

Obligacje emerytalne jako metoda złagodzenia napięć w finansach publicznych

I.	Wstęp	1
II.	Główne tezy.....	2
III.	Co to są obligacje emerytalne	3
IV.	Obecna składka emerytalna i jej podział	3
V.	Finansowanie wypłat przyszłych emerytur z ZUS i OFE	4
VI.	Rządowa propozycja zmiany podziału składki między ZUS i OFE.....	4
VII.	Wybrane efekty rozwiązania proponowanego przez Rząd	4
VIII.	Wybrane efekty alternatywnego rozwiązania z wykorzystaniem obligacji emerytalnych.....	5
IX.	Podsumowanie	8

I. Wstęp

W niniejszej notatce podejmuję próbę wstępnej analizy możliwości wykorzystania koncepcji obligacji emerytalnych zaproponowanych przez Marka Górę jako alternatywy dla proponowanego przez Rząd obniżenia części składki emerytalnej przekazywanej do Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Uważam, że dyskusowanie o takiej alternatywie ma sens, jeśli celem jest okresowe złagodzenie napięć w finansach publicznych, nie zaś trwałe ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego.

Celem niniejszej notatki nie jest całościowa analiza propozycji rządowej. Dokonuję tu oceny tylko wybranych aspektów propozycji rządowej, w zakresie potrzebnym dla porównania tej propozycji z rozpatrywaną propozycją alternatywną.

Ponieważ nie zakładam trwałego przekazywania składek do OFE w formie nierynkowych obligacji emerytalnych o opisanej tu charakterystyce, to pomijam analizę problemów, które by wystąpiłyby, gdyby takie obligacje emerytalne stały się dominującą kategorią aktywów OFE.

¹ / Autor jest prezesem zarządu Capital Strategy Spółka z o.o. oraz członkiem rad nadzorczych spółek: Kredyt Bank S.A. i Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A. W przeszłości był wiceministrem finansów. Tekst wyraża prywatne poglądy autora.

Główne tezy

1. Obligacje emerytalne oparte na koncepcji sformułowanej przez Marka Górę, to niepodlegające obrotowi rynkowemu instrumenty dłużne wykupywane przez państwo przez okres kilkudziesięciu lat, zgodnie z przewidywanym rozkładem wypłat spowodowanych przechodzeniem członków OFE na emeryturę.
2. Przekazywanie przez pewien okres części składki należnej OFE w formie obligacji emerytalnych ma zalety uzasadniające rozważenie tego rozwiązania jako alternatywy dla proponowanej przez rząd zmiany struktury podziału składki emerytalnej między ZUS i OFE (poprzez obniżenie wysokości składki przekazywanej do OFE), gdyby rozwiązanie takie miało być wprowadzone na okres przejściowy nie przekraczający kilku lat.
3. Z punktu widzenia wpływu na potrzeby gotówkowe i pożyczkowe Skarbu Państwa rozwiązanie z użyciem obligacji emerytalnych daje efekt zbliżony do zmiany struktury podziału składki emerytalnej między ZUS i OFE.
4. Cechy obligacji emerytalnych dają argumenty do nieuwzględniania ich w obowiązującej statystyce długu państwowego oraz do tego, by bezgotówkowe przekazanie OFE obligacji emerytalnych nie było traktowane jako wydatek budżetowy. Rząd polski powinien wystąpić do Rady Unii Europejskiej (na forum Ecofinu) o interpretację pozwalającą nie traktować obligacji emerytalnych jako instrumentu finansowego zaliczanego do długu publicznego przy badaniu spełniania kryteriów Maastricht.
5. W przeciwieństwie do obniżenia składki przekazywanej do OFE, przekazanie części składki w formie obligacji emerytalnych nie spowoduje zmniejszenia dopływu środków z OFE na rynek kapitałowy i przez to nie grozi wywołaniem negatywnych skutków dla wzrostu gospodarczego i wysokości przyszłych emerytur.
6. Przekazanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych nie oznacza zmiany ustalonej w 1999 roku struktury podziału składki między ZUS i OFE, lecz jest rozwiązaniem przejściowym związanym z napięciami w finansach publicznych. Procentowy udział składki przekazywanej w formie obligacji emerytalnych może być w kolejnych latach zmieniany według z góry ustalonej ścieżki, a w razie uzasadnionej potrzeby może być modyfikowany, bez powodowania fundamentalnej zmiany systemu.
7. Czasowe przekazywanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych (zamiast trwałego obniżenia tej składki) jest celowe, jeśli zamiarem Rządu nie jest demontaż części kapitałowej systemu, lecz intencją jest złagodzenie napięć w finansach publicznych i systemie emerytalnym powstałych między innymi w wyniku zaniechań poprzednich rządów.
8. W przypadku wprowadzenia proponowanego rozwiązania z użyciem obligacji emerytalnych w dalszym ciągu aktualna pozostaje potrzeba wprowadzenia zmian podnoszących efektywność części kapitałowej systemu emerytalnego, w szczególności poprzez obniżenie opłat ponoszonych przez członków i wprowadzenie subfunduszy o zróżnicowanym ryzyku.
9. Podobnie jak proponowana przez Rząd zmiana struktury podziału składki emerytalnej, proponowane rozwiązanie z użyciem obligacji emerytalnych nie usuwa przyczyn napięć w finansach publicznych, lecz jedynie pozwala w ograniczonym zakresie złagodzić dzisiejsze skutki tych napięć, przenosząc ich negatywne efekty w przyszłość. W związku z tym przekazywanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych nie stanowi alternatywy dla działań w celu ograniczenia deficytu budżetowego i poprawy długookresowej stabilności finansów publicznych między innymi poprzez zwiększanie aktywizacji zawodowej i stopniowe wydłużanie wielu emerytalnego.

