Wroclaw Economic Review 20/3 (2014)
Acta Universitatis Wratislaviensis
No 3622

Arkadiusz Sieroń
arkadiusz.sieron@prawo.uni.wroc.pl

Analiza ekonomiczna polskiej reformy emerytalnej z 2013 r.[1]

JEL Classification: H55.

Keywords: social security system, pensions, pay-as-you-go system, private pension funds, Polish private pension funds, Polish pension reform, Polish pension reform of 2013, ZUS, FUS, OFE, Open Pension Funds, pension system in Poland

Abstract
Economic analysis of the Polish pension reform of 2013

The aim of this paper is to conduct an economic analysis of the Polish pension reform of 2013. We claim that the changes implemented, although they did not entail nationalization (as was commonly believed) significantly reduced, if not abolished, the major part of the pensions system. On this ground, we consider the choice between ZUS and OFE practically irrelevant.

Wprowadzenie

Celem artykułu będzie omówienie najważniejszych zmian w systemie emerytalnym, które zostały wprowadzone na mocy Ustawy z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. 2013, poz. 1717). Szczególną uwagę poświęcimy mechanizmowi tzw. suwaka bezpieczeństwa, którego wprowadzenie anuluje bądź w znacznym stopniu redukuje kapitałową część systemu emerytalnego. Ponieważ na mocy wprowadzonych zmian Polacy co kilka lat będą mogli wybierać, czy część ich składki emerytalnej[2] trafi na subkonto prowadzone przez ZUS, czy do OFE, dokonamy również analizy

[1] Treść niniejszego artykułu stanowi modyfikację i rozwinięcie treści opublikowanych na portalu mises.pl: http://mises.pl/blog/2014/05/12/sieron-ofe-zus-falszywy-dylemat-emerytalny/, 29.05.2014.

[2] Podkreślmy tutaj wyraźnie, że wybór instytucji dotyczy tylko przekazywania przyszłych składek, nie zaś obecnie posiadanych aktywów. Wybór ZUS-u nie implikuje więc nacjonalizacji aktywów posiadanych przez OFE.

© for this edition by CNS

ewentualnych różnic przemawiających na korzyść jednej z tych dwóch instytucji[3]. Nasze porównanie sugeruje, że obecnie, na skutek mechanizmu suwaka bezpieczeństwa i w konsekwencji ograniczenia kapitałowego charakteru OFE, ten wybór jest praktycznie bez znaczenia. Tezę tę wzmacnia fakt, że inne przyjęte rozwiązania, w tym nowa polityka inwestycyjna funduszy, zwiększają prawdopodobieństwo, iż w przyszłości OFE zostaną całkowicie zlikwidowane. W toku naszych rozważań obalimy także niektóre mity na temat reformy, w tym na przykład popularne przekonanie, że przeprowadzane zmiany stanowią nacjonalizację środków zgromadzonych w funduszach.

Suwak bezpieczeństwa

Reforma z 2013 r. wniosła istotne zmiany w funkcjonowaniu OFE. Zlikwidowano część obligacyjną funduszy, wprowadzono możliwość wyboru w zakresie przekazywania części (prawie 15 proc.) przyszłych składek emerytalnych do OFE[4] czy również do ZUS-u (na subkonto) oraz wprowadzono tzw. suwak bezpieczeństwa. Oprócz tego obniżono opłaty pobierane przez PTE, a także zmieniono politykę inwestycyjną funduszy (Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw…). Analizę zaczniemy od, naszym zdaniem, najważniejszej kwestii, czyli tzw. suwaka bezpieczeństwa.

Rozwiązanie to zakłada, że na 10 lat przed emeryturą aktywa zgromadzone w OFE będą stopniowo przekazywane do ZUS-u. Zanim przejdziemy do omówienia skutków tej zmiany, warto zaznaczyć tutaj jedną rzecz. Otóż OFE będą przekazywać ZUS-owi środki pieniężne pochodzące z wcześniejszej sprzedaży posiadanych przezeń aktywów. To oznacza — wbrew niektórym twierdzeniom (np. Łaszek *et al.* 2013, s. 4) — że tzw. suwak bezpieczeństwa nie stanowi stopniowej nacjonalizacji.

Rozwiązanie to zostało oficjalnie wprowadzone, aby „chronić przed tzw. ryzykiem złej daty, czyli silnym załamaniem się kursów rynkowych w roku przejścia na emeryturę, co przełożyłoby się na obniżenie kapitału emerytalnego, a w konsekwencji na niższe świadczenie emerytalne" (NN). Wydaje się, że tzw. suwak bezpieczeństwa istotnie może zmniejszać takie ryzyko. Należy jednak zauważyć, że ustawodawca nie przedstawił rzetelnych badań na ten temat, w szczególności nie

[3] Precyzyjniej rzecz ujmując, instytucją zarządzającą środkami zgromadzonymi w OFE są Powszechne Towarzystwa Emerytalne, jednak dla uproszczenia będziemy pisać wyłącznie o OFE oraz ZUS-ie, choć jesteśmy świadomi, że ZUS jest instytucją zarządzającą Funduszem Ubezpieczeń Społecznych, a nie funduszem tak jak OFE.

