

Andrzej Rzońca
Wiktor Wojciechowski**Gorzej dla gospodarki, gorzej dla emerytów, gorzej dla państwa*****Ocena zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd
w porównaniu do scenariusza kontynuowania reformy emerytalnej*****Streszczenie:**

FOR porównało proponowane przez rząd obniżenie składki do OFE ze scenariuszem kontynuowania reformy emerytalnej. Zbadaliśmy wpływ tej zmiany na:

1. oszczędności krajowe i rozwój rynku kapitałowego, co wpływa na tempo rozwoju gospodarki;
2. wysokość i bezpieczeństwo przyszłych emerytur;
3. zaufanie obywateli do państwa;
4. ryzyko niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym w przyszłości.

Wniosek: W porównaniu z kontynuacją reformy emerytalnej propozycja rządu jest gorsza z punktu widzenia każdego z tych kryteriów.

1. Obniżenie składki do OFE spowoduje wzrost gospodarki, ponieważ najpóźniej po kilku latach spadną oszczędności i zmniejszy się dopływ funduszy na rynek kapitałowy.

Przesunięta z OFE do ZUS część składki emerytalnej zostanie wydana na wypłaty bieżące, a więc oszczędności obywateli gromadzone w OFE będą rosły wolniej.

Ten spadek przymusowych oszczędności gospodarstw domowych mógłby zostać zrekomensowany przez przyrost oszczędności publicznych. Ale aby tak się stało, całość środków nie wydanych na transfery do OFE rząd musiałby przeznaczyć na inwestycje lub redukcję deficytu. Nie mógłby zrezygnować z żadnej z reform potrzebnych do ograniczenia nierównowagi w finansach publicznych w warunkach kontynuowania reformy emerytalnej. Tymczasem, propozycja rządowa jest mocnym sygnałem, **że rząd z nich w ogóle zrezygnuje. Może ich nie wprowadzić nawet po wyborach. Świadczy o tym trwałe obcięcie składki do OFE zamiast przejściowego jej obniżenia.**

Nowa ulga podatkowa na oszczędzanie w trzecim filarze emerytalnym nie musi istotnie zwiększyć dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych. Możliwe jest ich przesunięcie z innych form oszczędzania (lokaty, akcje, obligacje). Poza tym skłonność do oszczędzania może zmaleć na skutek podważenia zaufania obywateli do państwa.

Propozycja rządu negatywnie wpłynie na rynek kapitałowy. Mniejsza będzie płynność rynku akcji, która przyciąga innych inwestorów, w tym z zagranicy. Przedsiębiorcom trudniej będzie pozyskać kapitał na rozwój, a państwu trudniej sprzedawać prywatyzowane przedsiębiorstwa po korzystnych cenach.

2. Obcięcie składki do OFE obniży przyszłe emerytury w większości możliwych scenariuszy oraz zmniejszy ich bezpieczeństwo. Stanie się tak dlatego, że gospodarka będzie rozwijać się wolniej, a wzrost gospodarki określa dynamikę funduszu płac, którą są indeksowane zapisy na kontach emerytalnych w ZUS oraz zyskowność inwestycji dokonywanych przez część kapitałową systemu emerytalnego. Skupienie o wiele większej części składki emerytalnej w ZUS niż w OFE zwiększy ryzyko polityczne systemu (jego podatność na zmiany wprowadzane przez polityków). Z kolei ryzyko związane z koniunkturą na rynkach finansowych może się zwiększyć na skutek zapowiadanego radykalnego

podniesienia udziału akcji w aktywach OFE. Nie pozwoli ono na istotne zróżnicowanie udziału akcji w portfelach inwestycyjnych ubezpieczonych w zależności od wieku. Wysokość przyszłych emerytur może być nawet bardziej niż dotychczas uzależniona od koniunktury na rynku akcji w ostatnich latach aktywności zawodowej ubezpieczonych.

3. Obniżenie składki do OFE podważy zaufanie obywateli do państwa. Kształt systemu emerytalnego został ustalony z największymi siłami politycznymi i organizacjami społecznymi, przy wysokim poparciu społecznym. Część obywateli może uznać propozycję rządu za złamanie tej umowy społecznej.

4. Obniżenie składki do OFE zwiększy ryzyko dalszych niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym, ponieważ będzie już precedens.

*Ocena zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd
w porównaniu do scenariusza kontynuowania reformy emerytalnej*

Rząd zaproponował:

- obniżenie składki do OFE i zużycie jej na wypłaty bieżących emerytur przez ZUS;
- podniesienie limitu udziału akcji w aktywach OFE nawet do 95%;
- wprowadzenie ulgi podatkowej na dobrowolne oszczędności emerytalne gospodarstw domowych.

Poniżej przedstawiono łączną ocenę wszystkich elementów propozycji rządu, mimo że tylko pierwszy z nich jest nowy, a pozostałe są obietnicą, że rząd zrealizuje to, co dawno obiecywano.

Zmiany proponowane przez rząd oceniono w porównaniu do scenariusza kontynuacji reformy emerytalnej. Jej elementem są: utrzymanie składki do OFE na obecnym poziomie oraz podniesienie efektywności OFE, w tym rozluźnienie nałożonych na nie limitów inwestycyjnych. Ale kontynuowanie reformy można definiować szerzej. Szeroka definicja obejmowałaby także tworzenie zachęt do rozwoju III filaru systemu emerytalnego (czyli do gromadzenia dobrowolnych oszczędności emerytalnych).

Ocenę propozycji rządu sporządzono na podstawie czterech kryteriów:

- Przyszłego tempa wzrostu gospodarki, będącego pochodną wpływu proponowanych zmian na:
 - krajowe oszczędności (oraz na reformy oddziałujące na krajowe oszczędności)
 - rozwój rynku kapitałowego.
- Wysokości i bezpieczeństwa przyszłych emerytur.
- Zaufania obywateli do państwa.
- Ryzyka niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym w przyszłości.

Propozycja rządu jest gorsza od kontynuowania reformy emerytalnej w świetle każdego z tych kryteriów.

- Zmiany spowolnią wzrost gospodarki, ponieważ na skutek wolniejszego reformowania finansów publicznych i gospodarki najpóźniej po kilku latach spadną oszczędności krajowe. Mniejszy będzie też dopływ funduszy na rynek kapitałowy.
- W większości możliwych scenariuszy emerytury będą niższe niż w przypadku kontynuowania reformy. Mniejsze będzie również bezpieczeństwo ich wypłat.
- Podważone zostanie zaufanie obywateli do państwa.

- Zwiększy się ryzyko wprowadzenia niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym w przyszłości.

Schemat 1. Kryteria oceny propozycji rządu zmian w systemie emerytalnym



Źródło – opracowanie własne

Powyższa ocena dotyczy porównania propozycji rządu z wąsko rozumianym wariantem kontynuacji reformy emerytalnej. Gdyby szeroko definiować kontynuację reformy, wtedy ocena ta wypadłaby jeszcze bardziej negatywnie dla zmian proponowanych przez rząd.

1. Wpływ na tempo wzrostu gospodarki

Ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego wpłynie na przyszyły wzrost gospodarki za pośrednictwem:

- krajowych oszczędności, z których są finansowane inwestycje.
- znaczenia dla rynku kapitałowego, który – jeśli jest rozwinięty i stabilny – ułatwia finansowanie inwestycji przedsiębiorstw, szczególnie dużych lub innowacyjnych.

