

Opinia Fundacji FOR do projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych z dnia 23 stycznia 2011 r.

Niniejsza opinia składa się z dwóch części: ogólnej i szczegółowej.

W części pierwszej (ogólnej) przedstawiono uwagi dotyczące istoty propozycji rządowej w zakresie trwałego obniżenia składek do kapitałowej części systemu emerytalnego i zwiększenia limitów inwestycyjnych w instrumenty udziałowe.

W części drugiej (szczegółowej) przedstawiono natomiast rozwiniętą argumentację, która uzasadnia wnioski sformułowane w części syntetycznej.

Uwagi ogólne:

- 1. W uzasadnieniu do projektu ustawy w sposób niewłaściwy ujęto wariant alternatywny, który stanowi punkt odniesienia dla oceny wariantu rządowego. W efekcie, zawyżono korzyści z realizacji wariantu rządowego w stosunku do tych, jakie można uzyskać w wyniku kontynuacji reformy emerytalnej.**

Wariant rządowy zmian w systemie emerytalnym oznacza trwałą redukcję składki do II filaru oraz zwiększenie dopuszczalnych limitów inwestycyjnych OFE w instrumenty udziałowe.

W uzasadnieniu do projektu przedstawiono porównanie wysokości emerytur (stóp zastąpienia) po wprowadzeniu wariantu rządowego ze scenariuszem utrzymania składki do OFE na dotychczasowym poziomie bez dodatkowych zmian, które mogłyby podnieść efektywność II filara i które były proponowane przez rząd w październiku 2010 r.

Tymczasem, propozycję rządową należałoby porównać z wariantem utrzymania transferów do kapitałowej części systemu na dotychczasowym poziomie oraz wprowadzenia dodatkowych, koniecznych zmian, które zwiększą efektywność II filara. Kierunek tych zmian został przedstawiony w październiku 2010 r. w założeniach do rządowego projektu nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Przewidywane w wariantcie rządowym zwiększenie dopuszczalnych limitów inwestycji w instrumenty udziałowe może przyczynić się do wzrostu wysokości świadczenia finansowanego ze środków gromadzonych w II filarze. Jednak jeszcze większy wzrost emerytur finansowanych z II filara byłby możliwy do osiągnięcia w przypadku pozostawienia obecnej wysokości składki do OFE i jednoczesnego wprowadzenia zmian, które podniosłyby ich efektywność.

Przedstawienie takiego porównania zaniża wysokość stóp zastąpienia w scenariuszu utrzymania obecnego poziomu składki kierowanej do OFE. Taką interpretację wzmacnia fakt, że w dniu 21 października 2010 r., a zatem zaledwie trzy miesiące przed rozestaniem do opinii projektu ustawy obniżającej składkę do OFE, Pan Minister Michał Boni przedstawił do zaopiniowania inny projekt ustawy, która miała na celu zwiększyć efektywność II filara, w tym m.in. zwiększyć dopuszczalne limity inwestycji w akcje dla osób w początkowym okresie aktywności zawodowej.

Przedstawione w październiku 2010 r. założenia do nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wskazują, że proponowane stopniowe zwiększenie dopuszczalnego limitu inwestycji w instrumenty udziałowe jest tylko jednym z działań, które mogą przyczynić się do wzrostu efektywności II filara. Dodatkowymi zmianami, które w świetle tego dokumentu należałoby wprowadzić są np. subfundusze dopasowujące strukturę inwestycji do okresu aktywności zawodowej ubezpieczonego, zewnętrzne stopy zwrotu służące do oceny wyników OFE, zakaz akwizycji na rynku wtórnym, itp.

Wyniki symulacji przedstawione w uzasadnieniu wskazują, że po trwałym obniżeniu składki do OFE stopa zastąpienia (relacja wysokości pierwszej emerytury do ostatnio otrzymywanej płacy) będzie nieznacznie wyższa niż w scenariuszu utrzymania składki na dotychczasowym poziomie, bez wprowadzania dodatkowych zmian podnoszących efektywność II filara. Biorąc jednak pod uwagę skalę korzyści wynikających ze zmian podnoszących efektywność II filara, które wskazywano w założeniach do nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych w październiku 2010 r., przedstawione wyniki symulacji zaniżają wysokość stóp zastąpienia w przypadku utrzymania transferów do OFE na dotychczasowym poziomie oraz wprowadzenia tych zapowiadanych zmian.

