

OFE czy ZUS – fałszywy dylemat emerytalny

13 maja 2014

WPROWADZENIE

Od początku kwietnia do końca lipca 2014 r. Polacy mogą wybrać, czy 2,92 proc. ich zarobków będzie trafiać do Otwartych Funduszy Emerytalnych czy – tak jak reszta składki emerytalnej (85 proc.) – do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych[2]. Celem artykułu będzie analiza ewentualnych różnic przemawiających na korzyść jednej z tych dwóch instytucji[3]. Omówimy także niektóre ważniejsze zmiany w systemie emerytalnym oraz argumenty za lub przeciw OFE.[1]

ARGUMENTY FINANSOWE

Podstawowy argument odwołuje się do porównania stóp zwrotu pomiędzy ZUS-em a OFE. Zwolennicy funduszy wskazują na fakt, że historycznie te ostatnie osiągały wyższą stopę zwrotu niż ZUS i przewidują, że podobnie będzie w przyszłości[4]. Przeciwnicy zaś podważają te wyliczenia oraz podkreślają, że wyniki OFE nie będą w stanie pobić waloryzacji zusowskiej, ponieważ w długim okresie nie jest możliwe osiąganie wyższych stóp zwrotu niż wzrost PKB[5].

Choć z indywidualnej perspektywy aspekt finansowy jest kluczowy, to jednak porównywanie stóp zwrotu z OFE i ZUS-u – do którego w dużej mierze sprowadziła się cała tzw. debata emerytalna – przypomina porównywanie jabłek do pomarańczy. Waloryzacja zależy bowiem całkowicie od czynników politycznych, dlatego mówienie o „stopie zwrotu z ZUS-u” jest nonsensem[6]. Odkładanie składek na subkonto nie jest bowiem (przymusową) inwestycją – nie można inwestować w PKB. Innymi słowy, politycznej obietnicy określonej waloryzacji, choćby była ona jak najbardziej wiarygodna, nie można zrównywać z inwestycjami dokonywanymi na rynku finansowym. Waloryzacja

może być bowiem arbitralnie zmieniania – teoretycznie zarówno w jedną, jak i drugą stronę. Biorąc jednak pod uwagę niezbilansowanie budżetu ZUS-u, można spodziewać się w przyszłości zmian zmniejszających współczynnik waloryzacji, co tylko pogłębia trudności związane z porównywaniem konsekwencji finansowych obu decyzji.

ARGUMENTY MAKROEKONOMICZNE

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

Z makroekonomicznego punktu widzenia środki wpłacane do ZUS-u są bowiem natychmiast konsumowane na wypłaty bieżących emerytur. Istnienie indywidualnego konta tego nie zmienia. Tymczasem środki trafiające do OFE są inwestowane w aktywa finansowe. O ile do czasu ostatnich zmian w praktyce nie miało to tak dużego znaczenia, ponieważ OFE były w znacznej mierze maszynką do skupywania obligacji skarbowych[7], o tyle obecnie fundusze mają zakaz inwestowania w obligacje skarbowe oraz instrumenty dłużne gwarantowane przez Skarb Państwa[8]. Tym samym OFE stają się podmiotami, które mogłyby finansować produktywnie przedsięwzięcia w ramach rzeczywistego systemu kapitałowego[9].

Mogłyby, gdyby nie tzw. suwak bezpieczeństwa, zgodnie z którym na 10 lat przed emeryturą aktywa zgromadzone w OFE będą stopniowo przekazywane do ZUS-u. Rozwiązanie to de facto likwiduje jakikolwiek kapitałowy charakter funduszy emerytalnych. System kapitałowy oznacza bowiem system, w

którym świadczenia emerytalne wypłacane są emerytom z ich wcześniej zaoszczędzonych i zainwestowanych składek. Jednak według obecnych regulacji kapitał przekazywany ZUS-owi będzie wypłacany na bieżące potrzeby, zaś świadczenia emerytalne finansowane z bieżących dochodów. Indywidualne subkonta tego nie zmieniają. Poza tym, „suwak bezpieczeństwa” automatycznie wyznacza nam termin przejścia na emeryturę, co również jest niezgodne z ideą systemu kapitałowego, w którym decyzja o przejściu na emeryturę powinna zależeć, przynajmniej częściowo, od samych zainteresowanych w zależności od ich oceny wielkości zgromadzonego kapitału względem swoich przyszłych potrzeb na emeryturze.