1.1 Wpływ na oszczędności krajowe

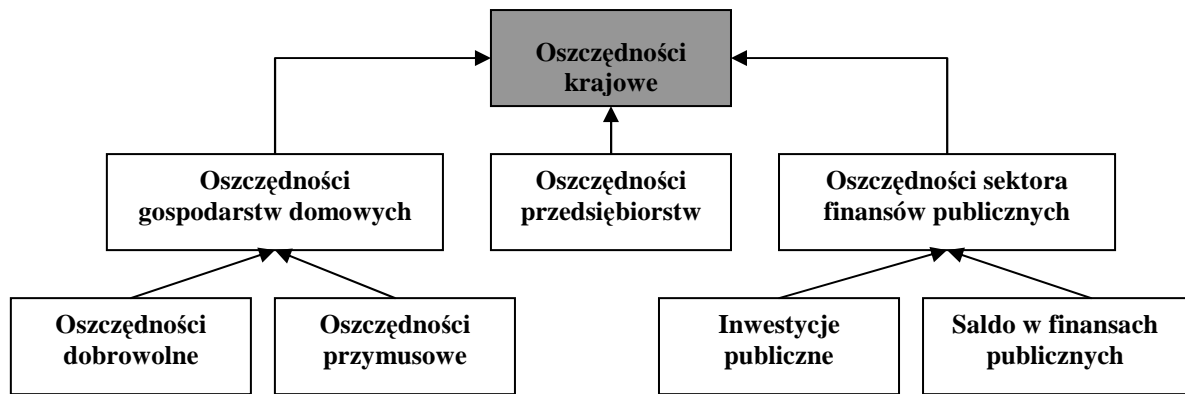
Oszczędności krajowe to ta część łącznego dochodu wypracowanego w gospodarce, która nie jest przeznaczana na bieżącą konsumpcję. Są one tworzone głównie przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa.

Gospodarstwa domowe mogą dobrowolnie przeznaczać określoną część swoich dochodów na oszczędności. Mogą również być zmuszony do ich tworzenia przez prawo. Ten drugi rodzaj oszczędności jest nazywany oszczędnościami przymusowymi. Oszczędności gromadzone przez gospodarstwa domowe w OFE to oszczędności przymusowe.

Sektor finansów publicznych może powiększać lub pomniejszać oszczędności krajowe. Oszczędności sektora finansów publicznych są równe inwestycjom tego sektora pomniejszonym o deficyt w finansach publicznych¹. Oszczędności krajowe rosną, gdy deficyt w finansach publicznych jest mniejszy niż wydatki inwestycyjne tego sektora. Oszczędności krajowe maleją, gdy deficyt w finansach publicznych jest większy niż wydatki inwestycyjne tego sektora.

¹ Na mocy ogólnej definicji oszczędności sektora finansów publicznych (S_{GG}) można zdefiniować jako tę część dochodów sektora finansów publicznych (R_{GG}), które nie są przez ten sektor przeznaczane na wydatki konsumpcyjne (C_{GG}). Jeżeli zauważy się, że wydatki konsumpcyjne sektora finansów publicznych to jego wydatki ogółem (E_{GG}) pomniejszone o wydatki inwestycyjne (I_{GG}) i wprowadzi się taką definicję wydatków konsumpcyjnych do ogólnej definicji oszczędności sektora finansów publicznych, wtedy uzyska się tożsamość: ($S_{GG} = R_{GG} - C_{GG} = R_{GG} - (E_{GG} - I_{GG}) = I_{GG} - (E_{GG} - R_{GG})$) oszczędności sektora finansów publicznych są równe inwestycjom publicznym (I_{GG}) pomniejszonym o deficyt sektora finansów publicznych ($E_{GG} - R_{GG}$)

Schemat 2. Strumienie składające się na oszczędności krajowe



Źródło – opracowanie własne

Wielkość krajowych oszczędności ma zazwyczaj silny wpływ na wielkość inwestycji w gospodarce (zob. np. Feldstein i Horioka, 1980). Mniejsze krajowe oszczędności oznaczają mniej krajowych środków na inwestycje, bo mniej lokat w bankach to mniej kredytów dla przedsiębiorstw, zaś mniej środków w funduszach powierniczych lub inwestycyjnych to mniej pieniędzy trafiających do przedsiębiorstw z emisji akcji czy obligacji. Z kolei z inwestycjami są powiązane innowacje, które mają fundamentalne znaczenie dla wzrostu gospodarki w dłuższej perspektywie. Według niektórych szacunków inwestycje w nowe maszyny mogą ucieleśniać grubo ponad połowę postępu technicznego (zob. np. Geenwood, Hercowitz i Krusell, 1997; Jorgenson, 2005).

Mimo, że w ostatnich kilkunastu latach znacznie zwiększyła się mobilność kapitału (zob. np. Blanchard i Giavazzi, 2002), napływ oszczędności zagranicznych nie zastąpi w pełni niskich oszczędności krajowych. Ludzie dobrze znający lokalne realia, wolą lokować swoje oszczędności u siebie, nawet jeżeli za granicą mogłyby im one przynieść większy dochód (zob. np. Mussa i Goldstein, 1993).

Poza tym, z finansowaniem inwestycji z oszczędności zagranicznych wiążą się co najmniej dwa problemy:

- Po pierwsze, zagraniczni właściciele kapitału, jak wszyscy inni, oczekują, że będzie on przynosił im dochód. Jeżeli więc inwestycje finansowane są z zagranicznych oszczędności, to w dłuższej perspektywie tylko część ze zwiększonego dzięki nim dochodu pozostanie w kraju. Jest to ta część, która służy wynagrodzeniu pracowników zatrudnionych przy produkcji uruchomionej w wyniku nowych inwestycji. Przeciętnie wynosi ona około dwóch trzecich całości dochodu wypracowanego z pomocą tych oszczędności. Pozostałą jedną trzecią dochodu otrzymują zagraniczni właściciele oszczędności.
- Po drugie, zagraniczni właściciele mogą – w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji w danym kraju – szybciej zdecydować się na wycofanie z niego swojego kapitału niż właściciele krajowi, pogłębiając tym samym skalę zaburzeń w gospodarce.

Po wprowadzeniu zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd, najpóźniej po kilku latach **oszczędności krajowe będą niższe** niż w przypadku zachowania obecnego dopływu składki do części kapitałowej. Trwałe obcięcie składki przekazywanej do OFE zamiast jej przejściowego obniżenia sygnalizuje bowiem, że **rząd – również po wyborach – nie zamierza wprowadzić żadnych istotnych reform, które ograniczyłyby deficyt**. Można

więc sądzić, że **po kilku latach deficyt, który pomniejsza krajowe oszczędności, będzie taki sam**, jaki byłby, gdyby poważnie nie zredukowano części kapitałowej systemu. **Mniejsze natomiast będą oszczędności zgromadzone w OFE.**

Założenie, że amputacja części kapitałowej tylko przejściowo obniży deficyt jest – podkreślmy – kluczowe dla wniosku, że doprowadzi ona do spadku krajowych oszczędności. Zapowiedź trwałego, a nie czasowego obciążenia składki emerytalnej odprowadzanej do części kapitałowej systemu emerytalnego uprawnia jednak do takiego założenia.

