

Jakub Borowski, Piotr Ciżkowicz,
Andrzej Rzońca, Wiktor Wojciechowski

Kapitałowy filar emerytalny a wzrost gospodarki



F I L I N A N S E



Kapitałowy
filar emerytalny
a wzrost
gospodarki

F I N A N S E

Jakub Borowski, Piotr Ciżkowicz,
Andrzej Rzońca, Wiktor Wojciechowski

Kapitałowy filar emerytalny a wzrost gospodarki



Wydawnictwo C.H. Beck
Warszawa 2013

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Grażyna Rataj
Recenzent: dr hab. prof. UW Wojciech Otto

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: © aodaodaod/iStockphoto.com

Seria: Finanse

Publikacja dofinansowana przez Konfederację Lewiatan



© Wydawnictwo C.H. Beck 2013

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Studio Graficzne MIMO Michał Moczarski
Druk i oprawa:

ISBN 978-83-255-5380-7



ISBN e-book 978-83-255-5381-4

Spis treści

Wprowadzenie	7
1. Jakie były główne cele tworzenia obowiązkowych kapitałowych systemów emerytalnych w krajach Unii Europejskiej z punktu widzenia dbania o wysokie i stabilne tempo wzrostu PKB? (Jakub Borowski)	11
1.1. Uwagi wstępne	11
1.2. Zmniejszenie ukrytych zobowiązań emerytalnych	14
1.3. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego	23
1.3.1. Ograniczenie zakłóceń na rynku pracy	23
1.3.2. Rozwój rynku kapitałowego	25
1.3.3. Wzrost oszczędności krajowych	26
1.3.4. Oczekiwany wpływ wprowadzenia OFE na wzrost gospodarczy w krajach UE	29
1.4. Podsumowanie	30
2. Wpływ utworzenia kapitałowych filarów emerytalnych na stabilność finansów publicznych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Wiktor Wojciechowski)	32
2.1. Uwagi wstępne	32
2.2. Wpływ utworzenia kapitałowych funduszy emerytalnych na sytuację sektora finansów publicznych	33
2.3. Wpływ wprowadzenia kapitałowych filarów emerytalnych na wycenę ryzyka kredytowego na rynku finansowym i w ocenach agencji ratingowych	43
2.4. Podsumowanie	51
3. Wpływ utworzenia filara kapitałowego w systemie emerytalnym na wzrost gospodarki (Piotr Ciżkowicz, Andrzej Rzońca)	53
3.1. Uwagi wstępne	53
3.2. Główne mechanizmy wpływu obowiązkowego filara kapitałowego na wzrost gospodarki	55
3.2.1. Wpływ obowiązkowego filara kapitałowego na wzrost gospodarki poprzez wzrost stopy oszczędności	55

3.2.2. Wpływ obowiązkowego filara kapitałowego na wzrost gospodarki przez wzmacnianie rozwoju rynku kapitałowego	58
3.3. Wpływ utworzenia obowiązkowego filara kapitałowego na stopę oszczędności	60
3.3.1. Porównanie stopy oszczędności gospodarstw domowych w kapitałowym i repartycyjnym systemie emerytalnym	61
3.3.2. Kapitałowy system emerytalny a zmiany oszczędności poszczególnych sektorów instytucjonalnych	65
3.4. Wpływ utworzenia oraz późniejszego ograniczenia obowiązkowego filara kapitałowego w systemie emerytalnym na wzrost polskiej gospodarki poprzez wpływ na stopę oszczędności	72
3.4.1. Zależność poziomu produktu w długim okresie od stopy oszczędności	72
3.4.2. Zależność tempa wzrostu gospodarki w długim okresie od stopy oszczędności	76
3.5. Podsumowanie	78
Bibliografia	81
Indeks	85

Wprowadzenie

W latach 1998–2008 dziewięć krajów Unii Europejskiej wprowadziło obowiązkowy kapitałowy filar systemu emerytalnego, stanowiący uzupełnienie dotychczas funkcjonującego systemu repartycyjnego. Zmiany te były motywowane zarówno chęcią zwiększenia przyszłych świadczeń emerytalnych, jak i potrzebą zapewnienia szybszego i bardziej stabilnego wzrostu gospodarczego w długim okresie. W następstwie globalnego kryzysu gospodarczego w większości nowych krajów członkowskich UE, w których funkcjonował kapitałowy system emerytalny, podjęto jednak decyzje o zmniejszeniu składek do otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Skłania to do postawienia pytania, czy tworzenie obowiązkowych kapitałowych systemów emerytalnych było właściwą reakcją polityki gospodarczej na kryzys tradycyjnych, repartycyjnych systemów emerytalnych w krajach UE. Próba odpowiedzi na nie jest niniejsza książka. Składa się ona z trzech rozdziałów.