II. Co to są obligacje emerytalne

1. Proponowane tu obligacje emerytalne, oparte na koncepcji Marka Góry, to instrumenty finansowe przekazywane OFE zamiast odpowiedniej kwoty należnych OFE składek emerytalnych.
2. Obligacje emerytalne byłyby spłacane przez kilkadziesiąt lat zgodnie z ustalonym w chwili emisji rozkładem płatności odpowiadającym statystycznej prognozie czasowego rozkładu przyszłych wypłat dotyczących aktualnych uczestników systemu OFE (związanych z przekazywaniem zgromadzonego kapitału do wybranego Zakładu Emerytalnego w momencie przejścia członka OFE na emeryturę).
3. Obligacje emerytalne miałyby zmienne oprocentowanie odpowiadające stopie nominalnego wzrostu PKB. Odsetki byłyby kapitalizowane i wypłacane wraz z ratami kapitału.
4. Obligacje nie podlegałyby obrotowi rynkowemu. Byłyby imiennie przypisane do konkretnego OFE z możliwością przeniesienia do innego funduszu w przypadku przekazywania aktywów między OFE w związku decyzją członka o zmianie funduszu. W takim przypadku OFE przekazujący aktywa przekazywałby w odpowiedniej proporcji część swojego portfela obligacji emerytalnych.
5. Ponieważ obligacje emerytalne nie podlegałyby wycenie rynkowej, sposób ich wyceny powinien być określony w ustawie i instrukcji regulatora. Wycena powinna odpowiadać aktualnej wartości nominalnej kapitału i skapitalizowanych odsetek, powiększonej o część oczekiwanych odsetek za bieżący okres odsetkowy, proporcjonalnie do upływu czasu.
6. Termin „obligacje emerytalne” należy traktować jako nazwę roboczą. Być może w zapisach legislacyjnych celowe będzie używanie dla tego instrumentu innego określenia, np. „certyfikaty emerytalne” dla odróżnienia od instrumentów rynku finansowego.