[4] Wybór dotyczy 7,3 proc. pensji, która jest obecnie dzielona na 4,38 proc. trafiające na subkonto w ZUS-ie oraz na 2,92 proc. trafiające do OFE. Dodatkowo do FUS-u trafia 12,22 procent wynagrodzenia brutto (I filar). Zatem wybór dotyczy prawie 15 proc. składki emerytalnej traktowanej jako całość.

© for this edition by CNS

uzasadnił należycie, dlaczego suwakiem objęty jest właśnie okres dziesięcioletni (Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwo Finansów 2013).

Takie analizy byłyby o tyle cenne, że na ich podstawie można by rzetelnie porównać suwak z innymi rozwiązaniami mogącymi zmniejszyć wspomniane ryzyko złej daty. Jedno z nich to wprowadzenie kilku typów funduszy o zróżnicowanym profilu ryzyka, do których przynależność byłaby uzależniona od wieku oraz skłonności do ryzyka. Tak zwana wielofunduszowość istnieje np. w Chile (Hormazábal 2010). Drugi sposób to odpowiednio skonstruowane dożywotnie emerytury, np. w postaci annuitetu (Otto, Wiśniewski 2013a). Gdyby aktywa zgromadzone w OFE mogły być inwestowane także po przejściu na emeryturę, to ryzyko złej daty zostałoby zredukowane. Wydłużyłby się także horyzont czasowy inwestycji środków emerytalnych, który przez tzw. suwak bezpieczeństwa został znacznie skrócony (Łaszek *et al.* 2013, s. 4–6).

Powyższe dwa alternatywne rozwiązania pozostają w zgodzie z logiką kapitałowej części systemu emerytalnego, tymczasem wprowadzone rozwiązanie *de facto* likwiduje jakikolwiek kapitałowy charakter funduszy emerytalnych. System kapitałowy oznacza bowiem system, w którym świadczenia emerytalne wypłacane są emerytom z *ich* wcześniej zaoszczędzonych i zainwestowanych składek. Jednak zgodnie z obecnymi regulacjami kapitał przekazywany ZUS-owi będzie wypłacany na bieżące potrzeby, świadczenia emerytalne zaś finansowane z bieżących dochodów. Indywidualne subkonta tego nie zmieniają. Poza tym tzw. suwak bezpieczeństwa automatycznie wyznacza termin zakończenia okresu oszczędzania w OFE, co również jest niezgodne z ideą systemu kapitałowego, w którym decyzja o zakończeniu oszczędzania i przejściu na emeryturę powinna zależeć, przynajmniej częściowo, od samych zainteresowanych w zależności od ich oceny wielkości zgromadzonego kapitału względem swoich przyszłych potrzeb na emeryturze. Tymczasem wprowadzone zmiany oznaczają, że jeśli ktoś zechce pracować po osiągnięciu swojego wieku emerytalnego (warto przypomnieć, że w Polsce ubezpieczony nie musi przejść na emeryturę wraz z osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego), to i tak nie będzie członkiem OFE, nawet gdyby chciał.

W wyniku stopniowego przekazywania aktywów cała nasza emerytura będzie wypłacana przez ZUS, a więc wyłącznie przez jeden, *stricte* państwowy podmiot w ramach publicznoprawnej należności. Na tej podstawie upada bardzo popularny argument za wyborem OFE odwołujący się do dywersyfikacji portfela emerytalnego (chociaż ma on zastosowanie do rocznych stóp zwrotu), jak również niektóre argumenty prawne zwolenników OFE. Przykładowo, twierdzi się, że w przypadku funduszy emerytalnych występuje cywilnoprawna należność wobec podmiotu prywatnego, podczas gdy w przypadku ZUS-u istnieje wyłącznie publicznoprawna należność wobec Skarbu Państwa, która stanowi znacznie słabsze zabezpieczenie (Chłopecki 2013). Inni z kolei zwracają uwagę, że w ZUS-ie nie są tak naprawdę gromadzone żadne aktywa, a wypłata świadczeń oraz waloryza-

© for this edition by CNS

cja składek opiera się w całości na obietnicy państwowej i strumieniu przyszłych danin publicznych, tymczasem OFE posiadają papiery wartościowe, których jakość wydaje się znacznie wyższa.

Pomijając fakt, że umorzenie 51,5 proc. jednostek rozrachunkowych OFE podważa wyższą jakość zobowiązań OFE, należy zwrócić uwagę, iż obecnie do ZUS-u będą trafiać realne środki pieniężne, a nasze prawo do świadczeń emerytalnych i tak ma publicznoprawny charakter, gdyż emerytura w całości będzie wypłacana przez ZUS.

Tak zwany suwak bezpieczeństwa wydaje się niezgodny zarówno z ideą dobrowolności wyboru między OFE a ZUS (z jednej strony uznano, że wybór jest czymś dobrym, lecz z drugiej wprowadzono obligatoryjne przenoszenie składek na 10 lat przed emeryturą), ale także z istotą części kapitałowej oraz założeniami reformy z 1999 r., która zakładała bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Wprowadzona zmiana redukuje dywersyfikację ryzyka wprowadzoną przez tzw. II filary oraz oznacza brak dywersyfikacji źródeł emerytury, co znacznie zwiększa ryzyko polityczne związane z funkcjonowaniem systemu emerytalnego, a wybór między OFE a ZUS-em czyni w dużej mierze wyborem pozornym.

