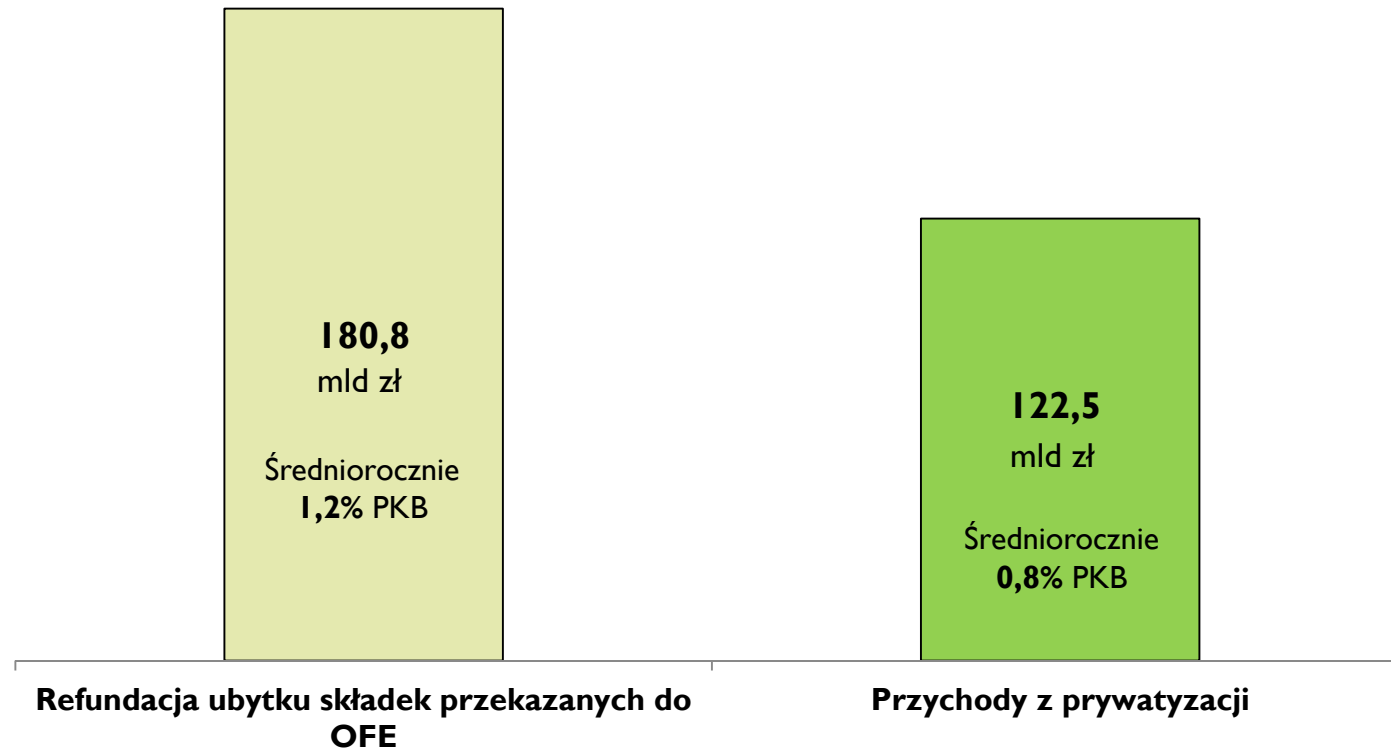
---

**Według założeń reformy, składka do OFE miała być finansowana z dwóch źródeł:**

- 1. Przychody z prywatyzacji.**
- 2. Oszczędności z przewidywanego wprowadzenia zmian w pozostałych segmentach systemu emerytalnego i rentowego:** zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn, ograniczanie wcześniejszych emerytur, zmniejszenie przywilejów emerytalnych nauczycieli, górników, służb mundurowych i pracowników wymiaru sprawiedliwości, oszczędności w systemie rentowym.

# KWESTIA FINASOWANIA SKŁADKI DO OFE (2)

## SKŁADKI DO OFE A PRZYCHODY Z PRYWATYZACJI W LATACH 1999-2012

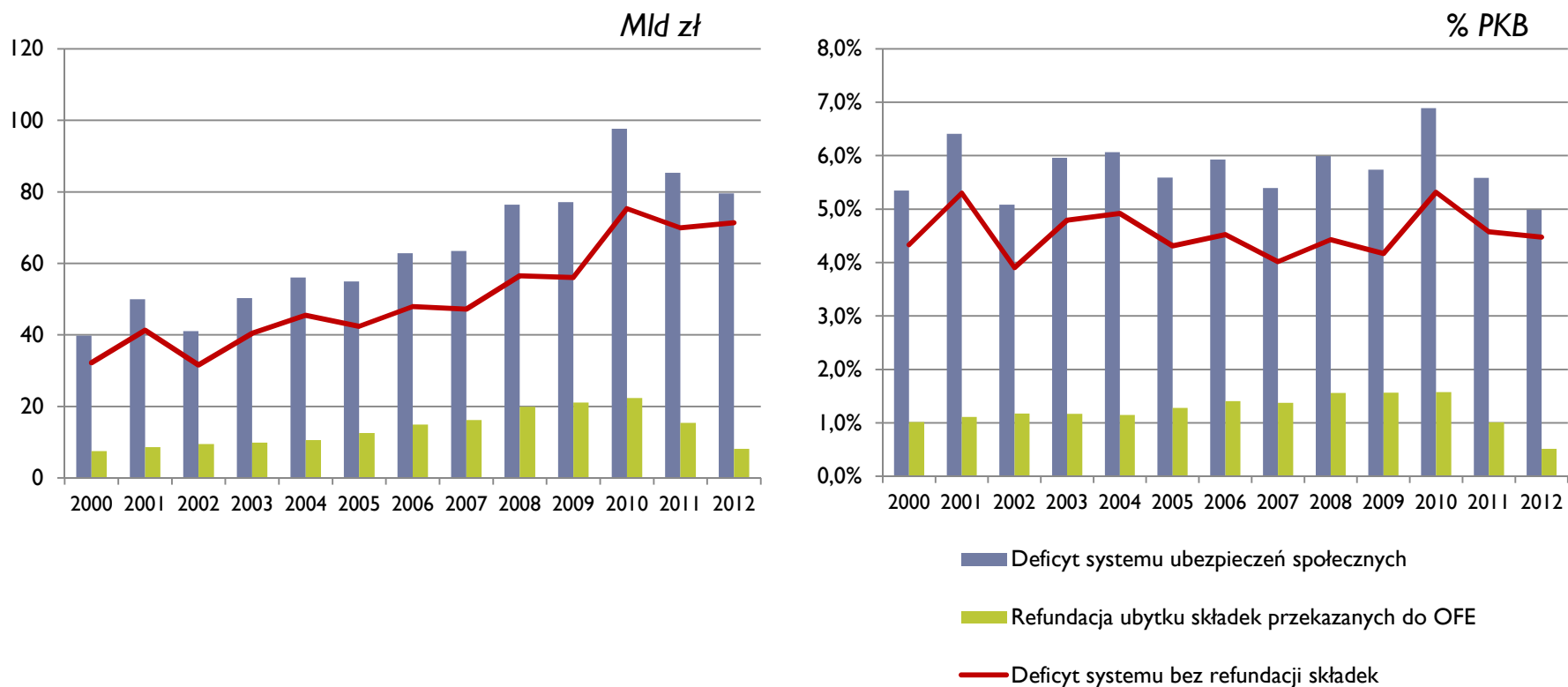


Przychody z prywatyzacji stanowiły łącznie 68% kosztów z tytułu składek przekazanych do OFE

