

# Otwarte fundusze emerytalne

**10 mitów**

**MACIEJ BUKOWSKI**

Szkoła Główna Handlowa  
Instytut Badań Strukturalnych

**MACIEJ BITNER**

Uniwersytet Warszawski  
Wealth Solutions

KOBE

## **Spis treści**

<b>I</b>	<b>Niska stopa zastąpienia oznacza niskie emerytury</b>	<b>3</b>
<b>II</b>	<b>OFE źle zarządzają naszymi pieniędzmi</b>	<b>5</b>
<b>III</b>	<b>OFE są niereformowalne i dbają tylko o własny interes</b>	<b>8</b>
<b>IV</b>	<b>W długim okresie OFE przyniosą tyle co ZUS</b>	<b>10</b>
<b>V</b>	<b>Oszczędzanie w OFE jest zbyt ryzykowne</b>	<b>12</b>
<b>VI</b>	<b>Nie powinno dojść do „prywatyzacji” emerytur</b>	<b>15</b>
<b>VII</b>	<b>OFE powinny być dobrowolne</b>	<b>16</b>
<b>VIII</b>	<b>Skoro OFE są przymusowe, nie są to nasze pieniądze</b>	<b>18</b>
<b>IX</b>	<b>OFE destabilizują finanse publiczne</b>	<b>20</b>
<b>X</b>	<b>OFE nie zwiększają oszczędności ani wzrostu gospodarczego</b>	<b>23</b>

# Wstęp

Ustawa z 28 sierpnia 1997 roku, która dała początek reformie emerytalnej, była jednym z ostatnich aktów prawnych przedłożonych Sejmowi przez rząd Włodzimierza Cimoszewicza. To, że implementacją zmian w polskim systemie emerytalnym zajął się już następny rząd – reprezentujący drugą stronę sceny politycznej – miało niebagatelne znaczenie. Reforma emerytalna została dzięki temu wprowadzona ponad podziałami politycznymi i aż do 2011 roku nie kwestionowano jej zasadniczego kształtu. Dopiero rząd Donalda Tuska, pod presją światowego kryzysu ekonomicznego i narastającej nierównowagi w finansach publicznych, zdecydował się na złamanie konsensusu panującego przez 14 lat. Dokonane wtedy obniżenie składki przekazywanej na Otwarte fundusze emerytalne z 7,3% do 2,3% (docelowo od 2017 roku ma być to 3,5%) otworzyło drogę do przejedzenia owoców tamtej reformy i może niestety być początkiem końca budowy powszechnych emerytur kapitałowych w Polsce.

Mamy świadomość, że decyzja o przeznaczeniu ponad jednej trzeciej składki emerytalnej na oszczędności w OFE przy jednoczesnej obsłudze bieżących emerytur była dla społeczeństwa i klasy politycznej sporym wyzwaniem. W intencji twórców reformy dodatkowe środki miały pochodzić ze sprzedaży majątku państwowego oraz z likwidacji przywilejów emerytalnych, czyli stopniowego włączania wszystkich grup zawodowych do systemu powszechnego. Prywatyzacyjna część została w dużej mierze wykonana, jednak zabrakło woli politycznej do realizacji reszty początkowego planu. Obecny rząd, a także kolejne będzie stawał przed wyborem: czy warto poświęcić inne wydatki budżetowe w imię budowy II filaru?

Ponieważ w debacie publicznej bardzo wiele jest głosów krytycznych pod adresem samej idei OFE, postanowiliśmy w tym opracowaniu zebrać najważniejsze kontrargumenty tak, by odpowiedź na postawione przed chwilą pytanie dokonała się w sposób bardziej świadomy. Syntetyzując to, co napisaliśmy, można wskazać na trzy zasadnicze powody, dla których warto dać na powyższe pytanie odpowiedź twierdzącą.

Po pierwsze – oszczędzanie w OFE dla przyszłych emerytów oznaczało i będzie oznaczać w przyszłości wyższe stopy zwrotu niż te, które zapewnia ZUS. Po drugie – fundusze emerytalne powodują wzrost oszczędności krajowych, co przekłada się na wyższe inwestycje i szybszy wzrost gospodarczy. Po trzecie – aktywa OFE stanowią rezerwy, które zwiększają bezpieczeństwo wypłat przyszłych emerytur, w znacznej mierze chroniąc przed ryzykiem demograficznym. Te trzy korzyści nie są oczywiście darmowe; oszczędzanie z definicji jest odsuwaniem konsumpcji w czasie, co w danym momencie niekoniecznie jest przyjemne. Pamiętać jednak trzeba, że to, co dziś jawi się jako tańsze, niekoniecznie jest najlepsze<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Dziękujemy pozostałym członkom Komitetu Obywatelskiego ds. Bezpieczeństwa Emerytalnego za cenne uwagi oraz Kamilowi Strońskiemu za pomoc w przygotowaniu materiału faktograficznego do niniejszego opracowania.

## Mit I

# Niska stopa zastąpienia oznacza niskie emerytury

Ten często pojawiający się w prasie zarzut wobec nowego systemu emerytalnego najlepiej ilustruje wypowiedź przewodniczącego Ogólnopolskiego Porozumienia Związków Zawodowych Jana Guza:

*Emerytury z nowego systemu są średnio o około tysiąc złotych niższe od tych przyznawanych według starych zasad. A będzie jeszcze gorzej. Za 40 lat ci, którzy niedawno weszli na rynek pracy, będą dostawać emeryturę w wysokości zaledwie 26 proc. swoich ostatnich zarobków. I to pod warunkiem, że będą cały czas pracować, co przy aktualnym stanie rynku pracy jest w praktyce niemożliwe<sup>2</sup>.*

Choć zarzut ten sam w sobie dotyczy nowego systemu emerytalnego, a nie funduszy emerytalnych sensu stricto, to jednak pojawia się często w tekstach poświęconych OFE lub dyskusjach dotyczących się wokół wszelkich propozycji rządowych dotyczących problematyki OFE. Dotyka on więc funduszy pośrednio poprzez to, że w świadomości opinii publicznej OFE uosabiają cały nowy system emerytalny, a więc jakkolwiek zarzut kierowany przeciwko nowemu systemowi siłą rzeczy rzutuje na OFE jako takie. Pierwszy filar nowego systemu jest bowiem w oczach odbiorców tym samym co ZUS, który z kolei kojarzy się nie ze zreformowanym, ale ze starym systemem emerytalnym. Ta zbitka skojarzeniowa powoduje, że komunikat o niskich emeryturach w nowym systemie emerytalnym (w domyśle niższych niż w systemie starym) łączy się w świadomości przeciętnego Polaka jednoznacznie z wprowadzeniem OFE przez reformę z 1999 roku jako nowego elementu systemu.

Stopa zastąpienia, której używa się do oceny wysokości przyszłych świadczeń, definiowana jest jako wartość przyszłej emerytury, odniesiona do wartości ostatniego wynagrodzenia w momencie przejścia na emeryturę. Oznacza to, że w nowym systemie zależność ona będzie od kilku wielkości, w tym zwłaszcza od:

- wysokości składek
- stopy indeksacji składek w I filarze systemu (a więc w „ZUS-ie”)
- stopy zwrotu w II filarze (a więc OFE)
- stopy wzrostu wynagrodzeń na przestrzeni życia danej osoby.

Wszystkie wymienione parametry będą miały wpływ na absolutną (tj. wyrażoną w tysiącach złotych) wartość przyszłego świadczenia, parametr ostatni wpływa jednak także na stopę zastąpienia. Krytykujący nowy system emerytalny zapominają, że w tym systemie osoba, której wynagrodzenia szybko rosną otrzyma (przy danej stopie zwrotu aktywów w OFE i danej stopie indeksacji konta ZUS-u) wyższe kwotowo świadczenie niż inna osoba, której płaca w cyklu życia będzie rosła wolniej, mimo że jej stopa zastąpienia będzie niższa.

Innymi słowy – stopa zastąpienia nie jest dobrym parametrem do oceny tego, czy emerytury z nowego systemu będą niskie czy wysokie. Wysoka stopa zastąpienia może oznaczać bowiem mniejszą (kwotowo) emeryturę niż niższa stopa zastąpienia. Dlatego należy posługiwać się nią z

---

<sup>2</sup>Czy należy pozostawić OFE pod kontrolą państwa?, „Dziennik Gazeta Prawna”, 1 marca 2013.

		Wysokość emerytury				Stopa zastąpienia			
		średnioroczna stopa zwrotu z aktywów OFE i zapisów ZUS-u łącznie							
		0%	1%	2%	3%	0%	1%	2%	3%
Wzrost płac	0%	1283	1618	2069	2681	43%	54%	69%	89%
	1%	1610	1997	2512	3205	35%	43%	54%	69%
	2%	2049	2500	3095	3886	29%	35%	43%	54%
	3%	2643	3174	3867	4778	24%	29%	35%	43%

Źródło: opracowanie własne, wielkości przybliżone. Okres składkowy 45 lat (bez przerw), okres emerytalny 20 lat, początkowe wynagrodzenie 3000 zł miesięcznie. Wszystkie wielkości są podane w terminach realnych, tj. bez inflacji.

dużą ostrożnością przy ocenie przyszłych świadczeń. Związek między emeryturą a stopą zastąpienia w zależności od średniego wzrostu wynagrodzeń i średniorocznej stopy zwrotu z aktywów OFE i indeksacji ZUS-u jakościowo ilustruje tabela u góry.

Bazując na długookresowych prognozach wzrostu gospodarczego dla Polski, historycznym oprocentowaniu obligacji rządowych krajów rozwiniętych oraz przeciętnych stopach zwrotu z rynków kapitałowych, można oczekiwać, że średnioroczna stopa zwrotu w nowym systemie emerytalnym wyniesie co najmniej 3% rocznie w ujęciu realnym. Przy tym założeniu stopa zastąpienia dla osoby pracującej 45 lat i pobierającej emeryturę przez 20 lat wahałaby się od 43% do 89% przy czym wyższa z tych wielkości odnosiłaby się do osoby, której wynagrodzenie przez całą jej karierę zawodową nie wzrosło ani o złotówkę, a niższa do tej, której płace systematycznie wzrastały w tempie 3% rocznie. Z drugiej strony emerytura osoby o niższej stopie zastąpienia byłaby o ponad 2100 złotych (a więc o blisko 80%) większa od emerytury osoby, której płace realne nie rosły. Przykład ten ilustruje dobitnie ułomność polskiej dyskusji publicznej wokół poziomu przyszłych emerytur w nowym systemie emerytalnym i jego związku ze stopami zastąpienia, jakie ten system przyniesie.

