

# Raport Specjalny

## Zmiany w systemie emerytalnym, czyli początek końca OFE

poniedziałek, 14 października 2013 r.



Monika Kurtek - Główny Ekonomista - tel. (22) 328 75 28  
Piotr Łysienia - Starszy Ekonomista - tel. (22) 328 75 61

Dorota Węgrzyn - Dealer Produktów Skarbowych - tel. (22) 328 74 84  
Piotr Dymny - Dealer Produktów Skarbowych - tel. (22) 328 75 63

Proponowane zmiany w systemie emerytalnym są początkiem końca OFE. Rząd w obliczu zagrożenia przekroczenia drugiego progu ostrożnościowego relacji długu publicznego do PKB na poziomie 55% nie zdecydował się na podwyżki podatków lub reformę wydatkowej strony budżetu. W zamian podjął decyzję o przeniesieniu środków z OFE do ZUS i tym samym „przerzucił” odpowiedzialność za wypłaty emerytur na przyszłe pokolenia. W przyszłości – w obliczu pogarszającej się sytuacji demograficznej - podatnicy będą zmuszeni do finansowania emerytur za pośrednictwem podatków. Zmiany w krótkim okresie będą korzystne dla finansów publicznych, jednak mogą negatywnie wpłynąć na krajowy rynek giełdowy, który był beneficjentem strumienia środków z OFE w ostatnich latach. Na rynku obligacji będziemy mieli do czynienia ze wzrostem znaczenia inwestorów zagranicznych, co może zwiększyć ryzyko wynikające z odpływu kapitału w obliczu np. wyraźnego pogorszenia nastrojów globalnych. Rząd ma przyjąć projekt ustawy o OFE w listopadzie, a nowelizacja ustawy ma wejść w życie 1 stycznia 2014 r.

Poniżej prezentujemy najważniejsze punkty projektu ustawy, który został przekazany do konsultacji społecznych 10 października 2013 r.:

### 1. Umorzenie obligacji w posiadaniu OFE

Obligacje Skarbu Państwa z portfeli OFE zostaną przekazane do ZUS, a następnie umorzone decyzją administracyjną. ZUS otrzyma 51.5% aktywów OFE według wyceny z 31 stycznia 2014 r. (według stanu na koniec września 2013 r. transfer do ZUS wyniósłby ok. PLN150mld – wykres 1), jednak wartość aktywów przenoszonych do ZUS nie będzie mogła być niższa niż 51.5% ich wyceny z 3 września 2013 r. Z związku ze zmianami w OFE progi ostrożnościowe relacji długu do PKB zostaną obniżone do 43% i 48% z odpowiednio 50% i 55%.

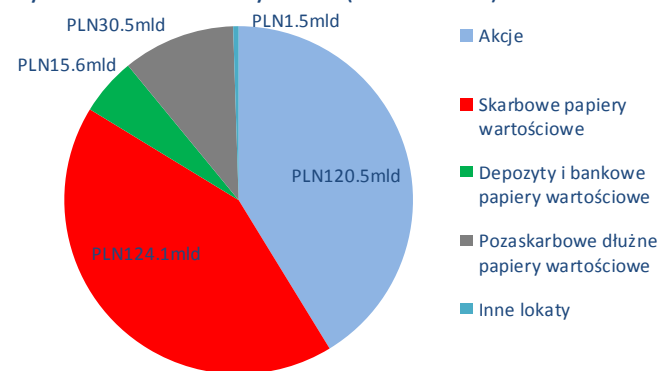
Naszym zdaniem: w krótkiej perspektywie zmiany w OFE będą łagodziły problemy finansowe państwa. Mniejsze potrzeby pożyczkowe oraz niższa dotacja do ZUS pozwolą na uniknięcie konieczności podwyżki podatków lub cięcia wydatków budżetowych. Należy jednak pamiętać, że dług jest długiem niezależnie od formy. Zamiana obligacji na przyszłe zobowiązania ZUS nie zmniejsza przyszłych zobowiązań państwa związanych z wypłatą emerytur, a jedynie zamienia rzeczywiste aktywa znajdujące się w OFE na wirtualne zapisy na kontach przyszłych emerytur w ZUS. Jedynie obniżenie progów ostrożnościowych ogranicza możliwość prowadzenia zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej i „przejadania” oszczędności emerytalnych.