Likwidacja części obligacyjnej

W wyniku wprowadzonych zmian doszło również do przeniesienia przez OFE do ZUS-u 51,5 proc. aktywów posiadanych, na które składały się instrumenty dłużne oraz gotówka. Nie doszło zatem do nacjonalizacji spółek — akcje pozostały w posiadaniu (*quasi*)prywatnych funduszy emerytalnych. Właściwie słowo „przeniesienie" nie jest najlepszym terminem, gdyż te aktywa zostały natychmiast umorzone — ZUS ich zatem nie posiada. O wartość umorzonych jednostek rozrachunkowych powiększono co prawda indywidualne subkonta ubezpieczonych, jednak nie zmienia to faktu, że pozyskane w ten sposób środki zostały wydane na bieżące potrzeby.

Powyższy zabieg był i wciąż jest powszechnie krytykowany. Poprawił on bowiem stan finansów publicznych wyłącznie z księgowego punktu widzenia[5], zamieniając dług jawny (obligacje posiadane przez OFE) na dług ukryty (zobowiązania ZUS-u) i tym samym redukując prawdopodobieństwo przekroczenia progów ostrożnościowych i zmniejszając presję na redukcję wydatków publicznych.

O ile można się zgodzić ze wspomnianą krytyką, o tyle teza głosząca, że likwidacja części obligacyjnej oznaczała znacjonalizowanie części prywatnych aktywów obywateli (np. KOBE, 2013a), jest fałszywa. Środki posiadane przez OFE od początku stanowiły bowiem własność państwową, którymi zarządzały

[5] Choć wykracza to poza tematykę naszego artykułu, to warto zauważyć, że problem ten rząd mógł rozwiązać inaczej, nie naruszając części kapitałowej. Mógł tego dokonać np. poprzez redefinicję długu publicznego czy — lepiej — dzięki intensywniejszej prywatyzacji oraz zmniejszeniu wydatków publicznych, m.in. w wyniku reformy I filaru (znosząc np. przywileje emerytalne).

© for this edition by CNS

wyłącznie dzięki woli ustawodawcy (Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych). Potwierdził to Sąd Najwyższy (2008), orzekając, że zarówno pieniądze zgromadzone w ZUS-ie, jak i w OFE nie stanowią prywatnej własności ubezpieczonych[6]. Nacjonalizacją byłoby np. zabranie dobrowolnie wpłacanych pieniędzy zarządzanych przez całkowicie prywatne Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), jednak jest logiczną niemożliwością znacjonalizowanie państwowej własności.

Warto może w tym kontekście przypomnieć, że *clou* tamtej reformy była zmiana systemu zdefiniowanego świadczenia na system zdefiniowanej składki (Rutkowski, Góra 1997). Podział składki, a więc funduszy o charakterze publicznoprawnym, pomiędzy określone instytucje był sprawą wtórną i zależał od arbitralnej decyzji państwa, które obecnie — w wyniku problemów budżetowych — postanowiło przestać się dzielić tą specyficzną rentą monopolistyczną z (*quasi*)prywatnymi instytucjami. Według prof. M. Góry, współtwórcy reformy z 1999 r., oba konta pełnią bowiem identyczną funkcję w systemie emerytalnym (Góra 2005, s. 266), a kluczową zmianą wtedy wprowadzoną było sprawienie, że „Wartość oczekiwana zdyskontowanej sumy wypłat z systemu równa jest zdyskontowanej sumie wpłat do systemu powiększonej o należny procent. Reszta jest jedynie techniczną otoczką" (Góra 2001, s. 8). Innymi słowy, głównym celem reformy było stworzenie nowego, zbilansowanego systemu zdefiniowanej składki, nie zaś dodanie II filaru, jak błędnie się uważa. Nowoczesne, nietradycyjne systemy emerytalne mogą, ale wcale nie muszą opierać się na prywatnych funduszach emerytalnych i rynku finansowym. Powołanie do życia OFE służyło jedynie zwiększeniu stabilności systemu oraz zapewnieniu pozytywnych efektów zewnętrznych w postaci m.in. rozwoju rynku finansowego (Góra 2003). Płyną z tego dwa wnioski. Po pierwsze, twierdzenia o tym, że ostatnie zmiany oznaczają rozmontowanie reformy z 1999 r., wydają się przesadzone. Po drugie, przyjęcie za główny cel reformy stworzenie zbilansowanego systemu zdefiniowanej składki jasno pokazuje, że taki, a nie inny podział składki pomiędzy ZUS a OFE nie wynikał z dobrowolnego rozporządzania przez ubezpieczonych swoją prywatną własnością, lecz był techniczną decyzją co do alokacji daniny publicznoprawnej w określonym otoczeniu makroekonomicznym i instytucjonalnym.

Zmiana polityki inwestycyjnej

Zmianę polityki inwestycyjnej do pewnego stopnia wymusiła likwidacja części obligacyjnej. W ten sposób OFE z funduszy zrównoważonych stały się agresyw-

[6] Pomijając już decyzję Sądu Najwyższego, to środki zgromadzone w OFE nie odpowiadają po prostu klasycznej definicji własności, ponieważ ubezpieczeni nie mogą dowolnie korzystać i rozporządzać zgromadzonymi w nich środkami. Osoby ubezpieczone np. nie mają wpływu na politykę inwestycyjną oraz, przede wszystkim, nie mogą wycofać swoich środków w dowolnym momencie.

