

DŁUGOTERMINOWE OSZCZĘDZANIE

Postawy, strategie i wyzwania

redakcja naukowa
Joanna Rutecka-Góra



SGH

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE

DŁUGOTERMINOWE OSZCZĘDZANIE

Postawy, strategie i wyzwania

DŁUGOTERMINOWE OSZCZĘDZANIE

Postawy, strategie i wyzwania

redakcja naukowa
Joanna Rutecka-Góra



SGH

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSZAWA 2016

Publikacja wydana przy wsparciu finansowym
Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego PZU SA



Recenzent

Filip Chybalski

Redakcja

Zofia Mliczewska-Surzycka

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2016
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-8030-121-4

Oficyna Wydawnicza SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl
e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Monika Trypuz

Zdjęcie na okładce

©iStockphoto.com/ maxsattana

Skład i łamanie

DM Quadro

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

e-mail: quick@druk.pdi.pl

Zamówienie 229/XII/16

Spis treści

Wprowadzenie	7
<i>Joanna Rutecka-Góra</i>	
Oszczędzanie długookresowe, czyli alokacja dochodu w cyklu życia	9
<i>Marek Góra</i>	
Oszczędności gospodarstw domowych – analiza przekrojowa i analiza kohort ...	25
<i>Barbara Liberda</i>	
Zawiłe relacje między demografią a polityką pieniężną	41
<i>Michał Gradzewicz</i>	
Analiza przyczyn zmian projekcji emerytalnych w Polsce i pozostałych krajach UE w latach 2006–2015	63
<i>Paweł Strzelecki</i>	
Horyzont czasowy w hierarchii motywów oszczędzania	83
<i>Sylwester Białowąs, Iwona Olejnik</i>	
Płeć a preferencje gospodarstw domowych w zakresie sposobów zabezpieczenia na okres starości	95
<i>Iwona Olejnik, Sylwester Białowąs</i>	
Postawy Polaków wobec systematycznego i długoterminowego oszczędzania ...	109
<i>Izabela Zmudzińska</i>	
Problemy wokół stopy oszczędności w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej ...	123
<i>Robert W. Włodarczyk</i>	
Banki a długoterminowe oszczędzanie	137
<i>Michał Buszko</i>	
Ocena wpływu wysokości stopy oprocentowania depozytów na indywidualne konta emerytalne i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	155
<i>Agnieszka Huterska, Ewa Zdunek-Rosa</i>	

Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach gospodarstw domowych w latach 2006–2016 oraz perspektywy rozwoju funduszy w III filarze systemu emerytalnego w Polsce	169
<i>Tomasz Orlik</i>	
Efektywność i ryzyko związane z długoterminowym oszczędzaniem w ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych akcji polskich	193
<i>Anna Ostrowska-Dankiewicz</i>	
Ubezpieczenia na życie związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym i ubezpieczenia na życie związane z systemem zabezpieczenia społecznego w latach 2002–2015	209
<i>Agnieszka Pobłocka</i>	
Inwestowanie społecznie odpowiedzialne jako strategia alokacji długoterminowych oszczędności emerytalnych	225
<i>Tomasz Jedynak</i>	
Model usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem	241
<i>Maciej Szczepankiewicz</i>	
<i>Real Estate Investment Trust</i> jako instrument długoterminowego inwestowania ..	257
<i>Robert Matusiak</i>	
Czynniki rozwoju prywatnych planów emerytalnych	271
<i>Mariusz Dybał</i>	
Rola i zakres udziału pracodawców we wspieraniu długoterminowych oszczędności emerytalnych – przykład programów automatycznego zapisu	289
<i>Sylvia Pieńkowska-Kamieniecka</i>	
Propozycje dotyczące kształtu III filaru systemu emerytalnego w kontekście oczekiwanej mobilizacji dobrowolnych oszczędności emerytalnych Polaków	305
<i>Magdalena Swacha-Lech</i>	
Wybrane determinanty rozwoju rynku długoterminowego oszczędzania w Polsce	323
<i>Ewa Cichowicz, Agnieszka K. Nowak</i>	
Prawne aspekty funkcjonowania długoterminowych produktów oszczędzania z perspektywy działalności Rzecznika Finansowego	339
<i>Bartosz Wyżykowski</i>	

WPROWADZENIE

Długoterminowe oszczędzanie leży u podstaw rozwoju gospodarczego i społecznego. Bez kapitału niemożliwe jest generowanie wzrostu gospodarczego oraz osiągnięcie pożądanego poziomu zamożności społeczeństwa. W obliczu coraz większej niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej, społecznej oraz kryzysów występujących na rynkach finansowych, oszczędzanie staje się jednak sporym wyzwaniem. Obniżające się długoterminowe stopy procentowe wpływają na spadek oczekiwań podmiotów oszczędzających co do wysokości dochodu, redukując również ich skłonność do odkładania konsumpcji na przyszłość.

Motyw osiągnięcia realnego dochodu nie jest jedynym, który kreuje zachowania oszczędnościowe osób indywidualnych i podmiotów gospodarczych. Już J.M. Keynes wyróżnił inne pobudki związane z odkładaniem konsumpcji w czasie, do których zaliczył m.in. ostrożność, przezorność, niepewność, wzrost dobrobytu, przedsiębiorczość, zwyczajne skąpstwo czy chęć przekazania środków spadkobiercom. W planowaniu działań wspierających długoterminowe oszczędzanie trzeba zatem uwzględnić wiele czynników wpływających na to zjawisko, a analiza oparta wyłącznie na jednym z nich może nie odzwierciedlać w pełni rzeczywistości.

Na poziom długoterminowych oszczędności wpływa bardzo wiele czynników, jak: poziom zamożności społeczeństwa, sytuacja gospodarcza, edukacja finansowa, rozwój rynku finansowego, poziom stóp procentowych czy zachęty fiskalne. Niezwykle istotny jest też etap życia/funkcjonowania oszczędzającego, poziom jego aktualnych potrzeb i dochodów. Kreowanie zachowań w obszarze długoterminowego oszczędzania wymaga ponadto podjęcia działań długofalowych, gdyż tylko takie przynieść mogą długotrwałe i pożyteczne efekty.

Stopa oszczędności Polaków rośnie, co może cieszyć. Ten kapitał jest potrzebny do utrzymania wzrostu gospodarczego, tworzenia silnych podstaw rozwoju gospodarki oraz nowych miejsc pracy. Rosnące oszczędności idą w parze ze wzrostem dochodów Polaków, jednak wiele pozostaje jeszcze do zrobienia, głównie w obszarze

edukacji finansowej, odpowiedniej konstrukcji produktów oszczędnościowych oraz budowania zaufania do tej części rynku.

Zaufanie osób indywidualnych, zwłaszcza w obszarze działalności o długim horyzoncie czasowym, zdobywa się latami. Tymczasem w Polsce od czasu do czasu pojawiają się działania burzące to zaufanie, ze strony zarówno grup uczestników rynku, przyczyniających się do kryzysów finansowych, jak i polityków – przykładem niech będzie chociażby burzenie zaufania do kapitałowej części powszechnego systemu emerytalnego i zasad, na których jest oparty. Niemal cyklicznie pojawiają się także kryzysy zaufania społecznego w odniesieniu do wybranych grup produktów finansowych (ubezpieczeń na życie z UFK, polisolokat, lokat strukturyzowanych, obligacji nadmiernie zadłużających się państw). Odbudowa zaufania może nastąpić jedynie w sytuacji lepszego dostosowania produktów oszczędnościowych do potrzeb odbiorców, wprowadzenie jasności i przejrzystości oferty oraz podziału ryzyka związanego z funkcjonowaniem tych produktów. Dbałość o cywilizowany rozwój, przejrzystość, podział ryzyka i dostosowanie oferty do zmieniających się potrzeb odbiorców – to najważniejsze na dziś wyzwania na rynku finansowym.

Niniejsza monografia jest owocem konferencji naukowej pt. *Długoterminowe Oszczędzanie*, która odbyła się w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie w dniach 20–21 czerwca 2016 r., a jej organizatorami była Polska Grupa Emerytalna SGH (Polish Pension Group SGH, www.sgh.waw.pl/ppg) oraz Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH. Niezwykła mnogość aspektów związanych z długoterminowym oszczędzaniem, będąca konsekwencją wyjątkowej złożoności tego zjawiska, przyczyniła się do wielowątkowości niniejszej monografii – obejmuje ona tematykę od zjawisk demograficznych i makroekonomicznych wpływających na oszczędności społeczeństwa, aż po indywidualne strategie i produkty inwestycyjne. Szerokość ujęcia powinna zostać doceniona przez grono makro- i mikroekonomistów, finansistów, prawników i polityków społecznych. Mam nadzieję, że publikacja ta będzie także cenną pozycją w bibliotece praktyków, zarówno społecznych jak i gospodarczych.

Joanna Rutecka-Góra

OSZCZĘDZANIE DŁUGOOKRESOWE, CZYLI ALOKACJA DOCHODU W CYKLU ŻYCIA

Marek Góra*

Problematyka oszczędzania długoterminowego wymaga krytycznej i wieloaspektowej refleksji nad gospodarczą i społeczną rolą oraz nad oddziaływaniem różnorodnych czynników mogących wpłynąć na zwiększenie skłonności do tego oszczędzania. Struktura pojęciowa proponowana w tym rozdziale włącza alternatywne sposoby dokonywania alokacji dochodu w cyklu życia. Fundamentalną rolę w podejmowaniu decyzji o zwiększeniu skali tej alokacji, poza czynnikami ekonomicznymi, grają takie czynniki, jak: istnienie zrozumiałych i trwałych zasady funkcjonowania instytucji, zaufanie społeczne i edukacja publiczna. Czynniki te oddziałują silniej i trwalej niż doraźne zachęty, których skutki zanikną razem z kurczącymi się możliwościami ich finansowania.

Słowa kluczowe: alokacja dochodu w cyklu życia, zaufanie społeczne, edukacja finansowa, konsumpcja, oszczędności

1. Wprowadzenie

Oszczędzanie, a zwłaszcza oszczędzanie długoterminowe, nie jest naturalnym ludzkim odruchem. Jest nim bowiem konsumpcja. Jest ona naturalnym odruchem, ponieważ z indywidualnej perspektywy dnia dzisiejszego wydaje się racjonalna. Jest to jednak taki rodzaj racjonalności, który podpowiada nam także, iż Ziemia jest płaska. Wyrwanie się z tej sytuacji wymaga oparcia racjonalności na chociażby podstawowej wiedzy. Edukacja jest najskuteczniejszą metodą radzenia sobie z tego

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Katedra Ekonomii I; mgora@sgh.waw.pl

typu problemami. Jednakże edukacja ekonomiczna całego społeczeństwa jest co najmniej trudna, jeśli w ogóle możliwa, a do tego nawet na częściowe efekty trzeba czekać dziesięciolecia. Należy próbować, ale konieczne jest także wykorzystanie czynników, które mogą ten proces trochę przyspieszyć.

Oszczędzanie jest (a przynajmniej może być) działaniem racjonalnym. Jednakże pogodzenie naturalnego odruchu maksymalizacji bieżącej konsumpcji z racjonalnym działaniem, jakim jest maksymalizowanie za pomocą oszczędności konsumpcji w długim horyzoncie, nie jest proste. Wymaga spełnienia wielu warunków, które mogą umykać uwadze, przede wszystkim wtedy, kiedy oszczędzanie rozważa się wyłącznie w *stricte* finansowej strukturze pojęciowej. Dotyczy to zwłaszcza oszczędzania długoterminowego gospodarstw domowych.

Oszczędzanie moglibyśmy pozostawić samym zainteresowanym i zajmować się badawczo jedynie obserwacją podejmowanych przez nich decyzji oraz dyskutowaniem ich indywidualnych i zagregowanych skutków. Okazuje się jednak, że indywidualne decyzje w zakresie oszczędzania stanowią przedmiot zainteresowania tak polityki gospodarczej, jak i polityki społecznej. W przypadku pierwszej z polityk celem jest zwiększenie środków przeznaczanych na inwestycje, w przypadku drugiej – zwiększenie możliwości finansowania konsumpcji w okresach lub w sytuacjach, w których bieżący dochód nie pozwala na utrzymanie pożądanego poziomu tej konsumpcji. W każdej z tych polityk chodzi o trochę co innego. Inne są także motywacje, które mogą stać za decyzjami o oszczędzaniu.