III. Obecna składka emerytalna i jej podział

1. Obowiązkowa składka emerytalna wynosi 19,3% wynagrodzenia pracowniczego brutto (do kwoty wynagrodzenia nie przekraczające 2,5 średniego wynagrodzenia).
2. Składka emerytalna jest odprowadzana do ZUS, który dokonuje jej podziału na dwie części:
 - a) część w wysokości 12,2% pozostaje w ZUS - określamy ją dalej jako „składka przekazywana do ZUS”
 - b) część wysokości 7,3% przekazywana jest do wybranego OFE – tę część określamy dalej jako „składkę przekazywaną do OFE”.
3. Taka struktura podziału oznacza, że blisko 63% składki emerytalnej przekazywane jest do ZUS, a nieco ponad 37% do OFE.
4. Składka przekazywana do ZUS jest wydawana przez tę instytucję na finansowanie bieżących wypłat emerytur i rent. Jednocześnie kwota składki skierowanej do ZUS jest zapisywana na indywidualnym koncie emerytalnym. Kwota składek na indywidualnym koncie emerytalnym jest powiększana w wyniku wpłacania nowych składek oraz w wyniku corocznej waloryzacji całej zgromadzonej kwoty składek.
5. Składka przekazywana do OFE jest inwestowana w papiery wartościowe - przede wszystkim w obligacje i bony skarbowe (w których łącznie OFE trzymają około 60% swojego portfela) oraz akcje spółek giełdowych (stanowiące około 30-35 % portfela OFE).

IV. Finansowanie wypłat przyszłych emerytur z ZUS i OFE

1. Z chwilą przechodzenia na emeryturę posiadacza indywidualnego konta emerytalnego w ZUS, następuje wyliczenie należnej z ZUS emerytury, której wysokość zależy będzie od kwoty zapisanej na indywidualnym koncie oraz od wieku osoby w chwili przejścia na emeryturę. Wypłata emerytury z ZUS, aż do śmierci tej osoby, będzie finansowana z obowiązkowych składek płaconych przez następne pokolenie a w razie potrzeby również dotacji budżetowej.
2. W przypadku przechodzenia na emeryturę członka OFE, osoba ta wybiera licencjonowany Zakład Emerytalny, do którego OFE przelewa cały kapitał zgromadzony na rachunku tej osoby. Za tę kwotę członek OFE wykupuje emeryturę, której wysokość zależy będzie od kwoty kapitału przekazanego do Zakładu Emerytalnego kapitału oraz od wieku danej osoby. Wypłata emerytury będzie finansowana następnie z kapitału zgromadzonego w ten sposób przez Zakład Emerytalny. Warto zaznaczyć, że są to zasady postulowane, natomiast legislacji dotyczącej Zakładów Emerytalnych wciąż brak, po zawetowaniu w 2009 roku przez Prezydenta ustawy o funduszach dożywotnich emerytur kapitałowych.

V. Rządowa propozycja zmiany podziału składki między ZUS i OFE

1. Rząd twierdzi, że składka przekazywana do OFE wynosząca około 1,5% PKB stanowi obecnie zbyt duże obciążenie dla finansów publicznych.
2. W grudniu 2010 roku Rząd zaproponował zmianę struktury podziału składki emerytalnej poprzez zmniejszenie części przekazywanej do OFE z 7,3% podstawy do 2,3%, przy jednoczesnym zwiększeniu części kierowanej do ZUS z 12,2% do 17,2%. Oznaczałoby to, że udział składki przekazywanej do ZUS zwiększyłby się 63% do 88% całości składki emerytalnej, a udział składki kierowanej do OFE spadłby z obecnych 37% do 12%.
3. Celem zmiany proponowanej przez Rząd jest zmniejszenie jawnego deficytu finansów publicznych oraz zmniejszenie tempa narastania jawnego długu publicznego.

VI. Wybrane efekty rozwiązania proponowanego przez Rząd

1. *Zmniejszenie bieżących potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa*

Dokonując zapisów na kontach w ZUS zamiast przekazywać środki do OFE Rząd zmniejsza swoje bieżące potrzeby pożyczkowe.

2. *Stworzenie zobowiązań państwa, których spłata zakończy się po 85-95 latach*

Składki zapisywane i waloryzowane na indywidualnych rachunkach emerytalnych w ZUS są zobowiązaniami państwa, które będą spłacane w formie wypłat przyszłych emerytur, aż do chwili śmierci ostatnich osób od których składki te pobrano. Biorąc pod uwagę oczekiwane wydłużenie czasu życia, można przyjąć, że spłata zobowiązań państwa wynikających z przekazanej w danym roku do ZUS składki emerytalnej zakończy się po 85-95 latach.

