

OPTIMUM

STUDIA EKONOMICZNE

SPIS TREŚCI

STUDIA I ROZPRAWY	3
Stanisław Czaja – <i>Informacyjne uwarunkowania wykorzystania modeli ekonomicznych w badaniu relacji gospodarka – środowisko przyrodnicze (na przykładzie modelu funkcji produkcji)</i>	3
Kazimierz Górka, Marcin Łuszczuk – <i>Vox populi – czy teza Francisa Galtona jest współcześnie prawdziwa?</i>	21
Elżbieta Lorek, Agnieszka Lorek – <i>Rozwój rynku dóbr i usług ekologicznych jako podstawa wdrażania zrównoważonej konsumpcji i produkcji</i>	32
Mikołaj Niedek, Anna Hoffmann-Niedek – <i>Produkcja ekologiczna a zrównoważona w świetle odpowiedzialności biznesu</i>	46
Paulina Szyja – <i>Rola wskaźników zrównoważonego i trwałego rozwoju w badaniu zielonej gospodarki</i>	61
Agnieszka Leszczyńska – <i>Zastosowanie wskaźników rozwoju zrównoważonego w łańcuchu dostaw</i>	77
Urszula Gołaszewska-Kaczan – <i>Wiedza jako element budujący kapitał ludzki</i>	90
Małgorzata Niesiobędzka – <i>Sprawiedliwość proceduralna podatków</i>	101
MISCELLANEA	111
Hanna G. Adamkiewicz-Drwilło – <i>Wpływ procesu globalizacji na konkurencyjność krajów</i>	111

Agnieszka Piekutowska, Tomasz Dubowski – <i>Negocjacje wieloletnich ram finansowych Unii Europejskiej na lata 2014-2020 w warunkach kryzysu gospodarczego</i>	121
Filip Chybalski – <i>Zmiany w polskim systemie emerytalnym a.d. 2014: diagnoza i perspektywy</i>	135
Jan Kaczmarzyk, Piotr Kania – <i>Skutki ryzyka systemu emerytalnego dla rozwoju społeczno-ekonomicznego – przypadek kryzysu finansowego i fiskalnego</i>	150
Małgorzata Solarz – <i>Determinanty oraz sposoby ograniczania wykluczenia finansowego osób bezrobotnych</i>	168
Paweł Wnuczak – <i>Koncepcja zmodyfikowanego wskaźnika wypłacalności jako alternatywa dla tradycyjnych wskaźników oceny płynności finansowej</i>	192
Monika Fiedorczuk – <i>Grupy kapitałowe w Rosji – geneza, ewolucja, perspektywy rozwoju</i>	212
Agnieszka Malarewicz-Jakubów, Renata Tanajewska – <i>Prawne i ekonomiczne aspekty outsourcingu</i>	231

Filip CHYBALSKI¹

ZMIANY W POLSKIM SYSTEMIE EMERYTALNYM A.D. 2014: DIAGNOZA I PERSPEKTYWY²

Streszczenie

W 2014 roku wprowadzono kolejne zmiany w polskim systemie emerytalnym, będące kontynuacją zmian z 2011 roku, a jednocześnie istotnym zaprzeczeniem reformy emerytalnej z lat 1997-1999. Co prawda, system pozostał nadal oparty na modelu zdefiniowanej składki, niemniej stał się ponownie, niemal w całości, publiczny – zarówno w sensie zobowiązań emerytalnych, jak i zarządzania. Celem artykułu jest ocena potencjalnych skutków, jakie niosą ze sobą, wprowadzone w 2014 roku, zmiany w konstrukcji polskiego systemu emerytalnego dla wszystkich trzech jego filarów. Zgodnie z tezą, której prawdziwości autor próbuje dowieść, wprowadzone zmiany będą niekorzystne dla bezpieczeństwa i stabilności finansowej systemu emerytalnego. W opracowaniu w pierwszej kolejności zdefiniowano podstawowe pojęcia, związane z konstrukcją systemu emerytalnego, umiejscowiono podjętą problematykę w teorii ekonomii emerytalnej, aby następnie ocenić wpływ wprowadzonych zmian na cały system oraz na poszczególne jego filary. Artykuł kończy się podsumowaniem, zawierającym konkluzje o charakterze syntetycznym.

Słowa kluczowe: system emerytalny, fundusze emerytalne, OFE, ZUS, reforma emerytalna

CHANGES IN THE POLISH PENSION SYSTEM A.D.2014: DIAGNOSIS AND PROSPECTS

Summary

In 2014, further changes were introduced in the Polish pension system, which are a continuation of the changes of 2011. They are considered to be a retreat from the pension reform started in the years 1997-1999. The pension system has remained defined contribution model, however it has become almost entirely public in terms of liabilities and management, as it was before 1999. The goal of the paper is to assess the potential effects of changes in 2014 on the design of the Polish pension system and on its three pillars. According to the thesis, the author tries to prove the changes will be detrimental to the financial stability of the pension system. The paper first defines the basic concepts associated with the design of the pension system, then places considered issues in the theory of pension economics. In the second part author tries to assess the impact of the implemented changes on the whole system as well as its three pillars. The article ends with a summary containing the conclusions of a synthetic nature.

Key words: pension system, pension funds, OPF, ZUS, pension reform

¹ Dr hab. Filip Chybalski, prof. PŁ – Wydział Organizacji i Zarządzania, Politechnika Łódzka; e-mail: filip.chybalski@p.lodz.pl.

² Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2013/09/B/HS4/01516.

1. Wstęp

Nowy system emerytalny w Polsce, zwany repartycyjno-kapitałowym, zaczął funkcjonować od 1999 roku na podstawie następujących aktów prawnych: ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych³, ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych⁴ oraz ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych⁵ [Jędrasik-Jankowska, 2001, s. 17-18]. Wprowadzone wówczas zmiany skutkowały podziałem składki emerytalnej (w wymiarze 19,52% wynagrodzenia brutto) pomiędzy I filar – niefinansowy (repartycyjny) i II filar – finansowy (kapitałowy). Na indywidualne konto w I filarze (ZUS) odprowadzano 12,22% podstawy wymiaru składki, a na konto w II filarze (OFE) pozostałe 7,30%. W 2011 roku dokonano zmian w dystrybucji składki pomiędzy ZUS i OFE w ten sposób, że składkę odprowadzaną do OFE obniżono do 2,3% i powstałą różnicę zaczęto odprowadzać na specjalne subkonto w ZUS. Od 2014 roku zaczęły obowiązywać kolejne zmiany, jeszcze bardziej marginalizujące rolę filaru finansowego (kapitałowego) w obowiązkowym systemie emerytalnym. Członkostwo w OFE stało się bowiem dobrowolne.