Uzasadnienie propozycji rządowej jest zatem oparte na niewłaściwie ujętych wariantach, czyli punktach odniesienia, przez co sztucznie podwyższane są korzyści z realizacji wariantu rządowego, a jednocześnie przemilczane są jego koszty. Jest to fundamentalny błąd, który wystarczy, aby zdyskwalifikować cały projekt.

2. W uzasadnieniu projektu ustawy nie przedstawiono kompletnego rachunku skutków realizacji wariantu rządowego

W przedłożonym uzasadnieniu do projektu ustawy nie ma kompletnego porównawczego rachunku skutków realizacji wariantu rządowego.

- a. Pominięto w nim zasadniczy wpływ kontynuacji budowy kapitałowej części systemu emerytalnego na wielkość stopy krajowych oszczędności oraz na tempo wzrostu gospodarczego. Tymczasem, kontynuacja budowy II filara wiąże się z większym zakresem reform, sprzyja wzrostowi krajowych oszczędności, a w efekcie przyczynia się do przyspieszenia wzrostu gospodarki.
- b. Pominięto w nim także fakt, że wyższe tempo wzrostu gospodarczego, wynikające z większego zakresu reform i wyższej stopy krajowych oszczędności zwiększy wysokość przyszłych emerytur. Wysokie tempo wzrostu PKB determinuje bowiem:
 - dynamikę funduszu płac, którą są indeksowane księgowe zapisy na indywidualnych kontach emerytalnych w FUS, oraz ma określać stopę indeksacji zapisów na dodatkowym subkoncie ;
 - zyskowność inwestycji dokonywanych przez część kapitałową systemu emerytalnego.

W przypadku proponowanego zmniejszenia składki kierowanej do II filara należy oczekiwać spadku stopy krajowych oszczędności i spowolnienia tempa wzrostu PKB. W efekcie, realizacja wariantu rządowego będzie mieć negatywny wpływ na wysokość zarówno tej części emerytury, która ma być wypłacana przez FUS, jak i tej, która ma pochodzić z oszczędności gromadzonych w OFE. Pełna analiza wpływu realizacji

wariantu rządowego na wzrost gospodarczy i wysokość emerytur została przedstawiona w części szczegółowej.

- c. Proponowane w wariantcie rządowym zmniejszenie wysokości składki emerytalnej kierowanej do II filara zmniejszyłoby dywersyfikację ryzyka w całym systemie emerytalnym. Według szacunków NBP, przedstawionych w jego opinii do niniejszej ustawy, gdyby wariant rządowy był realizowany od 1999 r., to średni przyrost stanu obu kont emerytalnych byłby nie tylko niższy, ale dodatkowo cechowałby się większą zmiennością w porównaniu do faktycznego sposobu podziału składki.

3. W uzasadnieniu do ustawy jaskrawo wyolbrzymiono rolę transferów do II filara jako przyczyny narastania deficytu finansów publicznych

Transfery do OFE, powodujące ubytek składki w FUS i konieczność jej refundacji z budżetu państwa, nie są główną przyczyną złej sytuacji finansów publicznych w Polsce. W szczególności transfery te miały marginalny wpływ na przyrost deficytu sektora finansów publicznych w latach 2007-2010. W tym okresie, według szacunków Komisji Europejskiej, deficyt ten wzrósł z 1,9 do 7,9 proc. PKB. Tymczasem, wysokość transferów do OFE wzrosła w tym okresie z 1,4 do 1,6 proc. PKB. Innymi słowy, transfery do II filara odpowiadają za jedynie 1/30 całkowitego przyrostu deficytu finansów publicznych w latach 2007-2010.

Główną przyczyną wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w Polsce są wysokie wydatki publiczne, które hamują wzrost gospodarczy i jednocześnie zniechęcają do podejmowania produktywnych działań, czyli pracy i oszczędzania. W 2010 r. relacja wydatków publicznych do PKB w Polsce wynosiła 45,6 proc. PKB. W tym transfery do OFE stanowiły zaledwie 1,6 proc. PKB. Dla porównania, w okresie kiedy kraje Europy Zachodniej były na tym samym poziomie rozwoju, na jakim znajduje się obecnie Polska, wydatki publiczne stanowiły u nich ok. 35 proc. PKB.