W **rozdziale pierwszym** przedstawiono główne cele tworzenia obowiązkowych kapitałowych systemów emerytalnych w krajach UE z punktu widzenia dbania o wysokie i stabilne tempo wzrostu PKB. Analiza teoretycznych i empirycznych prac poświęconych obowiązkowym kapitałowym systemom emerytalnym wskazuje, że ich wprowadzenie może sprzyjać osiągnięciu wyżej wymienionych celów przez zmniejszenie ukrytych zobowiązań emerytalnych i zwiększenie stabilności finansów publicznych. Utworzenie kapitałowego systemu emerytalnego może również przyspieszyć wzrost gospodarczy dzięki zwiększeniu oszczędności krajowych, ograniczeniu zakłóceń na rynku pracy i pogłębieniu krajowego rynku finansowego. Prace badawcze poświęcone

utworzeniu OFE w krajach UE wskazują, że wymienione korzyści z wprowadzenia filara kapitałowego były – choć z różną wagą – traktowane jako ważny argument na rzecz powstania kapitałowego systemu emerytalnego. O ile jednak wpływ wprowadzenia OFE na ukryte zobowiązania emerytalne był zwykle poddawany analizie ilościowej (przynajmniej w odniesieniu do wielkości przyszłego salda funduszu ubezpieczeń społecznych), o tyle wpływ reformy na długofalowy wzrost gospodarczy był oceniany w sposób jakościowy. Wynikało to w znacznym stopniu z trudności w kwantyfikacji wymienionych kanałów oddziaływania OFE na potencjalny PKB. Mimo tych trudności ilościowa ocena wpływu kapitałowych systemów emerytalnych na wzrost gospodarczy w krajach UE powinna być przedmiotem dalszych badań empirycznych. Próbę takiej analizy podjęto w rozdziale trzecim.

Rozdział drugi jest poświęcony wpływowi utworzenia kapitałowych systemów emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej na stabilność ich finansów publicznych w krótkim okresie. Utworzenie filarów kapitałowych w krajach, które dotychczas miały w pełni repartycyjne systemy emerytalne, powoduje bowiem konieczność znalezienia dodatkowych źródeł finansowania ubytku bieżących składek lub zmniejszenia wysokości bieżących emerytur. Przedstawione w tej części wyniki badań empirycznych wskazują, że kraje, w których wprowadzenie kapitałowych filarów emerytalnych części systemu emerytalnego skutkuje wzrostem deficytu sektora finansów publicznych, a w efekcie także wzrostem potrzeb pożyczkowych rządu i narastaniem jawnego długu publicznego, narażają się na ryzyko utraty wiarygodności kredytowej i wzrostu rentowności skarbowych papierów dłużnych. Pojawia się wówczas presja na ograniczenie lub zawieszenie przekazywania składek do filarów kapitałowych.

Przedstawiona w rozdziale drugim analiza prowadzi do wniosku, że reformom emerytalnym, których skutkiem jest nawet przejściowy wzrost deficytu i jawnego długu publicznego, powinny towarzyszyć dodatkowe zmiany zmniejszające nierównowagę finansów publicznych, np. ograniczające wydatki lub poszerzające bazę podatkową. W ten sposób rządy mogą ograniczać lub całkowicie eliminować negatywny wpływ wprowadzenia kapitałowych filarów emerytalnych – skutkujący wzrostem potrzeb pożyczkowych – na wycenę skarbowych papierów dłużnych.