Oszczędzanie krótkoterminowe (do kilku lat) i oszczędzanie długoterminowe obejmujące dziesięciolecia wydają się zagadnieniami o bazowo zbliżonym charakterze. Są one jednak zasadniczo różne z uwagi na czynniki wpływające na indywidualną percepcję osób oszczędzających. Najlepszym przykładem oszczędności długoterminowych są oszczędności dokonywane z celem emerytalnym.

W dyskusji dotyczącej poziomu oszczędności w Polsce dominuje przekonanie, że poziom oszczędności powinien być większy oraz że udział w tych oszczędnościach oszczędności długoterminowych powinien także wzrosnąć. Dotyczy to w głównie oszczędności gospodarstw domowych. W niniejszym rozdziale nie zajmuję się analityczną stroną badania tych zjawisk¹. Zostaną natomiast przedstawione rozważania na temat, w jaki sposób można skłonić Polaków do zmiany zachowań w sferze długoterminowych oszczędności.

¹ Wyniki badań dotyczących oszczędności w Polsce można znaleźć w: B. Liberda, *Macroeconomic Savings in Poland*, „Ekonomista” 2015, nr 4.

2. Dlaczego ludzie nie oszczędzają więcej?

Problem ten jest skutkiem kilku czynników, z których dalej omawiam cztery wpływające na ograniczenie skłonności do oszczędzania. Świadomość ich oddziaływania na ludzi jest ważna, gdy myślimy o znalezieniu sposobów, które tę skłonność mogłyby trwale zwiększyć. Podkreślam, że chodzi o trwały skutek, a nie o chwilową odpowiedź na takie czy inne zachęty.

Żadnego okresu nie powtórzymy w indywidualnym życiu. Nie w pełni działa więc rynkowy mechanizm dostosowawczy. Możemy jedynie próbować na bieżąco korygować pewne parametry długoterminowego oszczędzania. Powoduje to, że trudno uczyć się na własnych błędach w przypadku decyzji powtarzalnych. Ile i jak oszczędzać? Trzeba podjąć decyzję, która determinuje poziom naszej konsumpcji za kilka dziesięcioleci. Formalnie rzecz ujmując, długi okres składa się z serii krótszych odcinków czasu. Gdyby jednak rzeczywiście chcieć przez dziesięciolecia nieustannie korygować decyzje oszczędnościowe, to trzeba albo stać się specjalistą z tego zakresu, albo wynająć specjalistę. W tym drugim przypadku to kosztuje, a poza tym ma sens jako przedsięwzięcie długoterminowe. Oznacza to ponownie ograniczenie możliwości korygowania błędów.

Indywidualne doświadczenie pozwala racjonalnie działać w krótkim horyzoncie, który jest ludzką codziennością. Ta racjonalność wykorzystuje liniowe zależności. Ludzie niekoniecznie muszą sobie zdawać sprawę, że dokonują liniowej ekstrapolacji. Faktycznie jednak większość (jeśli nie wszystkie) zależności mają charakter nieliniowy, który nie jest intuicyjny. Gdy podejmując decyzje dotyczące krótkiego okresu, nieliniowe zależności przybliża się podpowiadanymi przez intuicję liniowymi zależnościami, to popełniany błąd jest niewielki i może być na bieżąco korygowany. W horyzoncie dziesięcioleci, czyli w emerytalnym horyzoncie, sytuacja wygląda inaczej. Nasze indywidualne doświadczenie i intuicja mogą nie wystarczyć. Popełniany błąd może się okazać ogromny, a jego korekta praktycznie niemożliwa.

Długookresowo oszczędzać można tylko abstrakty. To elementarz ekonomii, ale bardzo nieintuicyjny. Dlatego tak często ludzie traktują wirtualny świat finansów tak, jak gdyby był rzeczywisty. Prowadzi to do wielu nieporozumień i wynikających z nich często błędnych decyzji. W horyzoncie kilku dziesięcioleci w bardzo małym zakresie można oszczędzać realne wartości. Aby oszczędzanie było w ogóle możliwe, realne wartości stanowiące część dzisiejszego produktu (w skali makro jest to po prostu część PKB) trzeba zamienić na abstrakcyjne prawa do udziału

w podziale przyszłego produktu (PKB wytworzonego w przyszłości). Te prawa same z siebie nie mają jednak wartości konsumpcyjnej. Aby finansować przyszłą konsumpcję z oszczędności, trzeba te abstrakcyjne prawa zamienić ponownie na wartości realne. Ktoś musi chcieć kupić te abstrakty. Podaż i popyt zadecydują o ich wartości.

Indywidualne doświadczenie stanowiące podstawę ludzkiej intuicji dotyczy poziomu mikro. Nie można indywidualnie obserwować poziomu makro, obejmującego całe społeczeństwo. Oszczędzanie w znacznym stopniu zależy od tego, co dzieje się na poziomie makro. Dobrze ilustrują to następujące dwa przykłady. Zakup obligacji skarbowych w indywidualnej percepcji to oszczędzanie. Jeśli jednak rząd przeznaczy środki uzyskane ze sprzedaży tych obligacji na zwiększenie bieżącej konsumpcji, to zakup ten finansuje bieżącą konsumpcję, a przyszłe odkupienie tych obligacji będzie wymagało pomniejszenia innych wydatków dokonywanych z przyszłego PKB. Innymi słowy, wydaje się, że oszczędzamy, czyli przeznaczamy część dzisiejszego dochodu na finansowanie przyszłej konsumpcji, a w rzeczywistości dokonujemy operacji pomniejszającej możliwość finansowania konsumpcji w przyszłości. Ta sytuacja nie wystąpi, jeśli nieliczni kupują te obligacje, a wielu tego nie robi. Ci nieliczni rzeczywiście zwiększają możliwość finansowania swojej przyszłej konsumpcji. Gdy jednak wszyscy (lub chociażby większość) zrobi to samo, to ujawnia się problem: suma indywidualnych racjonalności na poziomie mikro nie musi się przełożyć na racjonalność na poziomie makro, która determinuje także indywidualną sytuację.

Drugi przykład dotyczy stóp procentowych uzyskiwanych dzięki zakupowi obligacji skarbowych. Jeśli są one wysokie, powyżej tempa wzrostu PKB, to indywidualnie wydaje się to korzystne. Ludzie więcej oszczędzają, by z tego skorzystać. Jeśli jednak wszyscy zrobią to samo, to skutkiem będzie konieczność podniesienia podatków, bez tego nie uda się bowiem przyszłemu rządowi spłacić zobowiązań. Na poziomie makro to oczywiste. Decyzje o oszczędzaniu gospodarstw domowych są jednak podejmowane na poziomie mikro, na którym ten problem jest niewidoczny (*notabene*, dlatego jestem krytycznie nastawiony do propozycji zwiększania oszczędności w sytuacji, w której prowadziłyby to głównie do rolowania długu rządowego). To, co jest racjonalne dla nielicznych, nie musi być racjonalne, gdy stanie się powszechne.

Działania mające na celu zwiększenie skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania wymaga wzięcia pod uwagę tego, że ludzie niekoniecznie chętnie podejmują decyzje, które się trudno koryguje, oraz słabo się posługują nieliniowymi

zależnościami, a abstrakty związane z oszczędzaniem nie muszą do nich przemawiać. Namówienie do zwiększenia oszczędności pojedynczych gospodarstw domowych nie jest bowiem tym samym, co zwiększenie tych oszczędności przez całe społeczeństwo.

Nie wyczerpuje to listy czynników utrudniających oddziaływanie na ludzi w celu zwiększenia przez nich oszczędności. Na te czynniki chciałem jednak zwrócić szczególną uwagę, ponieważ – jak się wydaje – pozostają one typowo poza wąsko ekonomicznym myśleniem o zachęceniu ludzi do oszczędzania. W gospodarce ważne jest nie tylko to, co jest, ale także to, co ludziom się wydaje, że jest. Badanie samych mierzalnych faktów i dotyczących ich danych jest podstawą, ale jest daleko niewystarczające do zrozumienia zachodzących zjawisk. Ma to szczególne znaczenie w odniesieniu do skłonienia ludzi do zwiększenia oszczędności, czyli do zmniejszenia bieżącej konsumpcji.

Sytuacji nie poprawia, niestety, ogólny poziom niepewności związanej z rynkami finansowymi, stanem wielu gospodarek oraz dużym i rosnącym zadłużeniem publicznym wielu krajów.

3. Dlaczego na tle innych krajów Polacy oszczędzają mało?

Nie ma podstaw, by uważać, że Polacy są mniej racjonalni od przedstawicieli innych narodów. Gdyby jedynie racjonalne myślenie decydowało o oszczędzaniu, to Polacy oszczędzaliby mniej więcej tyle samo, co inni. Dlaczego oszczędzamy więc mniej? Omówię tu pokrótce kilka czynników, które mogą mieć specyficzny wpływ na poziom oszczędności gospodarstw domowych w Polsce i dodatkowo komplikować sytuację.

Zinternalizowane doświadczenie historyczne podpowiada nam, że oszczędzanie, zwłaszcza długoterminowe, jest obarczone bardzo dużym ryzykiem. Wydaje się, że ten, kto oszczędza, raczej straci, niż zyska. Historia Polski dostarcza wielu przykładów na potwierdzenie takiego myślenia. Nie muszą być one reprezentatywne, ale oddziałują na myślenie w sposób prawdopodobnie silniejszy niż w innych, mniej historycznie doświadczonych krajach, w których abstrakty, dzięki którym oszczędzanie jest możliwe, mniej były narażone na anihilację czy to prawną, czy ekonomiczną.

Czynnik historyczny działa także na siłę naturalnego odruchu konsumpcji. Przez kilka pokoleń Polacy widzieli rosnącą kolorową konsumpcję bogatego Zachodu, sami żyjąc w tym czasie w realiach siermiężnej, niskiej konsumpcji. Potrzeba

szybkiego odreagowania tej sytuacji po 1989 r. była ogromna. Ekonomicznie niekoniecznie była ona racjonalna, ale psychologicznie całkowicie zrozumiała. Przez ostatnie ćwierć wieku oszczędzaliśmy więc mało, bo konsumowaliśmy relatywnie dużo. Opóźnieniu uległo także budowanie racjonalnych postaw, które opierają się na zbalansowanym konsumowaniu i oszczędzaniu na przyszłą konsumpcję. Wolniej przebiega też proces edukacji społecznej w zakresie oszczędzania.

Czynnikiem, który w jakimś zakresie może również oddziaływać na decyzje polskich gospodarstw domowych w odniesieniu do oszczędzania, jest brak kulturowego komponentu wytworzonego w przeszłości w wielu innych krajach dzięki wchłonięciu elementów protestanckiej etyki pracy i raczej oszczędzania niż konsumowania².

Oszczędzanie, zwłaszcza długoterminowe oszczędzanie, wymaga zaufania. W polskim społeczeństwie jest ono niskie³. Na dodatek, w sferze dotyczącej oszczędzania zostało ono ostatnio istotnie naruszone decyzjami dotyczącymi zmiany proporcji podziału składki w powszechnym systemie emerytalnym. Chodzi mi nie o kwestię, czy zmiana ta była dobra czy zła, lecz o to, że została przeprowadzona w sposób podważający zaufanie społeczne do instytucji publicznych oraz do sensowności i bezpieczeństwa podejmowania długoterminowych działań o charakterze oszczędnościowym.

Obecne nastawienie Polaków do oszczędzania dobrze ilustrują wyniki badania dotyczącego oszczędzania na emeryturę⁴. Okazało się, że tylko ok. 35% ankietowanych chce, żeby były za nich płacone składki emerytalne (trudno ocenić, na ile rozumie lub nie, że to oszczędności), reszta albo wołałaby dostać pieniądze do ręki, albo się w tej sprawie waha. Jednocześnie ok. 80% spośród nich nie podejmuje jakichkolwiek działań mających na celu gromadzenie oszczędności na starość.

Wyniki tego badania ilustrują, jak wielkim wyzwaniem jest skłonienie Polaków do oszczędzania więcej. W sumie trudno się ludziom dziwić, takie postępowanie jest bowiem spowodowane m.in. przez zarówno odległe, jak i bliskie czasowo doświadczenia historyczne, niski poziom edukacji w zakresie oszczędzania, słabo rozwinięte instytucje, naruszenie zaufania.

² Ten wymiar problemu wychodzi poza zakres tego rozdziału, ale odniesienie do tezy M. Webera wydaje się zasadne – zob. M. Weber, *Etyka protestancka a duch kapitalizmu*, Wydawnictwo TEST, Lublin 1994.