Wybór między ZUS-em a OFE sprowadza się zatem do wyboru między natychmiastowym lub odłożonym w czasie przymusowym finansowaniem wypłat obecnych emerytur. Mimo wszystko w tym drugim wariantcie przez kilkadziesiąt lat część naszej składki emerytalnej stanie się przymusowymi oszczędnościami i będzie inwestowana w określone aktywa finansowe (obecnie głównie akcje). Nie chcemy opowiadać się tutaj za określoną redystrybucją dochodu. Pragniemy jedynie zwrócić uwagę, że o ile wszystkie środki nie będą inwestowane w państwowe spółki publiczne, o tyle wydaje się, że pieniądze, które trafiają do OFE, mają większą szansę przyczynić się do wzrostu gospodarczego (w wyniku finansowania inwestycji poprzez rynek kapitałowy[10] oraz zmniejszenia potrzebnych danin publicznych na pokrycie zobowiązań emerytalnych[11]).

Drugim argumentem makroekonomicznym, który może przemawiać na korzyść OFE, jest fakt, że im więcej środków trafi do ZUS-u, tym większa część zobowiązań państwowych będzie sprzątnięta pod dywan. Redukcja składki płynącej do OFE czy ich likwidacja nie rozwiązuje problemów demograficznych, lecz powoduje jedynie księgową poprawę stanu finansów publicznych[12], oddalając widmo przekroczenia progów ostrożnościowych. Niejawny charakter długu zmniejsza zatem oficjalne zadłużenia i w konsekwencji presję na redukcję wydatków publicznych.

ARGUMENTY PRAWNE

Równie powszechnym argumentem przeciwko reformie (a więc za OFE) jest teza, że w jej wyniku rząd znacjonalizował część prywatnych aktywów obywateli (zob. np. ten artykuł). Jest to stwierdzenie fałszywe, ponieważ już w 2008 r. Sąd Najwyższy potwierdził, że zarówno pieniądze zgromadzone w ZUS-ie, jak i w OFE, nie stanowią prywatnej własności ubezpieczonych. Rację ma zatem obóz rządowy, argumentując, że nie da się znacjonalizować państwowej własności. Nacjonalizacją byłoby np. zabranie dobrowolnie wpłacanych pieniędzy zarządzanych przez całkowicie prywatne Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), a nie środków przymusowo trafiających do OFE, które zarządzają nimi wyłącznie dzięki woli ustawodawcy wyrażonej w 1999 r. Warto może w tym kontekście przypomnieć, że clou tamtej reformy była zmiana systemu zdefiniowanego świadczenia na system zdefiniowanej składki. Podział składki – czy też może lepiej: renty monopolistycznej – pomiędzy określone instytucje był sprawą wtórną i zależał od arbitralnej decyzji państwa, które obecnie – w wyniku problemów budżetowych – postanowiło przestać się nią dzielić z (quasi)prywatnymi instytucjami.

Poza tym, należy zauważyć, że z OFE nie została zabrana część akcyjna[13]. Również „suwak bezpieczeństwa” nie prowadzi do zmiany własności akcji na państwową, ponieważ OFE zostały zobowiązane do przekazywania w jego ramach środków pieniężnych (będą zatem posiadane przez siebie aktywa wcześniej odsprzedawać). Ponadto, wybór instytucji dotyczy tylko przekazywania przyszłych składek. Nie mają więc do końca racji osoby twierdzące, że wraz z tymi, którzy trafiają do ZUS, trafiają również akcje z portfeli OFE – chodzi bowiem o przyszłe składki, nie zaś o aktywa.

Można przekonująco zatem twierdzić, że przyszłe wypłaty w obu przypadkach są jedynie obietnicą państwową, zaś w każdym wariantcie wyłącznym zabezpieczeniem deklaracji publicznych na temat przyszłych świadczeń są ustawy: odpowiednio Ustawa z

dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych oraz Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Zwolennicy OFE zwracają w tym miejscu uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze – jak argumentuje KOBE – w przypadku funduszy emerytalnych występuje cywilnoprawna należność wobec podmiotu prywatnego, podczas gdy w przypadku ZUS-u istnieje wyłącznie publicznoprawna należność wobec Skarbu Państwa, która stanowi znacznie słabsze zabezpieczenie[14].