# KWESTIA FINASOWANIA SKŁADKI DO OFE (3)

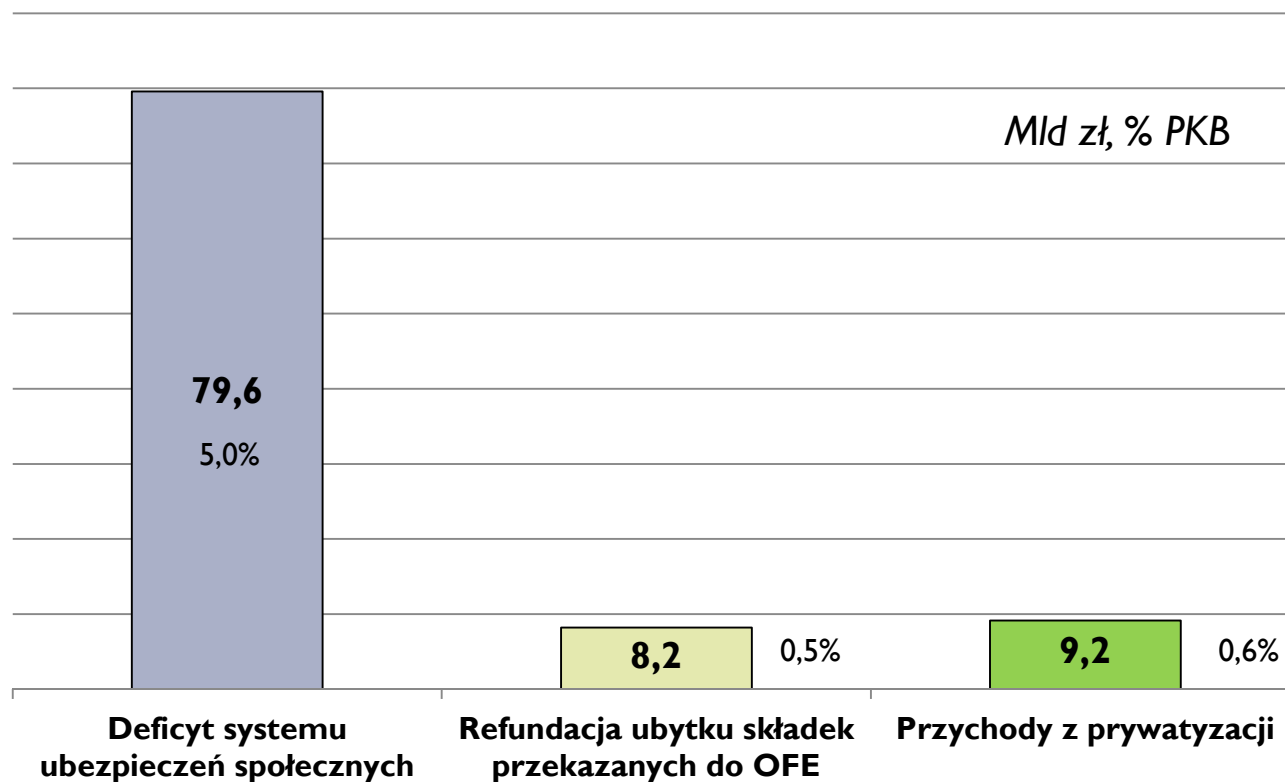
## SKŁADKI DO OFE A DEFICYT SYSTEMU UBEZPIECZEŃ SPOŁECZNYCH

Deficyt systemu ubezpieczeń społecznych wzrastał w latach 2000-2012 w ujęciu nominalnym i nie spadał w relacji do PKB – oscylował na poziomie 5-6% PKB. Podobne tendencje widać również w deficycie pomniejszonym o kwotę refundacji składek.



# KWESTIA FINASOWANIA SKŁADKI DO OFE (4)

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



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

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

# WYNIKI I OPŁATY OFE W LATACH 2000-2012

## Efekty inwestycji dla członków *mld zł*

Wpłacone składki 2000-2012*	179,3
Aktywa netto na koniec 2012**	269,6
<b>Przyrost wartości netto</b>	<b>90,3</b>

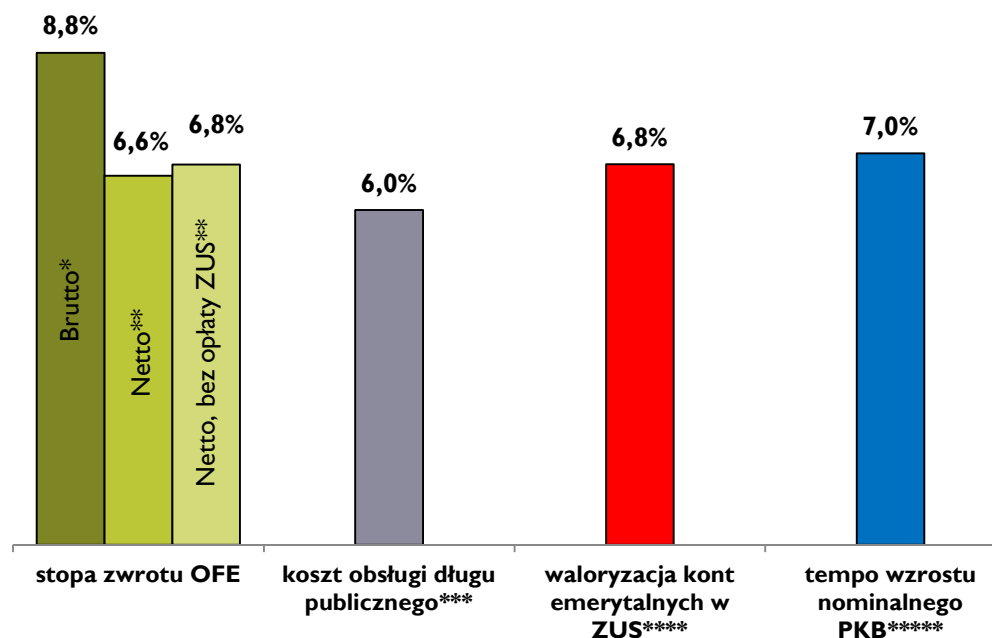
Źródło: \*ZUS, \*\*KNF

## Opłaty *mld zł*

Pobrane opłaty*	16,9
w tym przez ZUS	1,4
<b>w tym przez OFE</b>	<b>15,5</b>
Przyrost wartości brutto (z opłatami)	107,2
<b>Opłaty OFE jako % przyrostu wartości brutto</b>	<b>14,4%</b>