W **rozdziale trzecim** wykazano, że obowiązkowy filar kapitałowy w systemie emerytalnym wpływa na przyspieszenie wzrostu gospodarczego przez zwiększenie oszczędności krajowych. Ich wzrostu można oczekiwać co

najmniej tak długo, jak długo wpływy do obowiązkowego filara kapitałowego są wyższe od wypłat z tego filara. Istnieje ryzyko, że ewentualny wzrost deficytu w finansach publicznych na skutek przekazywania składek do OFE może ograniczać pozytywny wpływ budowy obowiązkowego filara kapitałowego na krajowe oszczędności. Składki przekazywane do OFE mogą jednak zmusić rządzących do zmniejszenia innych wydatków. Wskazują na to dane o deficycie sektora finansów publicznych w Polsce w latach 1999–2010, który był przeciętnie niemal identyczny jak w latach 1995–1998, a więc przed reformą emerytalną. Innymi słowy, jeśli rządy ustalają poziom wydatków na najwyższym możliwym poziomie, obowiązkowy filar kapitałowy może zwiększyć krajowe oszczędności o wielkość zbliżoną do odprowadzanych do niego składek oraz dochodów z ich inwestowania. W wariancie skrajnym, w którym przekazywanie składek do obowiązkowego filara kapitałowego jest w całości sfinansowane długiem publicznym, wyrost oszczędności krajowych jest również możliwy. Efekt taki może mieć miejsce, gdy reakcją gospodarstw domowych na zwiększone zadłużenie publiczne jest wzrost ich dobrowolnych oszczędności (występuje tzw. ekwiwalencja ricardiańska).

W rozdziale przedstawiono również studium przypadku dotyczące wpływu zarówno wprowadzenia OFE, jak i późniejszego ograniczenia obowiązkowego filara kapitałowego w Polsce na długofalowy wzrost polskiej gospodarki. Analizę przeprowadzono przy założeniu korzystnego wpływu OFE na oszczędności krajowe. Uzyskane wyniki wskazują, że utworzenie obowiązkowego filara kapitałowego i utrzymanie wysokości składek do OFE na pierwotnie ustalonym poziomie podniosłoby poziom produktu w długim okresie w porównaniu do scenariusza pozostania przy repartycyjnym systemie emerytalnym o 3,9–11,2%.

1 Jakie były główne cele tworzenia obowiązkowych kapitałowych systemów emerytalnych w krajach Unii Europejskiej z punktu widzenia dbania o wysokie i stabilne tempo wzrostu PKB?

Jakub Borowski

1.1. Uwagi wstępne

Przełom XX i XXI w. przyniósł głębokie zmiany w systemach emerytalnych w wielu krajach europejskich. Jedną z najczęściej wprowadzanych reform było utworzenie obowiązkowego kapitałowego systemu emerytalnego, którego cechą charakterystyczną był ścisły związek wielkości odprowadzanej składki z wysokością przyszłego świadczenia emerytalnego (tzw. system zdefiniowanej składki). W odróżnieniu od dotychczas powszechnie stosowanego systemu repartycyjnego (*pay-as-you-go*, PAYG), w którym wypłaty emerytur były finansowane z bieżących składek emerytalnych płaconych przez pracowników, w kapitałowym systemie emerytalnym składka płacona przez pracownika jest odprowadzana do wybranego przez niego prywatnego funduszu (otwartego funduszu emerytalnego). Składka ta jest następnie inwestowana zgodnie z profilem inwestycyjnym funduszu i limitami inwestycyjnymi określonymi odrębnymi przepisami (np. wyznaczającymi maksymalny udział inwestycji w akcje lub inwestycji w aktywa zagraniczne), a po przejściu pracownika na emeryturę

jest ona wypłacana z uzbieranego kapitału emerytalnego. Tak skonstruowany system funkcjonował równolegle z systemem repartycyjnym, którego udział w finansowaniu przyszłych emerytur uległ zmniejszeniu.