Duże wpływ na wielkość wydatków publicznych w Polsce mają przywileje emerytalne dla wybranych grup zawodowych. Od momentu wprowadzenia reformy emerytalnej w 1999 r. z powszechnego systemu emerytalnego wyłączono osoby rozpoczynające pracę w służbach mundurowych (2003 r.) i górników (2005 r.). Od 2009 roku znacząco ograniczono możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury, jednak stało się to z dwuletnim opóźnieniem. Do wysokiego deficytu finansów publicznych przyczyniła się także redukcja składki rentowej, której nie towarzyszyło zmniejszenie wydatków publicznych.

Możliwe i pożądane z punktu widzenia rozwoju gospodarki i bezpieczeństwa przyszłych emerytur jest kontynuowanie budowy systemu kapitałowego w ramach dotychczasowego modelu, przy jednoczesnym obniżaniu relacji długu publicznego do PKB. Wymaga to przeprowadzenia reform w finansach publicznych i gospodarce, które trwale ograniczają wydatki w relacji do PKB i/lub zwiększają dochody sektora finansów publicznych, a jednocześnie będą sprzyjać przyspieszeniu tempa rozwoju gospodarki. Uzasadnienie do projektu ustawy nie zawiera analizy możliwości ograniczenia tempa przyrostu państwowego długu publicznego poprzez podjęcie innych działań niż zmniejszenie transferów do kapitałowej części systemu emerytalnego. Brak takiej analizy budzi zasadnicze zastrzeżenia.

4. W uzasadnieniu do ustawy przyjęto nadmiernie optymistyczne założenia makroekonomiczne

Założenia makroekonomiczne przyjęte na potrzeby przeprowadzenia symulacji sytuacji finansowej FUS wydają się nadmiernie optymistyczne.

- Po pierwsze, założone realne roczne tempo wzrostu PKB cechuje się wprawdzie tendencją spadkową, jednak skala tego spadku jest bardzo umiarkowana. Przykładowo, pomimo zakładanego systematycznie pogłębiającego się spadku liczby pracujących (od ok. -0,1% r/r w 2015 r. do ok. -1,6% r/r w 2050 r.), w symulacji przyjęto, że realne roczne tempo wzrostu PKB od 2020 r. będzie obniżać się w każdej kolejnej dekadzie jedynie o ok. 0,3 pkt. proc. (z ok. 3,1% w 2020 do 2,0% w 2060) Taki scenariusz byłby możliwy jedynie przy osiągnięciu wysokiego i dodatkowo rosnącego tempa wzrostu produktywności pracy, co z uwagi na stopniowe skracanie dystansu w rozwoju Polski w porównaniu do krajów rozwiniętych, wydaje się mało prawdopodobne. Przykładowo, w raporcie Komisji Europejskiej „Sustainability Report 2009”¹ przewiduje się, że roczne potencjalne realne tempo wzrostu PKB w Polsce w latach 2020- 2060 obniży się z 2,5% do 0,5%.
- Po drugie, w symulacji założono, że w latach 2011-2060 liczba pracujących w Polsce zmniejszy się o ok. 23%, podczas gdy we wspomnianym raporcie Komisji Europejskiej przewiduje się spadek liczby pracujących o 40%.

W uzasadnieniu do projektu nie przedstawiono wyjaśnienia przyjęcia wyższej ścieżki dynamiki pracujących i produktywności pracy oraz – w konsekwencji – tempa wzrostu gospodarki w porównaniu do innych szacunków tych zmiennych, w tym np. szacunków prezentowanych przez Komisję Europejską.

Przyjęcie nadmiernie optymistycznych założeń odnośnie przyszłego tempa wzrostu produktywności pracy i liczby pracujących, powoduje, że w przedstawionych symulacjach najprawdopodobniej przeszacowano wielkość wpływów do systemu ubezpieczeń społecznych i jednocześnie nie doszacowano wielkości wydatków na wypłatę emerytur. Na przykład, z opracowania zamieszczonego na stronach internetowych Ministerstwa Finansów autorstwa Michała Kempy wynika, że spadek tempa produktywności pracy o 1% powoduje wzrost deficytu FUS w relacji do wpływów ze składek o blisko 8 pkt. proc.