Źródło: \*KNF

## Porównanie stóp zwrotu OFE w latach 2000-2012 z waloryzacją kont w ZUS, kosztem obsługi długu publicznego i PKB – średnie geometryczne



Źródło:

\* kalkulacja własna na podstawie danych KNF, zmiana wartości jednostki rozrachunkowej,

\*\* kalkulacja własna na podstawie relacji aktywów i składki z uwzględnieniem faktycznej relacji wartości opłaty dystrybucyjnej do składki

\*\*\* koszt obsługi zadłużenia Skarbu Państwa na podstawie MF

\*\*\*\* na podstawie ZUS

\*\*\*\*\* na podstawie GUS



# WPLYW OFE NA FINANSE PAŃSTWA (1)

## *KONTROWERSJE INTERPRETACYJNE*

- ▶ Pogląd, że drugi filar jest odpowiedzialny za przyrost długu publicznego równy skumulowanej kwocie składek przekazanych do OFE wraz odsetkami od tego długu (łącznie 17% PKB) jest oceną opartą o przyjęte preferencje. Tezy tej nie można uznać ani za obiektywnie prawdziwą ani za obiektywnie fałszywą.
- ▶ Deficyt budżetowy nie jest przywiązany do żadnej konkretnej pozycji wydatkowej. To, że dany wydatek w kwocie X powoduje ceteris paribus wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego o kwotę X, nie oznacza automatycznie, że wydatek taki jest odpowiedzialny za wzrost deficytu i długu publicznego o kwotę X. Gdyby tak było, to musielibyśmy stwierdzić, że łącznie wydatki budżetu państwa w roku 2012 r. są odpowiedzialne za deficyt budżetowy w kwocie 318 mld zł (czyli w kwocie równej sumie wydatków). Tymczasem faktyczny deficyt sektora finansów publicznych w roku 2012 wyniósł 62,7 mld zł.
- ▶ Podobnie przychody z prywatyzacji nie są przywiązane do żadnej pozycji wydatkowej i nie można obiektywnie stwierdzić, że przychody z prywatyzacji w latach 1999-2012 sfinansowały 2/3 składek do OFE, czy zostały przeznaczone na inne cele.
- ▶ Twierdzenie, że gdyby nie było wpłat składek do OFE to dług publiczny w standardach ESA 95 byłby dziś mniejszy o 17% jest również oceną opartą o przyjęte preferencje i założenia, a nie obiektywnym opisem rzeczywistości. Ocena ta jest podobnie uprawniona, jak stwierdzenie, że gdyby nie było składek do OFE to kolejne rządy wykorzystwałyby możliwość większych wydatków i dziś deficyt mielibyśmy na obecnym poziomie, zbliżającym się do progu konstytucyjnego 60%, lecz ponadto mielibyśmy zobowiązania emerytalne zapisane na kontach w ZUS wyższe o ponad 17% PKB.

## **WPLYW OFE NA FINANSE PAŃSTWA (2)**

### ***ROZSZERZYĆ STATYSTYKĘ FINANSÓW PUBLICZNYCH***

---

Standardowa statystyka finansów publicznych powinna ujmować również zobowiązania systemu ubezpieczeń społecznych.

Nie powinno to jednak prowadzić do zamazywania obrazu przez wkładanie bez rozróżniania do jednego worka zobowiązań o odmiennej charakterystyce. Bardziej właściwym kierunkiem zmian jest zwiększenie liczby obserwowanych kategorii zobowiązań państwa i w szczególności wyróżnienie następujących agregatów (*Por. komentarz na kolejnym slajdzie*):

- a) Dług finansowy (najbliższy dzisiejszej definicji długu państwowego),
- b) Zobowiązania systemu ubezpieczeń społecznych wynikające z zapłaconych składek i uprawnień nabytych przez emerytów rencistów i innych beneficjentów świadczeń systemu.
- c) Luka niezbilansowania systemu ubezpieczeń społecznych (różnica między zdyskontowaną wartością przyszłych wypłat emerytur i innych świadczeń, a zdyskontowaną wartością wpłacanych składek na ubezpieczenia społeczne).
- d) Całkowita wartość zobowiązań finansowych państwa (będących sumą pozycji [a] i [b]).

Dla prawidłowego wyliczania zobowiązań systemu ubezpieczeń społecznych oraz luki niezbilansowania tego systemu potrzebne jest powołanie instytucji Aktuariusza Krajowego.

# WPLYW OFE NA FINANSE PAŃSTWA (3)

## *KONTROWERSJE STATYSTYCZNE*

---

Według niektórych opinii, uwzględnianie w długu całkowitym zobowiązań systemu ubezpieczeń społecznych jest błędem, gdyż zobowiązania mające pokrycie w przyszłej składce nie stanowią żadnego zagrożenia dla finansów państwa.

Naszym zdaniem pełna i transparentna statystyka finansów publicznych powinna pokazywać całość zobowiązań finansowych. Fakt, że istnieje składka pozwalająca na pokrycie tych zobowiązań nie oznacza, że zobowiązania te nie istnieją i nie istnieje ryzyko ich przyszłej spłaty. Warto tu przede wszystkim wyróżnić dwa ryzyka: ryzyko składki oraz ryzyko faktycznego kształtowania się przyszłych zobowiązań. Pobieranie składki na założonym poziomie, wymaganym do pokrycia przyszłych wypłat emerytur, może w przyszłości okazać się trudne lub niemożliwe. Utrzymywanie założonej stawki składki stać się może czynnikiem hamującym działalność gospodarczą, wpływy ze składki mogą podlegać erozji ze względu na ubywanie liczby pracowników oraz obchodzenie obowiązku składkowego. Z drugiej strony, wielkość wypłat z tytułu emerytur może się faktycznie okazać wyższa niż założono w projekcji aktuarialnej, w wyniku innego niż założono kształtowania się przyszłych tendencji demograficznych.

Analogicznie, w przypadku komercyjnego zakładu ubezpieczeniowego fakt, że zobowiązania z tytułu umów ubezpieczeniowych mają pełne pokrycie w aktywach firmy, nie oznacza, że zobowiązania te można pominąć w prezentacji finansów firmy. Warto zwrócić uwagę, że zabezpieczenie zobowiązań w komercyjnej firmie ubezpieczeniowej opiera się o istniejące aktywa finansowe (zbudowane poprzez zainwestowanie składki, która już wpłynęła do firmy) i przez to jest bardziej konkretne niż zabezpieczenie w systemie ubezpieczeń społecznych, opierające się o składki, które mają dopiero wpłynąć w przyszłości. Niezależnie od istniejącego pokrycia w aktywach, zobowiązania ubezpieczeniowe komercyjnej firmy ubezpieczeniowej wykazuje się w bilansie w pasywach w postaci rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, które wraz z innymi rodzajami zobowiązań (w tym zobowiązaniami finansowymi z tytułu wyemitowanych obligacji i zaciągniętych kredytów – jeśli występują) sumują się do agregatu jakim są „zobowiązania razem”.