Ważną inspiracją dla wprowadzenia kapitałowej części systemu emerytalnego w krajach Unii Europejskiej były doświadczenia państw Ameryki Południowej, które jako pierwsze utworzyły filary kapitałowe. Prekursorem zmian było Chile: w 1981 r. wprowadzono tam najdalej idącą reformę polegającą na likwidacji systemu repartycyjnego i wprowadzeniu filara kapitałowego ze składką na poziomie 10% wynagrodzenia. W kolejnych latach system kapitałowy wprowadzono między innymi w Peru (1993), Argentynie (1994), Kolumbii (1994), Urugwaju (1996), Boliwii (1997) i Meksyku (1997).

Tabela 1.1. Kapitałowe filary systemu emerytalnego w krajach Unii Europejskiej

Kraj	Rok wprowadzenia	Początkowa i planowana składka do filara kapitałowego
Węgry	1998	6% w latach 1998–2002; 8% – od 2003 r.
Polska	1999	7,3%
Szwecja	1999	2,5%
Łotwa	2001	2% w latach 2001–2006; 4% w 2007 r., 8% w 2008 r.; planowany wzrost do 9% w 2009 r. i 10% w 2010 r.
Bułgaria	2002	2% w latach 2002–2003; 3% w latach 2004–2005; 4% w 2006–2007; 5% – od 2008 r.
Estonia	2002	4% i 16% dla samozatrudnionych, 6% i 16% dla pracowników najemnych
Litwa	2004	2,5% w 2004 r.; 3,5% w 2005 r.; 4,5% w 2006 r.; 5,5% – od 2007 r.
Słowacja	2005	9%
Rumunia	2008	2% w 2008 r.; wzrost o 0,5 pkt proc. do 6% w 2016 r.

Źródło: [Łaszek, 2011; OECD, 2008].

W krajach UE najwcześniej filar kapitałowy wprowadzono na Węgrzech (1998), a w kolejnych latach reformę taką wdrożono jeszcze w ośmiu krajach (tab. 1.1). Zarówno początkowy poziom składki do funduszy emerytalnych, jak i jej planowane zmiany w kolejnych latach po wprowadzeniu reformy były bardzo zróżnicowane. Ponadto żaden z krajów nie zdecydował się na całkowite zastąpienie systemu PAYG systemem kapitałowym. Było to teoretycznie możliwe,

ale oznaczałoby konieczność zapewnienia finansowania (przez podniesienie podatków, obniżenie wydatków publicznych lub przyrost zadłużenia publicznego) dla bieżących wypłat emerytur, dla których nie byłoby już pokrycia w składkach. Warto również odnotować, że we wszystkich krajach o relatywnie niewielkiej początkowej składce do OFE (Bułgaria, Litwa, Łotwa i Rumunia) zaplanowano jej wzrost.

Tabela 1.2. Filary systemu emerytalnego według Banku Światowego

Filar	Sposób sfinansowania świadczeń emerytalnych
Zerowy	podstawowe świadczenia niepowiązane z wysokością składki, finansowane przez państwo w skali określonej przez jego możliwości finansowe
Pierwszy	obowiązkowy system repartycyjny ze składką powiązaną z zarobkami
Drugi	obowiązkowy kapitałowy system zdefiniowanej składki połączony z niezależnym zarządzaniem kapitałem emerytalnym
Trzeci	dobrowolny system przyjmujący różne formy (np. indywidualne oszczędzanie na emeryturę, finansowanie składki przez pracodawcę, zdefiniowana składka)
Czwarty	nieformalne wsparcie (np. od rodziny), inne formalne programy socjalne (w ramach polityki zdrowotnej lub mieszkaniowej), inne indywidualne aktywa (np. nieruchomości lub odwrócona hipoteka)

Źródło: [Holzmann, Hinz, Dorfman, 2008].

Wprowadzenie kapitałowego filara systemu emerytalnego w krajach UE w latach 1998–2008 przybliżyło system emerytalny w tych krajach do modelu rekomendowanego przez Bank Światowy, który w wielu przypadkach inspirował wprowadzenie OFE i doradzał w trakcie wdrażania reformy (tab. 1.2). Model ten zakłada istnienie pięciu źródeł (filarów) finansujących emeryturę, co w ocenie tego Banku lepiej służy realizacji podstawowych celów stawianych systemom emerytalnym, którymi są ograniczenie ryzyka biedy wśród osób starszych oraz „wygładzanie” konsumpcji w okresie pracy i pobierania emerytury [Holzmann, Hinz, Dorfman, 2008]. Zdaniem Banku Światowego dywersyfikacja źródeł finansowania emerytur zmniejsza prawdopodobieństwo spadku świadczeń emerytalnych na skutek materializacji jednego z trzech czynników ryzyka: ekonomicznego (np. spadku tempa wzrostu gospodarczego oddziałującego w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu funduszu płac i wpływów ze składek), demograficznego (wzrostu relacji liczby osób pobierających świadczenia do liczby osób płacących składki, co może być