³ GUS, *Wartości i zaufanie społeczne w Polsce w 2015*, Warszawa 2015.

⁴ J. Czapiński, M. Góra, *Świadomość „emerytalna” Polaków*, Europejski Kongres Finansowy, Warszawa 2016.

4. Jak skłonić Polaków do oszczędzania więcej?

Realizacja celu, jakim jest doprowadzenie do zwiększenia oszczędności polskich gospodarstw domowych, wymaga zmierzenia się z problemami tak uniwersalnymi, jak i specyficznymi polskimi.

Zacznijmy od tego, że gospodarstwa domowe mogą oszczędzać przy wykorzystaniu instytucji zarówno prywatnych, co powszechnie wydaje się bardziej naturalne, jak i publicznych. Warto zacząć od tych drugich, czyli instytucji publicznych. Chodzi przy tym nie o zarządzanie tymi instytucjami, ale o ich charakter. Tak więc np. bank z udziałem, nawet stuprocentowym, skarbu państwa nie staje się w tym rozumieniu instytucją publiczną. Z perspektywy swoich klientów jest publicznie zarządzaną instytucją prywatną. To samo dotyczy funduszu emerytalnego działającego w ramach powszechnego systemu emerytalnego. Nawet jeśli jest on prywatnie zarządzany, pozostaje publiczny. Chcę mocno podkreślić to rozróżnienie: instytucja (bank, fundusz itp.) i zarządzanie funkcjonowaniem tej instytucji.

Instytucja jest publiczna, jeśli uczestnictwo w niej obejmuje wszystkich lub prawie wszystkich (jest powszechne), co znaczy, że zasady są jednolite, a ryzyko jest równomiernie rozłożone na wszystkich. Innymi słowy, indywidualne wyniki uczestnictwa są uśrednione, ani bardzo wysokie, ani bardzo niskie w relacji do średniej. Instytucje prywatne zakładają indywidualny wybór (czy, jak, na ile w nich uczestniczyć), ale skutkuje to indywidualizacją ryzyka. Indywidualne wyniki mogą być zarówno zdecydowanie powyżej, jak i zdecydowanie poniżej średniej. Ta różnica – niezależnie od publicznego lub prywatnego zarządzania instytucjami – jest najważniejsza przy podejmowaniu decyzji dotyczącej zastosowania publicznych lub prywatnych instytucji do osiągnięcia różnych celów.

Na przeszkodzie właściwego wykorzystania instytucji do obsługi oszczędzania stoją obowiązujące powszechnie zasady księgowe, które powodują, że to typ zarządzania, a nie typ instytucji decyduje o klasyfikowaniu przepływu środków jako elementu finansów publicznych albo finansów prywatnych. To wygodne rozwiązanie. Było ono wystarczająco dobre merytorycznie także w czasach, gdy instytucje takie, jak powszechne systemy emerytalne, były samofinansujące i niewielkie w relacji do całości finansów publicznych. Dzisiaj tak już nie jest, ale zasady księgowania nie uległy zmianie. Prowadzi to do tego, że rządy dążą do utrzymania jak największej części przepływów w bezpośrednim zarządzaniu, ponieważ jest to interpretowane jako mniejsze wydatki niż w przypadku, gdyby

te same przepływy środków nastąpiły przy wykorzystaniu instytucji publicznych prywatnie zarządzanych.

Został wykorzystany przykład systemu emerytalnego, ponieważ jest on największym elementem przepływów w ramach finansów publicznych oraz realizuje cel, który tu dyskutuję, czyli oszczędzanie rozumiane jako alokacja dochodu w cyklu życia.

Wykorzystanie publicznej instytucji do oszczędzania długoterminowego (w rozumieniu oszczędzania na starość) może się dokonywać w sposób ukryty, gdy do tego są wykorzystywane podatki, oraz jawny, gdy mamy do czynienia ze składkami. Różnica polega na tym, że podatki nie tworzą zindywidualizowanych zobowiązań wobec uczestników systemu, podczas gdy składki je powodują⁵. Te ostatnie powodują powstanie zindywidualizowanych zobowiązań niezależnie od tego, czy instytucja zarządzająca systemem jest publiczna, czy też prywatna.

Oba warianty wykorzystania instytucji publicznych do długoterminowego oszczędzania, czyli podatkowy i oszczędnościowy, mogą prowadzić do identycznych wyników, tak indywidualnych jak i zagregowanych⁶. Mogą, ale nie muszą. Podatkowo finansowane systemy emerytalne mogą realizować dodatkowe cele poza alokacją dochodu w cyklu życia. Wtedy zagregowane wyniki powinny pozostać niezmienione, ale indywidualne mogą się znacznie różnić. Ponadto, różnica między tymi sposobami wykorzystania sektora publicznego wynika z ich innej ekspozycji na ryzyko polityczne. Podatki podlegają temu ryzyku w daleko większym zakresie, ponieważ są na bieżąco dostosowywane do sytuacji. Politycy niejako z definicji są powołani do zarządzania podatkami i wydatkami. Finansowanie oszczędnościowe jest również narażone na polityczne ryzyko, ale w mniejszym zakresie.

Tak więc alokacji dochodu można dokonywać na skalę ogólnospołeczną przy wykorzystaniu instytucji publicznej. Lepiej, gdy jest to oparte na finansowaniu oszczędnościowym (składki) niż podatkowym. Ta alokacja może się również dokonywać przy wykorzystaniu instytucji prywatnych. Rzecz w tym, by projektując zasady, na których się to odbywa, nie pomylić publicznego lub prywatnego zarządzania instytucjami z samymi instytucjami, których realny status (tzn. poza konwencjami księgowymi) nie zależy od tego, kto nimi zarządza.

Zamieszanie spowodowane przez zmianę proporcji podziału składki w systemie powszechnym, czyli publicznym, oraz przeksięgowanie zobowiązań emerytalnych

⁵ Podatki celowe wykorzystywane w tradycyjnych systemach emerytalnych są na ogół również nazywane składkami, ale w rzeczywistości są quasi-podatkami.

⁶ Składki rozumiem jako oszczędności. Nie muszą one jednak – tak jak w przypadku zakupu obligacji skarbowych – być przeznaczane na inwestycje, choć dobrze, jeśli w części są.

z kont zarządzanych przez instytucje prywatne (PTE) na konta zarządzane przez instytucje publiczną (ZUS) istotnie naruszyło zaufanie do trwałości zasad funkcjonowania instytucji publicznych. To zamieszanie zniechęca ludzi do oszczędzania także poza powszechnym systemem. Można argumentować, że nie ma tu związku. Zaufanie naruszono w odniesieniu do systemu publicznego, a dodatkowo oszczędza się w systemie prywatnym. To prawda, ale w zamieszaniu pojęciowym, które zostało wywołane, obie sprawy wydają się silne powiązane.

Odbudowa zaufania jest trudna i czasochłonna. W związku z tym zwiększenie skali długookresowych oszczędności polskich gospodarstw domowych jest trudniejsze niż jeszcze niedawno mogło się wydawać. Oszczędzanie długoterminowe potrzebuje tego zaufania znacznie bardziej niż oszczędzanie krótkookresowe i wiele innych doraźnie podejmowanych działań. Budowanie/odbudowywanie zaufania będzie tym skuteczniejsze, im bardziej przejrzysta i zrozumiała będzie struktura, w której odbywa się długoterminowe oszczędzanie. W związku z tym należałoby usunąć zachętę do manipulowania zapisami księgowymi, jaka istnieje przy obecnych zasadach klasyfikowania przepływów składek. Przy czym można dyskutować zasadność zmian wprowadzonych w powszechnym systemie emerytalnym, ale bezdyskusyjnym błędem jest sposób, w jaki to zostało zrobione. Zostało bowiem wykorzystane i pogłębione powszechne niezrozumienie, co w systemie jest publiczne, a co prywatne i co z tego wynika. Było to możliwe właśnie dlatego, że zasady księgowania nie przystają do obecnej sytuacji.

Niestety, wprowadzenie odpowiadających rzeczywistości zasad klasyfikacji przepływów składek-oszczędności nie jest możliwe na poziomie jednego kraju. To musi być zmiana powszechna, w której wszyscy w ten sam sposób zmodyfikują zasady. To nastąpi, ale kroki podejmowane w tym zakresie są na razie bardzo ostrożne z uwagi na trwale trudną sytuację na rynkach finansowych, jak również trwałe problemy finansów publicznych większości krajów, które mogłyby chcieć takiego ujednolicenia zasad⁷. Trudno więc się spodziewać szybkiego zwiększenia przejrzystości struktury instytucjonalnej obsługującej oszczędzanie tak w Polsce, jak i w innych krajach.

Oszczędzanie, by mogło prowadzić do zwiększenia konsumpcji w przyszłości, musi finansować inwestycje, które będą przyspieszać wzrost gospodarczy. Pojawia się zatem pytanie, na ile polska gospodarka jest gotowa generować podaż instrumentów

⁷ Przykładem nieśmiałego podążania w tym kierunku może być Komisja Europejska – zob. *Fiscal Sustainability Report 2015*, European Economy Institutional Paper no. 018.

inwestycyjnych. Przy czym podkreślam, że chodzi o inwestycje w rozumieniu ekonomicznym, czyli takie, które prowadzą do zwiększenia majątku produkcyjnego. Gdyby nagle polskie gospodarstwa domowe zwiększyły swoją skłonność do oszczędzania, to czy ten zwiększony popyt na instrumenty inwestycyjne napotkałby ich zwiększoną podaż? Mogłoby się okazać, że strumień tych dodatkowych oszczędności zostałby wchłonięty przez obligacje skarbowe, powodując wzrost obciążenia gospodarki w przyszłości, zatem mogłoby się okazać, że te dodatkowe oszczędności muszą być przeznaczone na zakup zagranicznych instrumentów finansowych (różnica między inwestycjami w rozumieniu ekonomicznym a czysto finansowym jest mniej ważna); mogłoby to także doprowadzić do wzrostu cen instrumentów inwestycyjnych. Namawiając ludzi do oszczędzania, trzeba się więc zastanowić, czy istnieją wehikuły oszczędzania. Czym innym jest bowiem zwiększenie oszczędności przez nielicznych, a czym innym powszechne zwiększenie oszczędności.

Zatem należy wrócić do rozróżnienia skłaniania gospodarstw domowych do zwiększenia oszczędności z powodów ekonomicznych i z powodów społecznych. W tym pierwszym przypadku chodzi o to, by alokacja dochodu była korzystna w rozumieniu zdyskontowanej wartości „dziś” i „jutro”. W drugim przypadku oczywiście dobrze, gdy ta alokacja w czasie jest korzystna, ale może ona mieć sens także wtedy, kiedy jest niekorzystna, chodzi bowiem o to, by przyszła konsumpcja była w ogóle możliwa.

5. Czy potrzebujemy większych oszczędności?

Tak postawione pytanie wydaje się bezzasadne w kontekście danych dotyczących poziomu oszczędności. Jednak warto się nad nim zastanowić w kontekście ich celu długoterminowego. Pytanie to jest równoważne pytaniu, czy powinniśmy ograniczać naszą bieżącą konsumpcję. To już zależy od naszych preferencji czasowych dotyczących konsumpcji. Żeby móc sobie odpowiedzieć, czy chcemy ograniczyć bieżącą konsumpcję na rzecz przyszłej (odległej w czasie – najlepiej myśleć o konsumpcji na starość), należy najpierw się zastanowić, ile będzie wynosiła finansująca tę konsumpcję emerytura z powszechnego systemu.

W sprawie poziomu przyszłych emerytur panuje chaos pojęciowy. Konieczne jest jego uporządkowanie. Po pierwsze, trzeba jasno ustalić, czy mowa o poziomie tych emerytur mierzonym absolutnie (w PLN) czy relatywnie do płac (stopa zastąpienia w procentach). Te dwie miary odnoszą się do czego innego i mogą się

zmieniać w różny sposób, aż do zmian w różnych kierunkach. Każda z nich niesie inną informację.

Miara absolutna zależy głównie od ogólnego dobrobytu. W kraju bogatym emerytury będą raczej wyższe niż w kraju mniej zamożnym. Im silniej rośnie PKB, tym bardziej rosną emerytury mierzone w złotych lub innej walucie. Relatywną wysokość emerytur (z) można obliczyć według następującego wzoru:

$$z = c \frac{e}{d},$$

gdzie:

c – stopa składki (uwzględniająca ewentualne subsydiowanie z ogólnych podatków),

e – stopa zatrudnienia,

d – stopa obciążenia demograficznego (liczba emerytów przypadająca na 1 zatrudnionego).