Szacunek ten przy tym nie przygotowano na upraszczających założeniach, z których większość zaniża deficyt I filara. W szczególności nie bierze się pod uwagę:

- możliwości wydłużenia życia już po przejściu na emeryturę (równoznacznego z zaniżeniem długości okresu pobierania emerytury przyjętego do wyliczenia jej wymiaru);
- dolnej granicy waloryzacji składek zaksięgowanych w I filarze oraz emerytur, mimo że zgodnie z prawem ani zapisy księgowe w FUS, ani emerytury nie mogą być pomniejszane;
- gwarancji państwa wypłaty minimalnej emerytury osobom, które odprowadziły zbyt mało składek, aby ich emerytury mogły być wyliczone w standardowy sposób.

¹ http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15998_en.pdf

Podsumowując, przedstawione wyniki w zakresie wpływu realizacji wariantu rządowego na wysokość salda FUS w relacji do PKB nie wydają się wiarygodne.

Część szczegółowa:

Szczegółową opinię do przedłożonego projektu ustawy wprowadzającej zasadnicze zmiany w systemie emerytalnym w Polsce sporządzono na podstawie czterech poniższych kryteriów (Schemat 1):

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

Schemat 1. Kryteria oceny propozycji rządu zmian w systemie emerytalnym



Źródło – opracowanie własne

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

- a. Proponowane zmiany spowolnią wzrost gospodarki, ponieważ na skutek prawdopodobnego wolniejszego reformowania finansów publicznych i gospodarki najpóźniej po kilku latach spadną oszczędności krajowe. Mniejszy będzie też dopływ funduszy emerytalnych na rynek kapitałowy.
- b. W większości możliwych scenariuszy, po wprowadzeniu proponowanych zmian emerytury będą niższe niż w przypadku utrzymania składki do OFE na dotychczasowym poziomie i równoczesnym wprowadzeniu zmian podnoszących efektywność II filara. Po wprowadzeniu proponowanych zmian zmniejszy się również bezpieczeństwo wypłat świadczeń w przyszłości.
- c. Podważone zostanie zaufanie obywateli do państwa.

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

Powyższa ocena dotyczy porównania propozycji rządu z wąsko rozumianym wariantem kontynuacji reformy emerytalnej, polegającym wyłącznie na utrzymaniu obecnego poziomu składki do OFE. Gdyby szeroko definiować kontynuację reformy, uwzględniając zmiany podnoszące efektywność II filara zapowiadane przez rząd w październiku 2010 r., wówczas ocena ta wypadłaby jeszcze bardziej negatywnie dla zmian proponowanych przez rząd.

1. Wpływ obniżenia składki do kapitałowej części systemu emerytalnego na poziom krajowych oszczędności i tempo wzrostu gospodarki

Ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego wpłynie na przyszły 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 proponowanych zmian na poziom krajowych oszczędności

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.

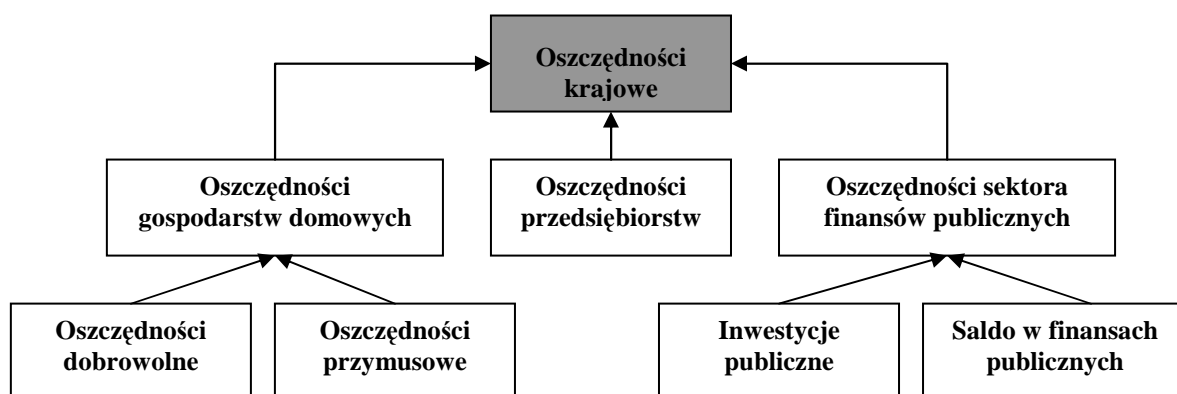
Gospodarstwa domowe mogą dobrowolnie przeznaczać określoną część swoich dochodów na oszczędności. Mogą również być zmuszony do ich tworzenia przez prawo. Ten drugi rodzaj oszczędności jest nazywany oszczędnościami przymusowymi. Oszczędności gromadzone przez gospodarstwa domowe w OFE to oszczędności przymusowe.