skutkiem malejącej dzietności lub zwiększonej emigracji) lub politycznego (np. decyzji o zmniejszeniu tempa waloryzacji emerytur w celu ograniczenia wydatków publicznych).

Prace dotyczące ekonomicznych skutków wprowadzenia kapitałowego filara emerytalnego można podzielić na dwie grupy. Do pierwszej zaliczamy analizy poświęcone wpływowi drugiego filara na wysokość przyszłych emerytur w wybranych krajach [The World Bank, 2004; Urząd Rady Ministrów, 1997; Palmer, 2000]. Do drugiej zaś należą badania poświęcone długookresowym makroekonomicznym skutkom wprowadzenia OFE [Corsetti, Schmidt-Hebbel, 1995; Schmidt-Hebbel, 1998].

Niniejszy tekst wpisuje się w drugi z wymienionych nurtów badawczych, a celem analizy jest odpowiedź na pytanie, jakie były główne cele tworzenia kapitałowych systemów emerytalnych w krajach UE z punktu widzenia dbania o stabilne i wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Analiza przyczyn wprowadzenia kapitałowego filara emerytalnego w tych krajach została przeprowadzona z perspektywy czasu, w którym podejmowano decyzję o utworzeniu tego filara. Innymi słowy, w analizie nie są uwzględnione wieloletnie doświadczenia związane z funkcjonowaniem systemu kapitałowego w krajach unijnych, a także podjęte w ostatnich latach w większości tych krajów decyzje o przejściowym lub trwałym zmniejszeniu składki do kapitałowych funduszy emerytalnych.

Analiza celów tworzenia OFE w krajach UE została podzielona na trzy części. W pierwszej omówiono problem ukrytych zobowiązań emerytalnych i konieczność ich zmniejszenia jako główną przyczynę wprowadzenia II filara emerytalnego. W drugiej części przedstawiono spodziewany korzystny wpływ utworzenia OFE na rozwój rynku finansowego, oszczędności krajowe i wzrost gospodarczy. Główne wnioski z przedstawionych rozważań zawarto w części czwartej.

1.2. Zmniejszenie ukrytych zobowiązań emerytalnych

Jedną z najważniejszych przyczyn tworzenia II filara emerytalnego w krajach Unii Europejskiej było zmniejszenie ukrytych zobowiązań emerytalnych, a więc zdyskontowanego strumienia przyszłych wypłat emerytur. Na wartość tego strumienia mają wpływ głównie: wiek przechodzenia emeryturę, sposób obliczania i waloryzowania przyszłych emerytur oraz spodziewane tendencje demograficzne. Dostępne na początku XXI w. prognozy demograficzne sporządzone

przez Organizację Narodów Zjednoczonych sygnalizowały, że zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w krajach należących do tzw. rynków wschodzących spodziewane tendencje demograficzne będą oddziaływać w kierunku zwiększenia ukrytych zobowiązań systemu emerytalnego (tab. 1.3). Wskazywał na to oczekiwany w latach 2000–2015 wzrost udziału w populacji liczby osób powyżej 65. roku życia. Warto odnotować, że wzrost tego odsetka był najwyższy w rozwiniętych krajach UE (Niemcy, Szwecja, Wielka Brytania i Włochy) oraz niektórych nowych krajach członkowskich Unii (Polska, Węgry, Czechy).