Celem niniejszego artykułu jest ocena potencjalnych skutków, jakie niosą ze sobą, wprowadzone w 2014 roku, zmiany w konstrukcji polskiego systemu emerytalnego dla wszystkich trzech jego filarów. Teza, której prawdziwości autor stara się dowieść dzięki poczynionym rozważaniom, osadzonym w teorii ekonomii emerytalnej oraz w analizie empirycznej polskiego systemu emerytalnego, jest następująca: wprowadzone zmiany wpłyną negatywnie na bezpieczeństwo i stabilność finansową systemu emerytalnego.

Opracowanie składa się z dwóch części. W pierwszej z nich (obejmującej punkt 2.), mającej wymiar *stricte* teoretyczny, zdefiniowano podstawowe pojęcia związane z konstrukcją systemu emerytalnego oraz umiejscowiono podjętą problematykę w teorii ekonomii emerytalnej. W części drugiej (obejmującej punkty: 3. i 4.) – analitycznej, oceniono natomiast wpływ wprowadzonych zmian na cały system emerytalny oraz na poszczególne jego filary. Artykuł kończy się podsumowaniem, zawierającym konkluzje o charakterze syntetycznym.

Autor pragnie zaznaczyć, że ocena efektywności funkcjonowania OFE nie jest przedmiotem tego artykułu i dokonując oceny wprowadzonych w systemie emerytalnym zmian, nie odnosił się do niej. Problematykę tej efektywności podejmowano w wielu opracowaniach i proponowano szereg zmian, które miałyby służyć jej podniesieniu. Jednak zmian tych w zdecydowanej większości nigdy nie zaimplementowano.

2. System emerytalny i jego modele – definicje i klasyfikacje

Wprowadzeniu zmian w polskim systemie emerytalnym w 2014 roku towarzyszyła, i nadal towarzyszy, publiczna debata, w której głos zabiera wielu polityków oraz

³ Zob.: [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu..., 1997].

⁴ Zob.: [Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń..., 1998].

⁵ Zob.: [Ustawa z dnia 17 grudnia 1998 r. o emeryturach i rentach..., 1998].

ekonomistów. Jednak debata ta, niestety, została sprowadzona do problemu otwartych funduszy emerytalnych i ich niewystarczającej efektywności, podczas gdy proponowane i ostatecznie wprowadzone zmiany dotyczą konstrukcji całego systemu emerytalnego, a przez to mogą mieć istotny wpływ nie tylko na II filar, ale także na pozostałe. Wynika to stąd, że współcześnie mamy do czynienia z systemami emerytalnymi, funkcjonującymi w zupełnie innych uwarunkowaniach: społecznych, demograficznych i ekonomicznych, aniżeli wcześniej. Instytucja rodziny wielopokoleniowej nie jest już tak powszechna, struktura wiekowa społeczeństwa nie jest już tak korzystna, a gospodarki i rynki finansowe są o wiele bardziej otwarte, niż miało to miejsce kilkadziesiąt lat temu. Dlatego nie można systemów emerytalnych analizować, oceniać, jak również reformować, nie uwzględniając zmian, jakie dokonały się w międzyczasie w ich otoczeniu. Co więcej, oczekiwania względem systemu emerytalnego, że będzie on zapewniał bezwarunkowo świadczenia na poziomie 70-80% stopy zastąpienia, są bezpodstawne. Wynika to stąd, że system emerytalny jest współcześnie narzędziem podziału bieżącego PKB między pokolenie pracujących i pokolenie emerytów [Góra, 2003a, s. 19]. Tak można go zdefiniować w skali makro. Takie podejście prezentują również N. Barr i P. Diamond [Barr, Diamond, 2006, s. 20]. Ich zdaniem, w analizie systemów emerytalnych kwestią zasadniczą jest przyszłe PKB, ponieważ konsumpcja przyszłych emerytów będzie pochodzić właśnie z tego, co zostanie w przyszłości wyprodukowane, zasadniczo przez pokolenie ich dzieci. W ten sposób w przyszłości pokolenie rodziców (już emerytów) i pokolenie ich dzieci (w wieku produkcyjnym) podzielią między sobą wytworzony produkt. System emerytalny, będąc narzędziem tego podziału, ustala jego zasady, mniej lub bardziej sprawiedliwie, a także mniej lub bardziej efektywnie, gdyż podział ten ma istotny wpływ na rozwój gospodarczy, a tym samym na wielkość PKB, jaka będzie podlegała podziałowi w przyszłości. Zasady podziału PKB między pokolenia powinny być istotnie skorelowane z wkładem, jakiego dane pokolenie dokona do systemu emerytalnego w okresie aktywności zawodowej. Można powiedzieć, że w systemie emerytalnym o dobrze zdefiniowanych zobowiązaniach względem emerytów, ich udział w podziale PKB jest pochodną ich wkładu do systemu emerytalnego w okresie, gdy byli aktywni zawodowo.

Powyższe rozważania prowadzą do zdefiniowania systemu emerytalnego w skali mikroekonomicznej. Z punktu widzenia jednostki system emerytalny jest narzędziem alokacji dochodu w cyklu życia, narzędziem wygładzania konsumpcji w cyklu życia lub też narzędziem redystrybucji dochodów w czasie – z okresu aktywności zawodowej do okresu starości [Barr, 1993, s. 231; Barr, Diamond, 2006, s. 16; Blake, 2006, s. 1; Góra, 2003a, s. 19]. Podstawy teoretyczne definiowania systemu emerytalnego w skali mikro właśnie w ten sposób wynikają z teorii konsumpcji i oszczędności, a szczególnie z hipotezy cyklu życia Modiglianiego, Brumberga i Ando [Modigliani, Brumberg, 1954; Ando, Modigliani, 1963] oraz hipotezy dochodu permanentnego M. Friedmana [Friedman, 1957]. Cechą wspólną obu hipotez jest wygładzanie konsumpcji przez jednostkę dzięki przewidywaniom dotyczącym kształtowania się określonych parametrów ekonomicznych w przyszłości, w tym dochodów. Powyższe rozważania nad systemem emerytalnym w skali mikro wskazują, że system ten może w mniejszym lub większym stopniu umożliwić jednostce dokonywanie wyborów w zakresie alokacji dochodu w

cyklu życia. Ma to istotny wpływ na efektywność wygładzenia konsumpcji, przy czym decyzje emerytalne nie należą do prostych, przede wszystkim z powodu niepewności co do przyszłej wartości wielu parametrów determinujących ich optymalność [Chybalski, 2013, s. 761-764].