3. *Korzyści statystyczne*

Zmniejszenie składki przekazywanej do OFE z 7,3% do 2,3% zmniejszy dotację jaką budżet musi przekazywać do ZUS na wypłatę emerytur i rent o kwotę stanowiącą około 1% PKB. O taką samą

kwotę zmniejszy się ceteris paribus jawny deficyt budżetu i roczny przyrost jawnego długu państwowego. Są to korzyści statystyczne, gdyż jednocześnie o taką samą kwotę zwiększy się niewidoczny dług w postaci zapisanych na kontach ZUS zobowiązań wobec przyszłych emerytów.

Korzyści statystyczne mają jednak całkowicie realne znaczenie. Są istotne z punktu widzenia: wymogów ustawy o finansach publicznych i Konstytucji RP (progi zadłużenia 50%, 55% i 60%) oraz wymogów Unii Europejskiej (kryteria Maastricht, procedura nadmiernego deficytu), a także mają wpływ na postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych, którzy porównują wskaźniki statystyczne Polski ze wskaźnikami innych krajów.

4. Korzyści z powodu niższych kosztów pośrednictwa i zarządzania

Zmniejszając swoje potrzeby pożyczkowe Skarb Państwa oszczędzi na wynagrodzeniu banków współpracujących przy emisji papierów skarbowych. Ponadto powstaną oszczędności w systemie w związku z tym, że koszty ZUS związane z prowadzeniem kont emerytalnych będą prawdopodobnie niższe niż opłaty jakie otrzymywałyby z tytułu administrowania taką samą kwotą składek Powszechnego Towarzystwa Emerytalne zarządzające OFE.

5. Zmniejszenie dopływu środków OFE na rynek kapitałowy, co może mieć negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i wysokość przyszłych emerytur

Zmniejszenie składki przekazywanej do OFE spowoduje radykalne ograniczenie dopływu środków z OFE na rynek kapitałowy. Co prawda deklarowaną intencją Rządu jest niejako zabranie OFE tej części składki, która jest inwestowana w skarbowe papiery wartościowe, a pozostawienie części, która jest inwestowana w akcje, to w praktyce realizacja tej intencji nie jest prawdopodobna. Zapowiadane podniesienie limitów udziału akcji w aktywach OFE nie spowoduje radykalnego wzrostu udziału akcji. Dotychczas udział akcji utrzymywał się wyraźnie poniżej limitu 40% i nie wydaje się, by limit ten bardzo krępował OFE. OFE muszą utrzymywać w swoim portfelu znaczny udział instrumentów dłużnych, po to by ograniczyć ryzyko wahań wartości swojego portfela, za którego wartość ponoszą odpowiedzialność i z czego będą rozliczane przez swoich członków i polityków w przyszłości. Przyjmując nawet, że udział akcji w nowych inwestycjach OFE będzie o połowę wyższy niż dotychczas w całym tzn. osiągnie około 45-50%, to wobec ponad trzykrotnego obniżenia składki wpływającej do OFE, środki kierowane przez OFE na rynek kapitałowy zmniejszą się relatywnie (w relacji do PKB) ponad dwukrotnie.

Ograniczenie dopływu środków OFE zagrozić może pozycji warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, która w znacznej mierze dzięki obecności OFE stała się istotnym dostawcą kapitału dla polskiej gospodarki i jest regionalnym centrum finansowym prześcigającym konkurenta jakim jest giełda w Wiedniu. Ograniczenie inwestycji OFE utrudni realizację programu prywatyzacji realizowanego przez MSP i ograniczy dostęp firm prywatnych do kapitału, co może mieć negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Niższy wzrost gospodarczy oznaczać będzie niższe emerytury zarówno w części kapitałowej jak i w części wypłacanej ze składek przekazywanych do ZUS.