## Mit II

# OFE źle zarządzają naszymi pieniędzmi

Przekonanie, że skala wzrostu jednostki rozrachunkowej OFE nie odpowiada oczekiwaniom, a jednocześnie zarządzanie środkami zgromadzonymi w funduszach jest zbyt drogie, pojawia się w opiniach zarówno zwolenników, jak i przeciwników reformy. Dr Ryszard Bugaj z Polskiej Akademii Nauk w tekście opublikowanym w „Rzeczpospolitej”, deklaruje:

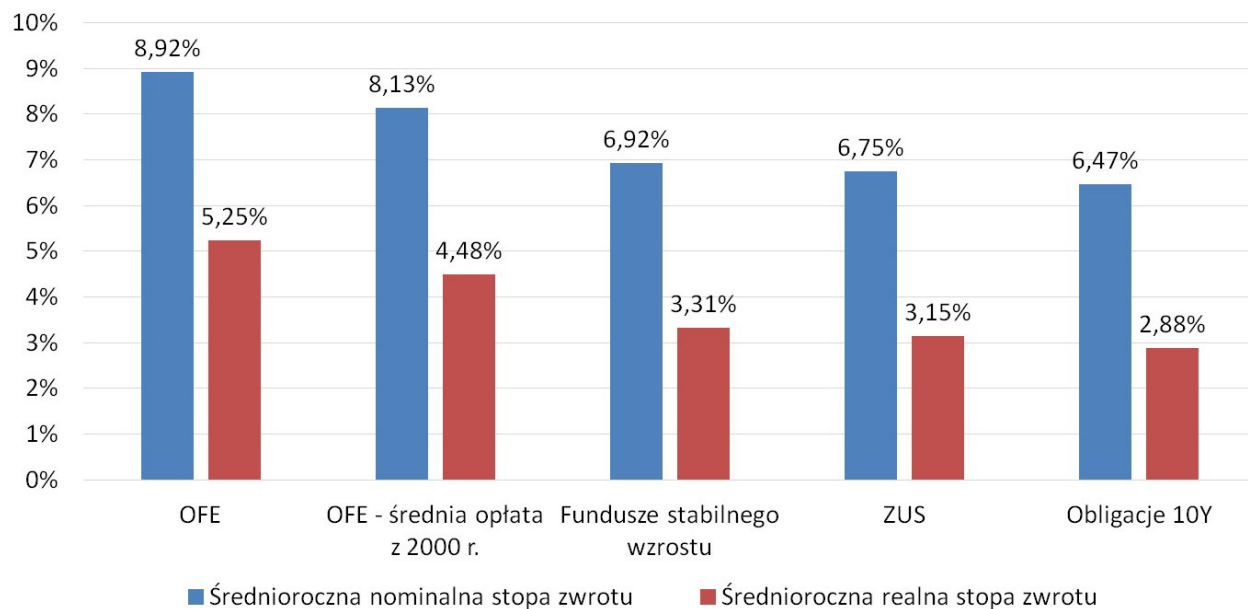
*Jestem zwolennikiem radykalnych rozwiązań, choć jednocześnie przeciwnikiem zmniejszenia składki czy likwidacji samych OFE. Choć one byłyby zapewne z tego zadowolone, ponieważ nabrały bardzo dużo kasy, a osiągnęły wątpliwe wyniki*

Podobne opinie wyrażają niestety niektórzy analitycy. Jak można przeczytać w sprawozdaniu prasowym z posiedzenia Komisji Finansów Publicznych:

*[Piotr Kuczyński] zwrócił uwagę, że wyniki inwestycyjne OFE są bardzo słabe, a emerytury będą niskie. Doktor Dobiesław Tymoczko z NBP zauważył, że nie należy mylić stopy zwrotu OFE ze stopą zwrotu uzyskiwaną realnie przez emeryta, która za sprawą wysokich prowizji na rzecz PTE jest znacznie niższa, a w wielu wypadkach równa zero.*

Podobną opinię wyraża Robert Gwiazdowski z Centrum im. Adama Smitha, którego zdaniem:

*Wynik OFE byłby lepszy o co najmniej 1 proc. PKB, gdyby doliczyć prowizje i opłaty od składki, które od momentu powstania funduszy pobrały PTE, a które wyniosły ponad 16 mld zł. – Wyszlibyśmy na zero, ale jesteśmy na minusie przez opłaty. To pokazuje jałowość tego systemu z punktu widzenia emerytów i jak obciąża on finanse publiczne.*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF, GPW, MF, ZUS i GUS.

Jak się te opinie mają do rzeczywistości? Średnia roczna stopa zwrotu brutto (tj. przed opłatami) OFE w okresie 2000-2012 wyniosła w ujęciu nominalnym 8,92%<sup>3</sup>, lub też (po uwzględnieniu inflacji) 5,25%. To o 2 punkty procentowe rocznie więcej niż w tym samym czasie przyniosłoby inwestowanie w fundusze stabilnego wzrostu, których profil ryzyka najlepiej odpowiada OFE. Jednocześnie wynik ten jest o 2,45 punktu procentowego wyższy niż średnie roczne oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbu państwa, a co najważniejsze – o ponad 2 punkty procentowe wyższy niż indeksowane w tym samym czasie składki emerytalne rejestrowane na indywidualnym koncie w ZUS-ie w ramach I filaru nowego systemu emerytalnego. Jeśli uwzględnimy opłatę dystrybucyjną ponoszoną na początku okresu przez uczestników systemu na rzecz PTE (było to 9,1% – znacznie więcej niż 3,5% pobierane dzisiaj), to nominalna stopa zwrotu z oszczędności emerytalnych ulokowanych w OFE obniży się o 0,8 punktu procentowego, co jednak nadal będzie przekraczać poziom wszystkich wymienionych alternatywnych opcji inwestycyjnych.

Przytoczone dane wydają się zamykać dyskusję nad sprawnością zarządzania aktywami OFE w porównaniu z waloryzacją składek w ZUS-ie. Podtrzymuje ją jednak błąd myślowy, popełniany przez wielu dyskutantów, polegający na niewłaściwym rozumieniu opłat dystrybucyjnych. Jeśli OFE pobierałyby średnio 5,9% opłaty dystrybucyjnej (jak w latach 2000-2012) i zapewniały przez 20 lat średnioroczną stopę zwrotu z jednostki uczestnictwa w wysokości 8,9%, to – powiadają niektórzy – daje to przyszłemu emerytowi zaledwie 3-punktową rentowność nominalną, czyli – po uwzględnieniu inflacji – zerowy wynik netto. Jest to błędny wniosek, gdyż opłata dystrybucyjna jest pobierana od każdej wpłacanej złotówki tylko raz, a zatem inwestowane jest 0,941 złotego na 20 lat, ze stopą zwrotu 8,9% rocznie. Daje to netto 8,57% rocznie, a więc wyraźnie powyżej rozsądnych oczekiwań inflacyjnych. Ponieważ w dojrzałym systemie złotówka jest wpłacana średnio na blisko 20 lat, korekta związana z opłatami dystrybucyjnymi ma mało istotne znaczenie. Więcej kosztuje przyszłego emeryta coroczna opłata pobierana od aktywów, ta jednak jest już uwzględniana przy liczeniu stopy zwrotu z OFE. Warto dyskutować nad wysokością opłat pobieranych przez PTE, nie można ich jednak demonizować, twierdząc, że opłaty niweczą wszystkie korzyści z inwestowania kapitału.

Drugim źródłem nieporozumień są spory wokół liczbowej wartości zwrotu z OFE i ZUS-u w sytuacji, gdy różni dyskutanci używają różnych miar, liczonych dla różnych okresów. Zilustrujmy ten problem, podając trzy miary korzyści dla lat 2000-2012<sup>4</sup>.

Miara efektywności inwestowania 2000-2012	OFE	ZUS
Średnioroczna stopa zwrotu (średnia geometryczna)	8,92% brutto i 8,13% netto	6,75%
Stan konta w % wpłaconych składek	153,9% netto	141,9%
Wewnętrzna stopa zwrotu	6,12% netto	5,70%

Niezależnie od sposobu liczenia zwrotu w OFE wykazują przewagę nad waloryzacją składek w ZUS-ie. Jednak różnorodność mierników, ich różne wartości, utrudniają dyskusję. Średnia stopa zwrotu pokazuje korzyść, jaką osiągnął inwestor, który trzynastcie lat temu zainwestował jednorazowo jakąś kwotę w obydwu systemach. W przypadku OFE potrącamy mu jednorazowo 9,1%, gdyż tyle wynosiły prowizje PTE w 2000 roku i otrzymujemy stopę 8,13%. Jeśli uważamy, że lata 2000-2012 są dobrą próbką zdarzeń (co ma pewien sens, gdyż jest to mieszanka pomyślnych i niepomyślnych dla rynków finansowych lat), możemy przypisać otrzymanemu wynikowi wartość prognostyczną. A zatem początkowa kwota po 40 latach powinna osiągnąć podobny wynik roczny,

<sup>3</sup> Komisja Nadzoru Finansowego podaje wartość 8,6%. Różnica wynika stąd, że nasze obliczenia uwzględniają wielkość funduszy, dane zaś KNF traktują stopy zwrotu z małych i dużych OFE tak samo.

<sup>4</sup> Pomijamy rok 1999 ze względu na start nowego systemu i duże opóźnienia w transferze składek do OFE.

podobnie jak kolejne kwoty, wpłacane w następnych latach. Zaletą tej miary jest to, że zależy ona od liczby lat dobrych i złych, a nie zależy od ich kolejności.

Niektórzy jednak preferują wewnętrzną stopę zwrotu, ukazującą w sposób adekwatny wynik zakończonej już inwestycji. Jeśli osoba z przeciętnym krajowym wynagrodzeniem płaciła składki w latach 2000-2012 według obowiązujących stawek i przeszła 2013 roku na emeryturę, to uzyskałaby zwrot z inwestycji na średniorocznym poziomie 5,70% w ZUS-ie oraz 6,12% w OFE. Jest to miernik dobrze opisujący przeszłość, lecz bardzo niestabilny w przypadku prognoz, gdy próbka danych (tutaj 13 lat) jest bardzo krótka w porównaniu z rzeczywistym horyzontem inwestowania (około 40 lat). W krótkiej próbce silny wpływ na wynik ma kolejność zdarzeń, która w przy długiej próbie traci na znaczeniu. Jeśli mechanicznie powielimy historyczną sekwencję 13 lat i utworzymy 39-letni okres inwestowania, uzyskamy wewnętrzne stopy zwrotu 6,46% dla ZUS-u oraz 8,21% dla OFE, podczas gdy średnie stopy zwrotu nie ulegną zmianie. Pokazuje to, jak ryzykowne są sądy formułowane na podstawie wewnętrznej stopy zwrotu z krótkiego odcinka horyzontu inwestycyjnego.