Literatura dostarcza wielu różnych typologii modeli systemów emerytalnych, ale za najważniejsze z punktu widzenia niniejszego artykułu należy uznać dwie następujące. Pierwsza klasyfikuje systemy emerytalne na podstawie kryterium metody finansowania stosowanej w systemie emerytalnym. Stąd można wyróżnić systemy [Góra, 2003a, s. 17-18; Chybalski, 2012, s. 30]:

- niefinansowe (*unfunded*), w przypadku których w fazie akumulacji kapitału emerytalnego nie są wykorzystywane rynki finansowe, a stopa zwrotu (zwana wskaźnikiem waloryzacji) jest skorelowana z odpowiednimi wskaźnikami makroekonomicznymi (dynamiką cen, dynamiką PKB, dynamiką płac). W tego typu systemach aktywa nie są inwestowane, lecz są przeznaczane na wypłatę bieżących świadczeń emerytalnych;
- finansowe (*funded*), w przypadku których w fazie akumulacji kapitału emerytalnego są wykorzystywane rynki finansowe i stopa zwrotu w takim systemie jest stopą zwrotu z portfela inwestycyjnego, zatem pozostaje skorelowana ze stopą zwrotu z rynków finansowych. W tego typu modelach systemu emerytalnego ma miejsce proces inwestycyjny.

Zazwyczaj w literaturze system niefinansowy jest nazywany repartycyjnym, a system finansowy kapitałowym. Jednak taka terminologia nie jest tak precyzyjna, jak zastosowana powyżej [Góra 2003b, s. 20-22]. Dlatego w dalszej części artykułu będą stosowane pojęcia systemu niefinansowego i finansowego.

Inne ważne kryterium podziału współczesnych systemów emerytalnych to podstawa kalkulacji świadczeń. Za pomocą tego kryterium systemy emerytalne można podzielić na systemy o zdefiniowanej składce (DC – *defined contribution*) i systemy o zdefiniowanym świadczeniu (DB – *defined benefit*). W systemach DC wysokość świadczenia zależy od sumy opłaconych składek, skorygowanej o stopę zwrotu (waloryzacji) oraz od dalszej oczekiwanej długości trwania życia w momencie rozpoczęcia wypłat świadczeń. W systemach DB wymiar emerytury zostaje ustalony na podstawie: okresu opłacania składek, wysokości wynagrodzenia, liczby przepracowanych lat, ale w bezpośrednim oderwaniu od dalszej oczekiwanej długości trwania życia w momencie rozpoczęcia wypłat.

Polski powszechny system emerytalny składa się z jednego filaru niefinansowego (I filar – ZUS/FUS) oraz z dwóch filarów finansowych (filar II – OFE, filar III – IKE, IKZE, PPE) oraz jest systemem opartym na zdefiniowanej składce (poza emeryturami wypłacanymi wciąż w ramach starego systemu, który był oparty na modelu zdefiniowanego świadczenia).

3. Wpływ wprowadzonych zmian na konstrukcję i bezpieczeństwo systemu emerytalnego

Zmiany w polskim systemie emerytalnym, wprowadzone ustawą z dnia 6 grudnia 2013 o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych⁶, stanowią faktycznie finalizację demontażu niefinansowo-finansowego (repartycyjno-kapitałowego) obowiązkowego systemu emerytalnego. Zmieniają one istotnie jego konstrukcję, którą należy analizować przede wszystkim w wymiarze: zobowiązanie państwa – zobowiązanie sektora prywatnego. W wyniku zwiększenia składki emerytalnej, przekazywanej do ZUS kosztem składki płaconej do OFE, już w 2011 roku przyszłe zobowiązania emerytalne państwa zostały istotnie zwiększone, aczkolwiek stanowią one dług ukryty, jako że nie są wykazywane w statystyce oficjalnego długu publicznego. Argument, że OFE generują dług publiczny za przyczyną konieczności emitowania przez rząd obligacji, które służą finansowaniu deficytu funduszu emerytalnego w systemie ubezpieczeń społecznych, spowodowanego zmianami wprowadzonymi w 1999 roku i obowiązkiem przekazywania części składki do OFE, nie jest do końca uzasadniony. Przede wszystkim z tego powodu, że gdyby te składki nie trafiały do OFE, to trafiałyby do ZUS, gdzie byłyby waloryzowane, a tym samym zobowiązanie państwa względem przyszłych emerytów również by rosło, z tym że stanowiłoby element długu ukrytego. Dlatego w tym wymiarze wspomniana różnica ma bardziej charakter księgowy, aniżeli ekonomiczny, ponieważ dotyczy ujawniania lub nieujawniania określonych zobowiązań w statystyce długu publicznego – zobowiązań, w stosunku do których należy przyjąć założenie, że w przyszłości mają zostać przez państwo spłacone.

W świetle powyższego, argument zwolenników ograniczenia roli filaru finansowego (OFE) w obowiązkowym systemie emerytalnym, zgodnie z którym ZUS generuje wyższą stopę zwrotu niż OFE, jest nielogiczny, gdyż uderza w tych, którzy go używają. Oznacza bowiem, że zobowiązanie państwa, wynikające z waloryzacji składek na koncie/subkoncie w ZUS, mogłoby rosnąć szybciej, niż zobowiązanie wynikające z zadłużenia względem OFE (a tym samym jego członków) związane z emisją obligacji. Jednakże to drugie zobowiązanie jest jawne, pierwsze zaś ukryte.

Inną zmianą w systemie emerytalnym, która nie tylko istotnie zwiększy zobowiązania państwa względem przyszłych emerytów, ale wręcz zaprzeczy idei wypłaty emerytur kapitałowych z II filaru, jest tzw. „suwak bezpieczeństwa”. Mechanizm jego działania polega na systematycznym transferowaniu z OFE do ZUS aktywów osób, którym do osiągnięcia wieku emerytalnego pozostało nie więcej niż 10 lat. W ten sposób sektor publiczny zwiększy swoją odpowiedzialność za wypłatę emerytur nie tylko w fazie akumulacji kapitału, ale także w okresie jego dekulacji. Przekazywany z OFE do ZUS stopniowo przez 10 lat kapitał, w momencie osiągnięcia wieku emerytalnego przyjmie maksymalną wartość zobowiązania względem emeryta. Przy czym, kapitał ten nie będzie miał pokrycia w aktywach, ponieważ te zostaną przeznaczone na wypłatę bie-

⁶ Zob.: [Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw..., 2013].

zących emerytur. Bez kapitału zaś nie może być mowy o wypłacie emerytur kapitałowych. Natomiast wypłaty te będą podlegać zasadom waloryzacji świadczeń w ZUS, tymczasem te mogą zostać zmienione określoną decyzją polityczną [Bitner, Otto, 2013, s. 3]. Skutkiem tego, finansowy (kapitałowy) wymiar obowiązkowego systemu emerytalnego zostanie ograniczony do niepełnej fazy akumulacji kapitału. Na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego przez daną osobę, mimowolnie będzie się ona stawać uczestnikiem coraz bardziej niefinansowego (repartycyjnego) systemu emerytalnego, by w momencie przejścia na emeryturę udział repartycji wyniósł 100%.