VII. Wybrane efekty alternatywnego rozwiązania z wykorzystaniem obligacji emerytalnych

1. Z punktu widzenia bieżących potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa przekazanie obligacji emerytalnej daje ten sam efekt co zapisanie składek na kontach ZUS

Bezgotówkowe przekazanie danej kwoty OFE w formie obligacji emerytalnej nie zwiększa bieżących potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa i z tego punktu widzenia nie różni się od zapisania tej kwoty na koncie emerytalnym w ZUS.

2. Spłata zobowiązań z tytułu obligacji emerytalnej trwać będzie około 50 lat

Obligacja emerytalna zaczyna generować potrzeby gotówkowe Skarbu Państwa stopniowo, od chwili gdy osoby, które były członkami OFE w momencie emisji obligacji wchodzi w wiek emerytalny. Spłata obligacji emerytalnej kończy się w przewidywanym momencie przejścia na emeryturę ostatniej grupy osób, które były członkami OFE w chwili emisji obligacji. Zakładając nieuchronne wydłużenie wieku emerytalnego, spłata obligacji emerytalnej powinna skończyć się około 50 lat po emisji.

Ponieważ wykup kolejnych rat obligacji emerytalnych jest skorelowany w czasie z przekazywaniem przez OFE do Zakładów Emerytalnych kapitału zgromadzonego przez przechodzących na emeryturę członków OFE, wykup obligacji emerytalnych może zostać w znacznym stopniu sfinansowany przez sprzedaż Zakładom Emerytalnym wieloletnich obligacji dostosowanych do przewidywanego strumienia wypłat emerytur (tzw. *longevity bonds*), których posiadaniem w swoim portfelu Zakłady Emerytalne będą zainteresowane.

3. Cechy obligacji emerytalnych dają argumenty do nie uwzględniania ich w obowiązującej statystyce długu państwowego oraz do tego by bezgotówkowe przekazanie OFE obligacji emerytalnych nie było traktowane jako wydatek budżetowy.

Obecnie obowiązująca statystyka długu państwowego zarówno w Polsce jak i w Unii Europejskiej obejmuje tylko pewien wycinek zobowiązań państwa. Statystyka uwzględnia zadłużenie w postaci zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz wyemitowanych rynkowych instrumentów dłużnych takich jak obligacje i bony skarbowe. Natomiast statystyka ta nie obejmuje przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa mimo, że nikt nie kwestionuje ich istnienia i realności. W szczególności statystyka długu państwowego nie obejmuje kwot zapisanych na indywidualnych rachunkach emerytalnych w ZUS, mimo, że środki te stanowią realne zobowiązanie wobec posiadacza konta emerytalnego.

Nie uwzględnianie zdefiniowanych zobowiązań emerytalnych w statystyce długu państwowego jest przedmiotem krytyki ekonomistów. Jednocześnie jednak zwraca się uwagę, że z punktu widzenia stabilności finansowej państwa dług w postaci rynkowych instrumentów dłużnych ze względu na ryzyko płynności stwarza bez porównania większe zagrożenie niż długoterminowe zobowiązania emerytalne. Dlatego doskonalenie statystyki finansów publicznych nie powinno prowadzić do zamazywania obrazu przez wkładanie bez rozróżniania do jednego worka zobowiązań o zasadniczo różnej charakterystyce. Bardziej właściwym kierunkiem zmian jest zwiększenie liczby obserwowanych kategorii zobowiązań państwa i w szczególności wyróżnienie:

- Długu finansowego (najbliższego dzisiejszej definicji długu państwowego),
- Długu całkowitego (obejmującego dodatkowo zobowiązania wynikające z zapłaconych składek i uprawnień nabytych przez przyszłych emerytów).

Obligacja emerytalna jest instrumentem, którym nie można obracać na rynku i nie stwarza ona zagrożenia płynnościowego znacznie większego niż zapisy na kontach emerytalnych w ZUS. Strumień wydatków gotówkowych generowanych w przyszłości przez obligację emerytalną o danej wartości nominalnej jest znacznie bardziej zbliżony do strumienia wydatków jakie byłyby generowane w przyszłości w wyniku zapisania identycznej kwoty na koncie emerytalnym w ZUS, niż do strumienia

wydatków jaki generuje obligacja skarbowa o identycznej wartości nominalnej. Można obrazowo powiedzieć, że obligacja emerytalna jest odpowiednikiem zbiorowego konta emerytalnego.