# WPLYW OFE NA FINANSE PAŃSTWA (4)

**Wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego w standardach ESA 95\*, a także wzrost potrzeb pożyczkowych na rynku finansowym.**

**Zmniejszenie zobowiązań emerytalnych ZUS, które będą musiały być finansowane z przyszłych składek emerytalnych lub podatków.**

**Przyspieszenie ujawniania ukrytego długu emerytalnego i jego zamiana (nie w pełni ekwiwalentna) na jawny dług na rynku finansowym wykazywany w statystykach ESA**

**Zwiększenie ryzyka stabilności finansów publicznych w krótkim i średnim okresie:**

- ▶ zwiększenie potrzeb pożyczkowych,
- ▶ negatywny wpływ na wskaźniki deficytu i zadłużenia obserwowane przez analityków, inwestorów i międzynarodowe instytucje,
- ▶ ryzyko przekroczenia limitów określonych w regulacjach UE, Konstytucji RP i ustawie o finansach publicznych.

**Spowolnienie tempa narastania całkowitej kwoty zobowiązań państwa:**

- ▶ Stopa waloryzacji na kontach w ZUS jest wyższa od kosztów obsługi długu publicznego na rynkach finansowych.
- ▶ Składki do OFE hamują możliwość wzrostu wydatków i zadłużenia państwa na inne cele.
- ▶ Wzrost kosztu finansowania długu publicznego??
  - Porównanie z Czechami wątpliwe - Czechy w przeciwieństwie do Polski nie dokonywały redukcji swojego długu zagranicznego.
  - Oświadczenie Moody's.

# **WPLYW OFE NA FINANSE PAŃSTWA (5)**

## ***DODATKOWE OBCIĄŻENIE NAŁOŻONE NA OBECNE POKOLENIE PRACUJĄCYCH - UZASADNIONE ZMIANAMI DEMOGRAFICZNYMI***

---

1. Wobec istnienia limitów dotyczących deficytu budżetowego oraz długu w standardach ESA 95, wydatki budżetowe i przyrost długu wynikające z przekazywania części składek do OFE powodują konieczność redukcji innych wydatków i wymuszają spowolnienie wzrostu całkowitych zobowiązań państwa.
2. W okresie przejściowym przekazywanie składek do OFE oznacza, że obecnie pracujący muszą ze swoich składek i podatków nie tylko finansować wypłaty emerytur dla pokoleń obecnych emerytów, lecz również wpłaty do OFE, które zapewniają pokrycie wypłaty części ich własnych emerytur w przyszłości.
  - ▶ Stanowi to zakłócenie w systemie międzypokoleniowej solidarności, jako że pokolenie (lub pokolenia okresu przejściowego) ponoszą dodatkowe obciążenia.
  - ▶ Zakłócenie takie można jednak uznać za uzasadnione faktem, że obecna relacja liczby pracujących w Polsce przypadająca na jednego emeryta należy do najkorzystniejszych w Europie i jest znacznie większa niż będzie w pokoleniach po zakończeniu okresu przejściowego.

## WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (1)

---

1. Wyniki inwestycji OFE w latach 1999-2012 można uznać za przyzwoite.
2. Opłaty pobierane przez PTE są wysokie, również w świetle wyjątkowo wysokiej rentowności rzędu 50%.
3. Poziom opłat i tak wysoka rentowność PTE to efekt regulacji (Ustawodawca ustala limity opłat. Dodatkowo obowiązek uzyskiwania zgody nadzoru na podwyższenie opłat ogranicza swobodę konkurencji w wysokości opłat). Zaniedbania w tym zakresie mogą i powinny zostać skorygowane.
4. W okresie 1999-2012 zwrot netto z inwestycji OFE był zbliżony do stopy waloryzacji na kontach ZUS. Z tym, że opłaty były wyższe niż są obecnie i będą w przyszłości (zakładając, że zostanie zlikwidowana „opłata od składki” i pozostanie zmodyfikowana opłata za zarządzanie).
5. Porównywanie stopy zwrotu w OFE oraz stopy waloryzacji w ZUS ma jednak ograniczony sens.

## WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (2)

### *FILAR I W ZUS NIE JEST ZBILANSOWANY (A)*

1. Konta emerytalne ZUS są indeksowane corocznie o większą z dwóch wartości: 1) wskaźnik inflacji 2) wskaźnik wzrostu przypisu składki emerytalnej.
2. W latach, w których wzrost przypisu składek emerytalnych jest wolniejszy od inflacji, waloryzacja kont emerytalnych wyprzedza wzrost przypisu składek emerytalnych ZUS. Natomiast w żadnym roku waloryzacja kont emerytalnych nie pozostaje w tyle za wzrostem przypisu składek ZUS.
3. Jeżeli w kilkudziesięcioletnim okresie wystąpi kilka lat recesji, w których tempo rocznej waloryzacji kont emerytalnych będzie za każdym razem wyższe o kilka procent od tempa wzrostu przypisu składek emerytalnych ZUS, to w tym okresie zagregowany wskaźnik indeksacji kont emerytalnych ZUS może wyprzedzić tempo wzrostu przypisu składek emerytalnych o 15-30%.
4. Oryginalnie, w rozwiązaniu przyjętym w 1999 roku, waloryzacja kont emerytalnych powiązana była wyłącznie z tempem wzrostu przypisu składek emerytalnych ZUS. Jednakże, gdy w roku 2002 nastąpił realny spadek tego przypisu o 2,3%, dodano w ustawie zapis, że wskaźnik waloryzacji nie może być niższy niż wskaźnik inflacji. Dokonana wówczas zmiana egzemplifikuje ryzyko makroekonomiczne związane z łatwością manipulowania zapisami na kontach w ZUS. Wartość tych kwot można zmieniać decyzjami politycznymi ze szkodą dla stabilności finansów publicznych lub ze szkodą dla posiadaczy kont. Z tego punktu widzenia kapitałowa część systemu emerytalnego jest bezpieczniejsza.

## **WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (3)**

### ***FILAR II W ZUS NIE JEST ZBILANSOWANY (B)***

---

1. System wypłat emerytur z filaru I jest drugim czynnikiem niezrównoważenia aktuarialnego.
2. Wysokość emerytury wypłacanej przez ZUS w filarze I jest obliczana przez podzielenie umownego kapitału poprzez średnią dalszą długość życia dla osoby w danym wieku wg tablic historycznych. Obliczona w ten sposób emerytura jest corocznie waloryzowana przy zastosowaniu wskaźnika waloryzacji (ogłaszanego przez Ministra Pracy i SP), który jest równy średniorocznemu wskaźnikowi wzrostu cen, powiększonemu o co najmniej 20% realnego wzrostu przeciętnych płac w gospodarce.
3. Długość życia rośnie, stąd wiadomo, że stosowanie tablic retrospektywnych (historycznych) powoduje zawyżenie wysokości emerytur w stosunku do możliwości ich sfinansowania napływającą składką.
4. Wskaźnik waloryzacji emerytur w ZUS może podlegać w przyszłości zmianom zależnym od decyzji politycznych:
  - ▶ Przykładem jest decyzja dotycząca waloryzacji rent i emerytur w roku 2012, gdy odstąpiono od zasady waloryzacji procentowej i zastosowano waloryzację kwotową, podnosząc wszystkie świadczenia o jednakową kwotę 71 zł brutto.



