

# 1

**FILIP CHYBALSKI**

**Katedra Zarządzania  
Politechnika Łódzka**

## **DOBROWOLNOŚĆ PRZYNALEŻNOŚCI DO OFE A DYWERSYFIKACJA RYZYKA W SYSTEMIE EMERYTALNYM W POLSCE<sup>1</sup>**

### **1. Wstęp**

Współczesne systemy emerytalne charakteryzują się zarówno obowiązkowymi, jak i dobrowolnymi stopniami zabezpieczenia emerytalnego. Podstawowe stopnie tego zabezpieczenia mają na celu zapewnienie dochodu osobom starszym (po okresie aktywności zawodowej) na poziomie co najmniej minimalnym, tzn. nie niższym niż poziom uznawany za granicę ubóstwa. Dlatego powszechnie przyjmuje się na całym świecie, że przynajmniej w wymiarze zapewniającym taki poziom przyszłego świadczenia, uczestnictwo jednostek w systemie emerytalnym powinno mieć charakter obowiązkowy. Kwestią otwartą pozostaje, czy jednostka powinna mieć możliwość dokonania wyboru pomiędzy modelami systemów emerytalnych, w jakich chce uczestniczyć w minimalnym wymaganym wymiarze, a także wyboru instytucji, która umożliwi jej akumulację kapitału emerytalnego, a następnie jego wypłatę (konsumpcję).

Celem opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, jakie mogą być konsekwencje zastąpienia obowiązkowego charakteru członkostwa w otwartym funduszu emerytalnym (OFE) charakterem dobrowolnym. Należy jednak to pytanie uogólnić, bo sprowadzenie sformułowanego problemu wyłącznie do zagadnienia dobrowolności członkostwa w OFE, byłoby daleko idącym uproszczeniem. Mianowicie chodzi o to, czy z punktu widzenia

---

<sup>1</sup> Tekst powstał w oparciu o ekspertyzę autora, przygotowaną na zlecenie Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

obywateli, bezpieczniejszy jest system jednomodelowy, czyli oparty wyłącznie na filarze niefinansowym (repartycyjnym), czy też bezpieczniejszy jest system mieszany, oparty na rozsądnej proporcji między modelem niefinansowym a modelem finansowym (kapitałowym), w ramach którego w Polsce działają powszechne towarzystwa emerytalne (PTE), zarządzające otwartymi funduszami emerytalnymi (OFE). Główna teza, której prawdziwości autor próbuje dowieść w niniejszym opracowaniu, brzmi: ograniczenie roli filaru finansowego (kapitałowego) na korzyść filaru niefinansowego (tzw. repartycyjnego) w bazowym systemie emerytalnym, ograniczy jego bezpieczeństwo poprzez zmniejszenie możliwości dywersyfikacji ryzyka wypłat świadczeń w przyszłości. Jest to wbrew interesowi obecnie pracujących i odprowadzających składki emerytalne w ramach systemu zdefiniowanej składki. Wprowadzenie dobrowolności członkostwa w OFE w sensie możliwości ulokowania całej składki w ZUS lub części w ZUS, a w części w OFE (co wobec braku możliwości wybrania OFE zamiast ZUS nazwano w opracowaniu „jednokierunkową” dobrowolnością), stanowiłoby właśnie wspomniane wyżej ograniczenie roli filaru finansowego w bazowym systemie emerytalnym, a tym samym wpłynęłoby negatywnie na bezpieczeństwo finansowe tego systemu, czyli jego uczestników.

W opracowaniu pominięto kwestię efektywności funkcjonowania OFE, gdyż stanowi ona odrębny problem, któremu zresztą w literaturze krajowej poświęcono wiele miejsca. Abstrahowano także od problematyki wpływu udziału OFE w bazowym systemie emerytalnym na stan finansów publicznych, mając świadomość tego wpływu, ale także dostrzegając inne czynniki negatywnie wpływające na saldo finansów publicznych, wynikające np. z licznych przywilejów emerytalnych dla wybranych grup zawodowych.