Z punktu widzenia przyszłych emerytów wprowadzone zmiany należy uznać za niekorzystne, gdyż ich należności emerytalne zostaną w zbyt dużym stopniu skoncentrowane w sektorze publicznym. Stanowi to zaprzeczenie reformy emerytalnej z 1999 roku, zgodnie z którą bezpieczeństwo finansowe systemu miało zostać osiągnięte dzięki odpowiedniej dywersyfikacji źródeł wypłat przyszłych świadczeń emerytalnych pomiędzy sektor publiczny i sektor prywatny.

Przesunięcie systemu w kierunku modelu niefinansowego sprawiło, że odprowadzane składki emerytalne w jeszcze większym stopniu będą służyć finansowaniu bieżących emerytur, a w jeszcze mniejszym inwestowaniu. Co prawda, podnoszono argument bezsensowności lokowania przez OFE w obligacje rządowe, skoro uzyskane w ten sposób środki służą dotowaniu ZUS, czyli wypłacie bieżących emerytur. Zamiast tego efektywniej byłoby te pieniądze wpłacić od razu do ZUS. Pojawia się jednak pytanie, bardzo istotne, jeśli chodzi nie o obecnych, ale przyszłych emerytów, czy zobowiązanie wynikające z zapisu na koncie w ZUS jest tak samo wiarygodne i obciążone takim samym ryzykiem, jak zobowiązanie wynikające z obligacji. Jeżeli w przyszłości rząd stanąłby przed koniecznością wyboru pomiędzy obniżeniem emerytur z ZUS a niewykupieniem obligacji, najprawdopodobniej wybrałby to pierwsze, ponieważ niewywiązanie się ze zobowiązania względem emerytów nie pociąga za sobą takich skutków, jak niewywiązanie się względem rynków finansowych, a takim jest niewykupienie obligacji. Przykładem może być Łotwa, której parlament wobec złej sytuacji budżetowej i konieczności spłacenia zobowiązań względem Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Unii Europejskiej, podjął, jak się później okazało niekonstytucyjną, decyzję o obniżeniu świadczeń emerytalnych [ESCR-Net, 2009]. Decyzja państwa o obniżeniu świadczeń z filaru zarządzanego publicznie jest więc jak najbardziej możliwa, co nie znaczy zgodna z ustawą zasadniczą. Zupełnie inaczej jest w przypadku oszczędności emerytalnych, gromadzonych w sektorze prywatnym i przez ten sektor wypłacanych. W tej sytuacji ryzyko ingerencji ze strony rządu w demokratycznym państwie prawa wydaje się być o wiele mniej prawdopodobne. Poza tym, o wiele łatwiej zmienić zasady waloryzacji w ZUS (zarówno kapitału, jak i świadczeń), gdyż wymagają one wyłącznie decyzji politycznej, natomiast o wiele trudniej wpłynąć na rynkową stopę zwrotu (np. z obligacji).

Innym ważnym wymiarem oceny wpływu wprowadzonych zmian na system emerytalny jest stopień jego oparcia na procesie inwestycyjnym. Płaszczyzna ta jest powszechnie przyjmowana i traktowana jako zasadnicza różnica między systemem niefinansowym a finansowym. Nie można jednak jej przeceniać, ponieważ, jak wcześniej wspomniano, system emerytalny jest narzędziem podziału PKB między pokolenia, bez względu na to, czy oparty jest na modelu niefinansowym, finansowym, czy też na ich

hybrydzie. Model wyznacza bowiem tylko sposób określenia przyszłych zobowiązań między pokoleniami, a tym samym sposób podziału przyszłego PKB [Barr, Diamond, 2006, s. 20]. Warto dostrzec inną, ważną kwestię, związaną ze stopniem, w jakim system emerytalny jest oparty na procesie inwestycyjnym, czyli faktycznie na modelu finansowym, gdyż tylko ten umożliwi inwestowanie aktywów emerytalnych na rynkach finansowych. Model niefinansowy bowiem wiąże się z prostym mechanizmem transferu dochodów od pokolenia pracujących do pokolenia emerytów, stąd jego angielska nazwa *pay as you go*. System oparty wyłącznie na tym modelu nie daje zatem możliwości jakiegokolwiek uniezależnienia stopy zwrotu od sytuacji gospodarczej w kraju. Co najwyżej daje pewną możliwość jej uniezależnienia od niekorzystnej sytuacji demograficznej, co jest możliwe do osiągnięcia na skutek dodatniego salda migracji, czyli dzięki importowi siły roboczej, pod warunkiem że imigranci podejmują pracę w kraju i opłacają składki emerytalne.

Jednakże bardziej odporny na sytuację gospodarczą i demograficzną w kraju może być system oparty w istotnym stopniu na modelu finansowym z możliwością lokowania aktywów emerytalnych za granicą. Dywersyfikacja geograficzna w systemie emerytalnym jest uznawana za czynnik zwiększający jego bezpieczeństwo finansowe [Solnik, McLeavy, 2004; Srinivas, Yermo, 1999; Burtless, 2007; Davis, 2002]. Jest kilka przesłanek stosowania tego rodzaju dywersyfikacji w systemie emerytalnym: demografia, rozmiar krajowego rynku finansowego, różnice w stopach zwrotu na różnych rynkach finansowych [Roldos, 2004; Chan-Lau, 2005]. W polskim systemie, po wprowadzonych zmianach, limit dla inwestycji zagranicznych otwartych funduszy emerytalnych zostanie podniesiony stopniowo z obecnych 5% do 30% wartości ich aktywów. Jednak uwzględniając, że składka do OFE wynosi 2,92%, co stanowi zaledwie 15,11% całej składki emerytalnej, potencjalny udział lokat zagranicznych w całym obowiązkowym „portfelu emerytalnym” (ZUS+OFE) nie będzie istotny. Praktycznie, z każdej opłaconej składki emerytalnej, 4,5% jej wysokości będzie mogło być ulokowane na zagranicznych rynkach finansowych. Tym samym możliwy stopień dywersyfikacji geograficznej (międzynarodowej) w obowiązkowym systemie emerytalnym będzie nadal niski.