## **WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (4)**

### ***DYWERSYFIKACJA RYZYKA I POZYTYWNY WPLYW NA STABILNOŚĆ FILARU I (ZUS)***

---

1. Filar II OFE dostarcza członkom pewien strumień emerytury, którego wysokość zależy od innych mechanizmów niż emerytury z Filaru I (ZUS).
2. Ostateczna wysokość emerytury z OFE jest narażona na ryzyko rynkowe, lecz jednocześnie jest znacznie bardziej odporna na ryzyko polityczne (szczególnie w przypadku, gdy wypłaty będą dokonywane przez OFE np. wg formuły zaproponowanej w raporcie prof. Wojciecha Otto i Mariana Wiśniewskiego z 18 lutego 2013r.).
3. Istnienie Filaru II (OFE) zmniejsza zobowiązania ZUS, które będą musiały być finansowane z przyszłych składek lub podatków. Wobec niekorzystnych trendów demograficznych i ryzyka związanego z wysokością przyszłego przypisu składki emerytalnej, zmniejszenie zobowiązań ZUS zmniejsza ryzyko, że zobowiązania te będą w przyszłości musiały być przez ustawodawcę ograniczane. Stąd odciążenie przez OFE zobowiązań ZUS, zwiększa stabilność Filaru I (ZUS).

## **WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (5)**

### ***CZY OFE POWINNY ZARZĄDZAĆ PASYWNIE? (A)***

---

Formułowany jest pogląd (Andrzej Sławinski i Dobiesław Tymoczko), że OFE powinny inwestować pasywnie ponieważ:

- ▶ Nie można zakładać, że w dłuższym okresie OFE mogą uzyskiwać wyniki inwestycyjne lepsze niż indeksy rynkowe.
- ▶ Aktywne zarządzanie kosztuje, a koszty te obniżają ostatecznie stopy zwrotu netto jakie uzyskują inwestorzy (członkowie) i tym samym obniżają ich przyszłe emerytury.
- ▶ Zagraniczne doświadczenia pokazują, że pasywne fundusze mogą osiągać lepsze wyniki netto (po odliczeniu) kosztów niż fundusze inwestujące aktywnie.
- ▶ Jako, że w dłuższym okresie nie da się prześcignąć rynku, to o ostatecznych efektach inwestycji decydują koszty. Po to, by je zminimalizować, OFE powinny inwestować pasywnie.

## **WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (6)**

### ***CZY OFE POWINNY ZARZADZAĆ PASYWNIE? (B)***

---

Czy nadzór nad spółkami sprawowany przez inwestorów poprzez ich aktywność w organach spółki oraz decyzje o zakupie lub sprzedaży akcji ma wpływ na jakość zarządzania spółkami przez management?

Odpowiedź pozytywna na to pytanie oznacza, że inwestor inwestujący pasywnie działa jako *free rider*, gdyż korzysta z efektów nadzoru korporacyjnego sprawowanego przez innych.

Takie zachowanie może być racjonalne w przypadku:

- ▶ Gdy inwestor jest tak mały, żeby mieć możliwość efektywnego oddziaływania na zachowanie managementu firm.
- ▶ Na rynku występuje dużo aktywnych inwestorów sprawujących efektywny nadzór korporacyjny.

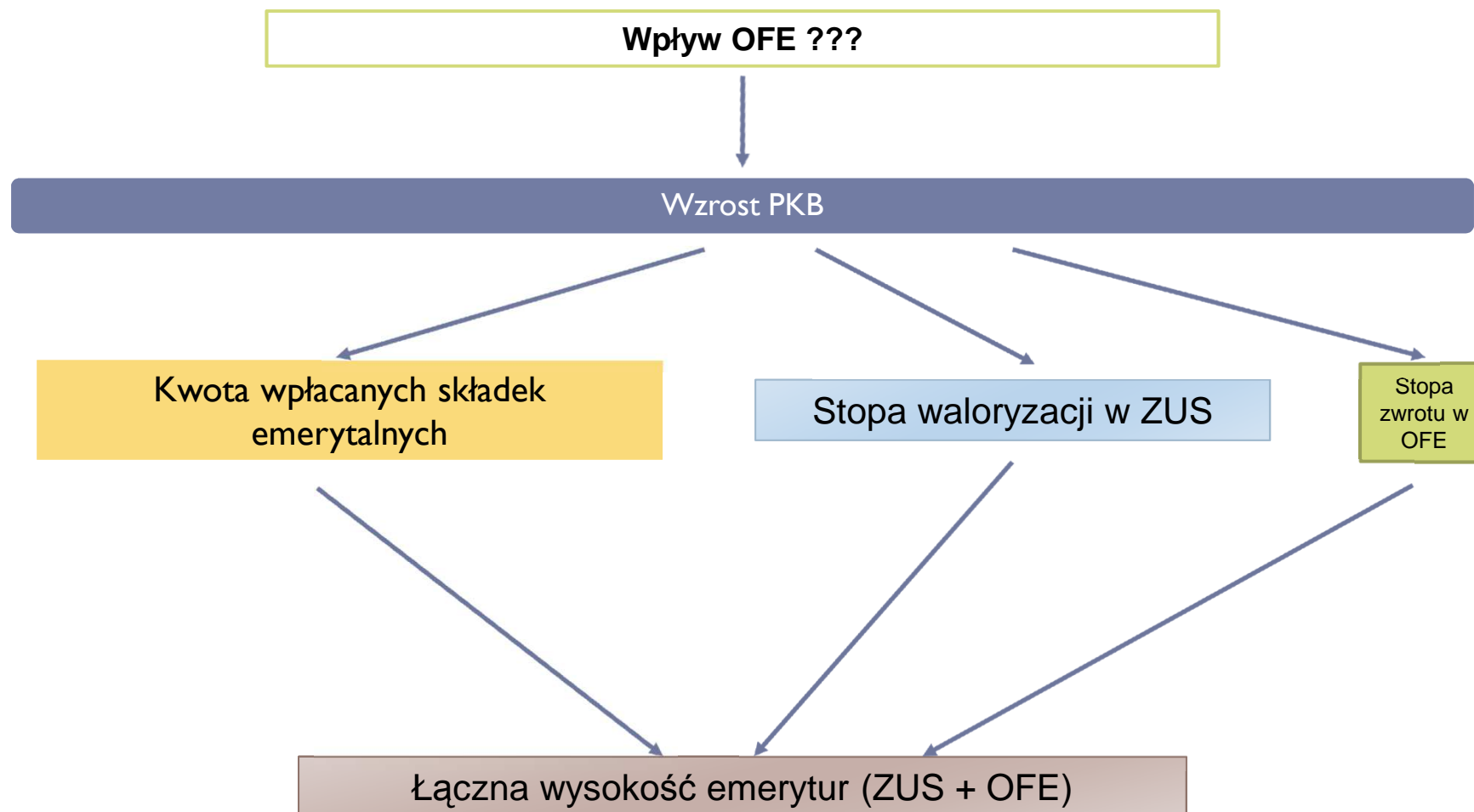
W przypadku OFE żaden z tych warunków nie jest spełniony. Obserwacja wskazuje, że OFE sprawują kluczową rolę w nadzorze korporacyjnym na polskim rynku kapitałowym. Bez zaangażowania OFE jakość tego nadzoru byłaby istotnie niższa, co miałyby negatywny wpływ na korzyści inwestorów na rynku kapitałowych.