## **2. Definicje systemu emerytalnego**

Dla klarowności dalszego wywodu, kluczowe jest przyjęcie definicji systemu emerytalnego, która umożliwi określenie potencjalnych przyczyn, jakie może nieść za sobą wprowadzenie dobrowolności w zakresie członkostwa w OFE. Mianowicie, system emerytalny można definiować w ujęciu mikroekonomicznym, jak i w ujęciu makroekonomicznym. W ujęciu mikroekonomicznym system emerytalny jest narzędziem alokacji dochodu w cyklu życia lub też narzędziem wygładzania konsumpcji w cyklu życia [por. Barr 1993; Barr, Diamond 2006; Blake 2006; Góra 2003]. Tym samym stanowi on sposób na przeniesienie części dochodu uzyskiwanego w okresie aktywności zawodowej do okresu emerytalnego. Gdyby to przeniesienie dochodu nie następowało z powodu skonsumowania całego dochodu uzyskiwanego w okresie aktywności zawodowej, nie byłoby szans na dokonanie wygładzenia

konsumpcji. Tym samym jednostka doświadczyłaby w momencie osiągnięcia wieku emerytalnego czegoś w rodzaju „szoku emerytalnego”, który objawiałby się nagłym spadkiem konsumpcji do poziomu zerowego. „Mikroekonomiczna” definicja systemu emerytalnego uświadamia, że z punktu widzenia jednostki, dochód w okresie emerytalnym nie bierze się znikąd. Źródłem tego dochodu jest konsumpcja zgromadzonego w okresie aktywności zawodowej kapitału finansowego lub aktywów bądź też, co mniej pożądane, skuteczne wyegzekwowanie od państwa (rządu) złożonej wcześniej obietnicy o wypłacie dożywotniego świadczenia emerytalnego w zamian za opłacanie składek emerytalnych z wynagrodzenia za pracę.

W ujęciu makroekonomicznym, system emerytalny definiuje się jako narzędzie podziału bieżącego produktu krajowego brutto (PKB) między pokolenie pracujących i pokolenie emerytów [Góra 2003]. Jest to pewne uproszczenie, bo oprócz tych dwóch pokoleń, finansowania wymaga także pokolenie osób w wieku przed aktywnością zawodową (przede wszystkim edukacja dzieci i młodzieży). Niemniej definicja ta, podobnie jak ta „mikroekonomiczna”, uświadamia, że emerytury nie biorą się znikąd, lecz z wypracowanego PKB. Wysokość tych emerytur zależy więc od wielkości tego PKB oraz od zasad jego podziału między pokolenia. Tym samym, jeżeli ktoś żąda podniesienia emerytur, albo ktoś to obiecuje, powinien wskazać źródła, z jakich ten wzrost ma być sfinansowany. Może on bowiem być skutkiem wzrostu gospodarczego w kraju, zmiany proporcji podziału PKB (jeśli zwiększamy emerytury, to zwiększamy udział emerytów w podziale PKB, a tym samym zmniejszamy udział osób aktywnych zawodowo oraz ich dzieci). Wyższe emerytury mogą też być efektem wyższych stóp zwrotu na zagranicznych rynkach finansowych, jednak pod warunkiem, że są na nich lokowane aktywa emerytalne. Oprócz wyżej opisanych, nie ma innych sposobów na zwiększenie świadczeń emerytalnych przy założonych z góry składkach.

### **3. Stopa zwrotu w I i II filarze**

W 1998 roku w Polsce wprowadzono tzw. mieszany model obowiązkowego systemu emerytalnego, oparty w całości na systemie zdefiniowanej składki (defined contribution – DC), w ramach którego jednostka została zobowiązana do uczestnictwa w dwóch filarach tego systemu. Filar pierwszy ma charakter zarządzanego publicznie niefinansowego (utożsamianego z repartycyjnym) planu emerytalnego. Zarządza nim sektor publiczny, a dokładnie ZUS. Opłacane w ramach tego systemu składki są przeznaczane na wypłatę bieżących świadczeń emerytalnych. Na indywidualnym koncie w ZUS zostaje odnotowana wpłacona składka, która systematycznie jest waloryzowana. Owa waloryzacja

polega na przemnożeniu składek zaewidencjonowanych na koncie przez wskaźnik waloryzacji, który jest równy wskaźnikowi cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem w roku kalendarzowym, poprzedzającym rok waloryzacji, w stosunku do roku poprzedniego, powiększonemu o wzrost realny sumy przypisu składek na ubezpieczenie społeczne w roku kalendarzowym poprzedzającym termin waloryzacji w stosunku do roku poprzedniego. Oznacza to, że w I filarze stopa waloryzacji, będąca rodzajem stopy zwrotu, jest zależna od ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju oraz od sytuacji na rynku pracy. Co ważne, składki wpłacane do ZUS nie są inwestowane, lecz na bieżąco wydawane – można by rzec konsumowane. Wspomniana stopa zwrotu jest więc stopą oprocentowania kredytu konsumenckiego, zaciągniętego przez państwo względem obywateli. Państwo obiecuje w zamian obywatelom, że w przyszłości ten dług spłaci wraz z odsetkami. Jednak nie zapisuje tego po stronie swoich przyszłych zobowiązań w statystyce długu publicznego, czyli w tzw. sprawozdawczości budżetowej. Zobowiązanie to stanowi tzw. dług ukryty.