W pierwszym roku oszczędności krajowe zmienią się następująco:

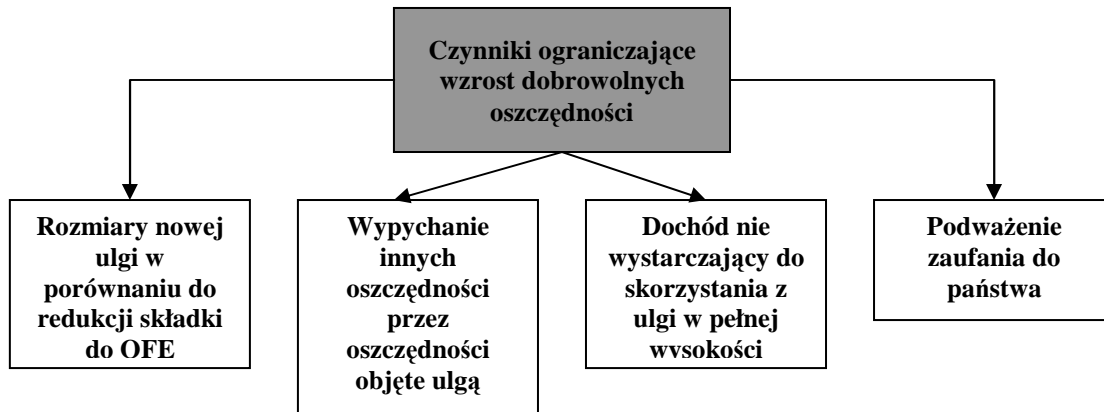
A. Wzrosną dobrowolne oszczędności gospodarstw domowych. Do ich wzrostu przyczyni się wprowadzenie ulgi podatkowej proponowanej przez rząd. Ma ona zwalniać z podatku dochodowego tę część dochodu gospodarstw domowych, która zostanie przeznaczona na dobrowolne oszczędności emerytalne. Ulga taka zwiększy opłacalność oszczędzania w stosunku do konsumpcji.

Jednak spowodowany tym wzrost dobrowolnych oszczędności nie powinien raczej być duży w porównaniu do skali spadku oszczędności gromadzonych w OFE:

- Maksymalny możliwy wzrost dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych będzie najpierw wyraźnie mniejszy od faktycznego spadku obowiązkowych oszczędności, a później, tj. po 6 latach, o ile rząd dotrzyma obietnicy, niewiele od niego większy.² Nowa ulga ma początkowo wynieść 2% pensji brutto, a składka gromadzona w OFE – spaść o 5% pensji brutto (z 7,3 do 2,3%). Do 2017 r. nowa ulga ma zostać zwiększona do 4% pensji brutto, a skala spadku składki oszczędzanej w OFE – ograniczona do 3,8% pensji brutto (składka ma wynieść 3,5%). Faktyczny wzrost oszczędności dobrowolnych powinien być jednak istotnie niższy od maksymalnego możliwego.
- Z jednej strony, tego rodzaju ulgi podatkowe mogą prowadzić nie tylko do wzrostu oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych, ale też do zmian w ich strukturze. Część ludzi może zwiększyć oszczędności objęte ulgą, ale niekoniecznie ograniczyć konsumpcję. Zamiast tego mogą zredukować oszczędności nie objęte ulgą. Badania nie dostarczają jednoznacznych wniosków, który z dwóch efektów ulgi podatkowej: wzrost oszczędności, czy zmiana ich struktury odgrywa ważniejszą rolę (zob. np. Bernheim, 2002). Pewne jest jednak, że drugi efekt występuje, powodując, że przyrost dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych jest mniejszy od dobrowolnych oszczędności emerytalnych uprawniających do ulgi.
- Z drugiej strony, nie wszystkie gospodarstwa domowe mają na tyle wysoki dochód, aby móc skorzystać z ulgi w pełnej wysokości.
- Ponadto, korzystanie z ulgi będzie ograniczone przez podważenie zaufania obywateli do państwa (zob. np. Gersovitz M., 1998). Część obywateli może zacząć się obawiać, że przyszłe rządy posuną się dalej w demontażu reformy emerytalnej, tzn. spróbują przejąć całość oszczędności emerytalnych (są precedensy na świecie – np. Argentyna, czy Węgry; zob. też punkt 3 opracowania).

² Założono, że nowa ulga będzie miała kwotowe ograniczenie analogiczne do tego, które limituje oszczędzanie w OFE, tzn. że oszczędności nią objęte nie będą mogły w ciągu roku przekroczyć najpierw 2, a potem 4% trzydziestokrotności przeciętnego wynagrodzenia.

Schemat 3. Czynniki ograniczające wzrost dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych po wprowadzeniu nowej ulgi podatkowej



Źródło – opracowanie własne

B. Zmniejszone przymusowe oszczędności gospodarstw domowych o 5% pensji brutto pójdą na pokrycie bieżących wydatków ZUS zamiast być inwestowane w akcje i obligacje.