Po drugie, tak naprawdę w ZUS-ie nie są gromadzone żadne aktywa. Wpłata świadczeń oraz waloryzacja składek opiera się w całości na obietnicy państwowej i strumieniu przyszłych danin publicznych. Tymczasem OFE posiadają papiery wartościowe, których jakość wydaje się znacznie wyższa. Ryzyko związane z danym instrumentem finansowym jest nieustannie wyceniane na rynku, co nie występuje w przypadku „aktywów ZUS-u”. To przecież z tego powodu rząd zdecydował się na przeniesienie 51,5 proc. środków zgromadzonych w OFE na subkonto w ZUS-ie[15]. Zobowiązania zusowskie ze względu na niejawny (a zatem gorszej jakości) charakter zobowiązania nie są bowiem – w przeciwieństwie do obligacji skarbowych – wliczane do oficjalnego długu publicznego.

Trzeba jednak zauważyć, że wprowadzone zmiany podmywają znaczenie tych różnic, ponieważ w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa na 10 lat przed emeryturą aktywa zgromadzone w funduszach emerytalnych będą stopniowo przekazywane do ZUS-u. Oznacza to, że cała nasza emerytura i tak wypłacana będzie wyłącznie przez jeden, stricte państwowy podmiot w ramach publicznoprawnej należności. Z tego powodu upada nie tylko bardzo popularny argument za OFE odwołujący się do dywersyfikacji portfela emerytalnego (choć ma on zastosowanie do rocznych stóp zwrotu), ale także przedstawione powyżej argumenty prawne zwolenników OFE: nasze „prawo” do świadczeń emerytalnych i tak ma publicznoprawny charakter, zaś do ZUS-u trafiają aktywa (środki pieniężne).

ARGUMENTY ODNOSZĄCE SIĘ DO POLITYKI INWESTYCYJNEJ

OFE są dalekie od ideału. I choć ciągle stanowią kartel zarządzający przymusowo zabranymi społeczeństwu pieniędzmi, to jednak część wprowadzonych ostatnio zmian wydaje się częściowo poprawiać ich funkcjonowanie. Mamy tutaj na myśli przede wszystkim zniesienie wewnętrznego benchmarku oraz tzw. mechanizmu niedoboru[16]. Do tej pory istniała bowiem gwarancja minimalnej stopy zwrotu z OFE. W uproszczeniu oznaczało to, że fundusz o znacząco niższych stopach zwrotu musiał dopłacić środki z własnych zysków. Celem takiego rozwiązania było „zapewnienie, by stopa zwrotu danego funduszu nie odchyliła się znacząco od średniej rynkowej, a członkowie OFE mogli liczyć na stosowną rekompensatę słabego wyniku inwestycyjnego osiągniętego przez ten fundusz”[17]. Minimalna stopa zwrotu zależała od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE. Istniał zatem – wbrew teorii i zdrowemu rozsądkowi – wewnętrzny benchmark, który prowadził do wielu negatywnych zjawisk.

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

inwestycyjne[18].

Trzeba jednak zauważyć, że choć przyjęta minimalna stopa zwrotu prowadziła do wielu wypaczeń, to jednak nie oznacza to, że jej zniesienie spowoduje znaczny wzrost konkurencyjności funduszy[19]. Należy bowiem pamiętać, że zarządzają one środkami zabranymi pod przymusem, które trafiają do nich niezależnie od wyników – zaś pobierane przez nich opłaty oraz polityka inwestycyjna jest ściśle regulowana przez ustawodawcę. W przeciwieństwie do TFI, które istnieją w oparciu o dobrowolne wpłaty w zmiennej wysokości uzależnionej od wyników, do OFE wpływa mniej więcej stały strumień pieniędzy, niezależnie od osiągniętych rezultatów. Problemy wyrastające z tego faktu zauważa zresztą prezes jednego z funduszy, narzekając, że:

W obecnych propozycjach nie ma żadnych mechanizmów, które skłaniałyby do konkutowania. Nie ma wynagrodzenia za sukces, za dobre wyniki, nie ma loterii, nie ma powodów do konkutowania stopą zwrotu, a dodatkowo uniemożliwia się nam komunikowanie z klientami i informowanie o naszych działaniach i planach (wyróżnienie nasze).

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

Drugą kluczową zmianą w zakresie polityki inwestycyjnej są nowe limity inwestycyjne. Choć zwiększenie możliwości

inwestowania w akcje należy uznać za właściwe posunięcie z teoretycznego punktu widzenia – podobnie jak liberalizację możliwości inwestowania zagranicą z 5 proc. do docelowo 30 proc. aktywów – to jednak ustanowienie w bieżącym roku minimalnego limitu w te instrumenty finansowe na poziomie 75-proc.[20] jest rozwiązaniem co najmniej wątpliwym[20], które znacznie zwiększa ryzyko inwestycyjne związane z OFE.