II filar emerytalny w Polsce, także mający charakter obowiązkowy, jest oparty na modelu finansowym (zwanym również kapitałowym). Podobnie jak w I filarze, także w II filarze wpłacane składki są ewidencjonowane na indywidualnych kontach, ale faktycznie pieniędzy tych nie ma w OFE. Jednak w przeciwieństwie do ZUS, w OFE pieniądze te nie są w pełni przeznaczone na konsumpcję starszego pokolenia, lecz, przynajmniej w części, są inwestowane na rynku kapitałowym, czyli w przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim polskie. W uproszczeniu nasze środki w OFE są zainwestowane w akcje, w obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa lub w obligacje rządowe. O ile instrumenty finansowe emitowane przez przedsiębiorstwa służą ich rozwojowi, a przez to również rozwojowi gospodarstwu kraju, o tyle obligacje rządowe w przeważającej części służą finansowaniu bieżącej konsumpcji, w tym deficytu w niebilansującym się ZUS (a dokładnie FUS). Stopa zwrotu w OFE jest więc stopą zwrotu z pewnego, jasno określonego, portfela inwestycyjnego. Przyjmując, że portfel ten jest w uproszczeniu odzwierciedleniem portfela rynkowego, stopa zwrotu w II filarze jest zbieżna ze stopą zwrotu z rynku finansowego. O ile I filar nie daje możliwości uzależnienia wysokości przyszłego świadczenia emerytalnego od sytuacji gospodarczej innych krajów czy też stopy zwrotu na zagranicznych rynkach finansowych, filar II – oparty na modelu finansowym – czyli na funduszach emerytalnych, takie możliwości daje. Możliwe jest więc czerpanie przez przyszłych emerytów korzyści z różnic w tempach wzrostu różnych gospodarek na świecie, czy też z różnic w stopach zwrotu na różnych rynkach finansowych. Zależy to od reguł dotyczących polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, jakie im narzucono.

#### 4. Dywersyfikacja ryzyka w systemie emerytalnym

Odmienność czynników, jakie wpływają na stopy zwrotu w niefinansowym i finansowym modelu systemu emerytalnego, nasuwa dwa pytania:

- 1) Czy obowiązkowy, bazowy system emerytalny powinien charakteryzować się dywersyfikacją ryzyka wypłaty i wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych?
- 2) Jak można dywersyfikować ryzyko wypłat świadczeń w obowiązkowym, bazowym systemie emerytalnym?

Odpowiedź na powyższe pytania prowadzi do udzielenia odpowiedzi na najważniejsze pytanie, postawione w tym opracowaniu: jakie mogą być konsekwencje wprowadzenia dobrowolności przynależności do OFE?

- 1) Czy obowiązkowy, bazowy system emerytalny powinien charakteryzować się dywersyfikacją ryzyka wypłaty i wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych?

Z punktu widzenia jednostki, system emerytalny, jako narzędzie alokacji dochodu w cyklu życia, jest również narzędziem długoterminowej lokaty. Każda jednostka ma swój indywidualny portfel emerytalny, w którym znajdują się określone aktywa. W obecnym polskim systemie emerytalnym są to: należności wynikające z zapisów na koncie w ZUS, aktywa w OFE oraz inne dobrowolne aktywa emerytalne (w tym III filar, czyli PPE, IKE, IKZE). Składniki te mają charakter pożyczki międzypokoleniowej udzielonej za pośrednictwem ZUS, którą w przyszłości obiecało spłacić państwo – I filar, oraz instrumentów finansowych, emitowanych przez sektory publiczny i prywatny – II filar. Można więc powiedzieć, że mamy do czynienia z czymś na wzór portfela inwestycyjnego, a do niego odnosi się zasada „nie wszystkie jajka do jednego koszyka” oznaczająca, że mniej ryzykowne jest ulokowanie aktywów w różne instrumenty finansowe (czy też w różne fundusze). Nie ma przesłanki, aby myśleć, że w przypadku portfela emerytalnego (czyli uogólniając, systemu emerytalnego) jest inaczej<sup>2</sup>. Tym samym oparcie całego bazowego systemu emerytalnego np. wyłącznie na I filarze (ZUS) sprawia, że wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych jest w pełni uzależniona od sytuacji gospodarczej, a także demograficznej naszego kraju. W dobie starzejącego się społeczeństwa, gdzie coraz więcej jest pobierających świadczenia, a coraz mniej opłacających składki, takie rozwiązanie jest niebezpieczne i zwiększa ryzyko wypłaty przyszłych świadczeń emerytalnych. Podobnie ryzykowne byłoby oparcie