## Mit III

# OFE są niereformowalne i dbają tylko o własny interes

Często słyszy się, że OFE (a ściślej PTE, które zarządzają naszymi pieniędzmi) mniej dbają o interes przyszłych emerytów, a bardziej o swój własny. To ostatnie na pewno jest prawdą, jednak trudno mieć o to do nich pretensje. Rynek obowiązkowych ubezpieczeń społecznych jest bowiem drobiazgowo regulowany i PTE działają dokładnie tak, jak nakazał im ustawodawca. To od strony regulatora rynku należy oczekiwać działań. Z tej perspektywy wypowiedź wiceministra Jerzego Pietrewicza należy potraktować jako przyznanie się do winy:

*W gruncie rzeczy OFE to antyrynkowy skansen. To jest towarzystwo kilkunastu funduszy, które niepoddane są żadnej dyscyplinie rynkowej. Po prostu one nauczyły się nie konkurować ze sobą.*

Na poparcie tez ministra można przytoczyć szereg zachowań funduszy, które nie są do końca korzystne dla przyszłych emerytów. Po pierwsze jest to niedostosowywanie ryzyka inwestycyjnego do wieku oszczędzającego w funduszu. Niezależnie od tego, kto posiada jednostki uczestnictwa, udział akcji w jego portfelu emerytalnym wynosi około jednej trzeciej. Po drugie brak dywersyfikacji międzynarodowej. Aktywa zagraniczne OFE stanowią jedynie 0,5% ich portfeli. Po trzecie zbyt wysokie opłaty. O ile koszty zarządzania aktywami OFE są dość niskie, w przedziale od 0,34% do 0,45% rocznie, cały czas wrażeń robi 3,5% opłaty dystrybucyjnej pobieranej jednorazowo od naszych składek. Uderza też brak związku pobieranych opłat z wynikami inwestycyjnymi, osiąganymi przez fundusz. Po czwarte zbyt niskie jest zaangażowanie OFE w akcje. Początkowo ustanowiony limit to 40%, ale przez większość czasu inwestycje w papiery udziałowe nie stanowiły nawet 35% aktywów funduszy. Cóż z tego, że w 2013 roku limit wzrósł do 47,5% i zgodnie z ustawą ma rosnąć dalej, skoro fundusze nie kwapią się do inwestycji na giełdzie? Po piąte nie ma swobody wejścia – na rynku OFE od 1999 roku nie pojawił się żaden nowy fundusz, za to kilka zniknęło z rynku.

Powyższe kwestie są w większości jedynie symptomami głębszych problemów, które powstały po uchwaleniu ustawy wprowadzającej reformę z 1999 roku. Ich osi są gwarancje minimalnej wysokości stóp zwrotu, których PTE zmuszone są udzielić przyszłym emerytom. Zarządzający funduszu dokładają do inwestycji z własnej kieszeni wtedy, gdy ich wyniki są znacznie gorsze od tego, co udało się ich kolegom (jest to tzw. zasada wewnętrznego benchmarku). W przypadku uzyskiwania ponadprzeciętnych rezultatów nie ma żadnych poważniejszych korzyści dla PTE. Nic więc dziwnego, że fundusze nawzajem naśladowują swoje zachowanie. Jak to zmienić?

Przede wszystkim należy przejść od wewnętrznego do zewnętrznego benchmarku, czyli zacząć porównywać wyniki OFE z indeksami akcji i obligacji. Elementem benchmarku powinny być także aktywa zagraniczne tak, by fundusze miały motywację, by inwestować środki przyszłych emerytów także poza Polską. Choć niewątpliwie działające w kraju OFE mają przewagę komparatywną w zakresie nadzoru korporacyjnego nad polskimi firmami, nie można traktować przyszłych emerytów jedynie jako źródła kapitału dla Giełdy Papierów Wartościowych. Polski parkiet stanowi mniej niż 1% globalnego rynku akcji i trudno uznać portfel oparty wyłącznie na krajowych akcjach za właściwie zdywersyfikowany, a więc możliwie najbezpieczniejszy. Bez aktywów zagranicznych może dojść do sytuacji, której obawia się Leokadia Oręziak:

*W portfelach OFE znajdują się instrumenty finansowe, których wartość silnie zależy od stanu gospodarki. Jeśli Polska w przyszłości będzie mieć słaby system ekono-*

*miczny i niewielu pracujących obywateli, to wycena akcji okaże się niska, a państwo napotka trudności ze spłatą swoich obligacji.*

Warto przy tym zauważyć, że o ile dobrze zdywersyfikowane OFE mogą w pewien sposób ochronić nas przed tym katastrofalnym scenariuszem, to ZUS jest wobec niego całkowicie bezbronny, o czym krytycy II filaru często zapominają. Bezpodstawne są z kolei inne obawy prof. Oręziak, że:

*Jeżeli zatem wynagrodzenia PTE uzależnimy od zysków, wprowadzimy bodziec finansowy do lokowania pieniędzy w bardziej ryzykowne aktywa w pogoni za wyższym zyskiem. Oczywiście przejściowo wartość tych aktywów może wzrosnąć, PTE pobiorą sobie od tego wyższe prowizje, ale potem, gdy wartość rynkowa aktywów spadnie, towarzystwa prowizji już nie oddadzą. To kolejny dowód, że OFE są niereformowalne.*

Gdyby rzeczywiście jakieś PTE próbowało postępować tak, jak pisze pani profesor, to znalazłoby się na prostej drodze do bankructwa. Po kilku zyskownych latach hipotetyczny krach doprowadziłby do konieczności wyrównania emerytom strat poniesionych w wyniku nadmiernie ryzykownej strategii inwestycyjnej. Przed tym niebezpieczeństwem jesteśmy więc akurat dobrze zabezpieczeni. Niebanalne jest przy tym pytanie, czy warto ponosić aż tak wysokie koszty ograniczania ryzyka przez fundusze<sup>5</sup>.

Stosunkowo najprostszą reformą funkcjonowania OFE byłoby dalsze obniżenie prowizji pobieranych przez PTE. Trudno nie zwrócić uwagi, że zwrot netto w OFE jest silnie uzależniony od pobieranych przez nie opłat od składki i za zarządzanie. Gdyby opłaty te były średnio o połowę niższe niż dotąd, to dalsze posługiwanie się przez przedstawicieli Ministerstwa Finansów porównaniem stopy wzrostu gospodarczego i stopy zwrotu (netto) z OFE stałoby się trudne do uzasadnienia. Ta druga byłaby bowiem wyraźnie, tj. o prawie 1,5 punktu procentowego wyższa niż ta pierwsza. Warto przy tym podkreślić, że historyczna indeksacja kont w ZUS-ie nie dorównywała historycznym stopom wzrostu gospodarczego (realnie 3,8% w latach 2000-2012), o czym informacji w materiałach rządowych nie znajdziemy. Próżno też szukać tam informacji, na co dokładnie przeznaczają się 3,5% pobierane z naszych składek. Aż 0,8 punktu procentowego trafia do... ZUS-u jako prowizja za obsługę techniczną transferu składki. Obniżenie kosztów funkcjonowania ZUS-u przeniosłoby się więc na wysokość świadczenia w obu filarach.

---

<sup>5</sup>W kwestii reform regulacji rynku OFE i PTE KOBE przedstawi własne propozycje w oddzielnym dokumencie.

## Mit IV

# W długim okresie OFE przyniosą tyle co ZUS

Niektórzy ekonomiści głoszą pogląd, że stopa zwrotu z otwartych funduszy emerytalnych nie może w długim okresie przekroczyć stopy wzrostu gospodarczego z przyczyn fundamentalnych. Część z nich wywodzi z tego przekonania wnioski, że istnienie filaru kapitałowego jako takiego nie jest potrzebne, gdyż państwo może zagwarantować swoim obywatelom tę samą stopę zwrotu, odpowiednio opodatkowując przyszłe pokolenia. Inni nie idą tak daleko, zwracając uwagę, że choć stopa wzrostu gospodarczego i stopa zwrotu z oszczędności emerytalnych powinny być do siebie w długim okresie podobne, to jednak obie wielkości nie muszą być w pełni skorelowane, a co za tym idzie – istnienie części kapitałowej systemu podnosi bezpieczeństwo aktywów emerytalnych jako całości. Przykładem takich poglądów mogą być tezy głoszone przez dr. Janusza Szewczaka, głównego ekonomistę SKOK-ów, który w serwisie Bankier.pl stwierdził, że:

*Fundusze emerytalne inwestują w aktywa, które w długim okresie i tak przyniosą stopę zwrotu na poziomie dynamiki PKB. Są przy tym kosztownym pośrednikiem. Rozwiązaniem problemu nie jest łatanie tego, co nieefektywne, tylko nowa umowa społeczna zakładająca wprowadzenie emerytury obywatelskiej. Jej istota polega na tym, że państwo każdemu obywatelowi gwarantuje niewielkie świadczenie. Pozostała część leży po stronie przyszłego emeryta.*

Wpisujący się w rządową krytykę OFE główny ekonomista Ministerstwa Finansów Ludwik Koteczki wyraża podobną opinię:

*To, co zostało nagromadzone w systemie, nie jest wyższe niż to, co wypracowała gospodarka. To zgodne z teoriami makroekonomicznymi, że inwestowanie w długim okresie nie może dać lepszych wyników niż sama gospodarka<sup>6</sup>.*

Argumenty te opierają się na nieporozumieniu. Nie jest prawdą, że oszczędności emerytalne nie mogą przynieść wyższej stopy zwrotu, niż wzrost całej gospodarki. Wynika to przede wszystkim z tego, że akcje mogą być i przez lata były bardziej dochodowe niż wskazywałyby na to stopa wzrostu PKB. Jak zauważa w jednym z opracowań prof. Marek Góra:

*Stopa zwrotu osiągnana 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.*

O ile bowiem prawdą jest, że zyski wszystkich przedsiębiorstw w długim okresie średnio rosną w tempie takim jak PKB, to nie znaczy to, że nie można wybrać spośród nich podgrupy, której zyski będą rosły szybciej. Taką podgrupę stanowią właśnie przedsiębiorstwa notowane na giełdzie. Załóżmy, zgodnie z bieżącymi szacunkami ekonomistów, że cały kapitał na świecie stanowi 350% światowego PKB. Globalny rynek akcji stanowi zaś ok. 70% globalnego PKB. Oznacza to, że na akcjonariuszy spółek publicznych przypada zaledwie jedna piąta światowego kapitału. Z powodzeniem średnia stopa zwrotu z rynku akcji może być więc wyższa niż ta uzyskiwana z innych form posiadania kapitału – przez spółki niepubliczne, obligacje korporacyjne czy kredyt bankowy.