Opisując dotychczas system emerytalny, skupiono się na fazie akumulacji kapitału emerytalnego, a tym samym rozpatrywano go przede wszystkim jako narzędzie gromadzenia oszczędności. Tymczasem system ten zazwyczaj jest postrzegany jako element systemu ubezpieczeń społecznych. Gdzie zatem jest jego charakter ubezpieczeniowy? Pojawia się on dopiero w drugiej fazie uczestnictwa w tym systemie, czyli w fazie konsumpcji zgromadzonego kapitału emerytalnego (w fazie pobierania świadczenia). Wtedy realizuje się pierwsza faza ryzyka starości, jaką jest dożycie wieku emerytalnego. Rozpoczęcie wypłat świadczeń każe zadać pytanie, czy zgromadzony kapitał okaże się wystarczający, czy przypadkiem jednostka „nie przeżyje zgromadzonych oszczędności”. Ponieważ do wyliczenia kwoty świadczenia w systemie zdefiniowanej składki przyjmuje się dalsze oczekiwane trwanie życia w momencie rozpoczęcia wypłat, druga faza ryzyka starości zrealizuje się wtedy, gdy jednostka będzie żyć dłużej, niż oczekiwane dalsze trwanie jej życia w momencie przejścia na emeryturę. Jest to tzw. ryzyko długowieczności [Szumlicz, 2004, s. 10-11]. Właśnie tutaj dopiero pojawia się element ubezpieczenia w systemie emerytalnym – ubezpieczenie na wypadek długowieczności, czego

wyrazem jest stosowanie w powszechnych systemach emerytalnych renty dożywotniej [Barr, Diamond, 2006, s. 16]. Świadczenia emerytalne są wypłacane nie do momentu skonsumowania kapitału emerytalnego, ale do momentu śmierci.

Polski system emerytalny, na skutek zmian w prowadzonych od 2014 roku, nie zmienia swojego wymiaru ubezpieczeniowego. Mimo że czasami z ubezpieczeniem utożsamia się tylko I filar, drugi zaś z oszczędnościami i inwestowaniem, jest to błędne postrzeganie ubezpieczeniowego charakteru systemu emerytalnego. Dopóki emerytury z OFE mają mieć charakter renty dożywotniej, dopóty II filar jest ubezpieczeniowy w takim samym wymiarze, jak I filar. Niemniej należy mieć świadomość tego, że w trakcie wypłat emerytur dożywotnich przez ZUS, zmianom mogą ulegać zasady waloryzacji świadczeń, co służy zachowaniu jego stabilności finansowej. Po wprowadzonych zmianach, od stabilności finansowej ZUS (oczywiście z uwzględnieniem odpowiedniej dotacji z budżetu państwa), zależeć będzie wypłacalność całego powszechnego systemu emerytalnego. Odpowiedzialność ta bowiem w fazie dekapitalizacji kapitału zostanie zupełnie zdjęta z sektora prywatnego.

4. Wpływ wprowadzonych zmian na poszczególne filary systemu emerytalnego

Wprowadzone zmiany mogą mieć wpływ na wymiar finansowy wszystkich trzech filarów. W przypadku I filaru ten wpływ będzie znaczący, bezpośredni i natychmiastowy. Wynika to stąd, że część obligacyjna OFE została przeniesiona do ZUS, co faktycznie będzie oznaczać umorzenie obligacji i zapisanie wynikających z nich zobowiązań na subkoncie w ZUS. Ponadto, zwiększeniu ulegnie strumień pieniężny składek wpłacanych do ZUS, co będzie efektem pozostania w OFE około 2,34 mln (dane na dzień 11.08.2014) z 16,7 mln dotychczasowych ich członków. Jakie konsekwencje rodzi to dla finansów ZUS, a dokładnie dla jego zobowiązań wobec przyszłych emerytów? Oczywiście, zobowiązania te istotnie wzrosną, co będzie wynikać z zapisów na subkoncie ZUS. Powstaje pytanie, czy mechanizm waloryzacji składek na tym subkoncie zapewnia równowagę pomiędzy dynamiką zobowiązań ZUS, wynikających z zapisów na tych subkontach, a dynamiką przychodów ZUS z tytułu napływających składek. Warunkiem równowagi finansowej I filaru jest bowiem odpowiednie powiązanie strumienia wypłat ze strumieniem wpływów. Przykładowo, jeżeli waloryzacja składek na subkoncie wyniesie w danym okresie 3%, o tyle muszą także wzrosnąć w tym samym okresie przychody z tytułu składek. Logiczne wydaje się, że w przypadku ujemnej dynamiki przychodów z tytułu składek, ujemna powinna być również waloryzacja. Jeżeli wspomniana równowaga nie będzie zachowana, zobowiązania mogą rosnać szybciej niż wpływy, lub, co mniej prawdopodobne z powodów politycznych, przychody mogą rosnać szybciej niż zobowiązania. W filarze niefinansowym, stopy waloryzacji składek i świadczeń powinny być w odpowiedni sposób powiązane z demografią i gospodarką oraz powinny w sobie zawierać tzw. automatyczny mechanizm bilansujący (ABM – *automatic balance mechanism*), zapewniający długoterminową równowagę systemu, a przez to jego wypłacalność. Laureat nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, Peter Diamond, w 2004 ro-

ku napisał, że biorąc pod uwagę z jednej strony łatwość, z jaką politycy zwiększają świadczenia i zmniejszają podatki, z drugiej zaś trudność, z jaką obniżają świadczenia i podnoszą podatki, mając zapisane (już dzisiaj) w prawie podwyżkę podatków (składek) i obniżenie świadczeń w przyszłości, ponosi się mniejszy koszt polityczny zachowania równowagi systemu emerytalnego, ponieważ łatwiej jest uchwalić prawo, które „zaboli” w przyszłości niż to, które „zaboli” dzisiaj [Diamond, 2004, s. 18]. Tak właśnie ma działać dobry, automatyczny mechanizm bilansujący w systemie emerytalnym. Istotną zaletą ABM jest względna odporność na czynniki polityczne, ponieważ zapisane w prawie zasady „włączania się” mechanizmu nie wymagają dodatkowych decyzji politycznych. ABM jest oparty na wybranych wskaźnikach demograficznych i ekonomicznych, których określone zmiany wartości powodują zmiany wysokości opłacanych składek emerytalnych lub wypłacanych świadczeń emerytalnych bądź zmiany wskaźników waloryzacji składek lub świadczeń. Na przykład w Kanadzie mechanizm dostosowujący obejmuje zarówno składki, jak i świadczenia, przez co rozkłada ciężar konsekwencji finansowych działania ABM na pokolenie emerytów oraz pokolenie pracujących. Natomiast w Szwecji pełne koszty jego działania ponoszą wyłącznie emeryci. Co ważne, istotną zaletą ABM jest ich wyprzedzające działanie [Vidal-Melia, Boado-Penas, Settergren, 2008, s. 6-10].