C. Nie zmieniają się oszczędności przedsiębiorstw.

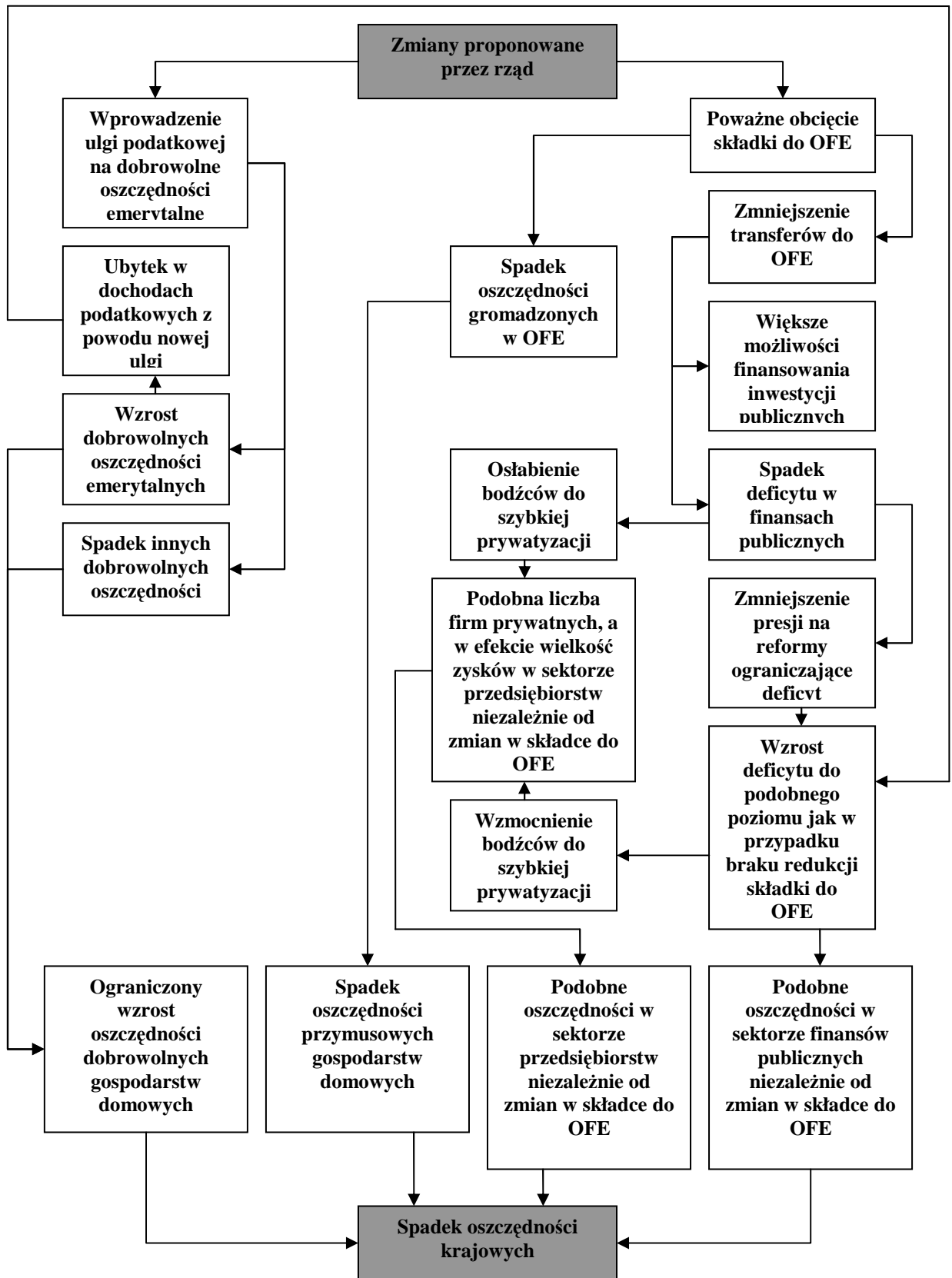
D. Sektor publiczny w mniejszym niż dotychczas stopniu zużyje prywatne oszczędności do finansowania własnych wydatków. Jeśli nie przekaże składek do OFE, to będzie miał większe środki na inwestycje; może też ograniczyć deficyt w finansach publicznych, który pomniejsza krajowe oszczędności. Poprawa oszczędności publicznych może być dokładnie równa wielkości spadku oszczędności przymusowych gospodarstw domowych, czyli redukcji transferów do OFE. Ale aby tak się stało, całość środków nie wydanych na transfery do OFE musiałaby zostać przeznaczona przez rząd na wydatki inwestycyjne lub na redukcję deficytu. Rok po ograniczeniu transferów do OFE pojawi się ubytek dochodów podatkowych. Część gospodarstw w rocznym rozliczeniu PIT skorzysta bowiem z nowej ulgi podatkowej. Ten ubytek powiększy deficyt, redukując oszczędności publiczne.

W sumie, oszczędności krajowe w pierwszym roku obowiązywania rozwiązań proponowanych przez rząd mogą się zwiększyć o przyrost dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych spowodowany wprowadzeniem nowej ulgi podatkowej. Zmniejszenie oszczędności przymusowych gospodarstw domowych może być w pełni skompensowane przez wzrost oszczędności publicznych.

W drugim roku pełna kompensacja spadku oszczędności gospodarstw domowych przez wzrost oszczędności publicznych będzie trudniejsza. W rozliczeniu rocznym PIT część osób skorzysta bowiem z nowej ulgi. Dla sektora finansów publicznych będzie to oznaczało ubytek dochodu. Gdyby w reakcji na ten ubytek nie ograniczono wydatków publicznych lub nie podniesiono podatków, wzrósłby deficyt w finansach publicznych, który pomniejsza krajowe oszczędności. Wspomniane koszty mogłyby okazać się większe niż przyrost dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych spowodowany wprowadzeniem nowej ulgi. Stałoby się tak, gdyby nowa ulga zamiast do wzrostu dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych przyczyniła się głównie do zmian w ich strukturze.

Ryzyko spadku krajowych oszczędności będzie rosło wraz z upływem czasu od wprowadzenie zmian w systemie emerytalnym. **Trwale zamiast przejściowego obniżenie składki do OFE wskazuje, że rząd nie zamierza podejmować żadnych istotnych reform, które ograniczyłyby deficyt.** Gdyby rząd nie obciął składki, musiałby podjąć takie reformy.

Schemat 4. Wpływ wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd na krajowe oszczędności



Źródło – opracowanie własne

Można oczekiwać, że za kilka lat wydatki publiczne będą większe niż byłyby bez amputacji części kapitałowego systemu emerytalnego. Spadek oszczędności przymusowych gospodarstw domowych wynikający ze zmniejszenia transferów do OFE przestanie być kompensowany przez wzrost oszczędności publicznych. **Pieniądze, które dzisiaj trafiają do OFE i są oszczędzane, zostaną skonsumowane.**

Po kilku latach mogą się przejściowo zmniejszyć oszczędności przedsiębiorstw. Spadek deficytu w finansach publicznych bezpośrednio po ograniczeniu transferów do OFE osłabi bodźce rządzących do szybkiej prywatyzacji. Więcej przedsiębiorstw pozostanie pod kontrolą polityków, a więc mniej z nich będzie się starać się o maksymalizowanie zysków, które są źródłem oszczędności firm. Ten negatywny efekt wprowadzenia propozycji rządowej powinien jednak wygasać. Jest prawdopodobne, że z czasem rządzący coraz większą część środków nie wydanych na transfery do OFE zaczną przeznaczać na inne wydatki. W rezultacie, deficyt w finansach publicznych zbliży się do poziomu, jaki występowałby, gdyby utrzymano dopływ środków do OFE w obecnej skali. Skoro kilka lat po amputacji części kapitałowej deficyt będzie zbliżony do tego, który byłby, gdyby tego nie zrobiono, to i bodźce do szybkiej prywatyzacji będą podobne. Ostatecznie doprowadzi to do podobnego zmniejszenia liczby przedsiębiorstw kierujących się racjonalnością polityczną zamiast ekonomiczną, jak w wariancie bez amputacji części kapitałowej systemu emerytalnego.

Podsumowując, po kilku latach będziemy mieli, z jednej strony, wzrost – prawdopodobnie niewielki - oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych, a z drugiej strony, duży spadek ich oszczędności przymusowych oraz wygasający spadek oszczędności firm.³ Oszczędności publiczne będą zaś podobne jak w przypadku braku poważnej redukcji części kapitałowej systemu emerytalnego. W sumie, oszczędności krajowe się zmniejszą – prawdopodobnie istotnie.

Tabela 1. Wpływ zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd na oszczędności krajowe w porównaniu do scenariusza zachowania obecnego kształtu systemu emerytalnego

Horyzont	Oszczędności krajowe					Łączny wpływ
	Oszczędności gospodarstw domowych		Oszczędności firm	Oszczędności sektora finansów publicznych		
	Oszczędności dobrowolne	Oszczędności przymusowe		Inwestycje publiczne	Saldo w finansach publicznych	
Rok	+ / ++	---	0	0 / +++	+++ / 0	+
Kilka lat	+ / ++	---	- / 0	0	0	---

Objaśnienia: „+” niewielki wzrost, „++” wzrost, „+++” silny wzrost; „0” brak zmian; „-”, niewielki spadek, „--” spadek, „---” silny spadek

Źródło – zestawienie własne

³ W ocenie zmian w systemie emerytalnym, proponowanych przez rząd nie uwzględniono wzajemnych zależności między strumieniami składającymi się na łączny popyt. W szczególności pominięto, że gospodarstwa domowe dostosowują swoje oszczędności dobrowolne, po pierwsze, do zmian deficytu w finansach publicznych oraz, po drugie, do zmian w oszczędnościach przedsiębiorstw. Gdyby wzięto pod uwagę pierwszą z tych zależności, ocena propozycji rządowej wypadłaby nieco mniej negatywnie. Spadek oszczędności firm powinien być bowiem częściowo skompensowany przez wzrost oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych. Uwzględnienie drugiej z tych zależności nieznacznie pogorszyłoby wspomnianą ocenę w ciągu pierwszych lat po wprowadzeniu rozwiązania proponowanego przez rząd. Przejściowemu wzrostowi oszczędności publicznych powinien bowiem towarzyszyć niewielki spadek oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych.