<sup>6</sup>Emerytury: OFE przejadły nasze pieniądze. Na siebie zarobiły, „Dziennik Gazeta Prawna”, 9 kwietnia 2013.

Dlaczego jednak z czasem bardziej rentowny kapitał zarządzany przez spółki akcyjne nie wypiera zupełnie innych form udziału w przedsiębiorstwach? Z tego powodu, że tylko część zysków jest reinwestowana – reszta przeznaczana jest na konsumpcję. Ludzie często wydają dywidendy na bieżące potrzeby i sprzedają akcje w celu np. zakupu nieruchomości albo założenia własnego (niepublicznego) przedsiębiorstwa. Kapitalizacja giełd rośnie w relacji do PKB, ale jest to proces powolny i nie ma dowodów, które wskazywałyby, że wartość akcji rośnie szybciej niż wartość całego kapitału w gospodarce. Sytuacja, w której spółki giełdowe kontrolować będą całość zgromadzonego kapitału, wcale nie staje się realniejsza.

To samo, co o akcjach można powiedzieć o obligacjach spółek publicznych. Nie ma przeszkód, by były bardziej dochodowe niż średnia dla wszystkich instrumentów umożliwiających partycypację w zyskach przedsiębiorstw, gdyż ich udział w globalnej masie kapitału wynosi nieco ponad 20%. Nie jest oczywiście pewne, że tak będzie, gdyż instrumenty dłużne są bezpieczniejsze niż instrumenty udziałowe i z natury dają mniejszą dochodowość od średniej dla całej masy kapitału. Jednak w ramach instrumentów dłużnych można z pewnością znaleźć i takie, których dochodowość przekracza średnią.

Spór, który się toczy, łatwo stosunkowo rozstrzygnąć patrząc na dane historycznie. Czy rzeczywiście stopy zwrotów z akcji były ograniczone przez wzrost PKB? W latach 1900-2012 globalny PKB rósł w średnim tempie 3,8% (realnie). Stopa zwrotu z inwestycji w globalne akcje wyniosła w tym samym okresie, także w ujęciu realnym, 5%. Była więc większa o 1,2 punktu procentowego rocznie. Różnica ta byłaby jeszcze większa, gdyby usunąć inwestycyjne porażki takie jak całkowite wywłaszczenie inwestorów w carskiej Rosji czy komunistycznych Chinach. Nie mówiąc o tym, że inwestycja tylko w akcje amerykańskie przyniosłaby aż 2,5 punktu więcej niż globalny wzrost PKB.

Co ciekawe, choć brakuje dobrych danych, są świadectwa wskazujące, że również prywatne obligacje o średnim ryzyku (BAA) dają więcej niż PKB. W latach 1920-2011 ich średnia dochodowość wynosiła 7%, podczas gdy wzrost amerykańskiego PKB w tym okresie 5,75%. Różnica nie wynosi oczywiście aż 1,25 punktu procentowego, gdyż od rentowności trzeba odjąć straty wynikłe z bankructwa przedsiębiorstw, ale nie spodziewalibyśmy się, by były one duże dla takiego poziomu ratingu (i są do pewnego stopnia niwelowane przez zyski z powodu podniesienia ratingu niektórych firm w indeksie).

Nie dajmy się więc oszukać – stopa zwrotu w państwowym systemie emerytalnym nie jest wyższa niż na rynku finansowym. Tak może być tylko dla pierwszego pokolenia uczestników systemu. Ci, którzy prawie nic nie odkładali na emeryturę, a zostali przez polityków obdarzeni tym przywilejem, wyszli na tym nadspodziewanie dobrze. Przykładowo w USA pokolenie urodzone w 1876 roku, które zaczęło otrzymywać emeryturę w latach 30., uzyskało z przekazanych składek roczną stopę zwrotu na poziomie 36,5%. Kolejne generacje też nie mogły bardzo narzekać, ale odchodzące obecnie na emeryturę pokolenie urodzonych w latach 50., cieszyło się stopą zwrotu na poziomie jedynie 2,2%. Dalsze roczniki uczestniczące w państwowym systemie będą miały prawdopodobnie jeszcze gorzej. Dlatego warto myśleć o innych zabezpieczeniach, oszczędzając na emeryturę nie tylko poprzez ZUS i OFE.

## Mit V

# Oszczędzanie w OFE jest zbyt ryzykowne

Jednym z głównych zarzutów kwestionujących pozycję OFE jako wartościowego składnika polskiego systemu emerytalnego jest podanie w wątpliwość bezpieczeństwa aktywów tam zgromadzonych. Głosy tego typu były szczególnie donośne na fali kryzysu finansowego lat 2008-2009, kiedy światowe załamanie giełdowe doprowadziło do znacznej przeceny jednostki rozrachunkowej OFE. Dziś, mimo tego, że zarówno światowe indeksy giełdowe, jak i wartość jednostek OFE odrobiły już całość poniesionych wtedy strat, głosy te są nadal obecne w debacie publicznej, dowodząc znaczenia silnego resentymentu antyrynkowego wśród przeciwników reformy emerytalnej. Przykładem opinii tego rodzaju mogą być krytyki prof. Leokadii Oreziak z SGH. Mówi ona m.in., że:

*Gra na giełdzie to ruletka. Nie wolno ryzykować pieniędzy na przyszłe emerytury. Wartość akcji może znacząco spaść, nawet do zera! Zyski osiągnięte na rynku finansowym są zmienne i nie da się ich na trwałe utrzymać, są odwracalne. Nieodwracalne są natomiast opłaty i prowizje pobierane przez towarzystwa ze środków przyszłego emeryta<sup>7</sup>.*

Podobny ton ma opinia członka Rady Gospodarczej przy Premierze RP, dr. Bogusława Garbowskiego, który mówił, że:

*Kapitałowy filar zawsze musi być doklejką do systemu. Ja Pani podam przykład. Teraz mówimy, że średni poziom stopy zwrotu, przez ostatnie kilkanaście lat, wynosi 6%. Ale rok temu byśmy powiedzieli, że jest około 0%<sup>8</sup>.*

Podobnie rozumuje prof. Jerzy Żyżyński, poseł Prawa i Sprawiedliwości, który twierdzi, że:

*W funduszach emerytalnych nie ma żadnych pieniędzy, a jedynie aktywa finansowe. Papiery te podlegają rynkowym mechanizmom, co jest poważnym zagrożeniem dla wielkości przyszłych emerytur z II filaru. Gdy podaż tych papierów na rynku wzrośnie, wówczas ich wartość zmaleje.*

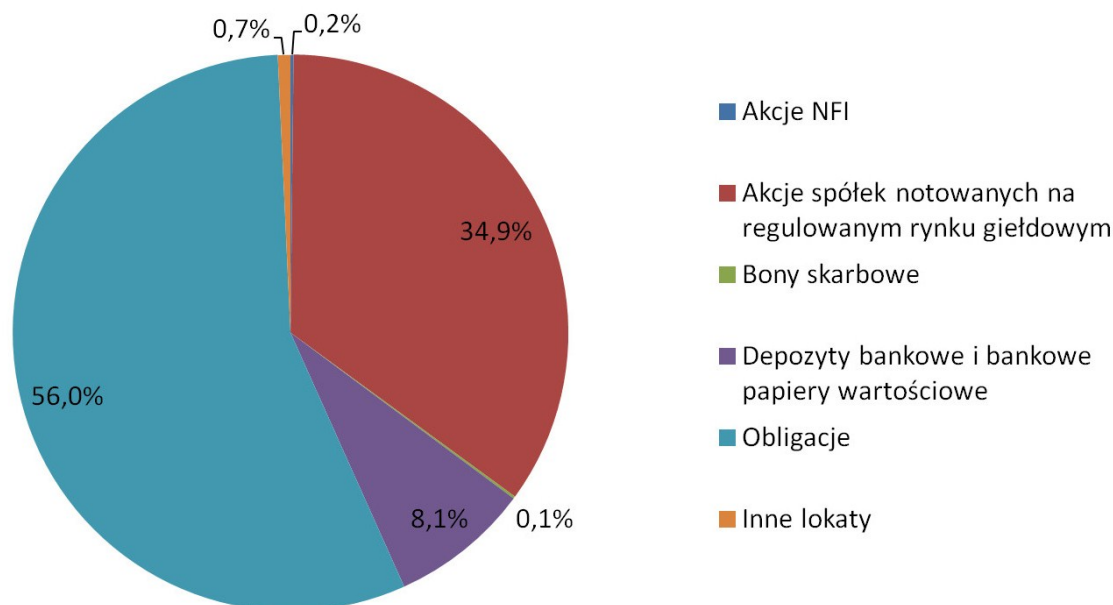
Odpowiadając na te argumenty, warto zauważyć, że zmienność jednostek rozrachunkowych OFE jest wyraźnie mniejsza od zmienności indeksów giełdowych. Dzieje się tak dlatego, że OFE najwyżej 35% swoich aktywów lokują na giełdzie, pozostałą część przeznaczając na instrumenty bezpieczniejsze, choć o niższych oczekiwanych rentownościach. Trudno więc uznać zmienność aktywów OFE za szczególnie wysoką, zwłaszcza że wartość jednostki rozrachunkowej spadła (w przekroju rocznym) jedynie dwukrotnie na przestrzeni całej trzynastoletniej historii funduszy. Co więcej spadki te powiązać należy z dużymi przecenami indeksów giełdowych na fali kryzysu finansowego lat 2008-2009 oraz jego drugiej fali w postaci kryzysu finansów publicznych w Europie (2011). Okresy „normalnej” dekonjunktury giełdowej byłyby po pierwsze rzadsze, po drugie łatwiejsze do zaabsorbowania przez OFE ze względu na mniejszą skalę spadków wartości akcji spółek publicznych.

Doskonałe zabezpieczenie aktywów emerytalnych przed zmiennością aktywów finansowych nie jest możliwe, podobnie jak nie jest możliwe pełne zabezpieczenie skarbu państwa przed skutkami fiskalnymi cyklicznych wahań gospodarki. Dotyczy to zarówno akcji, jak i obligacji i innych

<sup>7</sup> OFE do likwidacji, „Dziennik Gazeta Prawna”, 6 marca 2013.