Niestety, w I filarze emerytalnym w Polsce nie działa dobry, automatyczny mechanizm bilansujący. W przypadku subkonta w ZUS wskaźnik waloryzacji jest równy średniorocznej dynamice PKB w cenach bieżących w okresie 5 lat poprzedzających waloryzację, przy czym stan konta nie może zostać obniżony na skutek indeksacji. Ten dodatkowy warunek, że waloryzacja nie może powodować obniżenia wartości zobowiązania ZUS względem przyszłego emeryta, stanowi potencjalną przyczynę nierównowagi w systemie niefinansowym. Warto dodać, że wspomniany warunek dotyczy również konta podstawowego w ZUS. Tym samym gospodarka może się skurczyć, zmaleć mogą przychody ZUS z tytułu składek emerytalnych, jednak zobowiązania nie mogą zmaleć. Problem równowagi w ZUS może też mieć miejsce przy dodatniej dynamice PKB. Łatwo bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której dynamika PKB jest większa od dynamiki przychodów ZUS z tytułu składek emerytalnych. Czynnikiem to powodującym mogą być np. przedsiębiorcy, których składki emerytalne są opłacane w formie ryczałtu i nie są skorelowane z ich dochodami. Produkt krajowy brutto może więc rosnać szybciej, aniżeli przychody ZUS. W ten sposób system niefinansowy, zamiast automatycznego mechanizmu bilansującego, ma wmontowane coś, co można nazwać „automatycznym mechanizmem niewypłacalności”.

Biorąc pod uwagę fakt, że opłacanie składek w ZUS trwa kilkadziesiąt lat, należy uwzględnić różne scenariusze, w tym okresy dekonunktury gospodarczej. Przykładowo w latach 2008-2012 gospodarka Estonii skurczyła się, według danych Eurostat, o 3,85%, Irlandii o 7,29%, Łotwy o 12,59%, nie wspominając o Grecji, której PKB w ujęciu realnym, w tym okresie zmalało o 20,03%. Założenie, że Polska będzie zawsze „zieloną wyspą” jest co najmniej wątpliwe. Przeniesienie znaczących aktywów z OFE do ZUS i zwiększenie w ten sposób jego zobowiązań powoduje, że zagrożenie niewypłacalnością staje się jeszcze większe. Zwrócili na to uwagę również W. Otto oraz M. Wiśniewski: *Okres 2007–2009 jest dobitnym dowodem na to, jak absurdalne rezultaty daje stosowana*

obecnie reguła przeliczania składek w ZUS. W tym okresie polski PKB wzrósł nominalnie o 26,7 proc., podczas gdy waloryzacja podniosła zobowiązania ZUS o 40,7 proc. Widać wyraźnie, że mechanizm jest wadliwy i daje od czasu do czasu szampańskie waloryzacje odrywające zobowiązania ZUS od realiów gospodarczych. Na tej bez trosce polityków skorzystają zapewne ci, którzy wkrótce przejdą na emeryturę, lecz drogo zapłaci pokolenie 30- i 40-latków [Otto, Wiśniewski, 2013].

Mechanizm waloryzacji w ZUS potwierdza słowa N. Barra, który twierdzi, że w filarze niefinansowym (repartycyjnym) zobowiązanie emerytalne państwa względem obywateli ma charakter obietnicy politycznej [Barr, 1993, s. 233]. Jej wyrazem jest mechanizm waloryzacji, który powstaje wskutek decyzji politycznej, a nie gry rynkowej. Mechanizm ten powinien zapewniać długookresową równowagę systemu, a nie przychylność wyborców.

Odwrotne saldo przepływów, aniżeli w ZUS, wprowadzone zmiany wywołają po stronie OFE. Aktywa funduszy zostały już zredukowane o część obligacyjną, a ponad 14 mln ich członków przestanie przekazywać składki do OFE. Ogromne znaczenie dla finansów funduszy i wartości ich portfela inwestycyjnego będzie miał także tzw. „suwak bezpieczeństwa”. Istotne ograniczenie roli filaru finansowego w systemie emerytalnym argumentowano, związanym z nim, ryzykiem inwestycyjnym. Faktycznie, poza dyskusją jest teza, że przez wprowadzenie filaru finansowego w 1999 roku, część aktywów emerytalnych uzależniono od wyniku gry na rynkach finansowych. Jednak zmiany wprowadzone w 2014 roku w części, w której dotyczą polityki inwestycyjnej OFE, naraziły je na jeszcze większe ryzyko inwestycyjne. W ten sposób jednej z podstawowych przesłanek wprowadzanych zmian wprost zaprzeczono. Przede wszystkim zakazano OFE lokowania w obligacje emitowane przez polski rząd oraz przez rządy innych państw, pozbawiając je w ten sposób możliwości inwestowania części swoich aktywów w instrumenty finansowe uznawane za najbardziej bezpieczne. Zakaz inwestowania w polskie obligacje, poza tym, że niekorzystny z punktu widzenia członków OFE, nie jest do końca zrozumiały. Sugeruje bowiem, że obligacje polskiego rządu kupione przez obywatela bezpośrednio na rynku lub za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego są pod jakimś (nie do końca zrozumiałym) względem lepsze od obligacji kupionych przez tego samego obywatela za pośrednictwem OFE. Niekorzystny jest również zakaz inwestowania przez fundusze w obligacje emitowane przez rządy innych państw, ponieważ stoi on w sprzeczności z teorią portfelową Markowitza oraz ogranicza możliwość stosowania dywersyfikacji geograficznej w systemie emerytalnym.

Funduszom nakazano także lokować w akcje, czyli instrumenty finansowe uznawane za ryzykowne, co najmniej 75% wartości aktywów. Limit ten będzie stopniowo obniżany i zostanie całkowicie zniesiony od 2018 roku. Niemniej na początku będzie on bardzo wysoki i istotnie zwiększy ryzyko inwestycyjne tej części obowiązkowego portfela emerytalnego, która będzie ulokowana w OFE. Natomiast w skali całego obowiązkowego portfela emerytalnego (ZUS+OFE) udział akcji pozostanie na zbliżonym poziomie do dotychczasowego. Wynika to stąd, że wzrostowi udziału akcji w portfelu OFE będzie towarzyszyć podobny spadek wartości ich całego portfela na skutek przeniesienia części obligacyjnej do ZUS.

Jednocześnie ryzyko inwestycyjne OFE wzrośnie z powodu zniesienia minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Mechanizm jej działania, a dokładnie uzależnienie od śred-

niej ważonej (aktywami) stopy zwrotu wszystkich OFE, powodował wprawdzie zachowania stadne na rynku OFE i zachęcał zarządzających nimi do realizowania podobnych strategii inwestycyjnych. Miało to na celu uniknięcie wystąpienia niedoboru aktywów i było zjawiskiem niekorzystnym z punktu widzenia zarządzającego funduszem powszechnego towarzystwa emerytalnego. Jednak „wyglądało” wyniki funduszy w przekroju całego rynku, a tym samym zmniejszało zróżnicowanie przyszłych emerytur wypłaconych z OFE, stanowiących element obowiązkowego systemu emerytalnego [Kominek, 2012; Marcinkiewicz, 2013]. Ponadto, mechanizm minimalnej, wymaganej stopy zwrotu zniechęcał fundusze do zbyt ryzykownego inwestowania. Zatem, mimo że nie był to mechanizm doskonały [Chybalski, 2009, s. 133-134, 277-278], jego całkowite zniesienie, przy zakazie inwestowania w obligacje rządowe i istotnym zaangażowaniu w akcje, należy ocenić negatywnie.