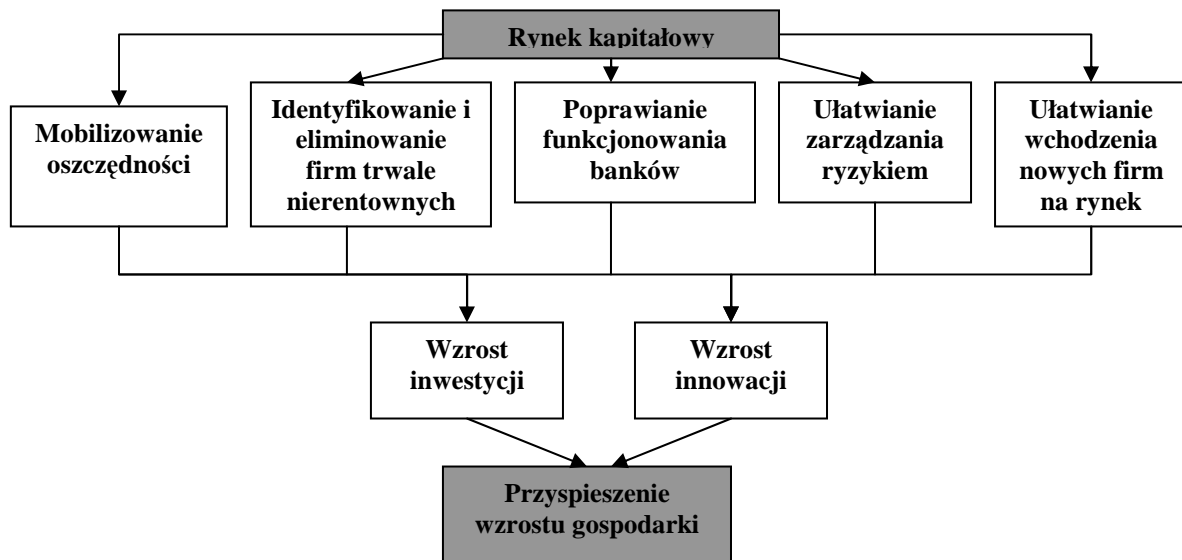
1.2. Wpływ na rynek kapitałowy

Rozwinięty rynek kapitałowy na kilka sposobów sprzyja wzrostowi gospodarki (zob. np. Levine, 2005 lub FOR, 2008). W szczególności:

- Ułatwia pozyskanie kapitału na inwestycje, które często można zrealizować albo w całości, albo wcale.
- Zachęca do podejmowania innowacyjnych inwestycji, bo ułatwia zarządzanie ryzykiem, w tym rozprasza je oraz umożliwia szybkie wycofanie się z inwestycji. W rezultacie sprzyja rozwojowi nowych rodzajów działalności gospodarczej
- Wspiera rozwój firm potrafiących najefektywniej spożytkować powierzone im zasoby oraz przyspiesza eliminację z rynku przedsiębiorstw, ponoszących straty, które hamują wzrost gospodarki.
- Wzmacnia pozytywny wpływ banków na wzrost gospodarki, gdyż zwiększa konkurencję o sprawowanie kontroli korporacyjnej, jak również dostarcza alternatywnych wobec kredytu sposobów finansowania rozwoju przedsiębiorstw.
- Ułatwia wchodzenie nowych firm do poszczególnych sektorów, ponieważ poszerza dostęp do finansowania zewnętrznego, łamiąc tym samym uprzywilejowaną pozycję przedsiębiorstw od lat funkcjonujących na rynku.

Polski rynek akcji od wielu lat pozytywnie wyróżnia się na tle innych gospodarek wschodzących. Źródłem sukcesu polskiej giełdy wydaje się być generowanie istotnej części popytu na akcje przez krajowe instytucje finansowe. Co ósma akcja polskich spółek notowanych na warszawskiej giełdzie jest własnością OFE, a blisko co trzecia - z akcji będących w płynnym obrocie.

Schemat 5. Kanały oddziaływania rynku kapitałowego na wzrost gospodarki



Źródło – opracowanie własne

Wprowadzenie propozycji rządu, powodując obniżenie krajowych oszczędności i – w rezultacie – wolniejszy wzrost gospodarki w porównaniu do kontynuacji reformy, będzie pośrednio negatywnie oddziaływać na polski rynek kapitałowy. Wolniejszy rozwój może zmniejszyć dopływ środków na polski rynek kapitałowy. Dopływ ten zależy bowiem od zyskowności inwestycji w polskie akcje, a ta jest powiązana z tempem wzrostu gospodarki.

Ponadto, dany odsetek PKB trafiający na rynek akcji za pośrednictwem OFE będzie oznaczać, przy niższym poziomie PKB, mniejsze kwoty.

Ale wprowadzenie propozycji rządu może mieć nie tylko pośredni, ale i bezpośredni negatywny wpływ na polski rynek kapitałowy. Ten bezpośredni negatywny wpływ zmian proponowanych przez rząd pojawi się przynajmniej w nadchodzących latach, a więc w czasie, w którym Polska ciągle jeszcze będzie miała duży dystans do nadrobienia w stosunku do krajów najzamożniejszych. Aby mogło być inaczej, musiałyby zostać spełnione 2 warunki.

- Po pierwsze, nowa ulga podatkowa musiałaby skłonić ludzi do zwiększenia dobrowolnych oszczędności, a nie tylko do zmiany ich struktury (będącej efektem zwiększenia oszczędności uprawniających do ulgi kosztem zmniejszenia oszczędności nie dających takiego prawa). Ponadto, istotna część nowych oszczędności powinna być inwestowana w akcje.
- Po drugie, rząd musiałby zrealizować swoją zapowiedź i radykalnie podnieść limit inwestowania przez OFE w akcje, a OFE musiałby go wykorzystywać. Przy składce do OFE obniżonej do 2,3%, przeznaczanie nawet jej całości na zakup akcji nie pozwoliłoby zapobiec zmniejszeniu napływu środków na rynek akcji. Gdyby do 2017 roku skala spadku składki do OFE rzeczywiście została zmniejszona do 3,8 pkt proc., to aby zachować dotychczasową wielkość tego napływu, OFE musiałby przeznaczać na zakup akcji ponad 83% obniżonej składki. Rząd sygnalizuje, że może pójść jeszcze dalej i zwiększyć limit udziału akcji w aktywach OFE docelowo nawet do 95%.