Z tego wzoru wynika bardzo ważny wniosek. Niezależnie od typu systemu emerytalnego, stopa zastąpienia jest praktycznie zdeterminowana i wpłynięcie na jej poziom jest bardzo trudne. Stopę tę można podnieść jedynie przez podniesienie stopy zatrudnienia, co jest bardzo trudne, lub podniesienie obciążenia pracujących kosztem finansowania emerytur, co jest jeszcze trudniejsze i sprzeczne z podniesieniem stopy zatrudnienia. Demografia jest czynnikiem najmniej poddającym się dyskrecjonalnej interwencji. Tak więc jedyna uczciwa odpowiedź na pytanie o przyszły średni poziom stopy zastąpienia brzmi „będzie, jaka będzie”. Jeśli ktoś twierdzi, że spowoduje trwale podniesienie jej wysokości dla wszystkich, to raczej przecenia swoje możliwości.

Istnieje jeden skuteczny sposób podniesienia przyszłej stopy zastąpienia. Jest nim przedłużenie okresu aktywności zawodowej, czyli opóźnienie rozpoczęcia pobierania świadczeń emerytalnych. Jest to perspektywa trudna, niekoniecznie miła, ale stanowi jedyny realny sposób osiągnięcia tego celu. W tradycyjnym systemie, w którym nabywanie praw emerytalnych nie jest zindywidualizowane, możliwy jedynie wtedy, kiedy wszyscy (większość) opóźnią przejście na emeryturę. W systemie zindywidualizowanym każdy, decydując się na opóźnienie rozpoczęcia pobierania świadczenia, osiąga wynikającą z tego korzyść w postaci wyższego świadczenia. Sami możemy podnieść wysokość swojej stopy zastąpienia o tyle, o ile uznamy, że chcemy na ten cel przeznaczyć część naszej dzisiejszej konsumpcji.

6. Jak można podnieść wysokość własnej emerytury?

Polski powszechny system emerytalny jest całkowicie zindywidualizowany⁸. Nie należy tego mylić z prywatyzacją. Ta zakładałaby indywidualne decyzje i niedzielenie się ryzykiem. W systemie zindywidualizowanym decyzje są standaryzowane, a ryzyko równomiernie rozłożone na wszystkich uczestników, co znaczy, że taka sama kwota zapłaconej w tym samym momencie składki da każdemu mniej więcej taki sam poziom świadczenia.

Ludzie są jednak różni, co oznacza m.in. różne preferencje dotyczące czasowego rozkładu konsumpcji w cyklu życia. Z powodów powszechnie znanych (krótkowzroczność i tzw. efekt gapowicza) jest ustalony powszechny poziom składki. Każdy, kto chce, może tę składkę sam sobie podnieść i dodatkowo oszczędzać poza powszechnym systemem. Należy tu dodać, że w poprzednim systemie emerytalnym, zlikwidowanym w 1999 r., podniesiono by obowiązkową składkę niezależnie od indywidualnych preferencji. Obecny system pozostawia tę decyzję samym zainteresowanym. Jej realizacja następuje już jednak poza powszechnym systemem emerytalnym. To już dodatkowe, a więc prywatne, oszczędzanie.

Dodatkowe oszczędzanie poza powszechnym systemem to pierwszy, najbardziej oczywisty sposób zwiększenia skali alokacji dochodu w cyklu życia. Ludzie decydują, że wolą ograniczyć konsumpcję bieżącą na rzecz przyszłej. Jeśli zostanie to zrobione w fachowy i szczęśliwy sposób, to możliwości finansowania przyszłej konsumpcji wzrosną. Nie jest to jednak sposób jedyny. Istnieją dwa inne, a mianowicie posiadanie większej liczby dzieci oraz wspomniane już późniejsze rozpoczęcie pobierania emerytury.

Posiadanie większej liczby dzieci jest dość oczywistym sposobem wpłynięcia na poziom przyszłej konsumpcji. Jeżeli dzieci będą chciały i mogły wesprzeć rodziców, to konsumpcja tych rodziców będzie wyższa. W indywidualnym przypadku takie rozwiązanie, czyli obniżenie bieżącej konsumpcji (wydatki na dzieci), może prowadzić do zwiększenia możliwości finansowania konsumpcji na starość. W przypadku ogólnym to się nie udaje, co widać po współczynnikach dzietności w zdecydowanej większości państw europejskich⁹.

⁸ Analogiczna sytuacja istnieje w Szwecji.

⁹ OECD, *Fertility rates (indicator)*, Paris 2016.

Przedłużenie okresu aktywności zawodowej jest może najmniej oczywistym, ale jednocześnie najbardziej osiągalnym sposobem zwiększenia konsumpcji na starość. Jego efektywność może być duża, ponieważ przy obecnym poziomie długowieczności i zdrowotności dłuższa praca jest w przypadku większości ludzi w pełni możliwa. Tę możliwość można jeszcze zwiększyć, dzięki wyprzedzającej dbałości o adaptowanie swoich kwalifikacji zawodowych do zmieniającej się struktury popytu na pracę oraz dbałości o stan zdrowia przez całe życie. Chodzi o to, by dostosowywać kwalifikacje, zanim się okaże, że obecnie posiadane kwalifikacje nie są już potrzebne (nawet jeśli pozostały wysokie), a dbałość o zdrowie nie polega na chodzeniu do lekarza, jeżeli ma się już problemy ze zdrowiem. Opóźnienie rozpoczęcia korzystania z oszczędności, czyli z emerytury, wymaga nie tylko podniesienia formalnego wieku emerytalnego, lecz także dbałości (inwestycji) o podtrzymanie zatrudnialności w późniejszej fazie okresu aktywności zawodowej.

Oba te typy działań, czyli więcej dzieci i dłuższa praca, nie są łatwe, ale mogą być bardzo efektywne. Stanowią więc faktyczną i dobrą alternatywę wobec dodatkowego oszczędzania. Jednakże są one w znacznie mniejszym stopniu promowane i wspierane. Po części prawdopodobnie dlatego, że nie tworzą natychmiastowej możliwości przełożenia na działania biznesowe.

Zwiększenie indywidualnej emerytury jest możliwe na trzy omówione pokrótce sposoby, czyli dodatkowe oszczędzanie, większa liczba dzieci oraz dłuższa praca. Nie ma więcej możliwości, które nie oznaczałyby zmniejszenia dochodów innych osób.

7. Czy dodatkowe oszczędzanie należy wspierać?

Dodatkowe oszczędzanie należy zdecydowanie wspierać, i to w każdym z opisanych sposobów alokowania dochodu w cyklu życia. Trzeba jednak dostrzec wieloaspektowość tego procesu. Wsparcia potrzebują wszystkie wymienione metody alokacji dochodu. W każdym przypadku muszą one polegać na innych działaniach szczegółowych. Wydaje się jednak, że łączy je kilka istotnych kwestii.

Prawdopodobnie najważniejszą jest sprzyjanie budowaniu zaufania społecznego. Zaufanie jest bardzo ważnym czynnikiem kształtującym zachowania¹⁰. Dotyczy to zwłaszcza tych zachowań, które wiążą się z działaniami długoterminowymi.

¹⁰ Zagadnienia dotyczące zaufania są całościowo omówione w: P. Sztompka, *Zaufanie: fundament społeczeństwa*, Wydawnictwo Znak, Kraków 2007.

Bez zaufania do instytucji oraz prawdopodobnie również bez doprowadzenia do ogólnego wzrostu zaufania społecznego w Polsce nie da się znacząco zwiększyć skłonności gospodarstw domowych do działań długoterminowych.

Znaczące zwiększenie zaufania wymaga: przejrzystości instytucji, zrozumiałości zasad funkcjonowania tych instytucji dla zwykłych ludzi, trwałości zasad funkcjonowania tych instytucji, ochrony działań długoterminowych, rzetelnej i niezależnej informacji. Żeby przełożyło się to na faktyczne podejmowanie działań długoterminowych, a przede wszystkim na długoterminowe oszczędzanie, potrzebna jest konsekwentna edukacja publiczna. Jej efekty nie przyjdą szybko, ale jeśli jakieś efekty w ogóle mają się pojawić, to właśnie dzięki edukacji prowadzonej w warunkach budujących zaufanie społeczne.

Może się jednak pojawić pytanie o celowość zachęt podatkowych, tak często proponowanych jako kluczowy czynnik sprzyjający zwiększeniu oszczędności. Nie będę tu wchodził w długą dyskusję na ten temat. Zamiast tego proponuję dostrzeżenie, że zachęty podatkowe są narzędziem oddziaływania tu i teraz. Są przedmiotem bieżącej polityki fiskalnej. Być może oddziałują wtedy, kiedy są finansowane, ale nie dotyczy to działań długoterminowych, o których tu mowa. Gdy zachęty znikną, to zniknie lub co najmniej znacznie zmaleje motywacja do działania, do którego miały zachęcać. Jest to szczególnie ważne w czasach pogłębiających się problemów finansów publicznych, za których pośrednictwem społeczeństwa finansują zachęty. Prawdopodobnie możliwość finansowania tych zachęt będzie się zmniejszać. To narzędzie będzie więc traciło na znaczeniu niezależnie od tego, czy doraźnie mogłoby się przyczyniać do zwiększenia skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych, czy nie.

Bibliografia

- Czapiński J., Góra M., *Świadomość „emerytalna” Polaków*, Europejski Kongres Finansowy, Warszawa 2016.
- Fiscal Sustainability Report 2015*, European Economy Institutional Paper no. 018.
- GUS, *Wartości i zaufanie społeczne w Polsce w 2015*, Warszawa 2015.
- Liberda B., *Macroeconomic Savings in Poland*, „*Ekonomista*” 2015, nr 4.
- OECD, *Fertility rates (indicator)*, Paris 2016.
- Sztompka P., *Zaufanie: fundament społeczeństwa*, Wydawnictwo Znak, Kraków 2007.
- Weber M., *Etyka protestancka a duch kapitalizmu*, Wydawnictwo TEST, Lublin 1994.

LONG-TERM SAVING AS INCOME ALLOCATION OVER LIFE CYCLE

Long-term saving requires a critical and multifold reflection on its economic and social role. That applies also to factors that play a role in long-term saving decisions. In this chapter I discuss a conceptual structure for thinking on those decisions, which includes alternative ways of income allocation over life cycle such as ex-ante care for individual employability in the later part of life. Key role for various types of income allocation over life cycle is played not only by purely economic factors but also by such additional factors as clear, understandable and stable rules for institutions used for the allocation and also a level of social trust and permanent public education. Those factors may affect the decisions stronger and longer than ad hoc incentives. The latter – even if temporarily effective – will not be affordable in longer horizon given the bad and worsening situation of public finance due to demographic changes.

Keywords: income allocation over life cycle, social trust, financial education, consumption, savings

OSZCZĘDNOŚCI GOSPODARSTW DOMOWYCH – ANALIZA PRZEKROJOWA I ANALIZA KOHORT¹

Barbara Liberda*

Celem rozdziału jest przedstawienie metody analizy kohort dla badania oszczędzania kolejnych pokoleń w odniesieniu do analizy przekrojowej oszczędności gospodarstw domowych w danym czasie. Przedstawiono dekompozycję stopy oszczędzania gospodarstw domowych i określono efekty kohorty, efekty wieku i efekty roku badania dla stopy oszczędzania w długim okresie. Wyniki analizy kohort dla oszczędzania w długim okresie dla Polski pokazują, że oszacowane efekty kohorty dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych są rosnące dla młodych pokoleń. Odwrotnie, efekty wieku (cyklu życia) dla stopy oszczędzania wykazują trend wzrostowy wraz z wiekiem. Oba efekty nie są w pełni zgodne z teorią cyklu życia.

Słowa kluczowe: oszczędzanie, gospodarstwa domowe, analiza przekrojowa, kohorty, efekty wieku, efekty kohorty, efekty roku

1. Wprowadzenie

Hipoteza cyklu życia oraz teoria permanentnego dochodu dotyczą jednostki w cyklu życia lub w okresie nieskończonym. Zgodnie z teorią cyklu życia, profil konsumpcji jednostek według wieku jest określony przez preferencje i skłonność do odsunięcia konsumpcji w czasie. Poziom konsumpcji (ale nie profil) zależy od

¹ Referat wprowadzający na konferencji pt. *Długoterminowe oszczędzanie*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 20–21 czerwca 2016.

* Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Teorii Rozwoju Gospodarczego; barbara.liberda@uw.edu.pl

dochodu życiowego, który musi być zbilansowany w cyklu życia. W każdym okresie różnica między dochodem a konsumpcją oznacza oszczędzanie lub zadłużanie się. W uproszczonym modelu cyklu życia oszczędności są tworzone w okresie aktywności zawodowej i zużywane w okresie emerytalnym².

Makroekonomiczna stopa oszczędzania całego społeczeństwa mogłaby wynosić zero, gdyby nie było wzrostu ludności i wzrostu produktywności kolejnych pokoleń, gdyż oszczędności młodszych byłyby równoważone przez ujemne oszczędności starszych grup wieku. Wzrost ludności oraz wzrost produktywności powodują, że młodych pokoleń jest relatywnie więcej i osiągają oni wyższe życiowe dochody niż poprzednie pokolenia. Różnice dochodu życiowego pracujących i oszczędzających młodych pokoleń i starszych pokoleń zużywających majątek określają oszczędności w skali całego społeczeństwa³.

Makroekonomiczne implikacje wynikające z teorii cyklu życia są następujące: zagregowany majątek jest proporcjonalny do zagregowanego dochodu, a makroekonomiczna stopa oszczędzania (równa wzrostowi zagregowanego majątku) zależy od wzrostu dochodu, a nie od jego poziomu. Badania konsumpcji i oszczędzania dotyczą głównie pytania, w jakim stopniu konsumpcja jest określona przez dochód bieżący (podąża za dochodem), a w jakim jest wyrównana w cyklu życia i określona przez dochód życiowy lub dochód permanentny⁴.

Empirycznie konsumpcja i oszczędzanie w gospodarstwach domowych są badane jako strumienie z bieżącego dochodu. Konsumpcja życiowa i oszczędności z dochodu życiowego są estymowane bądź na danych panelowych gospodarstw domowych, bądź na kohortach utworzonych z danych przekrojowych. Nowatorskie badania kohort A. Deatona i C. Paxson z 1994 r.⁵ oraz C. Paxson z 1996 r.⁶ dla Tajwanu, Tajlandii, USA i Wielkiej Brytanii wykazały istnienie oszczędności typowych dla cyklu życia.

² F. Modigliani, *Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations*, „The American Economic Review” 1986, no. 76(3).

³ A. Ando, F. Modigliani, *The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53, no. 1, part 1.

⁴ Zob. C. Carroll, L. Summers, *Consumption growth parallels income growth: Some new evidence, w: National saving and economic performance*, University of Chicago Press, Chicago 1991; A. Deaton, *Saving and Liquidity Constraints*, „Econometrica” 1991, no 59(4).

⁵ A. Deaton, C. Paxson, *Saving, Growth, and Aging in Taiwan*, w: *Studies in the Economics of Aging*, ed. D. Wise, University of Chicago Press, Chicago 1994.

⁶ C. Paxson, *Saving and growth: Evidence from micro data*, „European Economic Review” 1996, no 40(2).

A. Kolasa⁷ oraz B. Liberda⁸ dowodzą, że życiowe profile dochodu i oszczędzania w Polsce są mniej podobne do profilu dla krajów rozwiniętych (USA), a bardziej do profilu krajów szybko rosnących, jak Tajwan czy Chiny⁹.

2. Analiza przekrojowa oszczędności gospodarstw domowych

Profil oszczędzania według wieku ma zgodnie z teorią kształt garbu – oszczędności są wyższe w środkowym okresie życia, a niższe lub ujemne w młodym wieku oraz w wieku emerytalnym. Zasób gromadzonych w cyklu życia oszczędności (majątku) ma kształt piramidy, której szczyt przypada na moment rozpoczęcia emerytury. Obserwowany profil oszczędzania według wieku nie jest w pełni zgodny z teorią, jeżeli nie wykazuje ujemnej korelacji z wiekiem oraz kiedy wśród najmłodszych gospodarstw domowych występują wysokie dodatnie oszczędności. Taka sytuacja istnieje w Polsce od czasu transformacji¹⁰.

Przekroje według wieku bieżących dochodów i wydatków gospodarstw domowych, na podstawie danych z budżetów gospodarstw domowych GUS dla 2014 r., są przedstawione na rysunku 1. Profile bieżących dochodów i wydatków gospodarstw domowych według wieku mają kształt garbu, przy czym najwyższe poziomy dochodów i konsumpcji występują wśród gospodarstw domowych ludzi młodych, w wieku 25–44 lata.

Oszczędności gospodarstw domowych są definiowane jako różnica między dochodem po opodatkowaniu a wydatkami konsumpcyjnymi gospodarstwa. Zmiany dochodów i wydatków gospodarstw domowych nie są proporcjonalne, co stwarza większe możliwości do oszczędzania gospodarstwom, które uzyskują relatywnie wysokie dochody. Na rysunku 2 przedstawiono profil stóp oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce na podstawie danych przekrojowych dla grup gospodarstw osób w różnym wieku w 2014 r. Mediany stóp oszczędzania są najwyższe w gospodarstwach osób w wieku 30–44 lata, które osiągają również najwyższe relatywnie dochody.

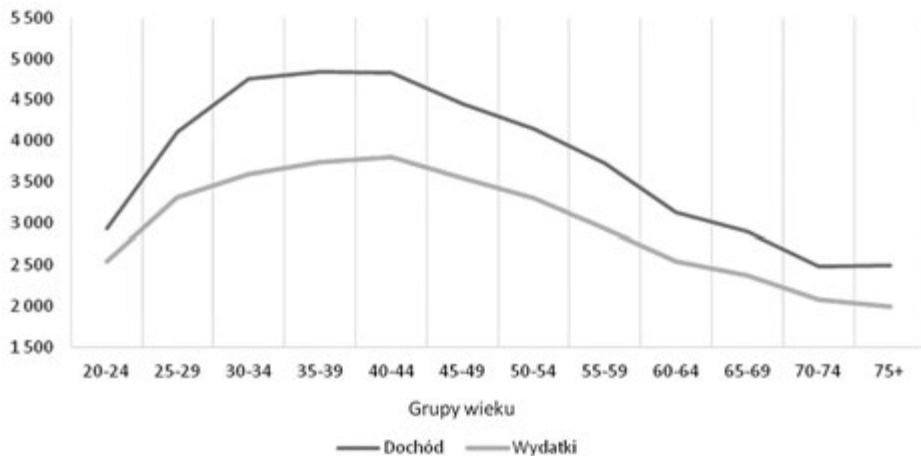
⁷ A. Kolasa, *Life Cycle Income and Consumption Patterns in Transition*, University of Warsaw, „Faculty of Economic Sciences Working Papers” 2012, no. 17(83).

⁸ B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013.

⁹ S. Zhou, *Explaining the saving puzzles in urban China*, „Review of Income and Wealth” 2012, series 58, no. 3.

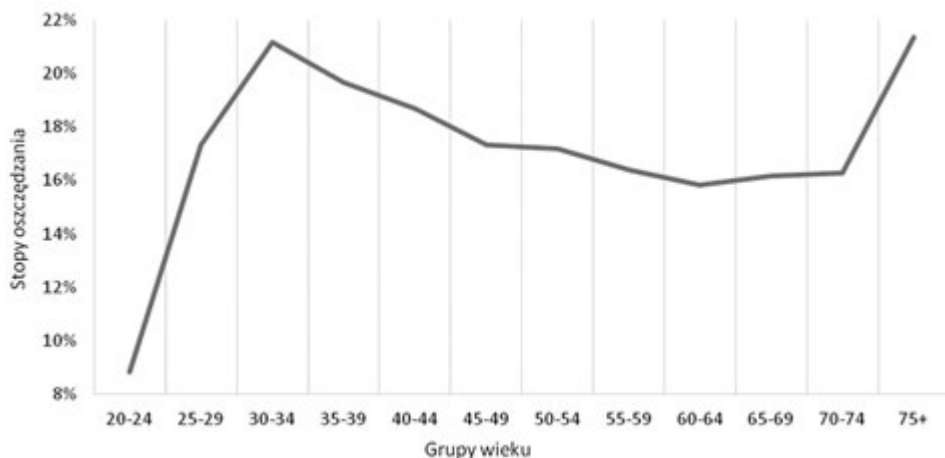
¹⁰ Zob. B. Liberda, *Przezorność...*, op.cit.; B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2015.

Rysunek 1. Średnie miesięczne dochody i wydatki (w PLN) w grupach gospodarstw domowych według wieku głowy gospodarstwa w Polsce w 2014 r. (analiza przekrojowa)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS, *Budżety gospodarstw domowych*, Warszawa 2014.

Rysunek 2. Mediany stóp oszczędzania z dochodu bieżącego (w %) w grupach gospodarstw domowych według wieku głowy gospodarstwa w Polsce w 2014 r. (analiza przekrojowa)

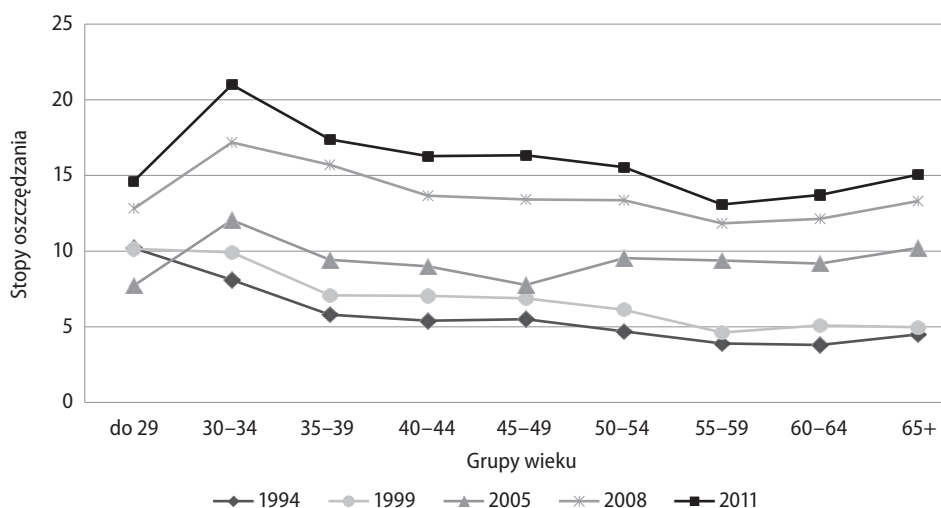


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS, *Budżety gospodarstw domowych*, Warszawa 2014.

Oszczędności gospodarstw domowych nie rosną w okresie przedemerytalnym, co byłoby zgodne z teorią, i prawie nie maleją w gospodarstwach, których głowa ma powyżej 60 lat. Wzrost stopy oszczędzania w grupie gospodarstw domowych osób najstarszych, w wieku powyżej 75 lat, jest zawyżony z powodu problemu z selekcją próby w tym wieku (mała populacja), ale został przedstawiony dla pokazania całego przekroju gospodarstw domowych według wieku.

Zbliżone do przedstawionego dla 2014 r. profile stóp oszczędzania według wieku są charakterystyczne dla gospodarstw domowych w Polsce od lat 90. XX w., gdy rola oszczędności prywatnych zaczęła rosnąć po transformacji ustrojowej. Na rysunku 3 przedstawiono profile stóp oszczędzania według wieku głowy gospodarstwa domowego w Polsce w latach 1994–2011.

Rysunek 3. Mediany stóp oszczędzania z dochodu (w %) w grupach gospodarstw domowych według wieku głowy gospodarstwa w Polsce w latach 1994–2011



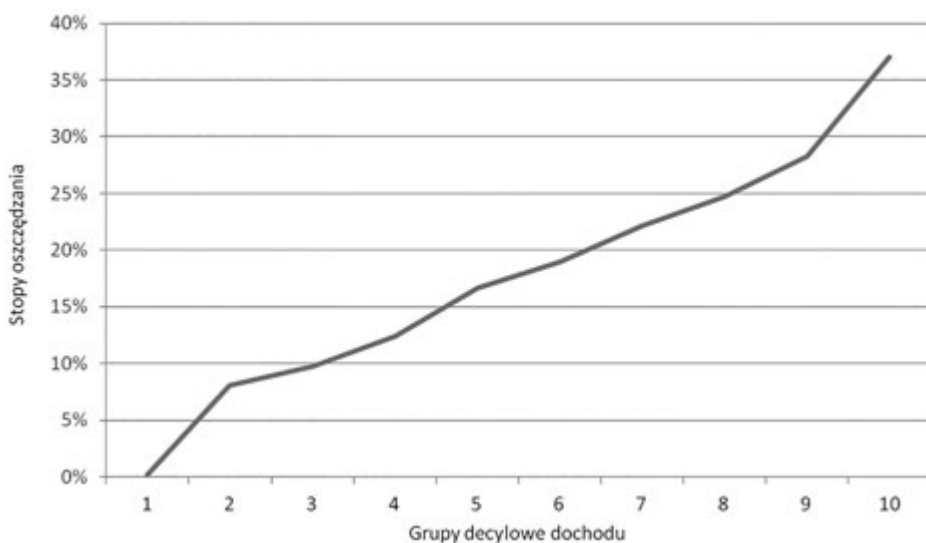
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS, *Budżety gospodarstw domowych*, Warszawa 1994–2011.