---

<sup>2</sup> Dywersyfikację jako główny czynnik zwiększenia odporności systemu emerytalnego na kryzysy ekonomiczne wskazywali również inni autorzy: Eich 2009; Dorfman, Hinz, Robalino 2008; Pfau 2009; Du, Muysken, Sleijpen 2011.

całego systemu emerytalnego na modelu finansowym, czyli na funduszach emerytalnych (OFE). Wówczas wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych zostałaby zupełnie podporządkowana koniunkturze na rynkach finansowych. Należy jednak dodać, że mogłyby to być różne rynki finansowe, nie tylko krajowy, co już charakteryzowałoby się pewnym stopniem dywersyfikacji. Ponieważ jednak kryzysy finansowe mają coraz bardziej globalny charakter, ryzyko w systemie emerytalnym, opartym wyłącznie na modelu finansowym, byłoby również wysokie.

2) Jak można dywersyfikować ryzyko wypłat świadczeń w obowiązkowym, bazowym systemie emerytalnym?

Dywersyfikację tę należy rozumieć wielowymiarowo, gdyż może ona być stosowana [Chybalski 2012]:

- w zakresie metody finansowania świadczeń (model finansowy vs. model niefinansowy),
- w zakresie inwestycji w krajowy dług publiczny (w obligacje rządowe) oraz w sektor prywatny,
- w zakresie geograficznym (inwestycje na międzynarodowych rynkach finansowych).

Aby omówić wymienione trzy wymiary dywersyfikacji ryzyka w systemie emerytalnym, za punkt wyjścia obierzemy mikroekonomiczną definicję systemu emerytalnego, zgodnie z którą system ten umożliwia wygładzanie konsumpcji w cyklu życia jednostki. Transfer dochodu z okresu aktywności zawodowej do okresu emerytalnego, dokonuje się w ściśle określonych warunkach, które odnoszą się zarówno do okresu akumulacji, jak i okresu deakumulacji kapitału emerytalnego. W pierwszym przypadku jest to zakup przyszłej konsumpcji (w okresie emerytalnym), który dokonuje się w okresie aktywności zawodowej poprzez opłacanie składek emerytalnych. W drugim przypadku natomiast chodzi o realizację tej konsumpcji. Zarówno jedna, jak i druga faza jest determinowana przez bieżący podział PKB, w uproszczeniu między pokolenie aktywne zawodowo oraz pokolenie emerytów. Jeżeli PKB będzie mały, to bez względu na to, jaka będzie struktura jego podziału między pokolenia, bez względu na to, w jakim systemie były odprowadzane składki, świadczenia emerytalne będą niskie. W związku z tym, czy zawsze bezpieczne dla finansów emerytalnych danego kraju jest oparcie całego systemu emerytalnego na własnym wroście gospodarczym? W przypadku takiego systemu stopa zwrotu w długim okresie jest w przybliżeniu zbieżna ze stopą wzrostu PKB. Przykładem takich systemów emerytalnych są systemy z jednym filarem niefinansowym oraz systemy z dwoma filarami: pierwszym niefinansowym oraz drugim finansowym, lecz z zerowym (lub bliskim zeru) limitem dla lokat funduszy emerytalnych na zagranicznych rynkach finansowych.