Spełnienie pierwszego z warunków jest raczej mało prawdopodobne (zob. poprzedni punkt). Jeśli natomiast chodzi o drugi warunek, to rząd zapowiada, że do 2020 roku zaangażowania OFE w akcje powinno osiągnąć taki sam poziom, jaki w przypadku utrzymania obecnej wysokości składki do OFE (i braku zmian w limitach inwestycyjnych). Nie wiadomo, kiedy zrealizuje swoje dalej idące zapowiedzi. Ich wykonanie byłoby niewskazane. Limit udziału akcji w aktywach OFE sięgający 95% nie dawałby większych możliwości zapowiadanego przez rząd różnicowania udziału akcji w portfelach inwestycyjnych ubezpieczonych w zależności od ich wieku. W rezultacie, mógłby prowadzić do powstawania jeszcze większych różnic w wysokości emerytur między poszczególnymi rocznikami emerytów niż w przypadku utrzymania składki do OFE w obecnej wysokości i braku zmian w limitach inwestycyjnych. Nasiliłby się problem polegający na tym, że emerytury roczników mających szczęście odejść z rynku pracy w okresie hossy na giełdzie, będą istotnie wyższe od emerytur roczników, przechodzących na emeryturę w czasie bessy. Szerzej piszemy o tym w następnym punkcie.

Limit udziału akcji w portfelach inwestycyjnych OFE powinien zostać poluzowany. Nie potrzeba do tego obcięcia składek. Można i trzeba to zrobić także przy zachowaniu dopływu składek do OFE w obecnej skali, ale w inny sposób niż obecnie proponuje rząd. Udział akcji w portfelu emerytalnym nie powinien być jednakowy dla wszystkich ubezpieczonych, a miałyby – zgodnie z propozycją FOR – maleć wraz z ich wiekiem, np. dla osoby 18 letniej wynosiłby 90%, a dla osoby osiągnącej wiek emerytalny – 0%. Poza tym, raz w roku każdy z uczestników OFE miałby prawo dostosować udział akcji w swoim portfelu o +/-10 pkt proc. do swojej percepcji ryzyka i nastawienia do niego. Dokładny kształt potrzebnych zmian w części kapitałowej opisano w osobnym materiale.

Teraz, gdy ubezpieczeni, płacący składki do OFE są stosunkowo młodzi⁴, zmiany postulowane przez FOR oznaczałyby wzrost napływu środków na rynek akcji. Jednocześnie –

⁴ Ponad 57% z nich lat ma poniżej 36 lat (dane KNF z końca 2008 roku).

w odróżnieniu od zmian proponowanych przez rząd – zmniejszyłyby zależność przyszłych emerytur od stanu koniunktury na giełdzie w ostatnich latach aktywności zawodowej ubezpieczonych.

Nawet jeśli rząd nie wycofa się z ryzykownej dla przyszłych emerytów propozycji podniesienia udziału akcji w aktywach OFE do 95%, to forsowane przez niego silne ograniczenie transferów do OFE będzie oznaczać w nadchodzących latach mniejszy dopływ środków na rynek akcji niż w przypadku kontynuacji reformy: utrzymania składki do OFE w obecnej wysokości i poluzowania nałożonych na OFE limitów inwestycyjnych. Wzrost dobrowolnych oszczędności na skutek wprowadzenia nowej ulgi podatkowej raczej nie zastąpi obecności OFE na rynku akcji (zob. poprzedni punkt). Mniejsza niż w warunkach kontynuacji reformy będzie zatem płynność tego rynku, która przyciąga innych inwestorów, w tym inwestorów z zagranicy. Już teraz – w związku z zamieszczeniem wokół wysokości transferów do OFE – w rekomendacjach zagranicznych instytucji finansowych dla inwestorów można znaleźć zalecenia zmniejszenia ich zaangażowania w Polsce. Pojawiają się one, pomimo zapewnień rządu, że poluzowanie limitu udziału akcji w aktywach OFE zapewni podobny dopływ środków na rynek akcji jak dotychczas.

Mniejsza liczba inwestorów na rynku akcji będzie oznaczać dla przedsiębiorstw większe trudności w pozyskaniu kapitału na rozwój. Również państwu trudniej będzie sprzedawać prywatyzowane przedsiębiorstwa po korzystnych cenach⁵.

2. Wpływ na wysokość i bezpieczeństwo emerytur

Wprowadzenie rządowej propozycji prawdopodobnie obniży przyszłe emerytury w porównaniu do wariantu kontynuacji reformy.

Stanie się tak głównie dlatego, że amputacja części kapitałowej systemu emerytalnego będzie mieć negatywny wpływ na przyszły wzrost gospodarki (zob. poprzednie punkty). Wzrost gospodarki determinuje:

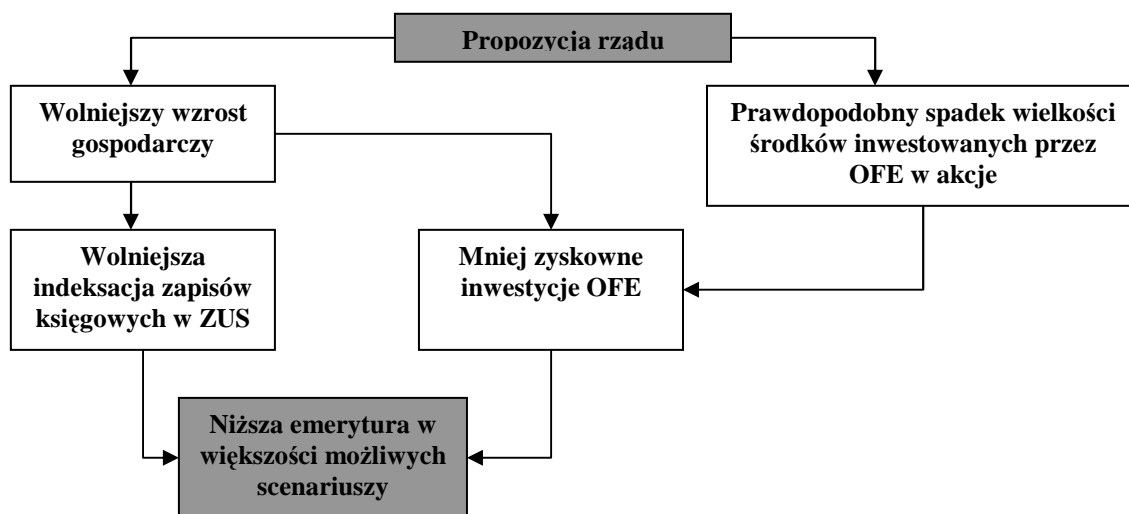
- dynamikę funduszu płac, którą są indeksowane księgowe zapisy na indywidualnych kontach emerytalnych w ZUS;
- zyskowość inwestycji dokonywanych przez część kapitałową systemu emerytalnego.

Wolniejszy wzrost gospodarki będzie mieć zatem negatywny wpływ na wysokość zarówno tej części emerytury, która ma być wypłacana przez ZUS, jak i tej, która ma pochodzić z oszczędności gromadzonych w OFE.

Obcięcie składki do OFE mogłoby obniżyć przyszłe emerytury w porównaniu do wariantu kontynuacji reformy emerytalnej, nawet gdyby nie oznaczało wolniejszego wzrostu gospodarki. W wyniku takiego obciążenia OFE będą bowiem mniej inwestowały w akcje, niż inwestowałyby, gdyby nie obniżono składki i poluzowano wspomniany limit (zob. poprzedni punkt). Tymczasem, stopa zysków z takich inwestycji jest przeciętnie wyższa od tempa wzrostu gospodarki, którym mają być indeksowane dodatkowe zapisy księgowe w ZUS.

