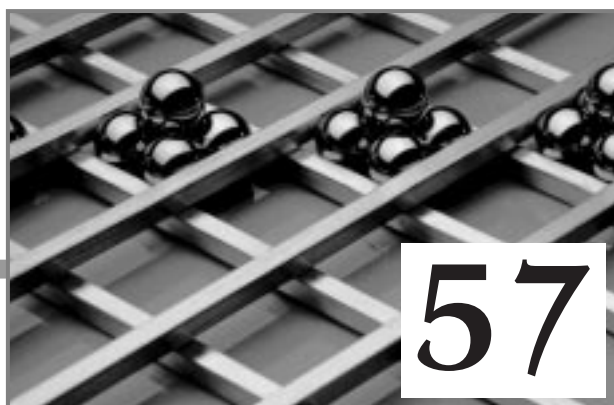


Z E S Z Y T Y BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 2 0 0 1

NOWY SYSTEM EMERYTALNY W POLSCE
– WPŁYW NA KRÓTKO-
I DŁUGOTERMINOWE PERSPEKTYWY
GOSPODARKI I RYNKÓW FINANSOWYCH



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa
00 – 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA
00 – 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja Zeszytów

Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz
Sekretarz Zeszytów
Krystyna Olechowska

Autorzy
Adam Chełchowski
Marek Góra
Wiesław Rozłucki

Opracowanie graficzne
Agnieszka Bury

DTP
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca
CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12
Nakładca
BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w grudniu 2001 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE	5
Marek Góra – KOSZTY, OSZCZĘDNOŚCI ORAZ EFEKTY ZEWNĘTRZNE ZWIĄZANE Z WPROWADZENIEM NOWEGO SYSTEMU EMERYTALNEGO	7
1. Wprowadzenie	7
2. Nowy polski system emerytalny	8
3. Efektywny system emerytalny	10
4. Przejście do efektywnego systemu emerytalnego	12
5. Zdefiniowane świadczenie, czy zdefiniowana składka?	14
6. Dług systemu emerytalnego a rynki finansowe	15
7. Finansowanie przejścia do nowego systemu emerytalnego	16
8. Nowy system emerytalny i prywatyzacja	20
9. Inwestycje infrastrukturalne	21
10. Redukcja długu	22
11. Czy grozi nam „obniżenie emerytur”?	23
12. System „solidarnościowy” – co znaczy to określenie?	25
13. System emerytalny i bezrobocie	25
14. Nowy system emerytalny w początkowym okresie funkcjonowania	27
15. Składki w nowym systemie emerytalnym	27
16. Kilka wyjaśnień dotyczących nowego systemu emerytalnego	29
17. Skala redukcji zobowiązań systemu emerytalnego	31
18. Skutki funkcjonowania nowego systemu dla bezrobocia w Polsce	31
19. Wyniki finansowe funduszy emerytalnych	32
Wiesław Rozłucki – ZNACZENIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH DLA ROZWOJU WARSZAWSKIEJ GIELDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	37
1. Fundusze emerytalne i GPW po trzech latach od wprowadzenia nowego systemu emerytalnego	37
2. Nowe warunki działania GPW i OFE – nowe pytania	39
3. Rozwój funduszy emerytalnych w Polsce a rozwój GPW	39
Adam Chelchowski – STRATEGIE INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH – REFORMA EMERYTALNA – SUKCES CZY PORAŻKA?	41
1. Wstęp	41
2. Wybór strategii	41
3. Determinanty sukcesu reformy emerytalnej	42
4. Wpływ globalizacji na rynki kapitałowe	43
5. Wnioski	50