W literaturze podejmuje się równocześnie problematykę oddziaływania zmian w dystrybucji składki emerytalnej pomiędzy I i II filar na rynek finansowy [Marcinkiewicz, 2011, s. 16-18], co może pozostać nie bez wpływu na same OFE. Wydaje się, że dzisiaj trudno jest do końca przewidzieć, jakie skutki opisywane zmiany wywołają na rynku kapitałowym, ale także na rynku rządowych instrumentów dłużnych, gdzie OFE nie będą już inwestować. Eksperci i wiodące instytucje finansowe w kraju nie są w tej materii zgodne. Niemniej OFE były dotychczas istotnym graczem na obu tych rynkach. Należy zatem wziąć pod uwagę fakt, że jeśli marginalizacja funduszy będzie miała istotny wpływ przede wszystkim na rynek kapitałowy, może mieć miejsce sprzężenie zwrotne i wpływ OFE na giełdę może istotnie dotknąć same fundusze jako podmioty inwestujące zasadniczą część swoich aktywów na GPW. Odplyw części członków funduszy zmniejszy ich zaangażowanie na rynku giełdowym, a tym samym popyt na notowane na nim papiery wartościowe. To znów może obniżyć wycenę instrumentów finansowych, na czym mogą stracić ci, którzy w OFE pozostaną. Jest to zatem prawdziwa niewiadoma, narażająca finansową część systemu emerytalnego na dodatkowe czynniki ryzyka.

Istotne zmiany wprowadzono również w III filarze, a dokładnie w przypadku indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego (IKZE). Mianowicie, w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych ustalono stawkę opodatkowania wypłat z tego rodzaju kont równą 10%, co wobec dotychczas obowiązujących przepisów, zgodnie z którymi dochody te były opodatkowane na zasadach ogólnych (według skali podatkowej stawkami 18% lub 32%), należy uznać za zmianę bardzo korzystną. IKZE to jedyny produkt emerytalny, dostępny w III filarze, opodatkowany „na wyjściu” i zwolniony z opodatkowania „na wejściu”. Pozostałe produkty – indywidualne konta emerytalne (IKE) i pracownicze programy emerytalne (PPE) są opodatkowane „na wejściu”, tzn. opłacane w ich ramach składki pochodzą z dochodu netto podatnika. Jednak wypłaty z IKE i PPE są zwolnione z podatku dochodowego. Zmieniono również zasady ustalania kwot maksymalnych wpłat na IKZE, rezygnując z limitu ustalanego w korelacji do podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie społeczne i pozostając wyłącznie przy limicie kwotowym. W ten sposób limit wpłat na IKZE został ujednoczony dla wszystkich i nie zależy już od dochodów podatnika. Dzięki temu, mniej zarabiający nie są dyskryminowani przez niższy limit wpłat na IKZE, a tym samym niższy limit odliczeń z tego tytułu od podatku dochodowego. Było to dotychczas przejawem redystrybucji

od mniej zamożnych do bardziej zamożnych, czyli w kierunku zupełnie odwrotnym od zazwyczaj pożądanego.

Opisane wyżej, zmiany dotyczące IKZE mogą stać się silnymi stymulatorami ich rozwoju, dotychczas najmniej popularnego, ale jednocześnie najmłodszego produktu emerytalnego, dostępnego w III filarze. Jednak równie istotną, jeśli nie ważniejszą stymulantą rozwoju nie tylko IKZE, ale całego III filaru emerytalnego, mogą stać się zmiany, jakie wprowadzono w obowiązkowym systemie emerytalnym (w I i II filarze) oraz świadomość prognozowanych niskich stóp zastąpienia. Wprowadzonym zmianom towarzyszyła szeroka debata publiczna, przy okazji której społeczeństwo zwiększyło, z pewnością, swoją wiedzę na temat systemu emerytalnego. Znaczący opór wobec marginalizacji znaczenia OFE w systemie obowiązkowym może świadczyć o tym, że znaczna część społeczeństwa oczekuje, iż w systemie emerytalnym zobowiązania wobec przyszłych emerytów zostaną rozłożone pomiędzy sektor publiczny i prywatny w rozsądnej proporcji. Podobnie jest z zarządzaniem w tym systemie, które także nie powinno być w całości lub niemal w całości przypisane sektorowi publicznemu, ale również w rozsądnej części sektorowi prywatnemu. Ponadto, okazało się, że bez względu na opinie prawne (bardzo zróżnicowane), społeczeństwo środki zgromadzone w OFE traktuje jako własne oszczędności, których istotną część państwo, bez ich zgody, przesunęło do ZUS, a faktycznie zapisze na subkoncie w ZUS, ponieważ wyrażające je papiery wartościowe w postaci obligacji rządowych zostały umorzone i obniżą oficjalny dług publiczny. W obliczu tych zmian III filar rysuje się jako potencjalne źródło zdywersyfikowania portfela emerytalnego pomiędzy sektor publiczny i prywatny, a jednocześnie nie budzi wątpliwości co do własności gromadzonych w nim oszczędności (te w III filarze z pewnością są osobiste i stanowią własność prywatną). Co więcej, w debacie publicznej nad zmianami w systemie emerytalnym wielokrotnie podnoszono kwestię stopy zastąpienia w systemie obowiązkowym, która wobec stopy zastąpienia w systemie zdefiniowanego świadczenia (60-70%) spadnie do około 30-40%. Informacja ta, jak nigdy dotychczas, przebijała się w mediach i można oczekiwać, że została przez społeczeństwo zdyskontowana w większym stopniu, aniżeli kiedykolwiek wcześniej. Może to być kolejny, istotny czynnik rozwoju III filaru emerytalnego w Polsce, ponieważ bez dobrowolnych oszczędności trudno będzie wygładzić konsumpcję w cyklu życia na satysfakcjonującym poziomie.

5. Podsumowanie

Polski system emerytalny jest już reformowany od ponad 15 lat, przy czym zmiany, wprowadzone w latach 2011-2013, stanowiły pewnego rodzaju odwrót od zmian zapoczątkowanych w latach 1997-1999. Wtedy bowiem zaczęto reformować system w kierunku bardziej prywatnego, podczas gdy na przestrzeni ostatnich dwóch lat system ten ponownie stał się, niemal w całości, publiczny zarówno, jeśli chodzi o zobowiązania, jak i o zarządzanie. Stał się również systemem mało zdywersyfikowanym, bardziej ryzykownym w części finansowej (kapitałowej), z jednoczesnym dużym zagrożeniem, wewnętrznym niebilansowaniem się w części niefinansowej, przez co z góry został

skazany na dopłaty z budżetu państwa z powodu zbyt hojnych formuł waloryzacyjnych. Zwiększeniu ulegnie równocześnie poziom ryzyka inwestycyjnego w obowiązkowym filarze finansowym, co będzie negatywnie oddziaływać na bezpieczeństwo i stabilność finansową całego systemu. Jednak jak zauważono, większe upublicznienie systemu obowiązkowego może służyć rozwojowi III filaru, a tym samym zwiększeniu prywatnych oszczędności, a przez to roli prywatnego sektora w skali całego systemu emerytalnego.