⁵ W 2010 roku około 80% nowych środków OFE inwestowały w akcje, co wspierało prywatyzację prowadzoną przez Ministerstwa Skarbu Państwa.

Schemat 6. Wpływ zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd na wysokość emerytur w porównaniu do utrzymania składki do OFE na obecnym poziomie i poluzowania limitów inwestycyjnych nałożonych na OFE zgodnie z propozycją FOR



Źródło – opracowanie własne

Wprowadzenie propozycji rządu zmieni rozkład przyszłych emerytur na korzyść najzamożniejszych.

Ludzie mogą sobie zrekompensować negatywny wpływ obciążenia składki do OFE na wysokość przyszłych emerytur, zwiększając dobrowolne oszczędności emerytalne. Nowa ulga podatkowa proponowana przez rząd wzmocni bodźce do ich gromadzenia. Ale bodźce te nie będą dla wszystkich takie same.

- Ze względu na progresję w PIT najbardziej na nowej uldze skorzystają najbogatsi. Będą mogli odliczyć sobie od dochodu do opodatkowania 32% sumy, którą odłożą na swoją przyszłą emeryturę.
- Ci, którzy płacą podatek według niższej stawki, odliczą sobie od dochodu do opodatkowania tylko 18% oszczędności emerytalnych. Poza tym, trudniej im będzie z ulgi skorzystać niż bogatym: żeby móc oszczędzać, trzeba mieć z czego oszczędzać.

Nawet jeśli po wprowadzeniu propozycji rządu przeciętna emerytura byłaby taka sama jak przy utrzymaniu składki do OFE w obecnej wysokości i poluzowaniu limitu akcji w aktywach OFE, to wzrosłaby rozpiętość między najwyższymi a najniższymi emeryturami.

Rozpiętość ta mogłaby dodatkowo wzrosnąć, gdyby rządowi nie udało się znaleźć prawnego rozwiązania pozwalającego na dziedziczenie księgowych zapisów w ZUS w przypadku śmierci ubezpieczonego przed przejściem na emeryturę. To bowiem w rodzinach gorzej sytuowanych częściej zdarza się przedwczesna śmierć członka rodziny niż w rodzinach zamożniejszych. Członkowie tych ostatnich żyją przeciętnie dłużej niż tych ostatnich. Gdyby natomiast rząd znalazł sposób na umożliwienie dziedziczenia zobowiązań politycznych wobec ubezpieczonych, stanowiłoby to bardzo niebezpieczny precedens dla finansów publicznych. Oznaczałoby wprowadzenie nowego rodzaju sztywności w wydatkach publicznych – nieusuwalnej nawet poprzez zmianę prawa.

Wprowadzenie propozycji rządu może pogorszyć bezpieczeństwo wypłat przyszłych emerytur w porównaniu do wariantu kontynuacji reformy.

Jednym z celów podziału składki emerytalnej między FUS a OFE było zmniejszenie ryzyka wypłat przyszłych emerytur.

- Wypłaty z ZUS w porównaniu do wypłat z OFE są bardziej narażone na ryzyko polityczne. Są też bardziej wrażliwe na niekorzystne zmiany demograficzne.
- Wypłaty z części kapitałowej (OFE) są wrażliwe na wahania koniunktury na rynkach finansowych.

Podział składki między ZUS i OFE nie eliminuje żadnego z tych rodzajów ryzyka. Oznacza jednak dywersyfikację ryzyka, a ta – w świetle teorii ekonomii – pozwala obniżyć łączne ryzyko (zob. np. Feldstein, 2002).

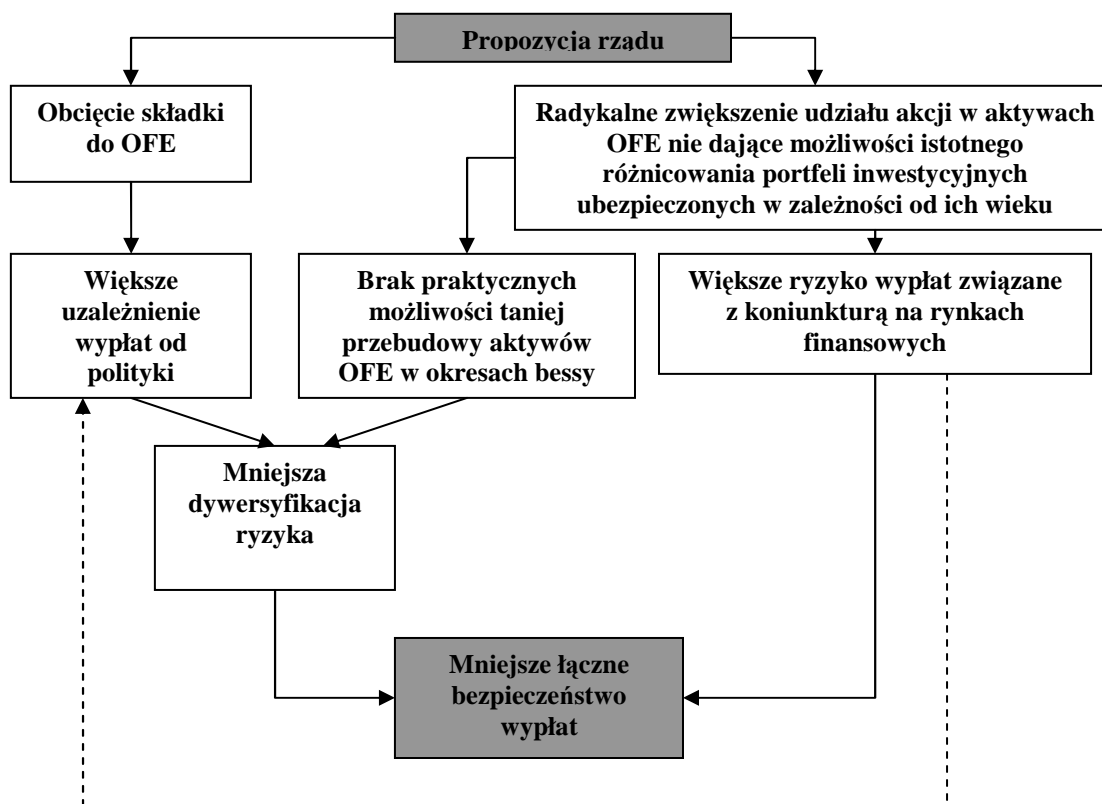
Ryzyko polityczne – emerytury wypłacane z ZUS są finansowane z bieżących składek i podatków płaconych przez pracujących. W przypadku poważnych problemów budżetowych przyszłe rządy będą miały silną pokusę, aby obniżyć emerytury, a tym samym wydatki budżetu państwa.

Ryzyko związane z koniunkturą na rynkach finansowych – emerytury z OFE są wypłacane z gromadzonych oszczędności ulokowanych w akcje i obligacje. Kursy akcji i ceny obligacji podlegają wahanom. Tym samym waha się również wartość środków zgromadzonych w OFE, z których mają być finansowane emerytury.