Sektor finansów publicznych może powiększać lub pomniejszać oszczędności krajowe. Oszczędności sektora finansów publicznych są równe inwestycjom tego sektora pomniejszonym o deficyt w finansach publicznych². 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.

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).

² 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

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 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 – podkreślny – kluczowe dla wniosku, że doprowadzi ona do spadku krajowych oszczędności. Zapowiedź trwałego, a nie czasowego obcięcie składki emerytalnej odprowadzanej do części kapitałowej systemu emerytalnego uprawnia jednak do takiego założenia.

W pierwszym roku oszczędności krajowe zmieniają 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.³ 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).

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.

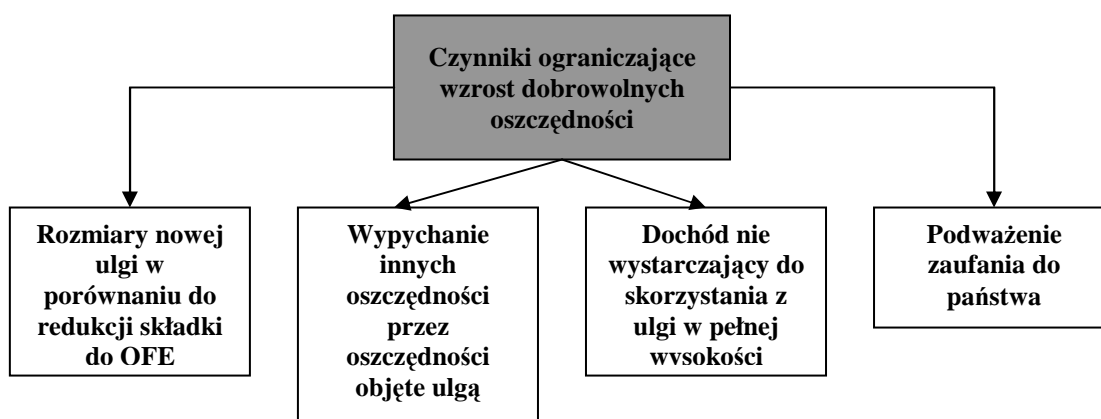
D. Sektor publiczny w mniejszym niż dotychczas stopniu zużyje prywatne oszczędności do finansowania własnych wydatków. Jeśli nie przekaże składek do OFE, to będzie miał większe środki na inwestycje; może też ograniczyć deficyt w finansach publicznych, który pomniejsza krajowe oszczędności. Poprawa oszczędności publicznych może być dokładnie

³ 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.

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.