W takich warunkach instytucjonalnych – pamiętajmy o zakazie inwestowania w skarbowe instrumenty dłużne – bardzo łatwo o znaczną stratę w przypadku bessy giełdowej. Jej pojawienie się ostatecznie zlikwidowałoby resztki pozytywnego sentymentu do kartelu OFE. Gdy dodamy do tego otwieranie okienka transferowego co kilka lat, nie jest trudno sobie wyobrazić scenariusz, w którym ubezpieczeni rozczarowani słabymi wynikami inwestycyjnymi funduszy w czasie bessy masowo przenoszą środki do ZUS-u, nie tylko tracąc na takiej operacji, ale także prowadząc do ostatecznej likwidacji OFE przez tryumfujący rząd, który przecież ostrzegał, że fundusze emerytalne nie są bezpieczną inwestycją[21].

PODSUMOWANIE

Na pozór wydaje się, że warto zdecydować się na OFE, aby zdywersyfikować portfel emerytalny oraz – w obliczu spodziewanej obniżki zusowskiej waloryzacji – spróbować osiągnąć wyższą emeryturę kosztem, obecnie znacznego, ryzyka rynkowego, ale za to przy niższym ryzyku politycznym. W rzeczywistości wprowadzone ostatnio rozwiązania sprawiają, że wybór przestaje mieć właściwie znaczenie. Tak zwany suwak bezpieczeństwa niszczy, a przynajmniej w znacznym stopniu redukuje, część kapitałową systemu (czego nie można jednak określać mianem „nacionalizacji”). Z kolei przyjęte absurdalne limity inwestycyjne powodują, że w niedalekiej przyszłości OFE mogą zostać całkowicie zlikwidowane[22]. Trudno powstrzymać się od wrażenia, że ustawodawcy o to właśnie chodzi (dodajmy do tego zakaz reklamowania się przez OFE oraz domyślny wybór ZUS-u). Ryzyka złej daty[23], któremu ma oficjalnie zapobiegać

„suwak bezpieczeństwa”, można było bowiem uniknąć poprzez wprowadzenie kilku typów funduszy o zróżnicowanym profilu ryzyka, do których przynależność byłaby uzależniona od wieku oraz skłonności do ryzyka. Tzw. wielofunduszowość istnieje np. w Chile[24].

Wszystko wskazuje zatem, że dyskusja sprowadza się do tego, czy fundusze przez kilka lat wypracują wyższą stopę zwrotu od współczynnika zusowskiej waloryzacji. Biorąc pod uwagę niewielką część składki emerytalnej, o którą chodzi, oraz przedstawioną powyżej analizę, wybór ten wydaje się fałszywym dylematem bez większego znaczenia. Określone rozwiązania instytucjonalne w obrębie obecnego systemu mogą być, oczywiście, istotne, ale prawdziwa zmiana musi polegać na zniesieniu obowiązkowych składek emerytalnych[25]. Podobnie jak prywatne szkoły mogą być lepsze w realizowaniu ogólnych wytycznych niż szkoły państwowe, tak samo OFE mogą być efektywniejsze w zarządzaniu przymusowo zabranym majątkiem obywateli. Jednak podstawowym problemem polskiego systemu emerytalnego (jak i systemu edukacji) – o czym pisaliśmy wcześniej – jest jego przymusowy charakter.

Autor: Arkadiusz Sieroń

Źródło: [Instytut Misesa](#)

PRZYPISY

[1] Autor dziękuje Lucy oraz MB za uwagi do pierwszej wersji tego tekstu.

[2] Ubezpieczeni będą mogli dokonać zmiany podjętej w tym roku decyzji po dwóch latach, a następnie co cztery lata.

[3] Precyzyjniej rzecz ujmując, instytucją zarządzającą środkami zgromadzonymi w OFE są Powszechne Towarzystwa Emerytalne, jednak dla uproszczenia będziemy pisać wyłącznie o OFE oraz ZUS-ie (który zarządza Funduszem Ubezpieczeń Społecznych).

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

[5] Nie wydaje się to przekonujący argument. Zauważmy – za prof. Górą – że środki trafiające do OFE mogą w wymiarze mikroekonomicznym przewyższać waloryzację względem nominalnego PKB, gdyż: „Stopa zwrotu osiągną 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”. Zob. M. Góra, Inne spojrzenie na podstawowe zagadnienia ekonomii emerytalnej, „Ekonomista”, 2003, nr 4, s. 20, przyp. nr 25; więcej na ten temat można znaleźć w tym artykule.