Profile stóp oszczędzania według wieku prawie się nie zmieniały w ciągu dwóch dekad (lata 1994–2014), z zaznaczonym szczytem mediany stopy oszczędzania w gospodarstwach ludzi młodych. Przy czym do końca lat 90. ubiegłego stulecia najczęściej oszczędzały gospodarstwa osób w wieku do 30 lat, które dobrze odnalazły się na rynku i zaczęły uzyskiwać bardzo wysokie dochody, często wyższe od dochodów osób w środkowym okresie cyklu życia. W następnej dekadzie szczyt najwyższych oszczędności przesunął się do grupy starszej o 5–10 lat, wraz z przesunięciem się

najmłodszych roczników gospodarstw z lat 90. ubiegłego stulecia do grupy wieku 30–34 lata. Kolejne młode roczniki gospodarstw domowych osób w wieku do 30 lat nie rejestrowały już tak dużej premii za wejście na rynek pracy i biznesu, jak ich starsi o 5–10 lat poprzednicy z lat 90. XX w.

Dodatnia korelacja stopy oszczędzania z poziomem bieżącego dochodu gospodarstwa jest widoczna w badaniach przekrojowych, gdy obserwujemy stopy oszczędzania w grupach decylowych gospodarstw uszeregowanych według rosnącego dochodu. Na rysunku 4 przedstawiono profil stóp oszczędzania z dochodu bieżącego gospodarstw domowych w Polsce w grupach decylowych dochodu w 2014 r. W badaniu pominięto gospodarstwa wykazujące zerowe lub ujemne dochody, stanowią one bowiem mniej niż 1% badanej próby gospodarstw (głównie są to gospodarstwa domowe osób pracujących na własny rachunek w rolnictwie i poza rolnictwem).

Rysunek 4. Mediany stóp oszczędzania z dochodu bieżącego gospodarstw domowych w grupach decylowych dochodu w 2014 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS, *Budżety gospodarstw domowych*, Warszawa 2014.

Stopy oszczędzania rosną znacznie w gospodarstwach o dochodach powyżej mediany dochodu, poczynając od 6–7 grupy decylowej dochodu. W rezultacie, większość dodatnich oszczędności gospodarstw domowych jest tworzona przez gospodarstwa z sześciu wyższych grup decylowych dochodu. Przy tym prawie połowa oszczędności powstaje w górnych 10% gospodarstw domowych o najwyższych

dochodach. Nierównomierność podziału oszczędności jest większa niż nierówności dochodowe gospodarstw domowych.

Przedstawione analizy dochodów, konsumpcji i oszczędzania zostały przeprowadzone na danych dla całej populacji gospodarstw domowych w Polsce w określonym roku (analizy przekrojowe). Dane dotyczą bieżących miesięcznych dochodów gospodarstw domowych oraz konsumpcji i oszczędności z bieżącego dochodu. Nie daje to podstaw do weryfikacji hipotezy cyklu życia, zgodnie z którą konsumpcja powinna być wyrównana w cyklu życia i zależeć od dochodu życiowego, a nie od dochodu bieżącego. Dlatego hipotezę cyklu życia weryfikuje się na danych panelowych dla długich okresów lub na sztucznym panelu gospodarstw utworzonym z danych przekrojowych (rocznych) dla kolejnych roczników wieku – kohort (patrz pkt 3 niniejszego rozdziału).

Rozwinięta teoria cyklu życia i dochodu permanentnego zakłada, że w krótkim okresie występuje duża niepewność co do przyszłego dochodu lub jego części (konsumenci nie są pewni, na ile jest on trwały – permanentny). Dlatego obserwowana konsumpcja może być określona przez tę część dochodu, której jednostki są bardziej pewne, a oszczędności pochodzą z części dochodu, która jest mniej pewna, gdyż stanowi dochód nadzwyczajny lub okresowy.

Badania dla Polski przeprowadzone na ostatnim dostępnym panelu gospodarstw domowych dla lat 1997–2000 pokazały, że wariancja dochodu traktowanego jako permanentny jest bardzo zbliżona do wariancji dochodu okresowego¹¹. Ponadto, oszczędności gospodarstw domowych okazały się mniej wrażliwe na zmiany dochodu okresowego niż na zmiany dochodu permanentnego¹². Może to wynikać z faktu, że dochody większości gospodarstw domowych w Polsce nie są jeszcze utrwalone i pewne, a całość dochodu bieżącego jest bardzo zmienna.

Niepewność dochodu życiowego określa profil oszczędzania także za pomocą motywu ostrożnościowego, który wynika z potrzeby tworzenia oszczędności buforowych dla zabezpieczenia się przed nagłymi zmianami dochodu lub innych warunków życia¹³, jak zdrowie, utrata majątku itp. Przewidywalność, jako miara intensywności motywu ostrożnościowego, stale określa oszczędności, niezależnie od potrzeb wynikających z cyklu życia.

¹¹ B. Liberda, B. Górecki, M. Pęczkowski, *Uncertainty of Households Income in the European Union Countries and Poland*, „EMERGO” 2003, vol. 10, no. 4(38).

¹² B. Liberda, B. Górecki, M. Pęczkowski, *Saving from Permanent and Transitory Income. The Case of Polish Households*, „Ekonomia” 2004, nr 14.

¹³ Zob. A. Deaton, op.cit.; C. Carroll, *Precautionary Saving and the Marginal Propensity to Consume Out of Permanent Income*, „Journal of Monetary Economics” 2009, vol. 56, issue 6.

3. Analiza kohort w badaniu oszczędności gospodarstw domowych

Kohorta jest definiowana przez rok urodzenia lub – inaczej – przez wiek w roku badania. Obserwacja kolejnych roczników wieku (kohort) w kolejnych latach badania tworzy sztuczny panel. W ten sposób tworzy się szeregi czasowe z danych przekrojowych, uzyskiwanych z powtarzanych corocznie badań gospodarstw domowych¹⁴.

Syntetyczną kohortę tworzy się z informacji o osobach urodzonych w danym roku, w wieku określonym przez rok badania, np. osoby urodzone w 1960 r., będące w wieku 40 lat w 2000 r. Następnie bada się osoby w wieku 41 lat w 2001 r., osoby w wieku 42 lat w 2002 r. itd.

W badaniu dla Polski obserwowano 51 roczników wieku (kohort) w wieku 20–75 lat urodzonych w latach 1935–1985. Okres obserwacji wynosił 16 lat – okres 1995–2010 (rysunek 5). Każdy punkt na krzywych na rysunku 5 oznacza jeden rok badania dla jednego rocznika (kohorty).

Na rysunku 5 pokazano jedynie 6 kohort urodzonych w latach 1935, 1945, 1955, 1965, 1975 i 1985 (co dziesiątą badaną kohortę), aby nie zaciemniać obrazu. Najstarsza kohorta, urodzona w 1935 r., weszła do badania w 1995 r. w wieku 60 lat i była obserwowana przez 16 lat do 2010 r., do ukończenia wieku 75 lat. Najmłodsza kohorta, urodzona w 1985 r., znalazła się w badaniu w 2005 r. po ukończeniu 20 lat i jako jedyna była badana tylko przez 6 lat (do 2010 r.). Pozostałe kohorty podlegały badaniu przez 16 lat. Dało to 806 pkt obserwacji ($50 \text{ kohort} \times 16 \text{ lat} + 1 \text{ kohorta} \times 6 \text{ lat} = 806$). Na rysunku 5 pokazano 86 pkt obserwacji dla 6 kohort ($5 \times 16 + 1 \times 6 = 86$) osób będących głową gospodarstwa domowego. Całkowita próba badawcza wynosiła 0,5 mln gospodarstw, średnio ok. 30 tys. gospodarstw domowych przez 16 lat¹⁵.

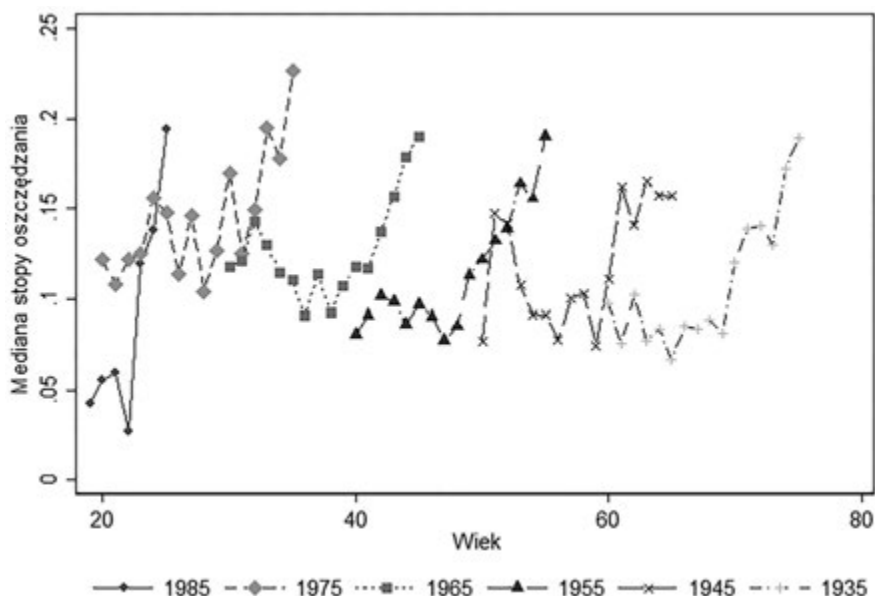
Na podstawie rysunku 5 można porównać wysokość stóp oszczędzania kohort w różnych okresach, kiedy osoby należące do różnych kohort były w tym samym wieku. Przykładowo, osoby należące do kohorty urodzonej w 1960 r. oszczędzały w wieku 40 lat (w 2000 r.) 8% dochodu. W wieku 45 lat (w 2005 r.) oszczędzały 10% dochodu. Kohorta młodsza o 10 lat, urodzona w 1970 r., oszczędzała w wieku

¹⁴ Zob. A.F. Shorrocks, *The age-wealth relationship: a cross-section and cohort analysis*, „The Review of Economics and Statistics” 1975, vol. 57, no. 2; A. Deaton, *Panel Data from Time Series of Cross-Sections*, „Journal of Econometrics” 1985, no. 30(1).

¹⁵ B. Liberda, *Przezorność...*, op.cit., s. 71–79.

40 lat 12% dochodu (w 2010 r.) oraz 19% dochodu w wieku 45 lat (w 2015 r.). Na rysunku 5 różnica w wysokości stóp oszczędzania między tymi dwiema kohortami w wieku 40 lat i 45 lat jest widoczna na dwóch krzywych powyżej punktu 40 lat wieku na osi odciętych oraz pięciu punktów obserwacji w prawo (wiek 45 lat nieoznaczony na osi).

Rysunek 5. Mediany stóp oszczędzania kohort urodzonych w latach 1935–1985, badanych w latach 1995–2010 (w wieku 20–75 lat)



Źródło: B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, 2015, s. 73.