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

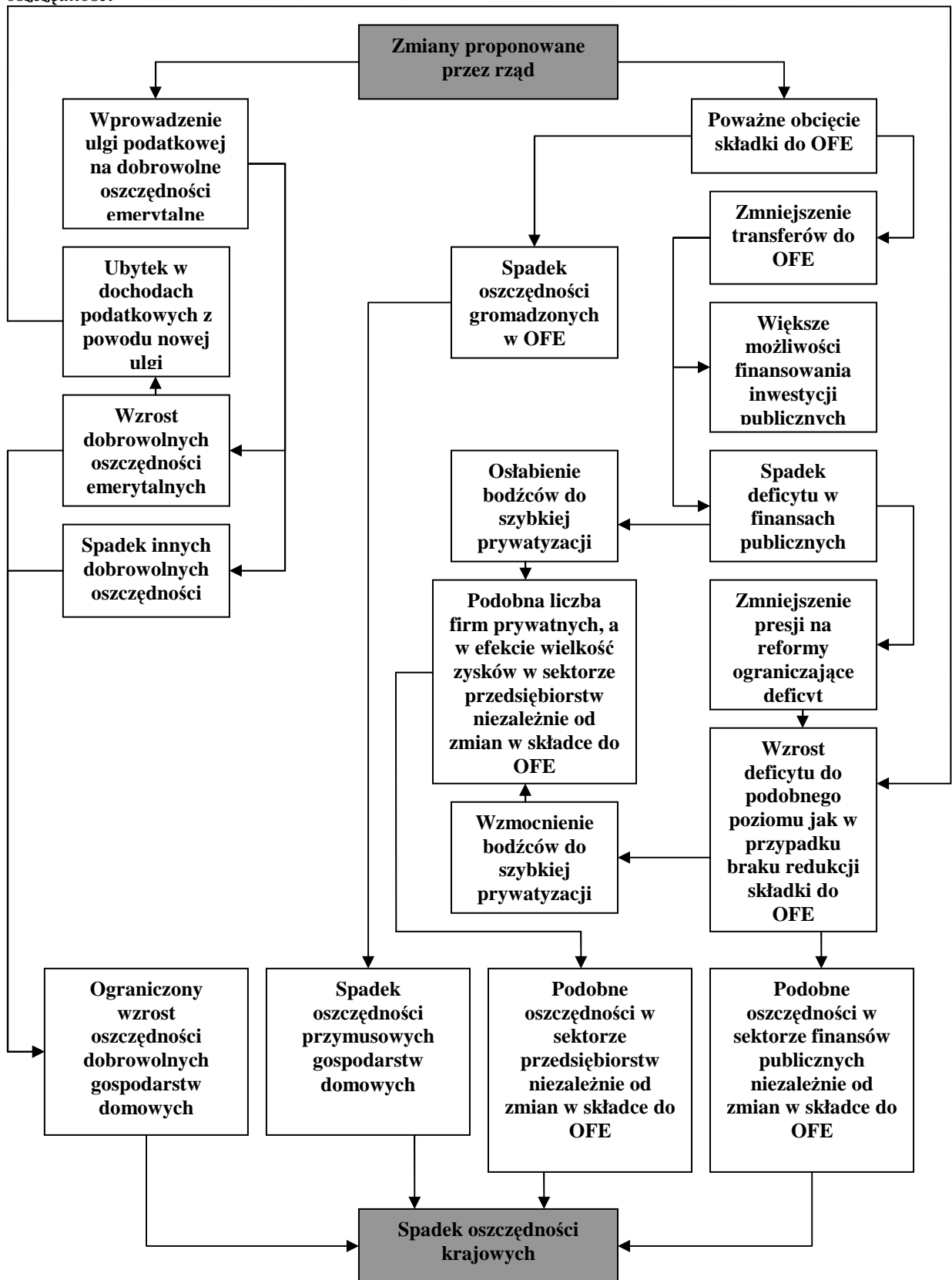


Źródło – opracowanie własne

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. **Trwałe zamiast przejściowego obniżenie składki do OFE można traktować jako sygnał, 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.⁴ 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