W przypadku braku możliwości lokowania aktywów emerytalnych za granicą w ramach obowiązkowego systemu emerytalnego (tak jest mniej więcej teraz w Polsce) nie bez znaczenia pozostaje fakt, czy składki są odprowadzane do systemu niefinansowego (ZUS) czy też do systemu finansowego (OFE). Chodzi bowiem o to, które ze zobowiązań państwa charakteryzuje się mniejszym ryzykiem niedotrzymania warunków: zapis na koncie w ZUS (będący elementem tzw. długu ukrytego) czy też zobowiązanie wynikające z emisji i sprzedaży obligacji (element długu jawnego)? Jeżeli w przyszłości rząd stanąłby przed dylematem: obniżyć emerytury z ZUS i wykupić obligacje rządowe, czy nie wykupywać obligacji rządowych, ale też nie obniżać emerytur z ZUS, prawdopodobnie wybierze to pierwsze rozwiązanie. I będzie to odpowiedzialny wybór, ponieważ konsekwencje obniżenia emerytur poniosą przede wszystkim emeryci (a pośrednio także gospodarka poprzez obniżenie konsumpcji), natomiast niewykupienie obligacji będzie oznaczać utratę zaufania rynków finansowych, przez to utratę możliwości pożyczkowych państwa, czyli w uproszczeniu grecki scenariusz. A na tym straciliby wszyscy. Może więc wystąpić rozbieżność interesów polskich emerytów, odprowadzających składki do ZUS, oraz międzynarodowych inwestorów, posiadających w swoich portfelach obligacje emitowane przez polski rząd. Chodzi właśnie o to, żeby do takiej sytuacji w przyszłości nie doprowadzić albo ograniczyć istotnie jej negatywne skutki.

W systemie niefinansowym (zwanym również repartycyjnym, opartym na zasadzie pay-as-you-go) świadczenia emerytalne są finansowane z odprowadzanych na bieżąco składek emerytalnych. Te znowu zależą od bazy składowej, ta od dochodów, a dochody od sytuacji gospodarczej. W systemie tym stopa zwrotu zależy więc w całości od realnych procesów gospodarczych. Dodatkowo system niefinansowy, stanowiący element obowiązkowego systemu emerytalnego, jest zarządzany publicznie, co sprawia, iż powstałe w nim zobowiązania wobec przyszłych emerytów mają rzeczywiście charakter obietnicy wypłaty w przyszłości świadczeń emerytalnych. Te znowu będą finansowane z bieżącego PKB, dokładnie z odprowadzonych w przyszłości składek emerytalnych.

W systemie finansowym natomiast świadczenia emerytalne są finansowane poprzez upływnianie aktywów emerytalnych za pośrednictwem rynków finansowych. To, jaka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału na tych rynkach zostanie zrealizowana, zależy od efektywności zarządzania kapitałem, od możliwości jego lokowania w różnego typu instrumenty finansowe oraz od tego, gdzie te aktywa mogą być lokowane. W systemie finansowym aktywa mogą być lokowane w dług publiczny (obligacje rządowe) lub w sektor prywatny (akcje, obligacje przedsiębiorstw). Limity inwestycyjne, narzucone funduszom emerytalnym, wyznaczają poziom dywersyfikacji, jaki mogą stosować te podmioty w zakresie rozdzielenia ryzyka właśnie pomiędzy sektor publiczny

a sektor prywatny. Ważne jest, by fundusze mogły odpowiednio rozproszyć ryzyko inwestycyjne pomiędzy obligacje rządowe a instrumenty emitowane przez przedsiębiorstwa.

Istotny jest również możliwy wpływ, jaki fundusze emerytalne (a więc filar finansowy) mogą wywrzeć na wzrost gospodarczy. Zależy to przede wszystkim od tego, jaką część swoich aktywów ulokują one na rynku kapitałowym, czyli zainwestują w przedsiębiorstwa. Tym samym finansowy filar systemu emerytalnego może wywierać pozytywny wpływ na gospodarkę. Jest to oczywiście sprzężenie zwrotne, gdyż szybciej rozwijająca się gospodarka wpływa również pozytywnie na system emerytalny, ponieważ między pokolenia dzielony jest większy PKB.

Innym, ważnym argumentem załączeniem w obowiązkowym systemie emerytalnym modelu niefinansowego z modelem finansowym, jest tzw. warunek Aarona. Zgodnie z nim system finansowy jest korzystniejszy aniżeli system niefinansowy, gdy stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału jest wyższa aniżeli stopa wzrostu ludności pomnożona przez stopę wzrostu przeciętnego wynagrodzenia, czyli od stopy wzrostu funduszu płac [Aaron 1966]. Możliwość stosowania dywersyfikacji geograficznej portfela emerytalnego sprawia, iż spełnienie tego warunku jest wysoce prawdopodobne. Tym samym, oczywiście w długim okresie, system z większym udziałem części finansowej powinien charakteryzować się większą efektywnością.