**Dlatego ograniczenie roli OFE jako aktywnych inwestorów byłoby szkodliwe dla całej gospodarki i dla członków funduszy.**

Uważamy, że opłaty pobierane przez PTE powinny być rozsądnie obniżone, lecz nie tak by zagrozić możliwości wypełniania przez nie funkcji aktywnych inwestorów.

# WPLYW OFE NA PRZYSZŁE EMERYTURY (7)

## CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYSOKOŚCI EMERYTURY



# WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (1)

## WYPEŁNIENIE LUKI W POPULACJI INWESTORÓW - PRZEŁAMANIE BARIER PRYWATYZACJI I ROLA W NADZORZE KORPORACYJNYM

---

1. Przekazywanie składek do OFE generuje stały strumień środków wpływających na rynek kapitałowy. Obecnie akcje w ręku OFE stanowią 14,4 proc. kapitalizacji GPW (maj 2013), 26,5 proc. akcji będących w swobodnym obrocie (free float, kwiecień 2013). OFE miały w latach 2010-2012 ok. 6 proc. udziału w obrotach GPW.
2. Powstanie drugiego filaru i funkcjonowanie OFE przyczyniło się do przezwyciężenia dwóch podstawowych barier prywatyzacji identyfikowanych na początku procesu transformacji:
  - ▶ Braku krajowego kapitału.
  - ▶ Braku krajowych inwestorów instytucjonalnych mających dłuższą perspektywę inwestowania.
3. OFE stały się bardzo poważną, wręcz podstawową kategorią inwestorów portfelowych:
  - ▶ Istnienie OFE ułatwia przeprowadzanie dużych prywatyzacji poprzez IPO, a w wielu przypadkach OFE okazują się wręcz niezbędne do powodzenia takich ofert.
  - ▶ OFE zwiększają płynność rynku i umożliwiają dokonywanie dużych transakcji sprzedaży pakietów akcji (vide sprzedaż pakietu akcji BZ WBK przez KBC).
  - ▶ Obecność OFE i ich pozytywny wpływ na popyt i wyceny rynku jest czynnikiem przyciągającym do Polski fundusze private equity. Polska jest praktycznie jedynym krajem w regionie, gdzie fundusze private equity mogą zakładać, że IPO jest jedną z alternatywnych ścieżek wyjścia z inwestycji i ścieżka ta często okazuje się bardziej atrakcyjna niż sprzedaż inwestorowi branżowemu. Np. Fundusz Enterprise Investors dokonał 26 wyjść z inwestycji poprzez IPO.
  - ▶ OFE sprawują aktywny nadzór korporacyjny i mają istotny wpływ na kształtowanie praktyk ładu korporacyjnego na rynku.

## **WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (2)**

### ***CZY OFE WYPYCHAJĄ KAPITAŁ ZAGRANICZNY I PRZYCZYNIAJĄ SIĘ W TEN SPOSÓB DO SPOWALNIANIA WZROSTU GOSPODARKI? (A)***

---

Formułowany jest pogląd (Bogusław Grabowski), że OFE wypychają kapitał zagraniczny, co hamuje wzrost gospodarczy kraju. Zgodnie z tą tezą, popyt ze strony OFE stwarza presję na wzrost cen akcji, co wypycha z GPW część inwestorów zagranicznych. Zjawisko to może objawiać się w niższym udziale GPW w portfelach inwestorów zagranicznych niż udział Polski np. w indeksie MSCI EM (jest ok. 1,5% a w portfelach poniżej 1,0%).

W związku z tym stwierdzeniem warto postawić następujące pytania:

1. Czy przyczyną niedoważenia GPW w portfelach międzynarodowych inwestorów są rzeczywiście OFE, czy też są jakieś inne przyczyny?
2. Gdyby przyjąć, że faktycznie OFE są przyczyną niedoważenia GPW w portfelach międzynarodowych inwestorów, to czy oznacza, to że efektem istnienia OFE jest zmniejszenie napływu kapitału zagranicznego na GPW?
3. Czy ograniczenie napływu kapitału zagranicznego na GPW i oparcie wzrostu kapitalizacji rynku w większym stopniu o kapitał krajowy przyczynia się do hamowania wzrostu gospodarczego kraju?

# WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (3)

## CZY OFE WYPYCHAJĄ KAPITAŁ ZAGRANICZNY I PRZYCZYNIAJĄ SIĘ W TEN SPOSÓB DO SPOWALNIANIA WZROSTU GOSPODARKI? (B)

Popyt ze strony OFE objawia się nie tylko poprzez presję na wzrost cen akcji, lecz również poprzez zwiększenie podaży spółek na GPW. Jest wiele przypadków IPO, które prawdopodobnie nie miałyby miejsca gdyby nie obecność na GPW popytu stwarzanego przez OFE (m.in. duże prywatyzacje, wyjście poprzez IPO przez firmy private equity, o czym była mowa wyżej). Stąd można postawić tezę, że obecność OFE przyczynia się do wzrostu kapitalizacji GPW dzięki zwiększeniu podaży spółek. W okresie funkcjonowania OFE kapitalizacja GPW zarówno bezwzględnie, jak w relacji do kapitalizacji giełd regionu znacznie wzrosła, a GPW prześcignęła Wiedeń i stała się rynkiem nr 1 w regionie. Gdyby nie było OFE, ze względu na mniejszą liczbę spółek kapitalizacja GPW byłaby niższa, i nawet jeśli udział inwestorów zagranicznych byłby w niej większy, to wartość udziałów inwestorów zagranicznych mogłaby być znacznie mniejsza niż jest obecnie. Trudno jest więc stwierdzić, że obecność OFE zmniejsza napływ kapitału na GPW, nawet jeśli przyjąć hipotezę, że to OFE są odpowiedzialne za niedoważenie GPW w portfelach międzynarodowych inwestorów.