Obserwowane profile stóp oszczędzania kolejnych kohort według wieku kumulują w sobie czynniki wynikające z: wieku respondentów (i zróżnicowania potrzeb wraz z wiekiem), przynależności do określonych roczników wieku (kohort) oraz oddziaływania otoczenia na całą populację gospodarstw domowych. Aby określić oddziaływanie poszczególnych czynników, dokonuje się dekompozycji poszczególnych efektów określających stopę oszczędzania metodą zaproponowaną przez A. Deatona¹⁶. Stopa oszczędzania dla każdego roku i każdej kohorty stanowi zmienną

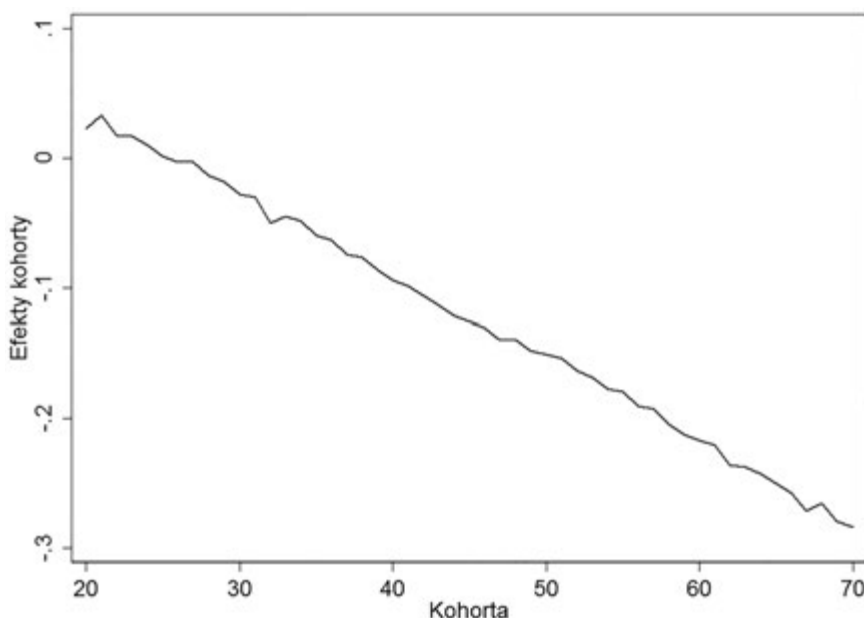
¹⁶ Zob. A. Deaton, *Panel Data...*, op.cit.; A. Deaton, *The Analysis of Household Surveys. A Microeconomic Approach to Development Policy*, The World Bank, Washington 1997.

objaśnianą. Dla wykonania dekompozycji efektów kohorty, efektów wieku i efektów roku badania dla stopy oszczędzania wykonuje się regresje stopy oszczędzania względem zmiennych zerojedynkowych, dotyczących wieku, kohorty i roku.

Efekty kohorty wynikają ze zróżnicowania kohort – starsze kohorty mogły mieć inne stopy oszczędzania, gdy były w wieku obecnych młodych pokoleń. Efekty roku obserwacji to przejściowe efekty oddziałujące na wszystkie kohorty w różnych latach. Efekty wieku odzwierciedlają postawy gospodarstw domowych w odniesieniu do oszczędzania w cyklu życia – stanowią one czysty efekt cyklu życia dla oszczędzania, niezależny od pozycji kohort i otoczenia gospodarstw.

Efekty kohorty dla oszczędzania gospodarstw domowych w długim okresie przedstawiono na rysunku 6. Oszacowane efekty kohorty są rosnące dla młodych pokoleń – młodsze pokolenia oszczędzają więcej od pokoleń swoich rodziców i dziadków. Jest to zgodne z makroekonomicznym wymiarem modelu cyklu życia, zgodnie z którym kolejne pokolenia korzystają z postępu technologicznego i ze wzrostu produktywności w całej gospodarce.

Rysunek 6. Efekty kohorty dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce

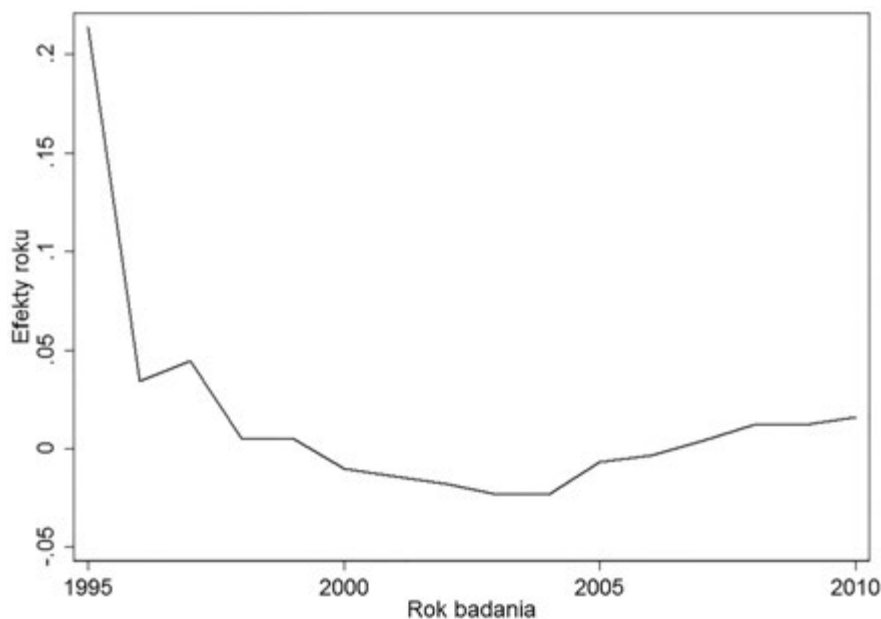


Źródło: B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, 2015, s. 76.

Wzrost gospodarczy będzie zwiększał efekt kohorty dla przyszłych pokoleń. Zrekompensuje to częściowo i przejściowo efekt spadku udziału młodych pokoleń w liczbie ludności dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Stanie się tak, jeśli planowany w środkowym okresie cyklu życia poziom życiowego majątku młodszych pokoleń będzie wyższy niż w poprzednich pokoleniach.

Efekty roku badania dla oszczędzania gospodarstw domowych w długim okresie ilustruje rysunek 7. Oszacowane efekty roku badania dla oszczędzania gospodarstw domowych w badanym okresie wskazują na zmianę warunków otoczenia gospodarstw domowych w 2000 r. Przed rokiem 2000 gospodarka rosła wolniej niż długofalowy trend, co dawało efekt obniżający stopę oszczędzania gospodarstw domowych.

Rysunek 7. Efekty roku badania dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce

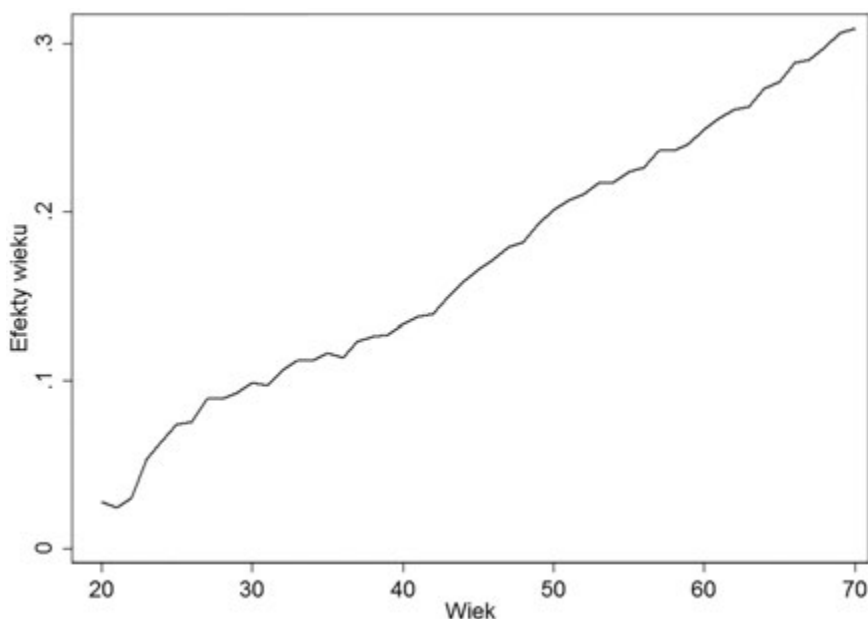


Źródło: B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, 2015, s. 76.

W latach 2000–2004 czynniki makroekonomiczne, oddziałujące jednocześnie na wszystkie kohorty, były zgodne z trendem i nie wpływały na zmianę stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Po roku 2005 gospodarka rosła szybciej niż długofalowy trend, co dało efekt zwiększający stopę oszczędzania gospodarstw domowych.

Efekty wieku dla oszczędzania gospodarstw domowych w długim okresie ilustruje rysunek 8. Oszacowane efekty wieku (czysty efekt cyklu życia) wykazują trend wzrostowy wraz z wiekiem. Wyjaśnieniem efektu wieku dla wzrostu stopy oszczędzania są: motyw spadku, inwestycje w kapitał ludzki dzieci i wnuków oraz inwestycje we własne zdrowie i kształcenie¹⁷. W jedynej wcześniejszej analizie kohort dla Polski, A. Kolasa¹⁸ oszacowała profile życiowych dochodów i konsumpcji gospodarstw domowych według wieku dla lat 2000–2010, uzyskując kształt odwróconej litery U, zarówno dla życiowych dochodów jak i konsumpcji. Wynik ten wskazuje, że konsumpcja gospodarstw domowych w Polsce w dużym stopniu podąża za bieżącym dochodem.

Rysunek 8. Efekty wieku dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce



Źródło: B. Liberda, *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, 2015, s. 77.

Przedstawiona dekompozycja stopy oszczędzania dla kohort w latach 1995–2010 pozwala stwierdzić, że choć oszczędności życiowe są trudne do oszacowania, ich

¹⁷ B. Liberda, *Przezorność...*, op.cit., s. 77–78.

¹⁸ A. Kolasa, op.cit.

występowanie w kolejnych pokoleniach w Polsce może wynikać z przewagi efektów kohorty nad efektami wieku. Suma obu efektów dla oszczędzania gospodarstw domowych odzwierciedla zmiany demograficzne i ekonomiczne zachodzące w Polsce, dotyczące kolejnych pokoleń: szybki wzrost dochodów młodych pokoleń, spadek dzietności, wzrost długości życia, konieczność inwestowania w mieszkania bez pomocy państwa oraz w dodatkowe systemy emerytalne, konieczność ponoszenia rosnących wydatków na zdrowie, zwłaszcza przez starsze pokolenia itp. Na siłę efektów wieku dla oszczędności wpływa korygująco fakt, że majątki życiowe starszych pokoleń są relatywnie niskie, gdyż były gromadzone w okresach uzyskiwania niższych dochodów, niż wynoszą obecnie dochody młodszych pokoleń.

4. Indywidualne i społeczne czynniki oszczędzania gospodarstw domowych

Poza efektami wynikającymi z wieku oraz cech własnej kohorty, następujące czynniki indywidualne i społeczne określają oszczędzanie jednostek i gospodarstw domowych w skali mikroekonomicznej: płeć i wykształcenie głowy gospodarstwa domowego, wielkość rodziny i liczba dzieci, przynależność do systemów ubezpieczeń emerytalnych, a także czynniki mobilizujące do inwestycji w mieszkania oraz do inwestycji w instrumenty finansowe.

Gospodarstwa, których głową jest kobieta (40% gospodarstw w Polsce), mają o 1/3 niższe stopy oszczędzania i niższe oszczędności niż gospodarstwa, których głową jest mężczyzna, głównie ze względu na niższe dochody gospodarstw kobiet (także o 1/3). Jednakże, gdy porównujemy gospodarstwa kobiet i mężczyzn o podobnych dochodach, gospodarstwa kobiet oszczędzają podobnie lub nawet więcej niż gospodarstwa mężczyzn.

Badania empiryczne wykazują, że wykształcenie głowy gospodarstwa domowego jest pozytywnie skorelowane ze stopą oszczędzania oraz z wielkością oszczędności gospodarstwa, niezależnie od płci głowy gospodarstwa domowego.

Liczba dzieci jest negatywnie skorelowana z oszczędzaniem gospodarstwa. Wydatki na wychowywanie dzieci obniżają stopę oszczędzania gospodarstw domowych. Nie dotyczy to jednak gospodarstw ludzi młodych, o wykształceniu wyższym, które często oszczędzają podobnie jak gospodarstwa bez dzieci. Przynależność do dodatkowych systemów ubezpieczeń emerytalnych dodatnio oddziałuje na oszczędności gospodarstw domowych i ich systematyczność.

Inwestycje w mieszkania z wykorzystaniem kredytu hipotecznego stanowią z definicji tworzenie oszczędności na spłatę raty kredytu hipotecznego. Oszczędzanie na inwestycje mieszkaniowe (za pomocą spłaty kredytu hipotecznego) jest jednak w Polsce ograniczone (8% gospodarstw domowych) i silnie dodatnio skorelowane z poziomem dochodu tych gospodarstw¹⁹. Inwestycje netto w instrumenty finansowe stanowią mniej niż 1/10 oszczędności gospodarstw domowych, ale motyw oszczędzania dla inwestycji na rynku finansowym ma znaczenie dla zamożniejszych gospodarstw.