Z tych powodów jest zasadne, aby w aktualnej statystyce długu państwowego obligacja emerytalna była traktowana analogicznie jak zapisy na kontach emerytalnych ZUS. Podobnie, bezgotówkowe przekazanie obligacji emerytalnej OFE powinno być z punktu widzenia statystyki budżetowej traktowane tak samo jak zapisanie odpowiednich kwot na rachunkach emerytalnych ZUS.

Dla inwestorów zagranicznych i analityków odrębne traktowanie obligacji emerytalnych i wyłączenie ich z aktualnej statystyki długu państwowego będzie krokiem zrozumiałym.

Istotna jest kwestia uznania takiego podejścia przez instytucje Unii Europejskiej. Niepowodzenie strony polskiej z uzyskaniem zmiany klasyfikacji statystycznej Eurostat tak, aby skarbowe instrumenty dłużne znajdujące się w portfelach OFE nie powiększały długu publicznego, nie przesadza wcale o niepowodzeniu starań o odpowiednią interpretację dotyczącą obligacji emerytalnych.

W przypadku obecnych papierów skarbowych w rękach OFE, mamy do czynienia z rynkowymi krótko i średnioterminowymi instrumentami, których refinansowanie generuje bardzo duże potrzeby płynnościowe. Obecny kryzys zadłużeniowy Grecji i Irlandii oraz niepokój o dług Hiszpanii i Portugalii wiąże się właśnie z problemami refinansowania znajdujących się w obrocie rynkowym obligacji skarbowych. Niepokojem takiego nie budzi natomiast olbrzymi dług emerytalny w wielu krajach europejskich. W tej sytuacji zrozumiała może być niechęć decydentów Unii Europejskiej do tego, by jakąś porcję rynkowego długu kraju UE wyłączyć ze statystyk długu publicznego „w nagrodę za zasługi w reformowaniu systemu emerytalnego”. Niezależnie bowiem od związku z reformą emerytalną, rynkowe papiery skarbowe w portfelach OFE rodzą problemy płynnościowe i ryzyko refinansowania, takie jak tego typu papiery w rękach innych podmiotów. Ponadto wyłączenie rynkowych papierów skarbowych znajdujących się w portfelach OFE z definicji długu publicznego oznaczałoby, że tak określony dług publiczny może zmniejszać się lub zwiększać, w zależności od decyzji OFE zmieniających strukturę ich portfela, niezależnie od decyzji władz zarządzających finansami publicznymi i bez związku z faktyczną zmianą sytuacji finansów publicznych.

W przypadku obligacji emerytalnych mamy sytuację odmienną. Są to instrumenty nie podlegające obrotowi rynkowemu i długoterminowe, nie powodujące przez wiele lat potrzeb gotówkowych znacznie większych niż zapisy na kontach emerytalnych.

Wydaje się, że należy unikać występowania do Eurostat o zmianę klasyfikacji statystycznej, ze względu choćby na nieuchronną długotrwałość takiej procedury. Polski Rząd powinien wystąpić do Rady Unii Europejskiej (na forum Ecofinu) o interpretację pozwalającą nie traktować obligacji emerytalnych jako instrumentu finansowego zaliczanego do długu publicznego przy badaniu spełniania kryteriów Maastricht.

4. Koszty pośrednictwa i zarządzania

W przypadku przekazania OFE obligacji emerytalnych Skarb Państwa podobnie jak w przypadku zapisów składek na kontakt ZUS zmniejszy swoje potrzeby pożyczkowe i dzięki temu oszczędzi na wynagrodzeniu banków współpracujących przy emisji papierów skarbowych.

Uniknie się w przy tym kosztów jakie musiałby ponieść ZUS w związku z tworzeniem i obsługą nowego rodzaju kont emerytalnych.