Kapitał zagraniczny może przyczynić się do wzrostu gospodarczego, lecz jego napływ jest często źródłem niestabilności, która w efekcie może negatywnie oddziaływać na wzrost. Tak jak istnieją silne i przekonujące dane empiryczne wskazujące, że swoboda handlu ma pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, tak brakuje jednoznacznych dowodów, że swoboda przepływu kapitału ma generalnie pozytywny wpływ na wzrost. Autorzy jednego z najnowszych studiów empirycznych, badający relację między międzynarodowymi przepływami kapitałowymi w około 100 krajach w latach 1990-2010 formułują następujące wnioski\*:

- ▶ Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wzrost gospodarczy jest wyraźny i silny.
- ▶ Portfelowe inwestycje kapitałowe (zakup akcji na giełdach) mają mniejszy i mniej stabilny wpływ na wzrost gospodarczy.
- ▶ Napływ kapitału w formie krótkoterminowego zadłużenia nie wpływa na wzrost gospodarczy w okresie przed kryzysem, natomiast w okresie kryzysu ma wpływ negatywny.

**OFE przyczyniają się jednocześnie do zwiększenia kapitalizacji GPW i do zwiększenia udziału inwestorów krajowych w kapitalizacji GPW, przez co stają się istotnym czynnikiem stabilizującym rynek i zwiększającym jego pozytywny wpływ na gospodarkę.**

\*Joshua Aizenman, Yothin Jinjark and Donghyun Park, "Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010", NBER Working Paper 17502, Cambridge, Massachusetts, October 2011. Wnioski te są zbieżne także z konkluzjami raportu: Rudiger Ahrend, Antoine Goujard and Cyrille Schweltnus, „International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility?”, OECD Economic Policy Papers, No 02, June 2012.

# **WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (4)**

## **WPLYW OFE NA ROZWÓJ GOSPODARKI MOŻE I POWINIEN BYĆ W PRZYSZŁOŚCI WIĘKSZY**

---

1. **Ewenementem jest to, że OFE nie inwestują w private equity.**
  - ▶ Wymaga to zmian regulacyjnych, a przede wszystkim zmian polityki nadzorczej.
  - ▶ Udział private equity w aktywach OFE może docelowo wynieść ok. 10%.
2. **Dostarczanie długoterminowego kapitału pożyczkowego na rozwój gospodarki**
  - ▶ Dostęp do długoterminowego finansowania pożyczkowego w polskiej gospodarce jest bardzo ograniczony.
  - ▶ Zmiany regulacyjne (Bazyleja III) dodatkowo ograniczą zdolność sektora bankowego do dostarczania długoterminowych kredytów.
  - ▶ OFE mogą i powinny być naturalnym dostarczycielem długoterminowego finansowania do projektów infrastrukturalnych realizowanych przez sektor prywatny i publiczny (w tym samorządowy).
  - ▶ Funkcjonowanie OFE jest kluczowe dla możliwości rozwoju w Polsce rynku listów zastawnych, bez którego finansowanie mieszkalnictwa po zmianach Bazylei III będzie zagrożone.
3. **Rozwój rynku obligacji korporacyjnych**
  - ▶ Obligacje korporacyjne to wciąż jeden najmniej rozwiniętych segmentów polskiego rynku kapitałowego. Ich udział w aktywach OFE powinien stopniowo rosnąć.
4. **Zmiana struktury aktywów OFE**
  - ▶ Wymienione wyżej instrumenty (inwestycje w funduszach private equity, obligacje infrastrukturalne, listy zastawne, obligacje korporacyjne) powinny stopniowo zastępować a portfelach OFE obligacje skarbowe. W perspektywie 10 lat w/w instrumenty mogłyby osiągnąć w aktywach OFE łączny udział zbliżony, a być może nawet wyższy niż udział akcji.



# WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (5)

## WPLYW NA MOŻLIWOŚĆ POWSTAWANIA I ROZWOJU RODZIMYCH FIRM

---

### Wpływ na możliwość rozwoju rodzimych firm

- ▶ Silna GPW i popyt zgłaszany przez obecnych tam inwestorów (w tym OFE) zwiększa zainteresowanie inwestycjami w nowopowstające firmy oraz firmy w fazie rozwoju i wzrostu ze strony inwestorów prywatnych, funduszy venture capital i private equity. Popyt istniejący na GPW stwarza dostawcom kapitału atrakcyjną perspektywę wyjścia z inwestycji poprzez IPO. Stąd OFE, mimo że nie inwestują w private equity pełnią już znaczącą rolę w mechanizmie pozyskiwania kapitału przez nowopowstające firmy oraz firmy w fazie rozwoju i wzrostu.
- ▶ Jeśli OFE zaczną inwestować w private equity to rola ta istotnie wzrośnie.

# **WPLYW OFE NA WZROST GOSPODARCZY (6)**

## ***ZNACZENIE GOSPODARCZE I CYWILIZACYJNE DUZYCH PRYWATNYCH FIRM MAJĄCYCH CENTRALE W KRAJU***

---

**Istnienie OFE ma kluczowe znaczenie dla możliwości funkcjonowania dużych samodzielnych firm (grup kapitałowych) mających swoje centrale w Polsce.**

- ▶ Najwyższej wartości funkcje związane z kluczowymi kompetencjami będącymi źródłem przewagi konkurencyjnej danej firmy są z reguły umiejscowione w centralach korporacji, podczas gdy firmy zależne koncentrują się przede wszystkim na wykonywaniu funkcji sprzedażowych, zunifikowanych produkcyjnych i obsługowych.
- ▶ Duże firmy mające centrale w Polsce stwarzają polskim menadżerom i absolwentom polskich uczelni możliwości kariery zawodowej łącznie z pełnieniem najwyższych funkcji korporacyjnych.
- ▶ Gros wydatków na innowacje w rozwiniętych gospodarkach dokonują duże prywatne firmy, w których mieszczą się ich centrale i główne centra kompetencji.

**Jeżeli chcemy, aby w Polsce mieściły się centrale dużych firm prywatnych, aby nakłady na innowacje w Polsce były wysokie, aby polskie uczelnie się rozwijały i by stwarzały swoim absolwentom szanse rozwoju i kariery zawodowej, by zdolni studenci mogli widzieć przed sobą możliwość wybitnej kariery w biznesie w Polsce, to jednym z istotnych działań dla osiągnięcia tego celu jest funkcjonowanie na rynku kapitałowym kategorii inwestorów jaką stanowią OFE.**

## CZY OFE POWINNY BYĆ DOBROWOLNE?

**Filar I i Filar II są elementami obowiązkowego systemu emerytalnego.** Możliwość wyboru między filarami wprowadzona w chwili startu reformy w odniesieniu do kilkunastu roczników przyczyniła się do późniejszych problemów: napędzała wydatki reklamowe PTE i spowodowała, że do OFE przystąpiło znacznie więcej osób niż zakładano przy tworzeniu systemu, co w efekcie zwiększyło negatywny wpływ reformy na stabilność finansów publicznych.