Mechanizm zmniejszenia ryzyka poprzez jego dywersyfikację można zrozumieć na przykładzie analizy ryzyka związanego z wahaniami koniunktury. Przemienne okresy dobrej i złej koniunktury są zjawiskiem normalnym w gospodarce wolnorynkowej. Mechanizm waloryzacji zapisów księgowych na indywidualnych kontach emerytalnych w ZUS amortyzuje relatywnie duże wahania zysków OFE, które występują wraz ze zmianami sytuacji na rynkach finansowych. W czasach dobrej koniunktury, waloryzacja zapisów księgowych w ZUS jest dużo niższa od stopy zwrotu w OFE. Z kolei w okresie pogorszenia, koniunktury waloryzacja w ZUS jest wyższa od zysków OFE.

Okres spadku wycen papierów wartościowych może być jednak dla OFE szansą na tanie przebudowanie struktury portfela inwestycyjnego. Ceny instrumentów finansowych są wówczas relatywnie niskie, pojawia się możliwość korzystnego zakupu aktywów i ukształtowania struktury portfela w taki sposób, aby w wraz z powrotem hossy, wycena posiadanych aktywów zwiększała się w możliwie szybkim tempie.

Schemat 7. Wpływ zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd na bezpieczeństwo przyszłych emerytur w porównaniu do utrzymania składki do OFE na obecnym poziomie i poluzowania limitów inwestycyjnych nałożonych na OFE zgodnie z propozycją FOR



Źródło – opracowanie własne

Wprowadzenie propozycji rządu będzie oznaczać zmniejszenie dywersyfikacji ryzyka. Z jednej strony, emerytury w większym niż do tej pory stopniu będą uzależnione od przyszłej kondycji finansów publicznych. Z drugiej strony, OFE zostaną praktycznie pozbawione szans na tanie przebudowanie struktury portfela inwestycyjnego w okresach bessy na rynkach finansowych. Okresy te – inaczej niż jest to do tej pory – będą oznaczały dla przyszłych emerytów wyłącznie straty. OFE, posiadając – zgodnie z docelowymi planami rządu – niemal wyłącznie akcje w swoich aktywach, nie będą miały środków, aby tanio kupować akcje na dnie koniunktury.

Ponadto, zmiany proponowane przez rząd zwiększą ryzyko wypłat związane z koniunkturą na rynkach finansowych w porównaniu do kontynuowania reformy. Źródłem wzrostu tego rodzaju ryzyka będzie radykalne (nawet do 95%) podniesienie limitu udziału akcji w aktywach OFE. Tak wysoki limit nie pozwoli na istotne zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych ubezpieczonych w zależności od ich wieku. Inwestycje w akcje zapewniają przeciętnie większe zyski niż inwestycje np. w obligacje. Jednocześnie jednak ceny akcji podlegają dużo większym wahaniom niż ceny obligacji. Przy 95% udziale akcji w aktywach OFE wysokość przyszłych emerytur w jeszcze większym stopniu niż w przypadku dotychczasowych rozwiązań będzie uzależniona od koniunktury na giełdzie w ostatnich latach przed odejściem ubezpieczonych na emeryturę. Kontynuacja reformy – np. w kształcie proponowanym przez FOR – istotnie osłabiłaby tę zależność.

Z obu powodów, tj. na skutek zarówno zmniejszenia dywersyfikacji ryzyka, jak i wzrostu ryzyka wypłat związanego z koniunkturą na rynkach finansowych, wprowadzenie propozycji rządu będzie oznaczało mniejsze bezpieczeństwo wypłat przyszłych emerytur w porównaniu do kontynuowania reformy.

3. Wpływ na zaufanie obywateli do państwa

Trudno jest wskazać mechanizm, za którego pośrednictwem zmiany w systemie emerytalnym proponowane przez rząd mogłyby zwiększyć zaufanie obywateli do państwa. Dużo bardziej prawdopodobne jest podważenie zaufania obywateli do państwa.

Obecny kształt systemu emerytalnego został ustalony w uzgodnieniu ze wszystkimi największymi siłami politycznymi i organizacjami społecznymi, przy wysokim poparciu społecznym. Dlatego **część obywateli może** uznać propozycję rządu za złamanie tej umowy społecznej.

- Mogą oni **nie przyjąć zobowiązania polityczno-prawnego, zaciągniętego przez obecny rząd na rachunek przyszłych podatników za wystarczającą gwarancję wypłat ich emerytur** w takiej samej wysokości, co przy zachowaniu dotychczasowej skali gromadzenia oszczędności w OFE. Rozwiązanie proponowane przez rząd może być przez nich potraktowane jako przywłaszczenie sobie przez państwo części ich oszczędności.
- Obywatele mogą też **uznać propozycję rządu za przerzucenie całości kosztów starzenia się społeczeństwa na następne pokolenia.**

Oba sposoby odbioru propozycji rządu przez choćby część społeczeństwa oznaczają podważenie zaufania obywateli do państwa.

4. Ryzyko niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym w przyszłości

Wprowadzenie zmian w systemie emerytalnym proponowanych przez rząd zwiększy ryzyko dalszych niekorzystnych zmian w systemie emerytalnym.

- Z jednej strony zmiany te stanowią precedens ułatwiający kolejnym rządów sięgnięcie do oszczędności emerytalnych gospodarstw domowych.
- Z drugiej zaś strony, zwiększają one zależność emerytur od polityki.

Bibliografia:

- Aghion P., Durlauf S. N. /red./ (2005), Handbook of economic growth, Volume 1A, Elsevier B.V., Amsterdam, London, San Diego
- 7. Merton, 1983 - Auerbach A. J., Feldstein M. /red./ (2002a), Handbook of Public Economics, Volume 3, Elsevier B.V., Amsterdam, London, New York
- Auerbach A. J., Feldstein M. /red./ (2002b), Handbook of Public Economics, Volume 4, Elsevier B.V., Amsterdam, London, New York
- Bernheim B. D. (2002), "Taxation and Saving", w: Auerbach A. J., Feldstein M. /red./ (2002a)
- Blanchard O. J., Giavazzi F. (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?", MIT Department of Economics Working Paper, No. 03-05, Cambridge, September
- Chenery H., Srinivasan T. N. /red./ (1998), Handbook of Development Economics, Volume 1, Elsevier B.V., Amsterdam, London, San Diego (reprinted 2007)
- Feldstein M. (2002), "Social security", w: Auerbach A. J., Feldstein M. /red./ (2002b)
- Feldstein M., Horioka Ch, "Domestic saving and international capital flows", Economic Journal, Vol. 90, No. 358, June, 1980, pp. 314-329
- FOR (2008), Giełda a rozwój, Raport FOR, PwC i SEG, Warszawa
- Greenwood J., Hercowitz Z., Krusell P. (1997), "Long-run implications of investment-specific technological change", American Economic Review, Vol. 87, No. 3, s. 342-362
- Gersovitz M. (1998), "Saving and Development", w: Chenery H., Srinivasan T. N. /red./ (1998)
- Jorgenson D. W. (2005), "Accounting for growth in the information age", w: Aghion P., Durlauf S. N. /red./ (2005)
- Levine R. (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence", w: Aghion P. Durlauf S. N. /red./ (2005)
- Mussa M., Goldstein M. (1993), "The integration of world capital markets", w: Changing capital markets: implications for monetary policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City