Wynagrodzenie OFE od składek przekazywanych w formie obligacji emerytalnych i od aktywów przechowywanych w tej formie będą radykalnie niższe niż w przypadku innych kategorii aktywów.

- 5. W przeciwieństwie do obniżenia składki, przekazanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych nie powinno spowodować zmniejszenia dopływu środków z OFE na rynek kapitałowy i przez to nie grozi wywołaniem negatywnych skutków dla wzrostu gospodarczego.**

Przy zastosowaniu proponowanego rozwiązania z wykorzystaniem obligacji emerytalnych, całkowity dopływ składki do OFE (łącznie w formie obligacji emerytalnych i gotówki) pozostanie na dotychczasowym poziomie. Obligacje emerytalne otrzymywane jako część składki będą powiększać aktywa OFE. Dzięki temu OFE będą mogły utrzymać niezmnieszoną skalę inwestycji w akcje nie powodując nadmiernego wzrostu udziału akcji w ich aktywach.

- 6. Przekazanie części składki w formie obligacji emerytalnych ZUS nie powoduje zmiany ustalonej w 1999 roku struktury podziału składki między ZUS i OFE**

Przekazanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych ZUS nie powoduje zmiany ustalonej w 1999 roku struktury podziału składki między ZUS i OFE i nie będzie powodować niepokoju członków OFE, że ich środki, które miały być przekazywane do OFE są przez Rząd zabierane do ZUS.

VIII. Podsumowanie

1. Zaproponowana przez rząd obniżka składki do OFE budzi niepokój zarówno członków OFE jak i ekonomistów, i wbrew pierwotnym oczekiwaniom okazać się może bardzo kosztowna politycznie.
2. Rozważane tu rozwiązanie alternatywne nie będzie z żadnego punktu widzenia rozwiązaniem idealnym. Może ono jednak pozwolić osiągnąć w przejściowym okresie podobne korzyści w obszarze finansów publicznych jak obniżenie składki do OFE, bez wywoływania takich negatywnych z punktu widzenia gospodarczego i politycznego skutków jak:
 - radykalne ograniczenie dopływu środków z OFE na rynek akcji (ze wszystkimi tego konsekwencjami),
 - niepokój członków OFE, że ich pieniądze, które miały być przekazywane do OFE są przez rząd trwale zabierane do ZUS.
3. Alternatywne rozwiązanie z użyciem obligacji emerytalnych można wprowadzić na określony czas jeśli zamiarem Rządu nie jest demontaż części kapitałowej systemu, a faktyczną intencją jest złagodzenie napięć w finansach publicznych i systemie emerytalnym powstałych między innymi w wyniku zaniechań poprzednich rządów we wprowadzaniu posunięć naprawiających finanse publiczne przewidywanych w chwili wprowadzania reformy emerytalnej w 1999 roku.
4. W przypadku wprowadzenia proponowanego rozwiązania z użyciem obligacji emerytalnych w dalszym ciągu aktualna pozostaje potrzeba wprowadzenia zmian podnoszących efektywność części kapitałowej systemu emerytalnego, w szczególności poprzez obniżenie opłat ponoszonych przez członków i wprowadzenie subfunduszy o zróżnicowanym ryzyku. Projekt rozwiązań legislacyjnych w tym zakresie jest już gotowy, lecz został na razie odłożony przez Rząd na boczny tor.
5. Podobnie jak proponowana przez Rząd zmiana struktury podziału składki emerytalnej, proponowane rozwiązanie z użyciem obligacji emerytalnych nie usuwa przyczyn napięć w finansach publicznych, lecz jedynie pozwala w ograniczonym zakresie złagodzić dzisiejsze skutki tych napięć, przenosząc ich negatywne efekty w przyszłość. W związku z tym przekazywanie części składki do OFE w formie obligacji emerytalnych nie stanowi alternatywy dla działań w celu ograniczenia deficytu budżetowego i poprawy długookresowej stabilności finansów publicznych (między innymi poprzez zwiększanie aktywizacji zawodowej i stopniowe wydłużanie wieku emerytalnego).