<sup>8</sup> Wypowiedź dla Radia PIN z 8 kwietnia 2013.

## Struktura portfela OFE w 2012 roku



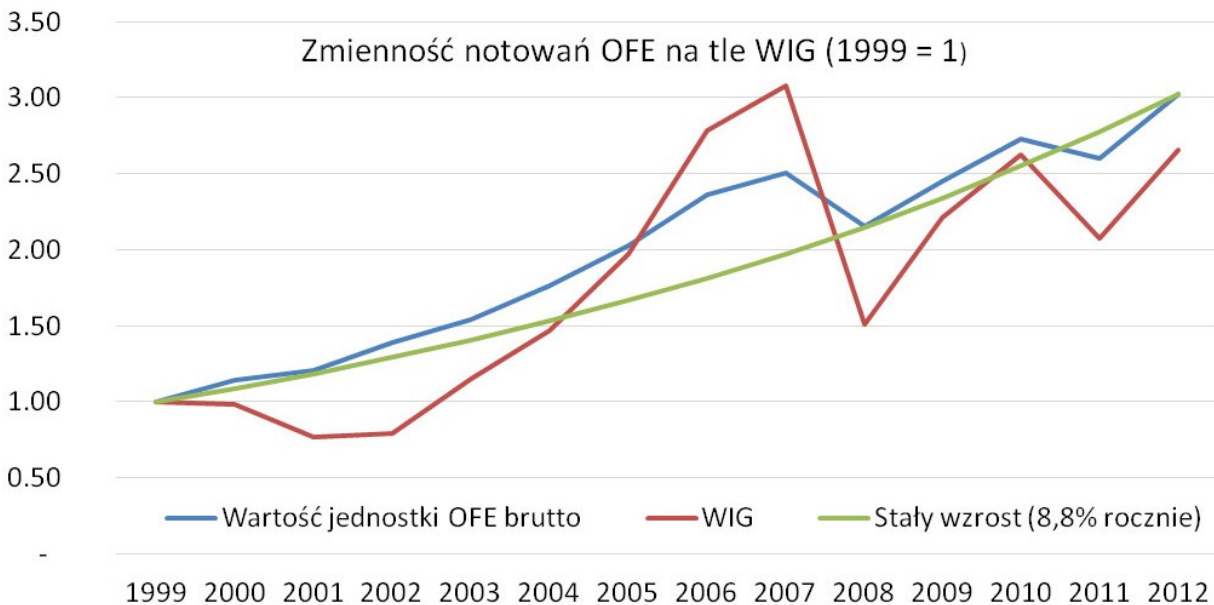
Źródło: KNF.

aktywów. Nie jest bowiem prawdą, że tylko akcje obciążone są ryzykiem: bankructwo zarówno prywatnych, jak i publicznych emitentów długu jest, jak pokazuje historia, w pełni możliwe. Podobnie nie w pełni bezpieczna jest wypłata emerytur w systemach pay-as-you-go. Państwa bowiem mogą, poprzez zmiany formuł emerytalnych, sposobów indeksacji świadczeń, inflację czy stosowanie innych, bardziej bezpośrednich interwencji, skutecznie zmniejszać wysokość wypłacanych świadczeń, nawet jeśli ich wyliczenie nie jest oparte (jak w nowym systemie polskim) o zasadę zdefiniowanej składki.

Warto przypomnieć, że w Grecji w 2010, a następnie w 2012 roku doszło do obniżenia emerytur najpierw o 10%, a później o kolejne 15%. Oficjalnemu obniżeniu świadczeń towarzyszył też wzrost podatków dochodowych, nakładanych na emerytów, co spowodowało, że jeszcze mniej środków pozostało do ich dyspozycji. Dlatego wskazywanie, że źródłem „ryzykowności” nowego systemu emerytalnego jest wyłącznie jego filar kapitałowy, podczas gdy, obsługiwany przez ZUS, filar repartycyjny takiego ryzyka miałby być pozbawiony, należy uznać za wprowadzające opinię publiczną w błąd.

Osobnym pytaniem jest to, czy podwyższona zmienność wartości aktywów OFE indukowana przez inwestowanie przez nie na rynkach finansowych w akcje spółek publicznych jest akceptowalna z punktu widzenia przyszłych emerytów. Wydaje się, że tak. Warto podkreślić, że przy dzisiejszym podziale składki emerytalnej i ograniczeniach inwestycyjnych jedynie ok. 10-20% przyszłej emerytury pochodzić będzie z akcji i innych instrumentów o potencjalnie dużej zmienności. Oznacza to, że nawet jeśli portfel akcji straci w krótkim czasie 50% swojej wartości (co zdarza się bardzo rzadko) ewentualna emerytura zmniejszy się jedynie o 5-10%. Jednocześnie trzeba pamiętać, że takie gwałtowne spadki indeksów giełdowych rzadko kiedy trwają dłużej niż 2 lata.

Istnieje więc wiele sposobów absorpcji ryzyka obniżenia emerytury w wyniku dekonstrukcji giełdowej. Jednym z nich jest opóźnienie o 2-3 lata momentu przejścia na emeryturę przez osoby, które chciałyby to zrobić w czasie giełdowej bessy, i pokrycie okresu przejściowego środkami pochodzącymi z innych źródeł (np. dodatkowych oszczędności prywatnych lub wydłużonego okresu pracy). Drugim jest przejście najpierw na emeryturę częściową, finansowaną ze środków ZUS-u,



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF i GPW.

która po odbudowaniu się wartości jednostki rozrachunkowej do poziomu sprzed bessy byłaby uzupełniana środkami z OFE. Wreszcie trzecim sposobem byłoby wydzielenie w ramach OFE specjalnych nieryzykownych subfunduszy dla tych, którzy dobrowolnie chcieliby zabezpieczyć się przed ryzykiem giełdowym poprzez przekazanie w wybranym przez siebie terminie części lub całości swoich aktywów pod zarządzanie.

Takim rozwiązaniem natomiast nie wydaje się, popierana przez niektórych uczestników debaty emerytalnej, idea obowiązkowego przekazywania na 10 lat przed emeryturą środków z OFE do ZUS-u. Okres dekonjunkury giełdowej może bowiem wystąpić właśnie na 10 lat przed emeryturą, a więc uczestnik systemu zostałby w ten sposób podwójnie „ukarany”. Z jednej strony straciłby możliwość skorzystania z hossy następującej zwykle po bessie, po drugie okres procentowania aktywów po wyższej stopie zwrotu zostałby ograniczony o 10 lat, zmniejszając wartość całkowitego kapitału emerytalnego w momencie przejścia na emeryturę. Gdyby zmiana struktury portfela była stopniowa i następowała przez inwestowanie środków pochodzących z nowych składek przede wszystkim w bezpieczne instrumenty, ryzyko to byłoby ograniczone, choć nie sposób całkowicie wyeliminować.

## Mit VI

# Nie powinno dojść do „prywatyzacji” emerytur

Osobnym typem argumentów wymierzonych w OFE jest krytyka samych założeń systemu kwestionująca zasadność istnienia II filaru emerytalnego z przyczyn czysto ideologicznych. W odróżnieniu od opisanych wcześniej zarzutów, argumentacji tej nie zgłaszają raczej krytycy systemu z grona obecnej Rady Ministrów, Rady Gospodarczej czy administracji państwowej. Jednak pośrednio zarzuty ideologiczne wspierają wysiłki rządu zmierzające do ograniczenia II filaru, wzmacniając w opinii publicznej wrażenie, że nowy system jest pomysłem z gruntu wadliwym. Reprezentacyjnym przykładem tego typu opinii może być stwierdzenie głównego ekonomisty SKOK-ów Janusza Szewczaka, który zgodził się, że OFE zasługują na jak najszybszą likwidację:

*OFE to największy przekręt III RP polegający na cichej prywatyzacji sektora ubezpieczeń emerytalnych, prywatyzacji, która spowodowała pogłębienie się procesu zadłużania państwa, przyniosła ogromne zyski zagranicznym podmiotom finansowym i nie zagwarantowała przyzwoitych emerytur.*

Podobną opinię wyraża prof. Leokadia Oręziak:

*Polski system OFE jest wzorowany na tym obowiązującym w Chile. A przecież tam po 30 latach funkcjonowania funduszy okazało się, że nie zapewniły one większości swoich członków żadnej emerytury. W efekcie tego państwo musi im wypłacać z budżetu zasiłki, aby mogli utrzymać się przy życiu po zakończeniu aktywności zawodowej. I dlatego przymusowe prywatne fundusze emerytalne w Polsce powinny być całkowicie zlikwidowane<sup>9</sup>.*

Treść tego typu zarzutów można podsumować następująco: sektor prywatny nie jest w stanie dostarczyć nam satysfakcjonujących emerytur, jego inwestycje są zbyt ryzykowne, za wysoko opłacane, a korzyść dla przyszłych emerytów wątpliwa. Ostatecznym gwarantem emerytur i tak jest państwo, nie ma więc sensu, aby sektor prywatny uczestniczył w jakikolwiek sposób w publicznym systemie emerytalnym, może on co najwyżej pełnić rolę uzupełniającą w formie ubezpieczeń dobrowolnych. Ponieważ krytyka ta wpisuje się w ogólny typ antykapitalistycznej retoryki, w myśl której działalność sektora prywatnego jest z góry podejrzana, a słowo „prywatyzacja” jest negatywnie nacechowane. Przeciwwstawienie nieideologicznych argumentów wymaga więc przypomnienia fundamentalnych zasad gospodarki rynkowej, na co nie ma tu miejsca.

Warto jednak wskazać, że prywatnymi instytucjami są m.in. banki i SKOK-i, które zarządzają znacznie większymi oszczędnościami niż te ulokowane w otwartych funduszach emerytalnych, a ich likwidacji krytycy OFE nie proponują. Podobnie sektor prywatny jest wyłącznym dostawcą zdecydowanej większości innych dóbr i usług, w tym tych kluczowych dla życia, takich jak m.in. żywność, woda czy energia, a mimo to nikt nie postuluje ich nacjonalizacji, ufając, że będzie on z tego zadania wywiązywać się lepiej niż państwo. Po trzecie warto wskazać, że w wielu innych rozwiniętych krajach znacząca część emerytur pochodzi z zarządzanych prywatnie funduszy emerytalnych, które, choć zorganizowane z przyczyn historycznych inaczej niż system polski, pełnią w nich de facto analogiczną rolę systemową. Po czwarte zestawianie korekt wprowadzanych w systemie chilijskim z systemem polskim, który od początku brał pod uwagę ochronę osób nieskładających regularnie przed ryzykiem ubóstwa na starość, jest nadużyciem.