© for this edition by CNS

nymi funduszami akcyjnymi. Co więcej, jest to zmiana trwała, ponieważ w wyniku reformy fundusze mają zakaz inwestowania w obligacje skarbowe oraz instrumenty gwarantowane przez Skarb Państwa. Takie rozwiązanie znacznie zwiększa ryzyko inwestycyjne, ponieważ fundusze zostały zmuszone do inwestowania w bardziej ryzykowne instrumenty na rynku krajowym lub akceptowania ryzyka kursowego, inwestując za granicą. Chociaż OFE wciąż mogą inwestować w obligacje komunalne lub obligacje BGK niegwarantowane przez Skarb Państwa, jednak generalnie radykalnie ograniczono możliwość finansowania przez nie deficytu sektora finansów publicznych. Na pozór więc OFE stały się podmiotami, które całkowicie będą finansować produktywne przedsięwzięcia w ramach rzeczywistego systemu kapitałowego. W rzeczywistości jednak, o czym wzmiankowaliśmy wcześniej, wprowadzony mechanizm suwaka bezpieczeństwa znacznie ograniczył kapitałowy charakter systemu.

Ryzyko inwestycyjne związane z OFE jest dodatkowo zwiększone przez ustanowienie w bieżącym roku minimalnego limitu w akcje na poziomie 75 proc.[7] Ogólnie zwiększenie możliwości inwestowania w akcje i liberalizację możliwości inwestowania za granicą z 5 proc. do docelowo 30 proc. aktywów należy uznać za właściwe posunięcie z teoretycznego punktu widzenia (Jajuga *et al.* 2004) — jednak tak wysoki minimalny limit wydaje się rozwiązaniem co najmniej wątpliwym i niespotykanym na świecie. Przykładowo, najbardziej ryzykowny typ chilijskich funduszy emerytalnych może inwestować *maksymalnie* 60 proc. aktywów w akcje (Hormazábal 2010).

W takich warunkach instytucjonalnych (zakaz inwestowania w skarbowe instrumenty dłużne, bardzo wysokie minimalne limity inwestycyjne w akcje) niezwykle łatwo o znaczną stratę w przypadku bessy giełdowej. Jej pojawienie się ostatecznie zlikwidowałoby resztki pozytywnego sentymentu do funduszy emerytalnych. Gdy dodamy do tego otwieranie okienka transferowego co kilka lat, nie trudno wyobrazić sobie scenariusz, w którym ubezpieczeni, rozczarowani słabymi wynikami inwestycyjnymi funduszy, w czasie bessy masowo przenoszą środki do ZUS-u, ponosząc straty na takiej operacji i pośrednio prowadząc do ostatecznej likwidacji OFE[8].

Pozostała część wprowadzonych ostatnio zmian w zakresie polityki inwestycyjnej wydaje się częściowo poprawiać funkcjonowanie OFE. Mamy tutaj na myśli przede wszystkim zniesienie wewnętrznego *benchmarku* oraz tzw. mechanizmu niedoboru[9]. Do tej pory istniała bowiem gwarancja minimalnej stopy zwrotu

[7] Do końca 2015 r. limit ma wynosić 55 proc. i stopniowo ma być dalej obniżany do 15 proc. do końca 2017 r.

[8] Taki właśnie scenariusz praktycznie zrealizował się niedawno na Węgrzech (Stańko 2010).

[9] Obecnie istnieje okresowa porównawcza stopa zwrotu, a więc zewnętrzny *benchmark* będący średnią ważoną indeksu WIG oraz stopy WIBOR powiększonej o pewną marżę (wagi będą wyznaczać same OFE w ramach wyznaczonych przez ustawodawcę). Choć uzewnętrznienie *benchmarku* to zasadniczo właściwy krok, to jednak nie jesteśmy pewni, czy zmieni on cokolwiek w sys-

© for this edition by CNS

z OFE[10]. W uproszczeniu oznaczało to, że fundusz o znacząco niższych stopach zwrotu musiał dopłacić środki z własnych zysków. Celem takiego rozwiązania było „zapewnienie, by stopa zwrotu danego funduszu nie odchyliła się znacząco od średniej rynkowej, a członkowie OFE mogli liczyć na stosowną rekompensatę słabego wyniku inwestycyjnego osiągniętego przez ten fundusz" (UKNF 2012). Minimalna stopa zwrotu zależała od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE. Istniał zatem — wbrew teorii — wewnętrzny *benchmark*, który prowadził do wielu negatywnych zjawisk.

Po pierwsze, *benchmark* nie był niezależny od działań OFE. Po drugie, osłabiał on zachowania konkurencyjne funduszy (KNF 2008). Chęć osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników na rynku finansowym wiąże się bowiem prawie zawsze z większą ekspozycją na ryzyko, więc również z prawdopodobieństwem okresowych odchyleń w dół od reszty rynku. Zjawisko to było dodatkowo wzmacniane tym, że potencjalna kara była nieproporcjonalnie wysoka do ewentualnej nagrody dla najlepszego funduszu (chodzi o tzw. rachunek premiowy). Po trzecie, wewnętrzny *benchmark* wypaczał politykę inwestycyjną. Celem zarządzających stało się bowiem jak najlepsze wypadnięcie w porównaniu ze średnią ważoną, co niekoniecznie oznaczało generowanie jak najwyższych absolutnych stóp zwrotu dla przyszłych emerytów. W konsekwencji — aby nie wypaść istotnie poniżej średniej ważonej, z czym wiązałaby się konieczność dopłaty z kapitałów własnych — fundusze nie były zainteresowane aktywnym „poszukiwaniem alfy" i podejmowały zbliżone do siebie decyzje inwestycyjne[11].