Inne, oprócz wyżej opisanych, przesłanki przemawiające za stosowaniem w obowiązkowym systemie emerytalnym obok filaru niefinansowego również filaru finansowego, a tym samym zarządzania publicznego i prywatnego, są następujące:

- państwo nie przyjmuje na siebie całkowitych zobowiązań emerytalnych, lecz dzieli się nimi z sektorem prywatnym, tym samym dług ukryty z tytułu tych zobowiązań jest mniejszy;
- w obowiązkowym systemie emerytalnym nie ma monopolu w zakresie dostarczania produktów emerytalnych, ponieważ system finansowy działa w formie konkurencyjnego rynku funduszy emerytalnych;
- obywatele mają wpływ na wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych, a przez to są za nie współodpowiedzialni. Jest to możliwe poprzez wybór funduszu emerytalnego, do którego są odprowadzane składki. Badania opinii publicznej wskazują, że Polacy traktują pieniądze gromadzone w OFE jako swoje oszczędności [zob. np. Ostrowska 2013a]. Co ciekawe, dotyczy to także części polityków [Ostrowska 2013b]. Jest to ważny efekt psychologiczny, ponieważ świadczy o tym, że obywatele mają świadomość wpływu na wysokość swojego przyszłego świadczenia emerytalnego. Oznacza to, że w percepcji jednostek, system emerytalny ma jeszcze bardziej oszczędnościowy charakter (co jest zresztą cechą systemu zdefiniowanej składki).



Jednak jak zauważono, samo zastosowanie kombinacji modelu niefinansowego oraz finansowego w systemie emerytalnym nie jest wystarczające dla jego bezpieczeństwa finansowego, gdyż równie istotną kwestią jest możliwość częściowego uniezależnienia stopy zwrotu w systemie emerytalnym od wzrostu gospodarczego oraz stóp zwrotu na rynku finansowym w kraju. Można to osiągnąć poprzez stosowanie dywersyfikacji geograficznej w zakresie lokowania aktywów emerytalnych, co jest możliwe w części finansowej systemu i jest wyznaczone przez limit dla lokat funduszy emerytalnych na zagranicznych rynkach finansowych. Przesłanki do stosowania tej dywersyfikacji są różne i zostały omówione poniżej.

Pierwszą z nich jest demografia. W obliczu starzejących się społeczeństw konkurencja pomiędzy krajami w zakresie powiększania zasobów siły roboczej poprzez migracje będzie narastać. Kraje, które odnotują odpływ siły roboczej, pogorszą swoje perspektywy rozwojowe, co wpłynie w sposób wymierny na system emerytalny w części, w której jest on zależny od realnych procesów gospodarczych w kraju oraz od stóp zwrotu na krajowym rynku finansowym. Aby temu zapobiegać, kraje te powinny posiadać znacząco otwarte systemy emerytalne, tzn. systemy, charakteryzujące się możliwością lokowania znaczącej części aktywów emerytalnych za granicą.

Druga przesłanka wynika z rozmiarów rynku finansowego kraju oraz jego struktury [zob. np. Roldos 2004; Chan-Lau 2005], a także koniunktury gospodarczej. Oczywiście kwestią dyskusyjną pozostaje, na ile aktywa emerytalne powinny służyć stymulowaniu wzrostu gospodarczego kraju ich pochodzenia, a na ile mogą wspierać rozwój innych krajów. Jednak jeżeli aktywa te nie mogą w kraju zostać efektywnie ulokowane, np. z powodu zbyt małej kapitalizacji krajowego rynku kapitałowego w stosunku do wartości aktywów emerytalnych, złego zarządzania przedsiębiorstwami, zbyt restrykcyjnych limitów inwestycyjnych, zmuszających do inwestowania w obligacje skarbowe, aktywa emerytalne niekoniecznie będą służyć rozwojowi gospodarczemu tego kraju. Przez to nie zostaną pomnożone równie efektywnie, jak mogłoby to mieć miejsce przy większym wykorzystaniu zagranicznych rynków finansowych. Nie chodzi o to, by koniecznie lokować aktywa emerytalne za granicą, chodzi o to, by istniała taka możliwość na wypadek, gdy zagraniczne lokaty są zdecydowanie bardziej opłacalne. Zamknięte na zagraniczne inwestycje systemy emerytalne charakteryzują się niższym poziomem bezpieczeństwa finansowego poprzez zbyt duże skoncentrowanie aktywów emerytalnych na inwestycjach krajowych i przez to, szczególnie w krajach o złej sytuacji gospodarczej, są mniej efektywne.