1.2. Wpływ proponowanych zmian na rynek kapitałowy

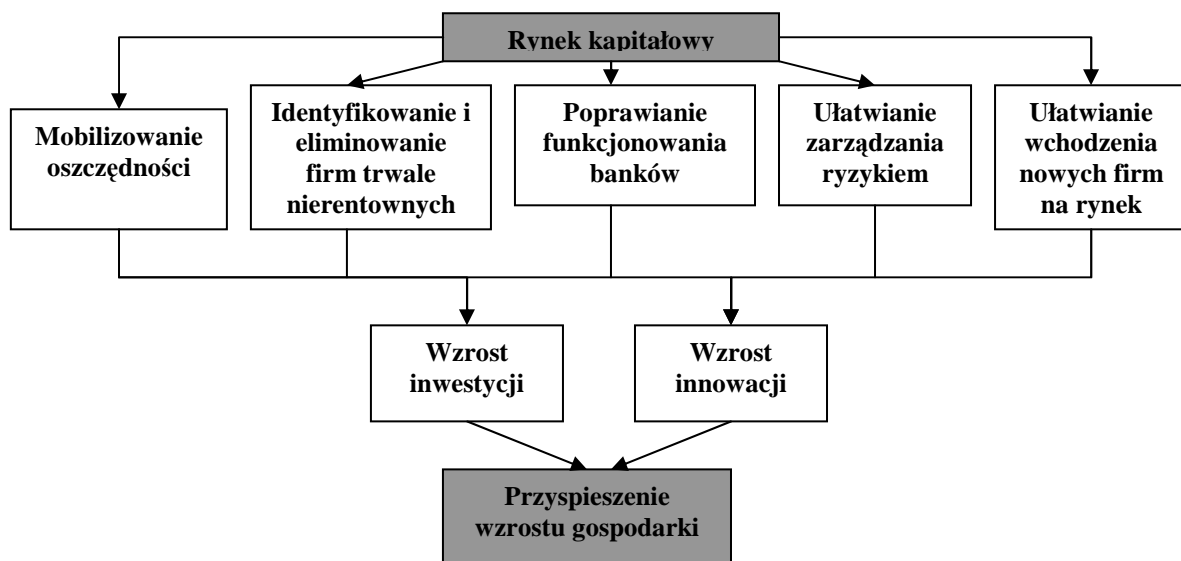
Rozwinięty rynek kapitałowy na kilka sposobów sprzyja wzrostowi gospodarki (zob. np. Levine, 2005 lub FOR, 2008). W szczególności:

⁴ 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.

- 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. Kanady 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 dwa 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 musiałyby 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 w dłuższym okresie zachować dotychczasową wielkość tego napływu, OFE musiałyby 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. pkt. 1.1.). 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, ale dopasowany do ich okresu aktywności zawodowej. Obecnie, gdy ubezpieczeni, płacący składki do OFE są stosunkowo młodzi⁵, wprowadzenie wysokich limitów inwestycji w akcje dla osób w początkowym okresie aktywności zawodowej oznaczałoby wzrost napływu środków na rynek akcji. Jednocześnie – w odróżnieniu od zmian proponowanych w przedłożonej ustawie – zmniejszyłoby 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

⁵ Ponad 57% z nich lat ma poniżej 36 lat (dane KNF z końca 2008 roku).

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 cenach⁶.

2. Wpływ proponowanych zmian 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:

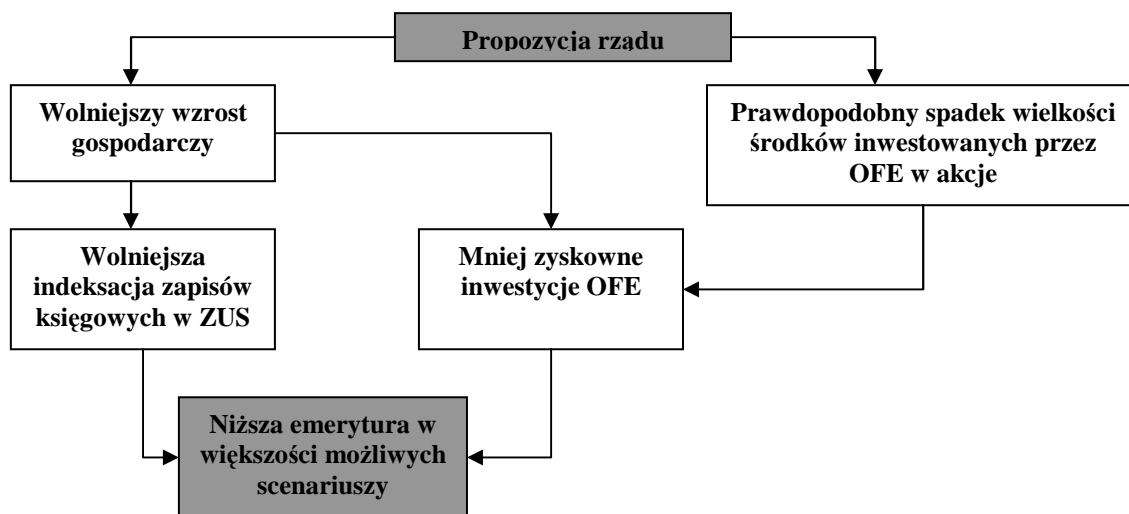
- determinuje dynamikę funduszu płac, którą są indeksowane księgowe zapisy na indywidualnych kontach emerytalnych w ZUS oraz ma określać stopę indeksacji zapisów na dodatkowych subkontach emerytalnych;
- determinuje zyskowność inwestycji dokonywanych przez część kapitałową systemu emerytalnego.