Niemniej trzeba zauważyć, że choć przyjęta minimalna stopa zwrotu prowadziła do wielu wypaczeń, to jednak nie oznacza, że jej zniesienie spowoduje znaczny wzrost konkurencyjności funduszy[12]. Należy bowiem pamiętać, że zarządzają one środkami zabranymi pod przymusem, które trafiają do nich niezależnie od wyników — pobierane zaś przez nich opłaty oraz polityka inwestycyjna są ściśle regulowane przez ustawodawcę. W przeciwieństwie do TFI, które istnieją w oparciu o dobrowolne wpłaty w zmiennej wysokości uzależnionej od wyników,

temie, w którym istnieje brak uzależnienia wielkości środków trafiających do funduszy od ich wyników. Obawa nasza wynika z faktu, że słabe rezultaty w porównaniu z ustalonym *benchmarkiem* nie powodują praktycznie żadnych finansowych konsekwencji dla OFE.

[10] Według Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych „minimalna stopa zwrotu to stopa niższa o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy w okresie 3 lat lub o 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa".

[11] Istotnie, stopy zwrotu OFE były do siebie znacznie zbliżone. Być może to zjawisko tłumaczy częściowo, dlaczego tak wiele osób nie wybrało OFE, do którego chciało należeć, lecz pozwoliło sobie wylosować fundusz (Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwo Finansów 2013, s. 49).

[12] Poza tym likwidacji uległ także tzw. rachunek premiowy, który motywował do pewnego stopnia fundusze do osiągania jak najlepszych rezultatów.

© for this edition by CNS

do OFE wpływa mniej więcej stały strumień pieniędzy, niezależnie od osiąganych rezultatów.

Innymi słowy, choć zewnętrzny *benchmark* jest z teoretycznego punktu widzenia dużo lepszy od wewnętrznego, to jednak nie jesteśmy pewni, czy zmieni on cokolwiek w systemie, w którym istnieje brak uzależnienia wielkości środków trafiających do funduszy od ich wyników. Obawa nasza wynika z faktu, że słabe rezultaty w porównaniu z ustalonym *benchmarkiem* nie powodują praktycznie żadnych finansowych konsekwencji dla OFE. W rezultacie możliwe jest, że jego wprowadzenie w obecnych warunkach instytucjonalnych (przymusowy charakter systemu emerytalnego) spowoduje jeszcze większe upodobnienie polityki inwestycyjnej funduszy, które będą w uzgodniony sposób pasywnie naśladować indeksy rynkowe.

OFE *v.* ZUS

Do obu instytucji środki trafiają pod przymusem[13]. Istotna różnica tkwi w tym, co się następnie z nimi dzieje. Chociaż w obu przypadkach przyszłym emerytom w zamian za płacenie składek podczas okresu pracy obiecuje się otrzymywanie pewnego strumienia dochodów na emeryturze, jednak składki zarządzane przez ZUS są przeznaczane na wypłatę bieżących emerytur. Dlatego, choć z indywidualnej perspektywy porównywanie stóp zwrotu z OFE i ZUS-u może być uzasadnione, to jednak mówienie o „stopie zwrotu z ZUS-u" stanowi swego rodzaju błąd założenia.

Z makroekonomicznego punktu widzenia środki wpłacane do ZUS-u są bowiem natychmiast konsumowane na wypłaty bieżących emerytur. Istnienie indywidualnego konta tego nie zmienia. Tymczasem środki trafiające do OFE są inwestowane w aktywa finansowe[14]. Wprowadzenie tzw. suwaka bezpieczeństwa zatarło jednak tę różnicę, ponieważ kapitał przekazywany ZUS-owi w jego ramach również będzie wypłacany na bieżące potrzeby, a świadczenia emerytalne finansowane z bieżących dochodów.

Wybór między ZUS-em a OFE sprowadza się zatem do wyboru między natychmiastowym lub odłożonym w czasie przymusowym finansowaniem wypłat obecnych emerytur. Mimo wszystko w tym drugim wariancie przez kilkadziesiąt lat część naszej składki emerytalnej stanie się przymusowymi oszczędnościami

[13] Według niektórych autorów (np. Huerta de Soto 2010) to właśnie przymusowy charakter systemu emerytalnego stanowi jego podstawowy problem.

[14] Jak już pisaliśmy, do czasu ostatnich zmian w praktyce nie miało to tak dużego znaczenia, ponieważ OFE w dużej mierze nabywały obligacje skarbowe, co upodobniało je do systemu repartycyjnego i oznaczało, że w obu przypadkach wypłaty emerytur w znacznym stopniu były uzależnione od dotrzymywania swoich zobowiązań — ukrytych bądź jawnych — przez państwo. Obecnie fundusze mają zakaz inwestowania w obligacje skarbowe oraz instrumenty dłużne gwarantowane przez Skarb Państwa.