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Romuald Adamowicz	BRE Leasing	Ryszard F. Ławniczak	Kancelaria Prezydenta RP
Małgorzata Antczak	Fundacja CASE	Jan Macieja	INE PAN
Ewa Balcerowicz	Fundacja CASE	Patrycja Maciejewicz	Gazeta Wyborcza
Bogumił Bińczak	K&K Consultants	Gabriela Machura-Bocian	Narodowy Bank Polski
Barbara Błaszczak	Fundacja CASE	Grzegorz Maliszewski	BIG Bank Gdański SA
Krzysztof Błędowski		Waldemar Markiewicz	ProCapital
Magda Brennek	Przedstawicielstwo Komisji Europejskiej w Polsce	Krzysztof Markowski	PKO BP SA
	Fundacja CASE	Jarosław Maroń	Fundacja CASE
Piotr Bujak	SGH	Mirostaw Maszybrocki	DAEWOO TU SA
Tomasz Chmielewski	ePress	Paweł Michalik	PTE Skarbiec – Emerytura SA
Grzegorz Cydejko	AmerBank SA	Wojciech Mondiewicz	SGH
Małgorzata Dobrzyńska	Ministerstwo Finansów	Igor Nowak	Życie
Bartosz Drabikowski	Prawo i Gospodarka	Krystyna Olechowska	Fundacja CASE
Małgorzata Dragan	SGH	Tadeusz Oldakowski	Krajowa Izba Rozliczeniowa SA
Stefan Dunin Wąsowicz	Narodowy Bank Polski	Leszek Pawłowicz	Gdańska Akademia Bankowa
Mirosław Dusza	Kredyt Bank SA	Piotr Perlański	Deutsche Bank Polska SA
Michał Dwurzyński	CDC Comper	Krzysztof Piec	SGH
Maciej Fornalczyk	HypoVereinsbank Bank Hipoteczny SA	Jerzy Pieńkowski	Przedstawicielstwo Komisji Europejskiej w Polsce
Jacek Furga	NBP		SGH
Małgorzata Golik	Narodowy Bank Polski	Jerzy W. Pietrewicz	3M POLAND
Marta Gołajewska	SGH	Piotr Poruźniński	Ministerstwo Finansów
Marek Góra	Fundacja CASE		
Michał Górzyński	BISE SA	Jerzy Pruski	Rada Polityki Pieniężnej NBP
Włodzimierz Grudziński	WNE UW	Elżbieta Pustoła	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
Ewa Gucwa-Leśny	SGH		PARR
Dariusz Jagiełło	NBP	Andrzej Pyszkowski	Fundacja CASE
Zofia Jarczewska	Commercial Union Investment Managment (Polska) SA	Artur Radziwiłł	Narodowy Bank Polski
Rafał Janczyk	Ambasada USA	Wojciech Rogowski	Giełda Papierów Wartościowych
	INE PAN	Wiesław Rozłucki	Narodowy Bank Polski
Anna Jaros	Narodowy Bank Polski	Ewa Sadowska-Cieślak	International Finance Corporation
Leszek Jasiński	Rzeczpospolita	Cyrus Saasnapour	Kredyt Bank SA
Jakub Karnowski	Ministerstwo Finansów	Izabela Sewerynik	Narodowy Bank Polski
Stefan Karpiński	SGH	Andrzej Sławiński	WSUiB
Leszek Kąsek	Bank Handlowy SA	Paweł Sobkiewicz	AmerBank SA
Grzegorz Klima	Narodowy Bank Polski	Małgorzata Sosnowska	Gazeta Wyborcza
Krzysztof Kluza	RCSS	Andrzej Stec	PTE Nationale Nederlanden Polska SA
Paweł Kłosiewicz	Zurich PTE SA	Michał Szczurek	Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
Jan Kowalczyk	Wyższa Szkoła Handlu i Prawa	Krzysztof Szewczyk	Narodowy Bank Polski
Mirosław Kowalski	DWZ		BCC
Zygmunt Królak	Reuters	Piotr Szpunar	IBD Zmiany SA
Mikołaj Kruczyński	Bank Handlowy w Warszawie SA	Kazimierz Ślubowski	SGH
Ewa Krukowska	NICOM	Andrzej Śniecikowski	PUNU
Maciej Krzak	NBP GINB	Anna Świerczyńska	PTE Allianz Polska SA
Stanisław Kubiela	Unia Europejska Przedstawicielstwo w Polsce	Danuta Wałcerz	Fundacja CASE
Wojciech Kwaśniak	WNE UW	Paweł Wojciechowski	
Jerzy Kwieciński	INE PAN	Grażyna Wojciechowicz	
	PKO/Handlowy PTE SA	Maciej Wróblewski	
Barbara Liberda	Związek Rzemiosła Polskiego	Bohdan Wyżnikiewicz	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Adam Lipowski			
Krzysztof Lutostański			
Barbara Lutow			

WPROWADZENIE

Zeszyty BRE-CASE nr 57 zawierają trzy obszernie teksty przygotowane na seminarium poświęcone wpływowi nowego systemu emerytalnego w Polsce na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych. Zorganizowane wspólnie przez Fundację CASE i BRE Bank SA, w ramach stałego cyklu spotkań panelowych, seminarium odbyło się w Warszawie w grudniu 2001 roku.