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

[7] Przez długi czas w akcje można było inwestować maksymalnie 40 proc. portfela, zaś w obligacje skarbowe do 100 proc.

[8] Mogą jednak inwestować np. w obligacje komunalne lub obligacje BGK niegwarantowane przez Skarb Państwa, zatem ciągle będą mogły finansować deficyt sektora finansów publicznych.

[9] Do tej pory rację mieli krytycy OFE, zwracający uwagę, że inwestowanie przez fundusze w obligacje skarbowe upodabnia je do systemu repartycyjnego. Wydaje się, że argument o

nadmiernych opłatach pobieranych przez OFE również obecnie uległ przedawnieniu, ponieważ zmniejszono o połowę wysokość maksymalnych opłat pobieranych od wpłacanych składek.

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

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

[12] Choć wykracza to poza tematykę naszego komentarza, to warto zauważyć, że problem ten rząd mógł rozwiązać inaczej, nie naruszając filaru kapitałowego. Mógł tego dokonać np. poprzez redefinicję długu publicznego czy – lepiej – dzięki intensywniejszej prywatyzacji oraz zmniejszeniu wydatków publicznych, m.in. reformując I filar (znosząc np. przywileje emerytalne).

[13] Nie oznacza to jednak, że została „przeniesiona” wyłącznie część obligacyjna. Zabrano również bowiem 1,9 mld PLN w gotówce.

[14] Różnica w jakości tych zabezpieczeń jest w praktyce nieco ograniczona, ponieważ na dziesięć lat przed emeryturą środki z OFE systematycznie są przekazywane do ZUS-u. To właśnie ta druga instytucja będzie wypłacać emerytury.

[15] Oczywiście, ta operacja podważa do pewnego stopnia jakość tych zabezpieczeń.

[16] Obecnie istnieje okresowa porównawcza stopa zwrotu, a

więc zewnętrzny benchmark będący średnią ważoną indeksu WIG oraz stopy WIBOR powiększonej o pewną marżę (wagi będą wyznaczać same OFE w ramach wyznaczonych przez ustawodawcę).

[17] Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Kryterium oceny efektywności inwestycyjnej OFE, system motywacyjny PTE oraz minimalny wymóg kapitałowy dla PTE. Propozycje rozwiązań, Warszawa 2012, 23.04.2014 r.

[18] Istotnie, stopy zwroty OFE były do siebie znacznie zbliżone. Być może to zjawisko tłumaczy częściowo, dlaczego tak wiele osób nie wybrało OFE, do którego chciało należeć, lecz pozwoliło sobie wylosować fundusz – zob. Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministerstwo Finansów, Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu, czerwiec 2013, s. 49, data dostępu: 26.04.2014 r.

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

[20] Do końca 2015 r. ma to już być „tylko” 55 proc. i stopniowo ma być dalej obniżany do 15 proc. do końca 2017 r.

[21] Właściwie rzecz ujmując, jest to ewenement na skalę światową. Najbardziej ryzykowny typ chilijskich funduszy emerytalnych może inwestować maksymalnie 60 proc. aktywów w akcje – zob. S. Hormazábal, Multi-funds in the Chilean Pension System, BBVA Research Working Paper, nr 10/28, 2010, data dostępu: 24.04.2014 r.

[22] Taki właśnie scenariusz zrealizował się niedawno na Węgrzech.

[23] Przyjęte limity inwestycyjne mogą spowodować także nadpodaż akcji ze strony funduszy. Wpływ reformy emerytalnej na giełdę będzie wzmocniony, jeśli niewiele osób zostanie w OFE. Wpływy nie będą równoważyć w takiej sytuacji wpływów

funduszy (wypłaty świadczeń oraz „suwak”) i te będą musiały ratować się wyprzedając aktywów.

[24] Chodzi o możliwość znacznego spadku kursów rynkowych tuż przed emeryturą.

[25] S. Hormazábal, op. cit.

[26] Pewnym rozwiązaniem, choć suboptymalnym w porównaniu do pełnej dobrowolności, mogłoby być wprowadzenie prawdziwie kapitałowego systemu na wzór rozwiązań chilijskich z konstytucyjną gwarancją środków zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych. Zob. J. Pinera, The Chilean Model, 1998, data dostępu: 25.04.2014 r.