© for this edition by CNS

i będzie inwestowana w określone aktywa finansowe (obecnie głównie akcje). O ile wszystkie środki nie będą inwestowane w państwowe spółki publiczne, o tyle wydaje się, że pieniądze, które trafią do OFE, mają większą szansę przyczynić się do wzrostu gospodarczego (za sprawą finansowania inwestycji przez rynek kapitałowy[15] oraz zmniejszenie potrzebnych danin publicznych na pokrycie zobowiązań emerytalnych[16]).

Druga różnica pomiędzy ZUS-em a OFE polega na różnym charakterze zobowiązań emerytalnych w obu instytucjach. Choć można przekonująco twierdzić, że przyszłe wypłaty w obu przypadkach są jedynie obietnicą państwową, w każdym zaś wariancie wyłącznym zabezpieczeniem deklaracji publicznych na temat przyszłych świadczeń są określone ustawy — odpowiednio Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych oraz Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych — jednak w tym drugim przypadku jest ona podparta papierami wartościowymi.

Innymi słowy, zobowiązania ZUS-u stanowią w całości obietnicę państwową zależną od strumienia przyszłych danin publicznych. Tymczasem OFE posiadają papiery wartościowe, których jakość wydaje się znacznie wyższa. Ryzyko związane z danym instrumentem finansowym jest nieustannie wyceniane na rynku, co nie występuje w przypadku „aktywów ZUS-u". To przecież z tego powodu rząd zdecydował się na przeniesienie 51,5 proc. środków zgromadzonych w OFE na subkonto w ZUS-ie[17]. Zobowiązania zusowskie ze względu na niejawny (a zatem gorszej jakości) charakter zobowiązania nie są bowiem — w przeciwieństwie do obligacji skarbowych — wliczane do oficjalnego długu publicznego. Zatem im więcej środków trafi do ZUS-u, tym większa część długu jawnego zostanie zamieniona na dług ukryty, zmniejszając presję na konieczne reformy i redukcję wydatków publicznych.

Analizę różnic pomiędzy ZUS-em a OFE często sprowadza się do porównywania stóp zwrotu osiąganych przez te dwie instytucje. Krytycy reformy (np. Otto, Wiśniewski 2013b) wskazywali na fakt, że historycznie te ostatnie osiągały wyższą stopę zwrotu niż ZUS, i przewidywali, że podobnie będzie w przyszło-

[15] Oczywiście pozostaje kwestia tego, na ile przymusowe oszczędności są w stanie finansować rzeczywiście (a więc zgodnie z preferencjami konsumentów) produktywne inwestycje. Wydaje nam się, że są jednak cokolwiek bardziej produktywne niż bieżąca konsumpcja. Poza tym w wyniku transferu części wynagrodzenia do OFE nie ulega obniżeniu stopa procentowa, a więc nie prowadzi on sam w sobie do błędnych inwestycji. Jest raczej przykładem redystrybucji dochodu od „klas nieproduktywnych" do „klas produktywnych", jak to ujął Malthus (Hayek 1935, s. 19–20).

[16] Pomijamy tutaj problemy związane z okresem przejściowym po wprowadzeniu tzw. filaru kapitałowego.

[17] Oczywiście ta operacja podważa do pewnego stopnia jakość tych zabezpieczeń. Należy jednak zaznaczyć, że „przeniesiono" głównie obligacje skarbowe, a więc papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, które mogły zostać łatwo umorzone. Podobna operacja w odniesieniu do wciąż posiadanych przez OFE m.in. akcji wydaje się jednak mniej prawdopodobna.

© for this edition by CNS

ści[18]. Zwolennicy zmian negowali te wyliczenia (Ministerstwo Finansów 2013) oraz podważali możliwość osiągania przez OFE lepszych wyników od waloryzacji zusowskiej o średnioroczny wzrost PKB, argumentując, że w długim okresie nie jest możliwe osiąganie wyższych stóp zwrotu niż wzrost PKB (Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwo Finansów 2013, s. 54–63)[19].

Choć z indywidualnej perspektywy aspekt finansowy jest kluczowy, to jednak porównywanie stóp zwrotu z OFE i ZUS-u — do którego w dużej mierze sprowadziła się cała tzw. debata emerytalna — przypomina porównywanie jabłek do pomarańczy. Waloryzacja zależy bowiem całkowicie od czynników politycznych, dlatego mówienie o „stopie zwrotu z ZUS-u" jest nonsensem[20]. Odkładanie składek na subkonto nie jest bowiem (przymusową) inwestycją — nie można inwestować w PKB. Innymi słowy, politycznej obietnicy określonej waloryzacji, choćby była ona jak najbardziej wiarygodna, nie można zrównywać z inwestycjami dokonywanymi na rynku finansowym. Waloryzacja może być bowiem arbitralnie zmieniana — teoretycznie zarówno w jedną, jak i drugą stronę. Biorąc jednak pod uwagę niezbilansowanie budżetu ZUS-u (KOBE 2013b), można spodziewać się w przyszłości zmian zmniejszających współczynnik waloryzacji, co tylko pogłębia trudności związane z porównywaniem konsekwencji finansowych obu decyzji.