### 2. Przenoszenie aktywów OFE do ZUS na 10 lat przed emeryturą

Środki zgromadzone na indywidualnych kontach będą stopniowo przenoszone do ZUS przez okres 10 lat poprzedzający przejście na emeryturę. Wprowadzenie tego mechanizmu ma zmniejszyć ryzyko związane z ruchami cen aktywów finansowych w ostatnim okresie aktywności zawodowej.

Naszym zdaniem: mechanizm „suwaka inwestycyjnego” z jednej strony chroni

Wykres 1. Struktura aktywów OFE (wrzesień 2013 r.)



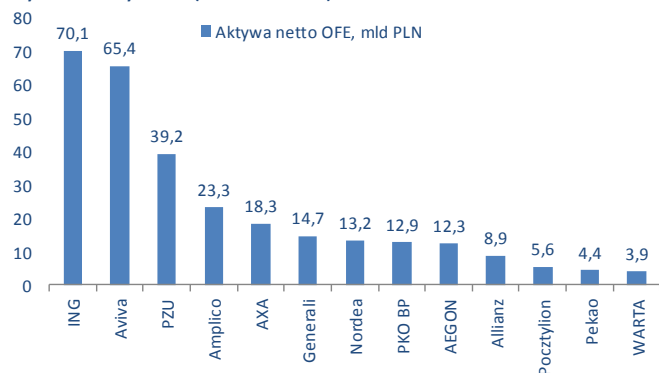
Źródło: KNF

przyszłych emerytów przed „ryzykiem złej daty”, tj. ryzykiem, że w bezpośrednio przed przejściem na emeryturę wartość zgromadzonych oszczędności spadnie znacząco w związku z załamaniem na rynku kapitałowym. Z drugiej strony takie rozwiązanie ogranicza okres przez jaki środki w OFE będą inwestowane. Mechanizm „suwaka” będzie się również przyczyniał do spadku aktywów OFE w kolejnych latach.

### 3. Wybór pomiędzy ZUS i OFE

Przyszli emeryci będą mogli zdecydować czy chcą odkładać na emeryturę w OFE (składka wyniesie 2.92%), czy wszystkie składki przekazywać do ZUS. Deklarację będzie można złożyć od 1 kwietnia 2014 r. do 30 czerwca 2014 r. w oddziałach ZUS, listownie oraz za pośrednictwem platformy ePUAP. Brak złożenia deklaracji będzie oznaczać automatyczne przeniesienia do ZUS. Po dwóch latach funkcjonowania systemu otwarte zostanie „okno transferowe”, które umożliwi przyszłym emerytom zmianę decyzji. W kolejnych latach przechodzenie

Wykres 2. Aktywa OFE (wrzesień 2013 r.)



Źródło: KNF

ZUS możliwe będzie raz na cztery lata. Ustawa wprowadza również zakaz reklamy OFE.

*Naszym zdaniem: większość osób najprawdopodobniej zdecyduje się na przeniesienie składek do ZUS (znaczną część nie zrobi w tej kwestii i automatycznie trafi do ZUS). Pozostanie w OFE będzie wymagało dużej determinacji i jest obciążone ryzykiem w związku z niepewnymi warunkami w jakich te instytucje będą funkcjonować po zmianach w systemie emerytalnym.*