Tabela 1.3. Tendencje demograficzne

Osoby powyżej 65. roku życia (%)				Współczynnik wsparcia: (20–59 lat)/(powyżej 60 lat)			
Kraj	2000	2015	Różnica	2000	2015	Różnica	Kraj
1	2	3	4	5	6	7	8
Argentyna	9,7	10,7	1,0	2,4	1,4	1,0	Szwecja
Rosja	12,5	13,8	1,3	2,9	1,8	1,1	Rosja
Indie	5,0	6,4	1,4	2,6	1,5	1,1	Wielka Brytania
Turcja	5,8	7,2	1,4	2,7	1,5	1,2	Francja
Indonezja	4,8	6,4	1,6	3,8	2,4	1,3	Argentyna
USA	12,3	14,4	2,1	2,9	1,6	1,3	Węgry
Meksyk	4,7	6,8	2,1	2,4	1,1	1,3	Włochy
Brazylia	5,1	7,3	2,2	2,5	1,1	1,3	Niemcy
Słowacja	11,4	13,7	2,3	2,4	1,1	1,3	Japonia
Chiny	6,9	9,3	2,4	3,4	1,8	1,6	Polska
Chile	7,2	9,7	2,5	3,4	1,7	1,7	USA
Francja	16	18,6	2,6	3,3	1,3	2,0	Czechy
Polska	12,1	14,8	2,7	3,7	1,6	2,1	Słowacja
Węgry	14,6	17,4	2,8	6,4	3,3	3,1	Indie
Wielka Brytania	15,8	18,9	3,1	5,2	2,2	3,1	Chile
Włochy	18,1	22,4	4,3	7,1	3,6	3,6	Turcja

1	2	3	4	5	6	7	8
Niemcy	16,4	21,0	4,6	5,6	2,0	3,6	Chiny
Szwecja	17,4	22,3	4,9	7,1	2,9	4,2	Indonezja
Czechy	13,8	18,7	4,9	7,0	2,7	4,3	Brazylia
Japonia	17,2	25,8	8,6	7,6	2,8	4,8	Meksyk

Źródło: [Goliaś, 2004].

Wspomniane spodziewane tendencje demograficzne znalazły odzwierciedlenie w oczekiwanym kształtowaniu się współczynnika wsparcia, a więc relacji liczby osób w wieku produkcyjnym (20–59 lat) do liczby osób w wieku powyżej 60 lat. Im ten współczynnik jest wyższy, tym łatwiej sfinansować wypłaty bieżących emerytów, dla których źródłem są składki płacone przez pracujących. We wszystkich analizowanych krajach oczekiwano znaczącego obniżenia współczynnika wsparcia, przy czym jego największy spadek prognozowano w krajach należących do rynków wschodzących. Mimo tego spadku jego poziom w tych krajach pozostawał wyższy niż w krajach rozwiniętych UE oraz nowych krajach członkowskich, co wskazywało na relatywnie wysoki poziom ukrytych zobowiązań emerytalnych w krajach Unii Europejskiej.

Niekorzystny wpływ oczekiwanych tendencji demograficznych na wielkość ukrytych zobowiązań emerytalnych w krajach UE potwierdzają wyniki badań empirycznych (tab. 1.4). Wskazują one, że na przełomie XX i XXI w. we wszystkich analizowanych krajach unijnych poziom ukrytego długu publicznego brutto, uwzględniającego ukryte zobowiązania emerytalne (bez oczekiwanych wpływów ze składek), przekraczał 100% PKB w wariacie ze stopą dyskontową na poziomie 5% i 200% PKB przy stopie dyskontowej wynoszącej 2%. Tym samym ukryte zobowiązania emerytalne w tych krajach co najmniej kilkakrotnie przekraczały bieżącą relację jawnego długu publicznego do PKB. Istotnym czynnikiem kształtującym wielkość ukrytych zobowiązań emerytalnych był również wyjściowy poziom bieżących wydatków na emerytury w relacji do PKB, stanowiący w znacznym stopniu odzwierciedlenie hojności systemu emerytalnego (korzystnych zasad wyliczania emerytury, np. przez traktowanie okresu, w którym pracownik zarabiał najwięcej, jako tzw. okresu bazowego).

Wysoki poziom ukrytych zobowiązań emerytalnych – i w związku z tym ukrytego długu publicznego w krajach UE – był zjawiskiem niekorzystnym z dwóch powodów.