<sup>9</sup>OFE do likwidacji?, „Dziennik Gazeta Prawna”, 6 marca 2013.



## Mit VII

# OFE powinny być dobrowolne

Obok ideologicznych przeciwników OFE, krytykujących obecność prywatnych instytucji w publicznym systemie emerytalnym, można spotkać się także z poglądem pokrewnym, który choć nie dopatruje się problemu w prywatnym charakterze funduszy, to krytykuje obowiązkowość członkostwa w nich. Przedstawiciele tego poglądu można spotkać po pierwsze wśród części liberałów, którzy widzą w OFE ucieleśnienie nadmiernego paternalizmu państwa i jego skłonności do ręcznego sterowania decyzjami inwestycyjnymi obywateli. Po drugie opinię tę głoszą także zwolennicy poglądów lewicowych, którzy uważają, że państwo nie powinno zmuszać mniej zasobnych obywateli do uczestniczenia w ryzykownych inwestycjach kapitałowych, które powinny być domeną osób relatywnie zamożniejszych, o większej świadomości ryzyka finansowego lub zdolności do jego absorpcji. Przykładowo dr Andrzej Sadowski z Centrum im. Adama Smitha podkreśla, że nie jest przeciwnikiem OFE, tylko nie zgadza się na monopol, który politycy przyznali funduszom emerytalnym. Jego zdaniem skoro obywatele wybierają prezydenta czy skład Sejmu, to niezrozumiałe jest, dlaczego nie mają mieć prawa do wyboru instytucji, której powierzą swoje pieniądze. Z kolei dr Ryszard Bugaj opowiada się:

*za daniem Polakom możliwości indywidualnego wyboru, czy chcą odprowadzać część swojej składki do OFE (w ramach obowiązkowego ubezpieczenia społecznego).*

Chciałby przy tym uzupełnić ten system:

*o określenie minimalnej składki do ZUS, bo to z I filaru powinny być gwarantowane minimalne świadczenia. Osoby o niższych dochodach miałyby więc niewielkie możliwości „oszczędzania” w OFE. Pozostałe mogłyby podjąć grę, mając świadomość szans (dobra sytuacja na rynkach finansowych pozwalałaby na wyższe świadczenia) i ryzyka (równie dobrze świadczenie może okazać się groszowe).*

Ten typ argumentacji jest niejako odwróceniem poglądów antykapitalistycznych. Zaufanie do zasady indywidualnego wyboru skłania jego zwolenników do przekonywania, że państwo nie powinno narzucać obywatelom obowiązkowego uczestnictwa w OFE. Obowiązkowy powinien być I filar, podczas gdy II filar powinien być dobrowolny. Kłopotem tego typu argumentacji jest problem przejścia od systemu zdefiniowanego świadczenia do systemu zdefiniowanej składki. Zachowanie całej 19% składki emerytalnej w obowiązkowym pierwszym filarze byłoby najłatwiejsze fiskalnie, jednak wobec niskiej ogólnej skłonności Polaków do oszczędzania stwarzałoby zapewne niewielką przestrzeń do budowy przekonania o wartości długoterminowego oszczędzenia z myślą o emeryturze.

Porażki różnych inicjatyw mających składać się na tzw. trzeci filar dowodzą, że budowa tej świadomości nie jest zadaniem łatwym, a skala dobrowolnych oszczędności emerytalnych będzie rosła stopniowo. Zapomina się przy tym, że system powszechny i obowiązkowy jest systemem tańszym. Toczące się dyskusje wokół opłat za zarządzanie i opłat od składek w OFE nie byłyby możliwe gdyby fundusze nie były częścią systemu powszechnego. W istocie rzeczy koszt zarządzania pewnym i dużym strumieniem składek jest zupełnie inny niż koszt zarządzania strumieniem mniejszym i zmiennym. Dlatego obowiązkowość OFE ma dużą zaletę systemową, o której zwolennicy dobrowolności zdają się zapominać. Warto podkreślić, że słaby rozwój polskiego rynku finansowego sprawia, że pobierane opłaty za zarządzanie aktywami są znacznie wyższe niż te, z jakimi mamy do czynienia na rynkach rozwiniętych. Za wadę reformy emerytalnej sensu largo (a więc także rozwiązań tzw. trzeciofilarowych) należy więc uznać nie tyle obowiązkowość OFE, ile

raczej nieumiejscowienie ich w szerszym systemie promującym skutecznie prywatne oszczędzanie z myślą o emeryturze.

Za gołosłowne należy zatem uznać twierdzenie m.in. prof. Witolda Orłowskiego, zgodnie z którym:

*Same towarzystwa emerytalne niczego nie załatwią. Czy to będzie procent dla OFE, czy te pieniądze będą inwestowane, czy będą indeksowane w ZUS, nie ma tutaj wielkiej różnicy. Mówienie rzeczy w stylu: jak będzie więcej OFE, to zainwestujemy i oszczędzimy o wiele więcej, to robienie ludziom wody z mózgu.*

Wpływ OFE na zagregowaną stopę krajowych oszczędności nie został bowiem jeszcze zweryfikowany. Nie wiemy także jakie znaczenie dla tejże stopy mają inne oszczędności emerytalne, a jakie deficyt odnotowywany w powszechnym systemie emerytalnym niezależnie od obecności, bądź nieobecności w nim OFE.

## Mit VIII

# Skoro OFE są przymusowe, nie są to nasze pieniądze

Dziwne, że w tak jednoznacznej sprawie jak status własnościowy panuje tak daleko idąca rozbieżność opinii. Warto więc odnieść się do tej kwestii, gdyż wielu polityków i publicystów wciąż zdaje się podzielać opinię Jolanty Fedak, że:

*W OFE gromadzone są pieniądze publiczne, a nie prywatne, odkładane na prywatne emerytury, jak mówią niektórzy eksperci.*

Zwolennicy poglądu byłej pani minister często powołują się na orzeczenie Sądu Najwyższego<sup>10</sup>, zgodnie z którym:

*Środki te, na podstawie przepisów ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, znajdują się w ograniczonej dyspozycji ich członków, co może świadczyć o ich częściowo prywatnym charakterze. Jednakże z uwagi na to, iż powstają one z podziału funduszy o charakterze publicznoprawnym, to jest z podziału składki na ubezpieczenia społeczne (art. 22 ust. 3 ustawy systemowej), stanowią formę realizacji zadań w zakresie zabezpieczenia społecznego wynikających z art. 67 ust. 1 Konstytucji RP (...). System emerytalny ma charakter powszechny i jego celem jest urzeczywistnienie zawartego w art. 67 ust. 1 Konstytucji prawa każdego obywatela do zabezpieczenia społecznego na wypadek osiągnięcia wieku emerytalnego. Nie został on skonstruowany przez ustawodawcę dla indywidualnych ubezpieczonych (...). System emerytalny oparty na zasadach ubezpieczeniowych charakteryzuje się przymusem ubezpieczenia społecznego związanym ściśle z obowiązkiem odprowadzania składek, a powstający z mocy przepisów ustawy systemowej stosunek ubezpieczenia społecznego ma charakter publicznoprawny. Inaczej rzecz ujmując, środki na ubezpieczenie społeczne, w szczególności emerytalne, są i będą przeznaczone na wypłatę świadczeń dla innych podmiotów aniżeli ich płatnik i w tym znaczeniu są środkami publicznoprawnymi (...). Składki na ubezpieczenia emerytalne nie są prywatną własnością członka funduszu (...). Składka emerytalna, z uwagi na jej przeznaczenie na tworzenie funduszu emerytalnego, posiada publicznoprawny ubezpieczeniowy charakter, który zachowuje nadal po przekazaniu przez Zakład jej części do funduszu.*

Czy przytoczony fragment przesądza sprawę? Czy można na jego podstawie powiedzieć, kto jest właścicielem środków gromadzonych w OFE?

Nim odpowiemy na to pytanie, warto przywołać kontekst wyroku. Sprawa dotyczyła mieszkańca Warszawy, który nie chciał zapisać się do OFE, argumentując, że skoro są to jego prywatne środki, to może z nimi zrobić, co zechce. Nic dziwnego, że sąd nie podzielił tego poglądu i uznał przymus ubezpieczenia emerytalnego za legalny. Nie przesądzono jednak w żadnym razie tego, czyje są środki zgromadzone w OFE oraz czy państwo może robić z nimi, co zechce (w tym zmieniać dowolnie składkę na II filar).

Pierwszą kwestię stosunkowo łatwo jest rozstrzygnąć przez analogię. Konstrukcja OFE jest bowiem bardzo podobna do zwykłych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Oszczędzając w TFI, nie jesteśmy właścicielami akcji, które są w posiadaniu funduszu inwestycyjnego. Jedyne, co nam

<sup>10</sup>Akt II UK 12/08 z 4 czerwca 2008 r.

przysługuje, to jednostka uczestnictwa, która uprawnia do odpowiedniej części majątku funduszu. W myśl tego porównania właścicielami środków zgromadzonych w OFE są same OFE, a uczestnikom systemu przysługują jednostki obrachunkowe. Podobnie jak jednostki uczestnictwa zwykłych TFI jednostki OFE nie są papierami wartościowymi i nie mogą być przedmiotem obrotu. Powyższy pogląd o statusie własnościowym środków w OFE jest podzielany przez znakomitą większość prawników.

Druga analogia, która może rzucić światło na problem praw własności środków OFE, dotyczy spółki akcyjnej. Akcjonariusze posiadają wprawdzie akcje, będące papierami wartościowymi, ale nie daje im to prawa do swobodnego dysponowania aktywami spółki, która jest zupełnie odmiennym bytem prawnym. Prawo do decydowania o majątku firmy ma (poza szczególnymi przypadkami) tylko jej zarząd. Nie zmienia to jednak faktu, że to akcjonariusze są w sensie ekonomicznym właścicielami – spółka należy do nich, mimo że większość uprawnień właścicielskich została delegowana na zarząd. Państwo nie może w zgodzie z konstytucją bez odszkodowania wywłaszczyć akcjonariuszy, tak samo jak nie może pozbawić własności inwestorów w TFI oraz ubezpieczonych w OFE.