Wnioski

Nawet jeśli reforma z 2013 r. nie stanowi odejścia od zmian wprowadzonych w 1999 r. — które według ich twórców polegały przede wszystkim na przejściu od systemu zdefiniowanego świadczenia do systemu zdefiniowanej składki — to jednak znacznie zredukowała część kapitałową polskiego systemu emerytalnego. Mechanizm suwaka bezpieczeństwa zrywa bowiem związek pomiędzy składkami

[18] Chodzi zarówno o środki w I filarze, jak i na subkoncie. Ze względu na krótką historię subkonta oraz lata wysokich wzrostów PKB, które niekoniecznie muszą się powtórzyć, porównania te częściej odnoszą się jednak do waloryzacji w I filarze. Świadczenia wypłacane w nim są waloryzowane o wskaźnik inflacji w gospodarstwach emerytów i rencistów oraz o wskaźnik wzrostu realnego wynagrodzenia, podczas gdy środki trafiające na subkonto w ZUS-ie są waloryzowane o średnioroczny wzrost wartości PKB w cenach bieżących w ciągu ostatnich 5 lat poprzedzających indeksację.

[19] Nie wydaje się to przekonujący argument. Zauważmy, że środki trafiające do OFE mogą w wymiarze mikroekonomicznym przewyższać waloryzację względem nominalnego PKB. Jest tak, ponieważ „Stopa zwrotu osiągana na rynkach finansowych może być wyższa od tempa wzrostu gospodarczego na skutek tego, że obrotowi na tych rynkach podlegają aktywa związane z bardziej dochodowymi przedsięwzięciami gospodarczymi, podczas gdy tempo wzrostu gospodarczego uwzględnia wszystkie przedsięwzięcia, także te najmniej dochodowe" (Góra 2003, s. 20, przyp. nr 25).

[20] Pomijamy tutaj Fundusz Rezerwy Demograficznej, który rzeczywiście inwestuje swoje środki.

© for this edition by CNS

ubezpieczonych a ich świadczeniami, gdyż przekazywane środki w jego ramach będą przeznaczane na bieżące wypłaty emerytur. Suwak skraca również horyzont inwestycyjny oraz likwiduje dywersyfikację źródeł emerytalnych, uzależniając ją z powrotem od jednej instytucji (ZUS-u), co zwiększa ryzyko polityczne.

OFE z pewnością nie były idealnymi instytucjami i ich funkcjonowanie wymagało usprawnienia. Choć część rozwiązań, jak np. zniesienie wewnętrznego *benchmarku*, wydaje się krokiem w dobrą stronę, to inne wprowadzone rozwiązania, jak przyjęte limity inwestycyjne, powodują, że w niedalekiej przyszłości OFE mogą zostać całkowicie zlikwidowane[21]. Trudno powstrzymać się od wrażenia, że ustawodawcy o to właśnie chodziło (dodajmy do tego zakaz reklamowania się przez OFE oraz domyślny wybór ZUS-u). Ryzyka złej daty, któremu ma oficjalnie zapobiegać tzw. suwak bezpieczeństwa, można było bowiem uniknąć przez wprowadzenie dożywotnich emerytur w postaci annuitetu oraz kilku typów funduszy o zróżnicowanym profilu ryzyka, do których przynależność byłaby uzależniona od wieku oraz skłonności do ryzyka. Wydaje się, że ponownie krótkoterminowe względy fiskalne przesłoniły długoterminowe korzyści społeczno-gospodarcze związane z istnieniem zreformowanego, prawdziwego systemu kapitałowego[22], takie jak wyższa stopa oszczędności, wyższe tempo akumulacji kapitału i wzrostu produktywności pracy oraz mniejsza wrażliwość na ryzyko demograficzne i polityczne czy mniejszy negatywny wpływ na rynek pracy (co ma związek z inną percepcją składki w takim systemie).

Wszystko zatem wskazuje, że wybór pomiędzy OFE a ZUS-em sprowadza się do tego, czy fundusze przez kilka lat wypracują wyższą stopę zwrotu od współczynnika zusowskiej waloryzacji. Biorąc pod uwagę niewielką część składki emerytalnej, o którą chodzi, oraz przedstawioną powyżej analizę, wybór ten wydaje się fałszywym dylematem bez większego znaczenia. Na pozór wydaje się bowiem, że warto zdecydować się na OFE, aby zdywersyfikować portfel emerytalny oraz — w obliczu spodziewanej obniżki zusowskiej waloryzacji — spróbować osiągnąć wyższą emeryturę kosztem, obecnie znacznego, ryzyka rynkowego, ale za to przy niższym ryzyku politycznym. W rzeczywistości jednak wprowadzone ostatnio rozwiązania sprawiają, że wybór przestaje mieć właściwie znaczenie. Tak zwany suwak bezpieczeństwa w znacznym stopniu redukuje część kapitałową systemu — czego nie można jednak określać mianem „nacjonalizacji" — narzucona zaś polityka inwestycyjna grozi jego dalszym ograniczeniem, jeśli nie całkowitą likwidacją.

---

[21] Przyjęte limity inwestycyjne mogą spowodować także nadpodaż akcji ze strony funduszy. Wpływ reformy emerytalnej na giełdę będzie wzmocniony, jeśli niewiele osób zostanie w OFE. Wpływy nie będą równoważyć w takiej sytuacji wypływów funduszy (wypłaty świadczeń oraz „suwak"), i te będą musiały ratować się wyprzedażą aktywów.