Tabela 1.4. Bieżący dług publiczny, wydatki na emerytury oraz ukryte zobowiązania systemu emerytalnego¹⁾ w wybranych krajach w latach 1999–2000 (% PKB)

Kraj	Dług publiczny	Bieżące wydatki na emerytury	Ukryty dług publiczny		
			2%	4%	5%
Brazylia	33	9	500	330	275
Słowenia	25	11	429	298	255
Rumunia	18	6	386	256	214
Polska	43	12	379	261	220
Słowacja	31	8	304	210	179
Węgry	59	9	300	203	171
Estonia	7	9	268	189	163
Litwa	28	7	221	155	134
Chile	9	7	77	60	53
Korea Południowa	33	1	57	33	26

¹⁾ Uwzględniono ukryte zobowiązania brutto (bez pomniejszenia o prognozowane przychody ze składek emerytalnych) systemu emerytalnego przy uwzględnieniu wszystkich osób płacących składki.

Źródło: [Holzmann, Palacios, Zviniene, 2004].

Po pierwsze, niepodjęcie z odpowiednim wyprzedzeniem działań zmierzających do zmniejszenia ukrytych zobowiązań publicznych oznaczałoby konieczność wprowadzenia znaczących zmian w dochodach (podwyżki podatków lub składek na ubezpieczenia społeczne w ramach repartycyjnego filara systemu emerytalnego) lub wydatkach (zmniejszenie emerytur, ograniczenie innych transferów, obniżenie wydatków inwestycyjnych lub konsumpcji publicznej) sektora publicznego w przyszłości ze względu na wieloletnie kumulowanie się zobowiązań emerytalnych. Działania te oddziaływałyby w kierunku zwiększenia zmienności produkcji, dochodów, konsumpcji i dobrobytu gospodarstw domowych¹. Zgodnie z argumentacją R.E. Lucasa [1987] w przypadku gospodarstw domowych charakteryzujących się awersją do ryzyka wahania konsumpcji wokół jej długookresowej ścieżki mają negatywny wpływ na ich

¹ Dobrobyt ten może być rozumiany jako użyteczność osiągnięta przez reprezentatywne gospodarstwo domowe z łącznej konsumpcji osób należących do tego gospodarstwa w okresie całego życia. Por. [Romer, 2001].

dobrobyt. Stanowi to istotny argument na rzecz zamiany ukrytych zobowiązań emerytalnych na jawne, co pozwala „wygładzić” ścieżkę długofalowego wzrostu gospodarczego.

Po drugie, wysokie ukryte zobowiązania emerytalne mogą być interpretowane przez uczestników rynku finansowego jako znaczące ryzyko niewypłacalności lub sfinansowania ukrytych zobowiązań poprzez emisję pieniądza przez bank centralny [Hochreiter, Winckler, Brandner, 1998]. Oba działania wpływają na wzrost premii za ryzyko zawartej w stopach procentowych, przy czym w pierwszym przypadku mamy do czynienia ze wzrostem premii za ryzyko niewypłacalności, w drugim zaś – zwiększeniu ulega premia za ryzyko inflacyjne. Oba efekty przyczyniają się do wzrostu realnych stóp procentowych, oddziałującego w kierunku zmniejszenia akumulacji kapitału i obniżenia dynamiki potencjalnego PKB. Wyniki badań empirycznych nie wskazują jednak na istotny wpływ ukrytych zobowiązań sektora publicznego (w tym w szczególności ukrytych zobowiązań emerytalnych) na poziom realnych stóp procentowych. Zgodnie z analizami przeprowadzonymi dla gospodarki amerykańskiej wzrost ukrytych zobowiązań emerytalnych o 1% PKB przyczynia się do wzrostu oprocentowania 10-letnich obligacji rządowych o 0,02 pkt proc. [Wang, Rettenmaier, 2008, s. 208–222²]. Efekt ten jest zatem nieznaczny i znacząco niższy od wpływu zwiększenia bieżącego salda budżetu federalnego lub jawnego długu publicznego (wzrost długoterminowych stóp procentowych o odpowiednio 0,6 i 0,1 pkt proc.). W literaturze przedmiotu niewielką skalę tego efektu tłumaczy się zwykle występowaniem tzw. ekwiwalencji ricardiańskiej, a więc wzrostu oszczędności sektora prywatnego (antycypującego przyszły wzrost obciążeń podatkowych w związku z koniecznością spłaty zaciągniętego długu publicznego) w reakcji na spadek oszczędności sektora publicznego [Barro, 1974, s. 1095–1117; Gale, Orszag, 2003b].