Kolejną przesłanką stosowania dywersyfikacji geograficznej w systemie emerytalnym są zróżnicowane stopy zwrotu z rynków finansowych na świecie. Oczywiście kluczowe przy inwestycjach zagranicznych jest ryzyko kursowe, ale przed nim można się zabezpieczyć. Wykorzystywanie w systemie emerytalnym

instrumentów notowanych na wielu różnych zagranicznych rynkach finansowych zwiększa szanse tworzenia portfela emerytalnego, którego składniki charakteryzują się nisko skorelowanymi stopami zwrotu. Międzynarodowa struktura aktywów portfela emerytalnego, w przeciwieństwie do struktury w pełni krajowej, sprawia, że portfel ten nie jest w całości narażony na czynniki ryzyka, charakterystyczne dla kraju pochodzenia kapitału emerytalnego, w tym na czynniki polityczne. Pozytywny wpływ międzynarodowej dywersyfikacji w systemie emerytalnym na jego bezpieczeństwo oraz wysokość stóp zwrotu, opisano między innymi w pracach: [Solnik, McLeavey 2004; Srnivas, Yermo 1999; Burtless 2007; Davis 2002].

Scharakteryzowaną powyżej możliwość stosowania dywersyfikacji geograficznej daje wyłącznie odpowiednio skonstruowany filar finansowy systemu emerytalnego. Filar I – niefinansowy, takiej dywersyfikacji nie umożliwia.

## **5. Podsumowanie**

Powyższe rozważania obrazują stopień skomplikowania mechanizmów funkcjonowania współczesnych systemów emerytalnych i prowokują pytanie, ile powinno być dobrowolności w systemie bazowym, podstawowym, dającym bazowe świadczenie. Czy ta dobrowolność powinna obejmować wyłącznie wybór instytucji w filarze finansowym (OFE i zarządzającego nim PTE), jak to ma miejsce obecnie w Polsce, czy też powinna zostać rozszerzona również na wybór struktury „indywidualnego” portfela emerytalnego. W tym drugim przypadku jednostka świadomie lub nieświadomie decydowałaby o tym:

- w jakiej części jej przyszłe świadczenie emerytalne będzie skutkiem podziału PKB z wykorzystaniem realnych procesów gospodarczych, a w jakiej części z wykorzystaniem rynków finansowych;
- w jakiej części jej przyszłe świadczenie emerytalne jest zobowiązaniem państwa (sektora publicznego), a w jakiej części sektora prywatnego;
- czy jej przyszłe świadczenie emerytalne zostanie w pełni uzależnione od sytuacji gospodarczej i koniunktury na rynku finansowym w kraju, czy też może w części od sytuacji gospodarczej zagranicą oraz koniunktury na zagranicznych rynkach finansowych.

Można mieć ogromne wątpliwości, czy przeciętna jednostka zdaje sobie sprawę z tego, co oznacza dokonanie wyboru pomiędzy filarem niefinansowym i finansowym. Jednak jeśli nawet przyjąć, że jednostka jest w stanie tego wyboru dokonać w sposób świadomy i racjonalny, z jej punktu widzenia brak jest przesłanek uzasadniających wybór tylko w jedną stronę: z filaru finansowego do filaru niefinansowego. Jeżeli dopuszczamy wybór proporcji pomiędzy modelem niefinansowym i finansowym w bazowym systemie emerytalnym, powinien on być możliwy w obie strony.

Jeżeli wspomniana dobrowolność, działająca w jedną stronę – z OFE do ZUS – zostałaby wprowadzona, nie można dzisiaj udzielić jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy wpłynie ona pozytywnie czy negatywnie na wysokość przyszłych emerytur. Uniemożliwia to kilkudziesięcioletni horyzont takiej prognozy oraz liczba czynników, kształtujących stopy zwrotu w niefinansowym i finansowym systemie emerytalnym. Można jedynie symulować wysokość świadczeń w oparciu o określone założenia, które nie wiadomo, czy się sprawdzą. Należy jednak z dużą mocą podkreślić, że dalsze ograniczenie udziału filaru finansowego w bazowym systemie emerytalnym znacznie zmniejszy jego bezpieczeństwo finansowe. Będzie to efektem jeszcze większego uzależnienia przyszłych świadczeń emerytalnych od rozwoju polskiej gospodarki, od polskiej demografii oraz od sytuacji politycznej w Polsce. Co ciekawe, jeśli przyszłe zobowiązania emerytalne będą niemal wyłącznie zobowiązaniami państwa (ZUS), wpływ na wysokość tych świadczeń będzie mógł mieć elektorat, a ten w coraz większej części będą stanowić emeryci. Jeżeli emerytury z ZUS okażą się niskie, może mieć miejsce sytuacja, w której partie będą walczyć o wyborców obietnicami podnoszenia emerytur (np. poprzez zmiany w metodzie waloryzacji). To znów może zmienić proporcje podziału przyszłego PKB na niekorzyść młodszych pokoleń i ograniczyć możliwości rozwojowe polskiej gospodarki.