#### 4. Zmiany w polityce inwestycyjnej OFE

OFE nie będą mogły inwestować w obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, a od 4 lutego 2014 r. będą musiały lokować 75% aktywów w akcje. Ponadto od 1 lipca 2014 r. wewnętrzny benchmark - który do tej pory promował politykę inwestycyjną zakładającą upodobnianie się do największych graczy na rynku – zostanie zniesiony. Ustawa zakłada również stopniowe podnoszenie limitu inwestycji zagranicznych: od 10% w 2014 r. do 30% w 2016 r. (dozwolone będą inwestycje w krajach UE i OECD) z obecnych 5%. Opłaty prowizyjne od składek przekazywanych do OFE spadną do 1.75% z 3.50% obecnie. Zmianom nie ulegną opłaty za zarządzanie aktywami, które będą stanowić główne źródło dochodów funduszy ze względu na niższy napływ nowych środków. Dodatkowo, OFE będą mogły różnicować opłaty pobierane od swoich członków w zależności od stażu w funduszu.

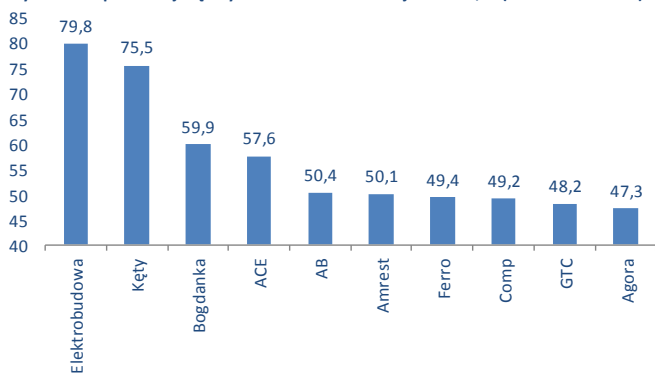
*Naszym zdaniem: uwolnienie limitów inwestycyjnych jest konieczne, ponieważ ustawa zabiera OFE możliwość inwestowania w obligacje skarbowe, które do tej pory stanowiły główny składnik ich portfela. Poszerzenie spektrum dostępnych instrumentów, w tym zwiększenie limitów na inwestycje zagraniczne, należy ocenić pozytywnie, jednak w obliczu oczekiwanego spadku aktywów OFE może to nie wystarczyć do zatrzymania przyszłych emerytów w systemie kapitałowym. Przeniesienie portfela obligacji do ZUS będzie sprzyjać większej zmienności wycen jednostek uczestnictwa, co może zniechęcać do trzymania środków w systemie kapitałowym. Należy jednak zauważyć, że brak możliwości inwestowania w obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa może być pozytywnym bodźcem do rozwoju rynku obligacji korporacyjnych.*

posiadanych papierów wartościowych na rynku w celu przekazania środków do ZUS. OFE do tej pory były głównym akcjonariuszem w wielu spółkach giełdowych (wykres 3). W obliczu zmian w systemie emerytalnym spółki te będą zmuszone do znalezienia nowej grupy inwestorów skłonnych finansować ich rozwój.

Nawet osoby, które wybiorą OFE na 10 lat przed przejściem na emeryturę, będą stopniowo przechodzić do ZUS za sprawą „suwaka inwestycyjnego”. Ten mechanizm również będzie ograniczać aktywa w zarządzaniu funduszy emerytalnych, co w dłuższej perspektywie przyczyni się do zdecydowanego spadku ich roli na krajowym rynku finansowym. Spadek znaczenia OFE może mieć również negatywne skutki dla rynku obligacji skarbowych, który będzie bardziej podatny na zmiany nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

Piotr Łysienia  
[p.lysienia@pocztowy.pl](mailto:p.lysienia@pocztowy.pl)

Wykres 3. Spółki z największym udziałem OFE w akcjonariacie, % (wrzesień 2013 r.)



Źródło: Bloomberg

Dalsze funkcjonowanie modelu biznesowego OFE w obliczu proponowanych zmian prawnych stoi pod dużym znakiem zapytania. Liczba osób, która wybierze OFE, będzie najprawdopodobniej niewielka, co przełoży się na silny spadek aktywów i konieczność sprzedaży