Z drugiej strony z dotychczasowego orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego wynika wyraźnie, że prawo do zabezpieczenia społecznego posiada charakter prawa osobistego, czyli inaczej mówiąc – politycznego. Możliwa jest tu zatem daleko idąca swoboda regulacji i ustalania poziomu świadczeń. Część składki trafiająca do ZUS-u nie stanowi więc żadnego realnego substratu prawa i nie podlega tym samym żadnym dodatkowym zabezpieczeniom, gwarancjom i ochronie – poza ogólnym zobowiązaniem do realizacji prawa do zabezpieczenia społecznego (emerytalnego). Ta część składki nie jest chroniona stosunkiem zobowiązaniowym, a zatem jest chroniona słabiej i taka była od zawsze idea istnienia systemu repartycyjnego.

Tak więc wprowadzenie do systemu zabezpieczenia emerytalnego OFE, a przede wszystkim skierowanie części składki emerytalnej do OFE, wprowadziło istotną modyfikację. Od tego momentu nie można bowiem już utrzymywać, że ta część składki rodzi także tylko zobowiązania polityczne i prawa osobiste. Ten poziom roszczeń uzupełniony został bowiem dodatkowo prawami majątkowymi, które są już inaczej chronione na poziomie konstytucyjnym (art. 64, ust. 1), gdzie mowa o ochronie własności i praw majątkowych. Składka bowiem w chwili trafenia do OFE przekształca się ze stosunku realnego (własność) w zobowiązaniowy, wyrażający się prawem do jednostki uczestnictwa w funduszu, a w przyszłości – prawem do emerytury wyliczonej według zasad obowiązujących w systemie OFE. Można w związku z tym powiedzieć, że składka do OFE jest chroniona podwójnie: z jednej strony jako substrat prawa własności OFE, który może być wywłaszczony (za odszkodowaniem) jako własność oraz dodatkowo siłą stosunku zobowiązaniowego pomiędzy OFE a uczestnikiem. Nasza konstytucja nie zna instytucji wywłaszczenia zobowiązania, a prawa majątkowe (zobowiązanie jest takim prawem) chronione są tak jak własność co do zasady, a więc paradoksalnie silniej, bo nie mogą podlegać wywłaszczeniu.

## Mit IX

# OFE destabilizują finanse publiczne

Krytyka zasadności istnienia filaru kapitałowego z perspektywy makroekonomicznej jest szczególnie widoczna wśród przedstawicieli kręgów rządowych, dążących do zminimalizowania wysokości składki przekazywanej do OFE. Przedstawicielami tej linii są przede wszystkim wicepremier i minister finansów Jacek Rostowski oraz członek Rady Gospodarczej przy Premierze RP Bogusław Grabowski. Minister Rostowski twierdzi na przykład, że:

*System OFE spowodował połowę wzrostu długu od czasu wprowadzenia reformy.*

Posługuje się przy tym metaforą „beczki z pożyczoną wodą”:

*Różnica wynikająca z istnienia OFE jest tylko taka, że pomiędzy źródłem (składkownicze) a systemem nawadniania (emeryci) będziemy mieli dodatkowo napełnioną na 75-95 proc. PKB beczkę z pożyczoną wodą (dług), którą będziemy musieli kiedyś oddać, a w międzyczasie będziemy musieli ten dług kosztownie obsługiwać!*

Podobną argumentację można spotkać u Bogusława Grabowskiego, który twierdzi, że:

*Po 10 latach reformy okazało się, że te nasze prywatne oszczędności, które kierujemy do OFE, są więcej niż w stu procentach równoważone przyrostem naszego długu, jako podatników, który w naszym imieniu zaciąga budżet państwa. W związku z powyższym to, co jest w OFE, w niczym nie zabezpiecza naszej stabilności emerytur na przyszłość, za to generuje ogromne ryzyko, które się ujawniło tak począwszy od kwietnia, maja poprzedniego roku, ryzyko w zakresie dalszego rolowania długu, kosztu obsługi zadłużenia. Dlatego żeby to ryzyko zmniejszyć trzeba zmniejszyć składkę*

Sednem tego rozumowania jest utożsamianie przez obu dyskutantów długu jawnego (zsekurytyzowanego, tj. mającego postać wyemitowanych obligacji lub bonów skarbowych) z całym długiem publicznym, przy jednoczesnym wyłączeniu długu ukrytego/niejawnego z tego rachunku. Innymi słowy, suma zapisów na indywidualnych kontach emerytalnych w ZUS-ie (przekraczająca dziś 2,2 bln złotych, a więc prawie 150% PKB) nie jest w argumentacji ministra Rostowskiego i dr. Grabowskiego długiem publicznym, podczas gdy suma obligacji i bonów skarbowych znajdująca się w portfelach OFE (ok. 150 mld złotych, tj. 10% PKB Polski) takim długiem jest. Co więcej, zdają się oni zakładać, że gdyby w ramach reformy emerytalnej nie przewidziano istnienia OFE, ograniczając się jedynie do zamiany systemu zdefiniowanego świadczenia na system zdefiniowanej składki, to dług znajdujący się w posiadaniu OFE nie powstałby, a zadłużenie polskiego państwa byłoby o 10% PKB niższe.

Przyjmowanie tego typu pozycji przez przedstawicieli administracji publicznej wydaje się w pełni zrozumiałe, zważywszy na to, że zarówno na gruncie polskiej ustawy o finansach publicznych, jak i zasad statystycznych stosowanych przez Eurostat, dług publiczny nie obejmuje zobowiązań emerytalnych sensu stricto. Z perspektywy ministra finansów zwiększenie zapisów na kontach w ZUS-ie o 10% PKB i adekwatne zmniejszenie o tę samą kwotę sumy wyemitowanych obligacji i papierów skarbowych jest operacją krótkookresowo bardzo korzystną. Pozwala bowiem księgowo zredukować dług publiczny (w rozumieniu ustawy) o 10% PKB. Ceną tej operacji jest co prawda adekwatny wzrost zapisów na kontach w ZUS-ie, te jednak nie są objęte ani polskimi ani europejskimi regułami fiskalnymi, a więc są znacznie mniej dotkliwe dla ministra finansów.

By wzmocnić swoją argumentację, w oficjalnych dokumentach rząd twierdził, że polskie państwo musi trwale zaciągać pożyczki, by pokryć ubytek składki emerytalnej przekazywanej do OFE.

Zdaniem Ministerstwa Finansów skumulowany dług wynikający z istnienia OFE mógłby osiągnąć w 2060 r. 94% PKB. W ten sposób Ministerstwo Finansów sugeruje, że brak OFE spowodowałby, że całkowite zobowiązania państwa byłyby w roku 2060 o niemal 100% PKB niższe. Nic bardziej błędnego.

Rząd stoi zawsze przed wyborem, czy emitować dług (by pokryć dany wydatek), czy sprzedać posiadane aktywa (prywatyzacja), czy zmniejszyć inne wydatki (konsolidacja fiskalna), czy też może zwiększyć bieżące podatki. Polityka fiskalna jest bowiem polityką dyskrecyjną, a więc skala długu zaciąganego w postaci obligacji i bonów skarbowych jest pochodną decyzji państwa o wydatkach i dochodach publicznych dokładnie w takim samym stopniu, jak pochodną wyboru publicznego (ustaw emerytalnych) jest skala publicznych zobowiązań emerytalnych, niezależnie od tego, czy ich zabezpieczeniem będą obligacje skarbowe czy nie. Jeśli decyzją rządu byłoby utrzymanie np. zrównoważonych finansów publicznych i niezaciąganie długu to przekazanie składki do OFE powinno być równoważone np. adekwatnymi przychodami z prywatyzacji (i tak się w istocie rzeczy dzieje) albo wyższymi podatkami lub zmniejszeniem innych wydatków publicznych.

Dotychczasowe polskie rządy jednak tak nie postępowały utrzymując budżet nie zrównoważony. Przyczyną niezrównoważenia nie było jednak istnienie lub nieistnienie OFE, lecz świadomy wybór wydatkowania z kasy państwowej więcej, niż wynosiły bieżące dochody podatkowe. Przychody z prywatyzacji wystarczały do sfinansowania składki przekazanej do OFE, nie były jednak wystarczające do pokrycia całkowitego deficytu sektora finansów publicznych. Warto zauważyć, że fenomen ten nie jest specyfiką Polski. Zadłużenie publiczne większości państw rozwiniętych sięga 70-120% ich PKB, mimo że w żadnym z nich nie funkcjonują otwarte fundusze emerytalne według polskiego wzoru. Jednocześnie państwa te mają, jak się szacuje, ukryte zobowiązania emerytalne w skali 200-400% PKB. Brak funduszy emerytalnych nie zapobiegł więc narastaniu całkowitego zadłużenia publicznego – zarówno tego jawnego, jak i ukrytego – krajów OECD.

W tym kontekście dziwi argumentacja ministra Rostowskiego i dr Grabowskiego, zgodnie z którą ewentualna konsolidacja obligacji znajdujących się w portfelach OFE zmniejszyłaby całkowity dług publiczny Polski (dziś o 10% PKB, a docelowo o blisko 100% PKB). Po pierwsze, zdają się oni celowo pomijać to, że o tę kwotę wzrosłyby zapisy na indywidualnych kontach w ZUS-ie reprezentujące zobowiązania polskiego państwa wobec przyszłych emerytów. Po drugie za niczym nieuzasadnione należy uznać przekonanie, że skokowy spadek zsekurytyzowanego długu publicznego o 10% PKB nie skłoni polityków do wyemitowania obligacji co najmniej w wysokości 10% PKB na inne cele, – operacja ta byłaby bowiem uprawniona w świetle ustawy o finansach publicznych i Konstytucji RP, a co za tym idzie politycznie atrakcyjna.