Podsumowując, doświadczenia globalnego kryzysu finansowego poddały pod wątpliwą tezę, że państwo jest zawsze wypłacalne. Tym samym nie może ono zagwarantować adekwatności dochodowej systemu emerytalnego na odpowiednim poziomie, lecz może ją tylko obiecać, a to zupełnie co innego. Biorąc pod uwagę proces starzenia się społeczeństwa i w konsekwencji rosnącą wartość przyszłych zobowiązań emerytalnych, ich skupienie wyłącznie lub niemal wyłącznie w sektorze publicznym, rodzi określone niebezpieczeństwo. Z punktu widzenia efektywności systemu emerytalnego, istotna jest dywersyfikacja ryzyka wypłaty świadczeń emerytalnych (a tym samym dotrzymania zobowiązań emerytalnych) pomiędzy państwo a rynek lub inaczej pomiędzy sektor publiczny i sektor prywatny. Wprowadzenie „jednostronnej” dobrowolności członkostwa w OFE, przez to, że może tę, i tak już zbyt małą, dywersyfikację znacznie ograniczyć, jest niekorzystne dla uczestników bazowego systemu emerytalnego.

### **Literatura**

- [1] **Aaron H.:** *The Social Security Paradox*. Canadian Journal of Economics and Political Science, No. 32, 1966, s. 371-376.
- [2] **Barr N.:** *The Economics of Welfare State*, Stanford University Press, London, 1993.
- [3] **Barr N., Diamond P.:** *The economics of pensions*, Oxford Review of Economics Policy, Vol. 22, No. 1, 2006, s. 15-39.
- [4] **Blake D.:** *Pension Economics*, Pension Institute, West Sussex, 2006.

- [5] **Burtless G.:** *International investment for retirement savers: Historical evidence on risk and returns*, Center for Retirement Research Working Paper, No. 2007-5, 2007.
- [6] **Chan-Lau J.:** *Pension funds and emerging markets*, Financial Markets, Institutions and Instruments, Vol. 14, 2005, s. 107-134.
- [7] **Chybalski F.:** *The Resilience of Pension Systems in the CEE Countries to Financial and Economic Crisis: the Need for Higher Diversification*, [w:] Stavárek D., Vodova P. (red.), Proceedings of 13<sup>th</sup> International Conference on Finance and Banking, Silesian University in Opava, School of Business Administration in Karvina, 2012, s. 151-160.
- [8] **Davis E.P.:** *Pension fund management and international investment – A global perspective*, Pensions Institute Discussion Paper, 2002, No. 0206.
- [9] **Dorfman M., Hinz R., Robalino D.:** *The Financial Crisis and Mandatory Pension Systems in Developing Countries*, Pension Prime Series. Munich, 2008.
- [10] **Du C.C., Muysken J., Sleijpen O.:** *Economy wide risk diversification in a three-pillar pension system*, De Nederlandsche Bank, Working paper, No. 286, Amsterdam, 2011.
- [11] **Eich F.:** *The Financial and Economic Crisis and Pension Systems: International Experience*, Pension Corporation Research. London, 2009.
- [12] **Góra M.:** *System emerytalny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2003.
- [13] **Ostrowska K.:** *Sondaż: pieniądze w OFE są prywatne*, <http://www.ekonomia.rp.pl/artykul/628648,1017041-Sondaz--pieniadze-w-OFE-sa-prywatne.html>, 2013a (dostęp 20.06.2013a).
- [14] **Ostrowska K.:** *Część polityków uznaje pieniądze w OFE za swoje*, <http://www.rp.pl/artykul/1006409.html>, 2013b (dostęp 20.06.2013).
- [15] **Pfau W.D.:** *The role of International Diversification in Public Pension Systems: The Case of Pakistan*, Economic Issues, Vol. 14, Part 2, 2009.
- [16] **Roldos J.E.:** *Pension reform, investment restriction, and capital markets*, International Monetary Fund Policy Discussion Papers PDP/04/4, 2004.
- [17] **Solnik B., McLeavey D.:** *International Investments*, Pearson Addison Wesley, Boston, 2004.
- [18] **Srnivas P.S., Yermo J.:** *Do investment regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America*, Revista de Analisis Economico, Vol. 14, No. 1, 1999, s. 67-120.