**Wprowadzenie dziś dobrowolności wyboru między ZUS i OFE byłoby niezwykle ryzykowne (i dlatego nie wydaje się być przez nikogo naprawdę rozważane):**

- ▶ Mogłoby zagrozić stabilności finansów państwa, gdyby dużo osób zdecydowało się przekazać składkę do OFE, a nie do ZUS.
- ▶ Mogłoby skłonić władze, aby dla uniknięcia niebezpieczeństwa odpływu składki z ZUS konkurować z OFE poprzez oferowanie atrakcyjnych zasad waloryzacji (powodując przyszły deficyt ZUS) lub publicznie dyskredytować OFE.

**Wprowadzenie jednostronnej „dobrowolności” czyli zezwolenia na rezygnację z OFE na rzecz ZUS to wypróbowana już forma likwidacji filaru kapitałowego.**

- ▶ Rozwiązanie takie, w połączeniu z publicznym podważaniem przez rząd zaufania do filara kapitałowego, pozwoliło na Węgrzech na de facto likwidację i przejęcie aktywów funduszy emerytalnych.
- ▶ Wprowadzenie jednostronnej dobrowolności zmuszać będzie do konkurencji między filarami, czego efektem będzie z jednej strony podważanie zaufania do ZUS, a z drugiej nasilenie dyskredytowania i podważania zaufania do OFE, a także możliwa tendencja do dalszego uatrakcyjnienia stopy waloryzacji obiecywanej przez ZUS, skutkująca wzrostem przyszłych zobowiązań państwa.

# CO TRZEBA ZMIENIĆ ABY PODNIEŚĆ EFEKTYWNOŚĆ OFE?

---

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

1. Wprowadzić podział na:
  - ▶ fundusze „wzrostowe” (oferujące perspektywę wyższego zwrotu, kosztem wyższej zmienności), w których będą gromadzone aktywa osób mających jeszcze wiele lat do emerytury oraz
  - ▶ fundusze „stabilizacyjne” (oferujące mniejsze ryzyko zmienności kosztem gorszej perspektywy wzrostu) dla osób zbliżających się do wieku emerytalnego.
2. Znieść opłatę od składki (pod warunkiem zniesienia opłaty od składki pobieranej przez ZUS, wynoszącej obecnie 0,8%).
3. Znieść minimalną stopę rentowności określaną w odniesieniu do średniej rentowności wszystkich OFE i obowiązek dopłaty.
4. Wprowadzić zewnętrzny benchmark i wprowadzić uzależnienie (w pewnym zakresie) wysokości opłaty za zarządzanie od rentowności osiągniętej przez OFE w relacji do benchmarku.
5. Wprowadzić regulacje i zmiany w polityce nadzorczej umożliwiające inwestycje w private equity i w obligacje finansujące projekty infrastrukturalne.

# JAK WYPŁACAĆ EMERYTURY Z OFE (1)

## PODSTAWOWE PROPOZYCJE

---

### I. Wypłaty przez OFE

- ▶ Propozycja zawarta w raporcie profesorów Wojciecha Otto i Mariana Wiśniewskiego „Wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych OFE” z 18 lutego 2013r. (Koncentrujemy się tu na wariantcie określonym tam jako „renta dożywotnia”)

### 2. Wypłaty przez ZUS (dwa warianty):

- a) Z przekazaniem kapitału członka OFE do ZUS w chwili przejścia na emeryturę.
- b) Z przekazywaniem kapitału członka OFE do ZUS stopniowo przez okres 10 lat poprzedzających moment osiągnięcia wieku emerytalnego.

# JAK WYPŁACAĆ EMERYTURY Z OFE (2)

## OCENA PODSTAWOWYCH PROPOZYCJI

---

1. Wariant wypłat przez OFE jest zgodny z założeniami reformy z 1998. Pozwala przy danej wielkości zasilania Filaru II składką zmaksymalizować korzyści w postaci :
  - a) wpływu OFE na dywersyfikację ryzyka przyszłych emerytów;
  - b) zwiększenia stabilności Filara I (ZUS) - por. slajd nr 17
  - c) pozytywnego wpływu OFE na rozwój gospodarki za pośrednictwem rynku kapitałowego.
2. Warianty wypłaty przez ZUS ograniczają korzyści o których mowa w punkcie 1, lecz zmniejszają napięcia budżetowe i ograniczają ryzyko dla stabilności finansów publicznych w średnim okresie.
3. Ponieważ ewentualna rezygnacja z wariantu wypłaty zgodnego z założeniami reformy i powierzenie wypłaty ZUS może mieć faktyczne uzasadnienie przede wszystkim w zaradzeniu krótko- i średnioterminowym napięciom budżetowym, warto rozważyć inne działania mogące przynieść podobny efekt, a mniej szkodliwe dla systemu emerytalnego, gospodarki i rozwoju cywilizacyjnego kraju (działaniem takim może być np. zawieszenie decyzji o podwyżkach składki przewidzianych na rok 2014 i 2015).

# RANKING WYBRANYCH SCENARIUSZY PRZYSZŁOŚCI OFE

---

## **Scenariusze zachowania istoty i maksymalizacja korzyści z systemu przy danej składce:**

1. Scenariusz podstawowy: wypłata przez OFE wg propozycji renty dożywotniej z raportu Otto i Wiśniewskiego oraz stopniowe podnoszenie stawek składki aż do poziomu 3,5% (zgodnie z obecnym stanem prawnym).
2. Scenariusz zamrożenia wzrostu składki: wypłata emerytur przez OFE jak w wariantcie podstawowym i pozostawienie składki na obecnym poziomie 2,8%.

## **Scenariusze zachowania filaru kapitałowego okrojonego co do swych funkcji w stosunku do założeń reformy:**

3. Wypłata emerytur przez ZUS z pozostawieniem środków w OFE do chwili przejścia na emeryturę i z zachowaniem dopływu nowej składki do OFE.
4. Przekazywanie kapitału członka OFE do ZUS stopniowo przez okres 10 lat poprzedzających moment osiągnięcia wieku emerytalnego i zachowaniem dopływu nowej składki.

## **Scenariusze likwidacji filara kapitałowego (we wszystkich zakładamy wypłatę emerytur przez ZUS):**

5. Wprowadzenie tzw. dobrowolności w odniesieniu do nowej składki tzw. umożliwienie przekazywania składki do ZUS zamiast do OFE.
6. Wprowadzenie tzw. dobrowolności w odniesieniu do nowej składki i zgromadzonego kapitału tzn. umożliwienie przeniesienia zgromadzonego kapitału do ZUS i przekazywania tam całości nowej składki.
7. Scenariusz całkowitej jednorazowej likwidacji: zamknięcie dopływu składki i jednorazowe przekazanie aktywów do ZUS.



## **Kontakt**

Stefan Kawalec	<a href="mailto:skawalec@capitalstrategy.pl">skawalec@capitalstrategy.pl</a>	+48-601-29-39-85
Marcin Gozdek	<a href="mailto:mgozdek@capitalstrategy.pl">mgozdek@capitalstrategy.pl</a>	+48-601-90-98-98

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

Tel. +48-22-630-57-57  
[www.capitalstrategy.pl](http://www.capitalstrategy.pl)

**Dziękujemy za uwagę**