Autorzy prezentowanych niżej opracowań: Marek Góra, profesor Szkoły Głównej Handlowej, współpracownik CASE, współautor nowego systemu emerytalnego; Wiesław Rozłucki, prezes Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie; Adam Chełchowski, przewodniczący Rady Inwestycyjnej Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych próbują ocenić znaczenie funduszy emerytalnych dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Koszty, oszczędności oraz efekty zewnętrzne związane z wprowadzeniem nowego systemu emerytalnego omawia Marek Góra. Nowy system emerytalny jest narzędziem indywidualnej alokacji dochodu w cyklu życia i jest w całości oparty na indywidualnych kontach, na które trafiają składki płacone za osoby objęte tym systemem (urodzeni po 31 grudnia 1948 r.). Każdy (docelowo) ma dwa konta emerytalne. Pieniądze trafiające na pierwsze konto obsługiwane są przez jedną instytucję (obecnie jest to ZUS, ale w przyszłości może to być inna instytucja). Z ekonomicznego punktu widzenia przekazanie składek na pierwsze konto ma charakter zakupu obligacji skarbowej. Nie podlega ona obrotowi na rynkach finansowych, nie musi więc też być fizycznie emitowana. Stopa zwrotu, którą otrzymujemy z takiej obligacji, jest mniej więcej równa tempu wzrostu gospodarczego (dokładnie jest to 75% tempa wzrostu funduszu płac w gospodarce). Stopa zwrotu jest parametrem ekonomicznym i nie jest przedmiotem czyjejkolwiek decyzji. Pieniądze trafiające na drugie konto obsługiwane są przez wybrane przez nas PTE. Pieniądze wydawane są na zakup różnych instrumentów finansowych. Instrumenty te podlegają obrotowi na rynkach finansowych. Stopa zwrotu jest parametrem finansowym i nie jest przedmiotem czyjejkolwiek decyzji. Ingerencja państwa w wyniki oszczędzania na każdym z dwóch kont może mieć jedynie charakter podatkowy. (Stopy zwrotu uzyskane w przypadku pierwszego konta są opodatkowane w wysokości 25% realnej stopy zwrotu). Koszty obsługi pierwszego konta ukryte są w ogólnych podatkach oraz innych składkach. Koszty te nie obciążają więc stanu kont. Koszty obsługi drugiego konta są pokrywane bezpośrednio ze środków obsługiwanych osób. Stan kont jest więc odpowiednio pomniejszany. Środki zgromadzone na każdym z kont przeznaczone są na sfinansowanie anuitetu (dożywotniej emerytury) w wysokości zależnej jedynie od stanu konta i wieku przejścia na emeryturę.

Wiesław Rozłucki podkreślił w swoim wystąpieniu, że fundusze emerytalne są dużą szansą dla naszego lokalnego rynku papierów wartościowych. Z całą pewnością rośnie ich znaczenie. Jest grupa liderów Otwartych Funduszy Emerytalnych, która kształtuje politykę inwestycyjną pozostałych. Widoczne są także rosnące udziały OFE w spółkach giełdowych. Wydaje się, że rola OFE jako znaczącego inwestora w spółkach giełdowych powinna być niezmiernie aktywna. Dlaczego? Bo to, co niepokoi analityków giełdowych, to słabnąca efektywność i konkurencyjność polskich spółek, w tym spółek notowanych na giełdzie. Jeżeli sytuacja nie zmieni się, to efek-

tem może być czarny scenariusz nie tylko dla funduszy emerytalnych, ale i dla polskiej gospodarki. Co trzeba zmienić, aby poprawiła się efektywność i konkurencyjność w polskich spółkach publicznych? Jednym ze sposobów zmiany obecnego stanu jest nacisk korporacyjnych przedstawicieli w radach nadzorczych i walnych zgromadzeniach na większą efektywność spółek publicznych. Rola OFE w tym procesie jest nie do przecenienia.

Adam Chełchowski jednoznacznie stwierdził, że efektywność inwestowania środków przez OFE zdecyduje o sukcesie reformy emerytalnej. Efektem będzie stały dopływ środków na rynki finansowe, co sprawi, że popyt na aktywa finansowe a zarazem ich ceny powinny wzrastać. Z czasem wypłaty staną się równe składkom, a następnie będą od nich wyższe. Podaż aktywów finansowych przewyższy popyt, przez co ich ceny będą miały tendencję spadkową. Byłoby to szczególnie groźne, gdyby ograniczono możliwości inwestowania przez OFE wyłącznie do rynku krajowego. W ten sposób uzależnilibyśmy efektywność systemu emerytalnego od krajowych tendencji demograficznych. Środki otwartych funduszy emerytalnych będą na tyle duże w porównaniu z polskim rynkiem kapitałowym, że w początkowym okresie mielibyśmy zapewniony trend wzrostowy, który niestety z czasem zmieniłby swój kierunek wraz z groźbą krachu o rozmiarach mogących mieć zgubny wpływ dla sfery realnej gospodarki. Niestety w innych krajach, których rynki finansowe są na tyle rozwinięte, że OFE mogłyby tam inwestować, również spodziewany jest wzrost liczby emerytów w stosunku do pracujących. Tendencje demograficzne będą tam zbliżone do naszych, ale nie identyczne. Również systemy emerytalne w tych krajach są i będą różne i nie na wszystkich rynkach kapitałowych podaż aktywów będzie powodować jednakowe spadki cen. Inwestując środki gromadzone na kontach w OFE poza krajem możemy w dużym stopniu wyeliminować wpływ bieżącego bilansu składek i wypłat OFE na efektywność inwestowania, oraz zagrożenie dla gospodarki, które mógłby stanowić przyszły krach na krajowym rynku kapitałowym. Symulacja stosunku aktywów gromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych do kapitalizacji i *free float* Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pokazuje, że wpływ opisanych zjawisk na rynek kapitałowy będzie widoczny w stosunkowo bliskim czasie. Już w 2004 roku inwestycje funduszy emerytalnych w akcje spowodują, że skupią one 50% akcji znajdujących się w wolnym obrocie.

Prezentowane w Zeszycie teksty są rozszerzonymi wersjami wystąpień wygłoszonych na grudniowym seminarium. Zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.