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.

⁶ 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



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).

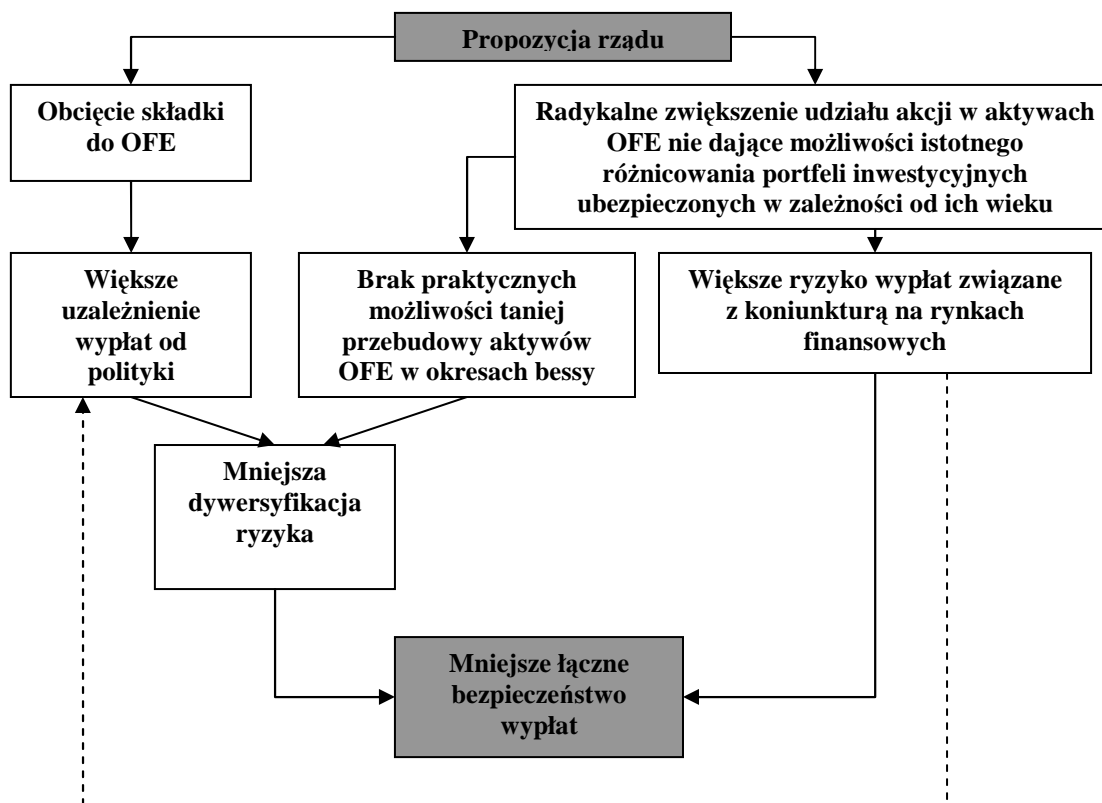
Ryzyko polityczne – emerytury wypłacane z ZUS są finansowane z bieżących składek i podatków płaconych przez pracujących. W przypadku poważnych problemów budżetowych przyszłe rządy będą miały silną pokusę, aby obniżyć emerytury, a tym samym wydatki budżetu państwa.

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 wahaniam. 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



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, uwzględniająca wprowadzenie subfunduszy dostosowujących strukturę inwestycji do wieku ubezpieczonych 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 proponowanych zmian 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 proponowanych zmian na prawdopodobieństw dalszych 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.

Literatura:

- 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
- Geenwood 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