Niższa od oczekiwanej efektywność OFE jest bezdyskusyjna, rozpoznane zostały jednocześnie jej źródła, czemu w krajowej literaturze poświęcono wiele miejsca. Jednak OFE trudno jest uznać za największy problem polskiego systemu emerytalnego. Bo- wiem niemniej istotne są, szeroko zakrojone, często nieuzasadnione i niesprawiedli- we społecznie, przywileje emerytalne, niebilansowanie się I filaru w długim okresie, a także słabo rozwinięty III filar, oparty na dobrowolnych oszczędnościach. Margi- nalizacja OFE i zwiększenie roli ZUS w systemie zabezpieczenia emerytalnego nie służą wzrostowi jego efektywności, bezpieczeństwa i stabilności finansowej. Wprowadzone zmiany, co najwyżej, zwiększają bezpieczeństwo bieżących wypłat. Tym samym korzysta na nich pokolenie obecnych emerytów i tych, którzy na emeryturę przejdą w najbliż- szym czasie, podobnie jak pokolenia te korzystają na hojnych waloryzacjach, które w obliczu niekorzystnych trendów demograficznych są możliwie do zrealizowania tylko w krótkim okresie. Natomiast w długim okresie zmiany te należy ocenić negatywnie i są one niekorzystne dla młodego pokolenia, opłacającego dzisiaj składki.

Podsumowując, system emerytalny, o czym wcześniej wspomniano, jest narzędziem podziału PKB między pokolenia. Można go określić nawet mianem narzędzia gry międzypokoleniowej, w której, aby ktoś mógł zyskać, ktoś inny musi stracić. W tym mo- mencie zyskują starsi, tymczasem młodzi tracą, nie tylko z powodu zmian w systemie emerytalnym, ale także z racji sztucznego, mającego wymiar księgowy, nie ekonomiczny, obniżenia jawnego długu publicznego (o około 9% PKB, według szacunków Ministra Finansów). To zaś, w obliczu „kumulacji wyborów” w latach 2014-2015, zwiększy praw- dopodobnie hojność państwa, a tym samym zmniejszy motywację do reformowania finansów publicznych, w tym redukcji przywilejów emerytalnych.

Literatura

- Ando A., Modigliani F. 1963 *The life cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests*, „American Economic Review”, vol. 53.
- Barr N. 1993 *Ekonomika polityki społecznej*, Poznań.
- Barr N., Diamond P. 2006 *The economics of pensions*, „Oxford Review of Economics Poli- cy”, vol. 22, no. 1.
- Bitner M., Otto W. 2013 *Błędne diagnozy i błędne recepty*, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://kobe.org.pl/wp-content/uploads/2013/09/Opinia-KOBE-o-planowanych-zmianach-w-systemie-emerytalnym.pdf>, data wejścia: 11.08.2014].
- Blake D. 2006 *Pension Economics*, West Sussex 2006.
- Burtless G. 2007 *International investment for retirement savers: Historical evidence on risk and re- turns*, Center for Retirement Research, „Working Paper”, no. 2007-5.

- Chan-Lau J. 2005 *Pension funds and emerging markets*, „Financial Markets, Institutions and Instruments”, vol. 14, no. 3.
- Chybalski F. (red.) 2009 *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, Warszawa.
- Chybalski F. 2012 *Skuteczność i efektywność systemu emerytalnego. Koncepcja analizy i próba pomiaru*, Łódź.
- Chybalski F. 2013 *Decyzje emerytalne w ekonomii: implikacje dla polskiego systemu emerytalnego*, „Ekonomista”, nr 6.
- Davis E. P. 2002 *Pension fund management and international investment – A global perspective*, Pensions Institute, Discussion Paper, no. 0206.
- Diamond P. 2004 *Social Security*, „American Economic Review”, vol. 94, no. 1.
- ESCR-Net 2009, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.escr-net.org/docs/i/1285934>, data wejścia: 20.01.2014].
- Friedman M. 1957 *A Theory of Consumption Function*, Princeton.
- Góra M. 2003a *System emerytalny*, Warszawa.
- Góra M. 2003b *Inne spojrzenie na podstawowe zagadnienia ekonomii emerytalnej*, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.case-research.eu/pl/node/56281>, data wejścia: 20.01.2014].
- Jędrasik-Jankowska I. 2001 *Ubezpieczenia emerytalne. Trzy filary*, Warszawa.
- Kominek Z. 2012 *Regulatory induced herding? Evidence from Polish pension funds*, „Economic Change and Restructuring”, vol. 45, no. 1-2.
- Marcinkiewicz E. 2011 *Zmiana zasad dystrybucji składki emerytalnej a znaczenie OFE na rynku finansowym*, „Polityka Społeczna”, numer specjalny pt.: „Problemy zabezpieczenia emerytalnego w Polsce i na świecie”, część I.
- Marcinkiewicz E. 2013 *Czy istnieją lepsze i gorsze OFE? Analiza persistencji wyników inwestycyjnych*, [w:] *Współczesne zabezpieczenie emerytalne. Wybrane aspekty ekonomiczne, finansowe i demograficzne*, (red.) F. Chybalski, E. Marcinkiewicz, Łódź.
- Modigliani F., Broomberg R. 1954 *Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data*, [in:] *Post Keynesian Economics*, (ed.) Kurihara K. New Jersey.
- Otto W., Wiśniewski M. 2013 *ZUS – równowaga to mit*, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1029930.html>, data wejścia: 22.01.2014]
- Roldos J. E. 2004 *Pension reform, investment restriction, and capital markets*, International Monetary Fund, Policy Discussion Papers PDP/04/4.
- Solnik B., McLeavey D. 2004 *International Investments*, Boston.
- Srnivas P. S., Yermo J. 1999 *Do investment regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America*, „Revista de Analisis Economico”, vol. 14, no. 1.
- Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych, Dz. U. 1998, Nr 137, poz. 887.
- Ustawa z dnia 17 grudnia 1998 r. o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, Dz. U. 1998, Nr 162, poz. 1118.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz. U. 1997, Nr 139, poz. 934.

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.

Vidal-Melia C., Boado-Panas M., Settergren O. 2009 *Automatic Balance Mechanisms in pay-as-you-go pension systems*, „The Geneva Papers on Risk and Insurance Issue and Practice”, vol. 34.