[22] Wzorem mogłyby być rozwiązania chilijskie z konstytucyjną gwarancją środków zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych (Pinera 1998).

© for this edition by CNS

Literatura

Chłopecki A., 2013, *Własność środków w OFE*, Komitet Obywatelski ds. Bezpieczeństwa Emerytalnego, http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/07/W%C5%82asno%C5%9B%C4%87-%C5%9Brodk%C3%B3w-w-OFE.pdf, 4.06.2014.

Góra M., 2001, *Koszty, oszczędności oraz efekty zewnętrzne związane z wprowadzeniem nowego systemu emerytalnego*, [w:] *Nowy system emerytalny w Polsce — wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych*, (= „Zeszyty BRE Bank-Case", nr 57), Warszawa.

Góra M., 2003, *Inne spojrzenie na podstawowe zagadnienia ekonomii emerytalnej*, „Ekonomista", nr 4.

Góra M., 2005, *Adequacy of Contributions: The Key Goal of the Polish Pension Reform*, „Intereconomics", Vol. 40, No. 5.

Hayek F.A., 1935, *Prices and Production*, New York: Augustus M. Kelly Publishers.

Hormazábal S., 2010, *Multi-funds in the Chilean Pension System*, „BBVA Research Working Paper", nr 10/28, http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1028_tcm348-274420.pdf?ts=15112011, 4.06.2014.

Huerta de Soto J., 2010, *Kryzys i reforma opieki społecznej*, [w:] Huerta de Soto, *Sprawiedliwość a efektywność*, Fijorr Publishing, Warszawa.

Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W., Kuziak K., Wojtasiak A., 2004, *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych — istniejące rozwiązania i propozycje zmian*, [w:] Jajuga K., Szumlicz T. (red.), *Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych*, Zeszyt nr 3: *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych*, Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

KNF, 2008, *Konkurencja na rynku OFE*, http://www.knf.gov.pl/Images/konkurencja_na_rynku_ofe_tcm75-7063.pdf, 4.06.2014.

KOBE, 2013a, *Oświadczenie w sprawie rządowych planów zmian OFE*, http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/09/O%C5%9Bwiadczenie-KOBE-odno%C5%9Bnie-propozycji-rz%C4%85dowych.pdf, 4.06.2014.

KOBE 2013b, *Obywatelski kontrraport. Krytyczna analiza rządowego przeglądu systemu emerytalnego*, Warszawa, http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/07/KOBE-Obywatelski-Kontrraport.pdf, 5.06.2014.

Łaszek A., Samoń D., Tatała M., 2013, *Opinia Forum Obywatelskiego Rozwoju nt. Projektu Ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych z dnia 10 października 2013 r.*, http://www.for.org.pl/pl/d/0b7582c55702c3e89ca2addc1d7e175a, 4.06.2014.

Ministerstwo Finansów, 2013, *Pomiar przeciętnych stóp zwrotu w OFE i wskaźników waloryzacji w ZUS. Wpływ różnych technik pomiaru. Analiza kompleksowa*, Warszawa.

Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwo Finansów, 2013, *Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu*, http://emerytura.gov.pl/wp-content/uploads/2014/03/20130626_przeglad.pdf, 4.06.2014.

NN., *Wybór OFE/ZUS*, http://emerytura.gov.pl/wybor-ofezus/reforma-ofe/, 4.06.2014.

Otto W., Wiśniewski M., 2013a, *Wypłaty emerytur z OFE*, Komitet Obywatelski ds. Bezpieczeństwa Emerytalnego, http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/06/KOBE-propozycja-wyp%C5%82at.pdf, 4.06.2014.

Otto W., Wiśniewski M., 2013b, *Stopy zwrotu: OFE i ZUS*, http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/06/Stopy-zwrotu-w-OFE-a-indeksacja-sk%C5%82adek-w-ZUS.pdf, 5.06.2014.

Pinera J., 1998, *The Chilean Model*, Institute of Economic Affairs, http://www.iea.org.uk/sites/default/files/publications/files/upldeconomicAffairs327pdfSummary.pdf, 5.06.2014.

© for this edition by CNS

Rutkowski M., Góra M., 1997, *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności*, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego, Warszawa.

Sąd Najwyższy, 2008, Wyrok z dnia 4 czerwca 2008 r., sygn. akt II UK 12/08, http://prawo.legeo.pl/prawo/ii-uk-12-08/, 4.06.2014.

Stańko D., 2010, *Czy zmiany na rynku OFE idą w dobrym kierunku?*, Raport Fundacji FOR, Warszawa.

UKNF, 2012, *Kryterium oceny efektywności inwestycyjnej OFE, system motywacyjny PTE oraz minimalny wymóg kapitałowy dla PTE. Propozycje rozwiązań*, Warszawa, https://www.knf.gov.pl/Images/Za%C5%82%C4%85cznik_2._Raport_o_benchmarku_tcm75-33885.pdf, 23.04.2014.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. 1997 Nr 13, poz. 934).

Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. 1998 Nr 13, poz. 887).

Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. 2013, poz. 1717).

© for this edition by CNS