Na wpływ ukrytego długu publicznego na oprocentowanie długoterminowych obligacji skarbowych można również spojrzeć przez pryzmat doświadczeń krajów strefy euro. Badania poświęcone zagadnieniu alienacji rynków finansowych wskazują, że w okresie poprzedzającym ostatni globalny kryzys finansowy inwestorzy nie doszacowywali ryzyka związanego

² W szacunkach wykorzystano prognozowane zdyskontowane zobowiązania netto (oczekiwane wypłaty emerytur minus dochody ze składek) funduszu ubezpieczeń społecznych (*Social Security*) w horyzoncie 75 lat. Szereg czasowy obejmował szacunki ukrytych zobowiązań emerytalnych dla lat 1976–2003.

z inwestycjami w papiery dłużne emitowane przez niektóre kraje strefy euro [Wojciechowski, 2012]. Innymi słowy, możliwość szybkiego wzrostu relacji jawnego długu publicznego do PKB w reakcji na silne spowolnienie wzrostu gospodarczego bądź pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i związanych z tym dużych strat bilansowych ponoszonych przez sektor bankowy (implikujących konieczność dokapitalizowania sektora bankowego przez sektor publiczny) była w niewielkim stopniu brana pod uwagę przez inwestorów przy wycenie instrumentów dłużnych emitowanych przez takie kraje jak Grecja, Hiszpania czy Irlandia. Było to najprawdopodobniej spowodowane przekonaniem inwestorów (potwierdzonym przez późniejsze wydarzenia), że w przypadku niewypłacalności kraju strefy euro pozostałe kraje członkowskie (w szczególności Niemcy) udzielią mu pomocy finansowej [Argyrou, Tsoukalas, 2010]. Niewielkie znaczenie ukrytego długu publicznego – jako potencjalnego czynnika ryzyka inwestycyjnego – można również tłumaczyć tym, że najważniejsze agencje ratingowe pomijały problem ukrytego długu emerytalnego w grupie czynników mających istotny wpływ na poziom przyznawanego przez nie ratingu³. Jeśli zatem inwestorzy nie doszacowywali ryzyka szybkiego wzrostu jawnego długu publicznego w krajach strefy euro, to tym bardziej nie doceniali ryzyka odległej w czasie niewypłacalności bądź monetyzacji długu publicznego na skutek wzrostu ukrytych zobowiązań emerytalnych.

Mimo przytoczonych wyników badań empirycznych i międzynarodowych doświadczeń sugerujących brak istotnego wpływu ukrytego długu publicznego na rynki finansowe można by oczekiwać, że eksperci oraz osoby odpowiedzialne za wdrażanie reform systemu emerytalnego uznawali redukcję ukrytych zobowiązań emerytalnych za główną przyczynę wprowadzanych zmian w systemie emerytalnym. Analiza prac empirycznych nie pozwala na jednoznaczne przyjęcie tego wniosku. Za jego odrzuceniem przemawiają wyniki badań ankietowych przeprowadzonych w trzynastu krajach (w tym czterech nowych krajach członkowskich UE), które wprowadziły reformę emerytalną (zdefiniowaną jako wprowadzenie kapitałowego filara systemu emerytalnego

³ Na podstawie analizy raportów agencji Moody's i Standard & Poor's R. Cantor i F. Packer [1996] wskazują, że głównymi czynnikami wpływającymi na rating przyznawany przez te agencje poszczególnym krajom były: dochód *per capita*, wzrost PKB, inflacja, saldo dochodów i wydatków budżetowych, saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego, poziom rozwoju gospodarczego (kryterium jakościowe) i historia kredytowa (przypadki niewypłacalności w przyszłości). Autorzy wykazali, że statystycznie istotny wpływ na rating kraju przyznany przez te agencje mają wszystkie wymienione wyżej czynniki z wyjątkiem salda fiskalnego.