Ignorowanie tych faktów, traktowanie zapisów na indywidualnych kontach w ZUS-ie jako niewymagalnych i na dodatek nieoprocentowanych zobowiązań publicznych (a więc jako „niedługu”), jest wśród krytyków istnienia OFE powszechne. Wskazuje to na skuteczność retoryki ministra finansów w przedstawianiu obligacji znajdujących się w portfelach OFE jako realnego długu publicznego, a zapisów na kontach w ZUS-ie jako długu nierzeczywistego, nierodzącego przyszłych zobowiązań podatkowych. Przykładowo prof. Leokadia Oręziak twierdzi, że

*Ciężar wykupu zarówno obligacji znajdujących się w portfelach OFE, jak i pozostałych wynikających z istnienia II filaru spada na całe społeczeństwo. Teraz więc mamy dodatkowy dług publiczny, a w przyszłości wszyscy Polacy, w tym członkowie funduszy, będą musieli zapłacić wyższe podatki, by wykupić te obligacje. W efekcie tego dług mający związek z OFE wzrośnie w 2013 r. o dalsze 30 mld i znacznie przekroczy 300 mld zł.*

Wydaje się, że racjonalna polemika z tymi przekonaniem jest trudna, dopóki pokusa uzyskania dodatkowego oddechu fiskalnego i zaciągnięcia nowego długu w skali przynajmniej 10% PKB jest

duża. Przyznaje to otwarcie Bogusław Grabowski, który w TVN CNBC, polemizując z Januszem Jankowiakiem, zgodził się, że:

*przesunięcie składek to de facto zamiana długu krótkoterminowego na długoterminowy. Ale przyznał też, że dług skarbu państwa zbliża się do granicy, dlatego w tej chwili jedyną alternatywą byłoby podniesienie podatków, a co za tym idzie – zwiększenie bezrobocia. Dlatego uważam, że pomysł przesunięcia składek z OFE do ZUS jest dobry.*

Dr Grabowski podobnej argumentacji użył w Radiu Zet:

*I wracamy teraz do problemu OFE, to jest właśnie wybór społeczny i polityczny, czy mamy teraz, w tym okresie, to pokolenie bardziej oszczędzać via finanse publiczne, po to żeby nie obciążać przyszłymi naszymi emeryturami bardziej następne pokolenie, tak jak mówi Janusz (...), czy mamy teraz te nasze oszczędności przeznaczyć na to, żeby więcej modernizować, korzystając ze środków unijnych, po to żeby w przyszłości był większy wzrost gospodarczy i żeby z tej infrastruktury również korzystały te pokolenia.*

Wypowiedzi te pokazują, że politycy nie traktują istnienia II filaru jako szansy na rzeczywistą poprawę stanu finansów państwa poprzez zmianę skali i struktury jego wydatków i dochodów, lecz jako obciążenie zmuszające ich do podejmowania decyzji, których nie chcą podejmować. Wolą raczej przesunąć swoje bieżące kłopoty na przyszłych podatników, zwiększając zapisy na kontach w ZUS, a jednocześnie emitując obligacje i bony skarbowe do granic dopuszczalnych prawnie i akceptowalnych przez wierzycieli. Twierdzą przy tym, że dług ten przeznaczony jest na cele rozwojowe. W wyniku tych działań zadłużenie państwa rośnie, a jego oszczędności maleją – co jednak umyka opinii publicznej. Ujawnianie niespójności tej argumentacji wydaje się jedynym narzędziem pokazującym, że to nie OFE, lecz politycy odpowiedzialni są za skalę zobowiązań publicznych polskiego państwa.

## Mit X

# OFE nie zwiększają oszczędności ani wzrostu gospodarczego

Zwolennicy kapitałowego systemu emerytalnego wskazują zwykle na dwie główne korzyści z niego płynące: rozwój rynków kapitałowych oraz wzrost zagregowanych oszczędności. Oba te przekonania kwestionowane są przez przeciwników tego rozwiązania. Wskazują oni, że rozwój rynków akcji i obligacji zależy od wielu innych czynników instytucjonalnych i rynkowych, wśród których istnienie bądź nieistnienie dużych funduszy emerytalnych jest tylko jednym z pomniejszych. Powołują się także (bezpośrednio lub pośrednio) na tzw. ekwiwalencję Ricardo-Barro, zgodnie z którą dług publiczny jest równoważny przyszłym podatkom, a niewynikające z bodźców mikroekonomicznych zmiany w stopie oszczędności powinny być w całości równoważone adekwatnym wzrostem zadłużenia i vice versa. Trzeci kontrargument mówi o rzekomej niezależności krajowych inwestycji od krajowych oszczędności. Nawet, gdyby doszło do zwiększenia tych drugich, te pierwsze nie zmieniają się, gdyż ewentualna nadwyżka oszczędności nad inwestycjami zostanie po prostu wyeksportowana za granicę. Polska gospodarka nie odniesie więc z ewentualnych dodatkowych oszczędności żadnych korzyści. Rozpatrzmy te trzy zarzuty po kolei.

Odpowiadając na pierwszy z nich, można powiedzieć, że choć rzeczywiście OFE nie są warunkiem koniecznym do ukształtowania rozwiniętego rynku kapitałowego w Warszawie, to jednak są czynnikiem sprzyjającym jego rozwojowi. Jeśli więc państwo u zarania transformacji rynkowej zdecydowało się na budowę w Polsce silnej giełdy papierów wartościowych, to powinno wspierać jej rozwój dalej za pomocą wszystkich rozsądnych instrumentów prawnych i instytucjonalnych. Powołanie OFE było jednym z takich wyborów, a ich ewentualna likwidacja stanowiłaby niewątpliwie, poważne zagrożenie dla siły ekonomicznej GPW. Giełda bowiem bardzo potrzebuje długoterminowych inwestorów, którzy aktywnie uczestniczą w zarządzaniu spółkami i kupują akcje także w czasie bessy, stabilizując ceny. Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że z tej ostatniej roli w niewielkim stopniu wywiązują się zwykle fundusze inwestycyjne, które pod presją swoich klientów w czasie kryzysu finansowego musiały masowo wyprzedawać posiadane aktywa. Jednocześnie nieuczciwością jest zarzucanie OFE, że długoterminowy styl inwestowania przyczynia się do zmniejszenia płynności na giełdzie. Ich obecność bowiem, przez zmniejszenie zmienności, zachęca innych inwestorów do naszego rynku. Ponadto, jak zauważył prezes GPW Adam Maciejewski

*Płynność obrotu można zwiększyć dzięki odblokowaniu potencjału drzemiącego w portfelach OFE. Wystarczy, by OFE miały możliwość pożyczania papierów, które mają w portfelach np. pod krótką sprzedaż, realizowaną także w ramach strategii arbitrażowych, do zabezpieczenia płynności rozliczeń czy do wykonania instrumentów pochodnych rozliczanych przez dostawę.*

Drugi kontrargument, czyli przekonanie o neutralności obowiązkowych oszczędności emerytalnych dla stopy oszczędności w skali zagregowanej wydaje się zaledwie skupiać na przepływach makroekonomicznych, tj. emisji przez państwo długu rzekomo po to, by pokryć zobowiązania ZUS-u powstałe w wyniku przekazania składki do OFE. Jak pokazaliśmy w micie IX, skala emisji długu przez państwo jest pochodną jego wyboru fiskalnego, a nie istnienia bądź nie obowiązkowych składek do funduszy emerytalnych. Gdyby było inaczej to państwa, które takich funduszy nie mają, cieszyłyby się systematycznie niższym długiem publicznym, co nie ma jednak miejsca. Nie można więc uważać, że oszczędności w funduszach zostały zrównoważone długiem państwa w sposób



automatyczny – to, czy polskie państwo taki dług emituje czy nie, a więc w jakim stopniu będzie sprzyjać wzrostowi oszczędności w skali makro, zależy wyłącznie od polityków i wyboru publicznego dokonywanego w obszarze polityki fiskalnej. Jednocześnie za nieprawdopodobną należy uznać tezę, że wprowadzenie systemu kapitałowego spowodowało adekwatne obniżenie prywatnych oszczędności.

Po pierwsze członkami funduszy są także te osoby, które osiągają niskie dochody z pracy, a więc te, których stopy oszczędności netto są zerowe, lub wręcz ujemne. To samo można powiedzieć o ludziach młodych lub finansowo krótkowzrocznych. W ich wypadku obowiązkowe oszczędności w ramach OFE nie mogły wyprzeć adekwatnych oszczędności prywatnych – tych bowiem po prostu nie było. Także w odniesieniu do gospodarstw zamożniejszych ten scenariusz wydaje się nieprawdopodobny, gdyż sama skala składki emerytalnej nie zmieniła się. Zmianie uległy tylko jej alokacja oraz obietnica państwa co do przyszłych dochodów danej osoby z tytułu jej emerytury. Po drugie zamożniejsze i zapobiegliwe gospodarstwa domowe nie zaobserwowały w wyniku reformy zmiany w oczekiwanym strumieniu dochodów w cyklu życia, nie miały więc powodów do ograniczania własnych dobrowolnych oszczędności ze względu na wzrost skali oszczędności obowiązkowych. Per saldo zagregowane oszczędności prywatne powinny więc w wyniku reformy wzrosnąć.

Gdyby zostało to wsparte przez odpowiedzialną politykę fiskalną, pojawiłaby się szansa na znaczący wzrost oszczędności w skali makroekonomicznej, spadek kosztów finansowania inwestycji i przyspieszenie akumulacji kapitału, a co za tym idzie wzrostu gospodarczego. Nie ma racji Bogusław Grabowski, który twierdzi, że oszczędności prywatne w OFE nie są w rozumieniu makroekonomicznym oszczędnościami, a:

*W dniu rozpoczęcia reformy nikt niczego nie zaczął oszczędzać. Ile płacił do tej pory, tyle płaci dalej.*

Oszczędności w OFE są w rozumieniu ekonomicznym oszczędnościami, nawet jeśli jednocześnie skarb państwa emituje dług, który OFE obejmują. Emisja długu publicznego i to, kto ten dług obejmuje, jest bowiem makroekonomicznie oderwana od oszczędzania w OFE. Gdyby państwo zdecydowało się pokryć deficyt w ZUS-ie np. poprzez zmniejszenie innych wydatków publicznych lub rozszerzenie bazy podatkowej albo wzrost podatków, to jego negatywne oddziaływanie na skalę oszczędności w gospodarce uległoby zmniejszeniu, niezależnie od tego, w czyich rękach znajdowałyby się wyemitowane przez nie obligacje.

Trzeci kontrargument, mówiący o braku związku krajowych oszczędności z inwestycjami, opiera się na założeniu doskonałej elastyczności przepływów kapitału. To założenie jednak nie jest prawdziwe – kapitał przepływa między krajami, ale wciąż najwięcej inwestycji jest tam, gdzie jest najwięcej oszczędności. Dodatkowe oszczędności w części trafiają więc za granicę, jednak sporo zostaje w kraju. Ani jedno, ani drugie nie jest jednak powodem do zmartwień.

Z punktu widzenia interesów przyszłych emerytów racjonalne jest dywersyfikowanie portfela z uwzględnieniem innych rynków niż krajowy. Z drugiej strony dobra znajomość realiów krajowych usprawiedliwia skupienie dużej części uwagi zarządzających właśnie na spółkach notowanych na GPW bez uszczerbku dla stóp zwrotu. Z kolei ubocznym efektem większego niż proporcjonalny udział krajowego rynku w portfelach OFE jest dodatni wpływ na krajowe inwestycje.