5. Zakończenie

Analiza przekrojowa i analiza kohort uzupełniają się nawzajem w badaniach dochodu, konsumpcji i oszczędzania gospodarstw domowych. Analizy przekrojów gospodarstw w danym momencie przedstawiają charakterystykę badanych zjawisk. Tworzenie szeregów czasowych z danych przekrojowych (kohort) umożliwia analizy na quasi-panelach, zastępujących naturalne panele danych, rzadko uzyskiwane w badaniach ankietowych. Analizy kohort pozwalają na oddzielenie efektów kohorty i efektów wieku oraz na weryfikację hipotez cyklu życia dotyczących wpływu dochodu bieżącego i dochodu życiowego na konsumpcję i oszczędzanie.

Z badania kohort dla Polski (lata 1995–2010) wynika, że oszczędności gospodarstw domowych nie wykazują typowego profilu dla wieku zgodnego z teorią cyklu życia. Dekompozycja stopy oszczędzania dla kohort wykazała dużą rolę wzrostu dochodów młodych pokoleń dla oszczędzania (efekty kohorty) oraz ostrożnościowego zachowania starszych pokoleń, które nie zmniejszają oszczędzania (efekty wieku). Profile oszczędzania w Polsce są podobne do wzorców oszczędzania w krajach szybko rozwijających się, takich jak Tajwan i Chiny.

¹⁹ B. Liberda, *Oszczędności gospodarstw domowych w Polsce z perspektywy dobrowolnych oszczędności emerytalnych*, raport dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich, Warszawa 2016.

Bibliografia

- Ando A., Modigliani F., *The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53, no. 1, part 1.
- Carroll C., *Precautionary Saving and the Marginal Propensity to Consume Out of Permanent Income*, „Journal of Monetary Economics” 2009, vol. 56, issue 6.
- Carroll C., Summers L., *Consumption growth parallels income growth: some new evidence, w: National saving and economic performance*, University of Chicago Press, Chicago 1991.
- Deaton A., *Panel Data from Time Series of Cross-Sections*, „Journal of Econometrics” 1985, no. 30(1).
- Deaton A., *Saving and Liquidity Constraints*, „Econometrica” 1991, no. 59(4).
- Deaton A., *The Analysis of Household Surveys. A Microeconomic Approach to Development Policy*, The World Bank, Washington 1997.
- Deaton A., Paxson C., *Saving, Growth, and Aging in Taiwan*, w: *Studies in the Economics of Aging*, ed. D. Wise, University of Chicago Press, Chicago 1994.
- GUS, *Budżety gospodarstw domowych w latach 1994–2014*, Warszawa 1995–2015 (pełne bazy danych).
- Kolasa A., *Life Cycle Income and Consumption Patterns in Transition*, „Faculty of Economic Sciences Working Papers” 2012, no. 17(83), University of Warsaw.
- Liberda B., *Oszczędności gospodarstw domowych w Polsce z perspektywy dobrowolnych oszczędności emerytalnych*, raport dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich, Warszawa 2016.
- Liberda B., *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, wyd. I, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013.
- Liberda B., *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, wyd. II, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2015.
- Liberda B., Górecki B., Pęczkowski M., *Saving from Permanent and Transitory Income. The Case of Polish Households*, „Ekonomia” 2004, nr 14.
- Liberda B., Górecki B., Pęczkowski M., *Uncertainty of Households Income in the European Union Countries and Poland*, „EMERGO” 2003, vol. 10, no. 4(38).
- Modigliani F., *Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations*, „The American Economic Review” 1986, no. 76(3).
- Paxson C., *Saving and growth: evidence from micro data*, „European Economic Review” 1996, no. 40(2).
- Shorrocks A.F., *The age-wealth relationship: A cross-section and cohort analysis*, „The Review of Economics and Statistics” 1975, vol. 57, no. 2.
- Zhou S., *Explaining the saving puzzles in urban China*, „Review of Income and Wealth” 2012, series 58, no. 3.

HOUSEHOLD SAVINGS – COHORT ANALYSIS AND CROSS SECTION ANALYSIS

The aim of this chapter is to investigate the application of cohort analysis in examining saving tendencies of successive generations in relation to cross section analysis of household savings at a point in time. The saving rate of household cohorts have been decomposed into cohort effects, age effects and year effects. The results of cohort analysis for Poland for a period of 1995–2010 show that cohort effects for household saving are increasing for younger cohorts. Contrary to cohort effects, the age effects (life cycle effects) for household saving are increasing with age. Both effects are not in full conformity with the life cycle theory.

Keywords: saving, households, cross section analysis, cohorts, age effects, cohort effects, year effects

ZAWIŁE RELACJE MIĘDZY DEMOGRAFIĄ A POLITYKĄ PIENIĘŻNĄ

Michał Gradzewicz*

Przez długi czas ekonomiści bagatelizowali wpływ demografii na politykę pieniężną. W rozdziale przedstawiono argumenty podważające to konwencjonalne podejście, wskazując, że demografia wpływa na funkcjonowanie podmiotów, oddziałując zarówno na procesy inflacyjne, jak i na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Ten pośredni wpływ demografii na politykę pieniężną jest wielowymiarowy. Na podstawie przedstawionych argumentów można dojść do wniosku, że gospodarki starzejące się czeka spadek stóp oszczędności i inwestycji, spadek realnych stóp procentowych, spadek cen na rynkach aktywów, zwłaszcza niefinansowych, oraz niższa inflacja lub środowisko deflacyjne cen konsumpcyjnych. Zmianie może również ulec relatywne znaczenie różnych kanałów mechanizmu transmisji. Ponadto, demografia może też bezpośrednio oddziaływać na politykę pieniężną, potencjalnie zmieniając sposób jej prowadzenia i wydłużając okresy występowania zerowej stopy procentowej.

Słowa kluczowe: demografia, polityka pieniężna, deflacja, zerowe stopy procentowe

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Katedra Ekonomii I; Instytut Ekonomiczny NBP; michal.gradzewicz@sgh.waw.pl

1. Wprowadzenie

Relacje między demografią¹ a ekonomią są specyficzne. W bardzo ciekawej analizie D. Bloom, D. Canning i J. Sevilla² zwrócili uwagę, że demografia w wielu modelach ekonomicznych przejawia się głównie jako rozmiar populacji, w naturalny sposób przekładając się na długookresowe trajektorie wzrostu. Jest to oczywiście spore uproszczenie, od lat 60. XX w. są budowane modele typu *Overlapping-Generations*³, które pozwalają na uwzględnienie struktury wiekowej populacji, do dziś stanowiąc podstawę np. analiz emerytalnych⁴. Zakres tych prac modelowych jest jednak zazwyczaj ograniczony do analiz systemów emerytalnych oraz długookresowej stabilności systemu finansów publicznych, czyli – generalnie – raczej do polityki fiskalnej i do kwestii długookresowych.

Taki kierunek rozwoju literatury wydaje się ze wszech miar uzasadniony – przecież demografia jest czynnikiem długookresowym i oddziałuje na kwestie długookresowe. Zwłaszcza wydaje się zaniedbywany wpływ demografii na politykę pieniężną, czyli na narzędzie krótkookresowej stabilizacji cyklu koniunkturalnego. Ten sposób myślenia, nazwijmy go konwencjonalnym, był przez długi czas dominujący w bankach centralnych. Konwencjonalne podejście zakłada (w tradycji dynamicznego modelu typu AD-AS), że demografia nie wpływa systematycznie na inflację dzięki temu, iż zmiany liczby ludności wpływają jednocześnie i równomiernie na zagregowaną podaż (i to na podaż zarówno długookresową – produkt potencjalny, jak i krótkookresową), a także na zagregowany popyt, przesuując cały układ odniesienia

¹ Demografia jest rozumiana w niniejszym rozdziale w sposób uproszczony i obejmuje proces starzenia się społeczeństw na skutek spadających w ujęciu globalnym wskaźników dzietności oraz rosnącego oczekiwanego czasu życia przy narodzeniu. W konsekwencji tych procesów następuje (i będzie następowała) zmiana struktury populacji światowej – rosnący udział osób starszych oraz towarzyszący temu spadek udziału osób młodszych w populacji. Często spotykanym w praktyce jednowymiarowym wskaźnikiem podsumowującym te procesy jest wskaźnik obciążenia demograficznego (*OADR, Old Age Dependancy Ratio*), zdefiniowany jako relacja osób w wieku 65+ do liczby osób w wieku produkcyjnym. Warto nadmienić, że choć procesy starzenia się społeczeństw dotyczą właściwie niemal wszystkich krajów, to jednak następują z różną intensywnością w różnych częściach świata: obecnie procesy starzenia się społeczeństw są bardziej zaawansowane w krajach rozwiniętych, a w przyszłości intensywność tego procesu będzie silniejsza w krajach rozwijających się.

² D. Bloom, D. Canning, J. Sevilla, *The Demographic Dividend – A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change*, RAND, Santa Monica, CA 2003.

³ P. Diamond, *National debt in a neoclassical growth model*, „American Economic Review” 1965, no. 55(5).

⁴ J. Hagemeyer, K. Makarski, J. Tyrowicz, *Unprivatizing the pension system: The case of Poland*, „Applied Economics” 2015, vol. 47(8).

dla polityki pieniężnej i pozostawiając lukę popytową niezmienną. Ponadto, jeżeli procesy starzenia generują zmiany struktury wydatków i popytu konsumpcyjnego w gospodarce, wywołując zmiany cen relatywnych, to może to wpływać na poziom cen, ale jedynie w krótkim okresie, co zapewnia, że inflacja jest pod kontrolą banków centralnych, a demografia jest ortogonalna względem polityki pieniężnej.

Tymczasem L. Summers, podkreślając dużo szersze makroekonomiczne konsekwencje procesu starzenia się społeczeństw (chyba najlepsze ujęcie zawarte w przemówieniu podczas NABE Policy Conference⁵), zwrócił ponownie uwagę ekonomistów na możliwość wystąpienia *secular stagnation*⁶, co wywołało ożywioną dyskusję i wzrost świadomości różnych konsekwencji procesu starzenia się społeczeństw. Ponadto, w ostatnich kilku latach banki centralne zaczęły coraz baczniej się przyglądać i analizować, czy i jak demografia wpływa zarówno na otoczenie polityki pieniężnej (procesy inflacyjne, mechanizm transmisji polityki pieniężnej), jak i na samą politykę pieniężną. Wymownym przykładem może być fakt, że w 2014 r. jeden z paneli na prestiżowej konferencji banków centralnych w Jackson Hole był poświęcony kwestiom demograficznym. Oczywiście, w tle tej debaty występują dłuższe epizody bardzo niskiej inflacji lub deflacji w wielu krajach świata, jak również niezbyt budujące doświadczenia Banku Japonii (Bank of Japan) z ograniczaniem deflacji.

Literatura w tym zakresie nie jest zbyt bogata, a co ważne – jest rozproszona. Celem niniejszego rozdziału jest próba uporządkowania i syntezy tej literatury. Ponadto, zasadne wydaje się omówienie w jednym miejscu najważniejszych kanałów oddziaływania demografii na politykę pieniężną. W kolejnych punktach rozdziału zostaną omówione pośrednie oraz bezpośrednie kanały oddziaływania.

2. Pośredni wpływ demografii na politykę pieniężną

Demografia wpływa na sposób funkcjonowania podmiotów gospodarczych, co ma wpływ zarówno na procesy inflacyjne, jak i na mechanizm transmisji polityki pieniężnej, zmieniając uwarunkowania i kontekst polityki pieniężnej. Wpływ

⁵ L.H. Summers, *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, „Business Economics” 2014, vol. 49(2).

⁶ Pierwotnie użyty przez A. Hansena podczas przemówienia w trakcie spotkania American Economic Association w 1938 r. – zob. A.H. Hansen, *Economic Progress and Declining Population Growth*, „American Economic Review” 1939, vol. 29(1).

ten jest wielowymiarowy, a tym miejscu zostaną przedstawione takie aspekty, jak: oszczędności, aktywa, inwestycje, stopa procentowa, ryzyko, bilans płatniczy i kurs walutowy, ceny i oczekiwania inflacyjne.

Oszczędności

Punktem startowym analizy wpływu demografii na oszczędności jest teoria cyklu życia (znana jako PILCH – *Permanent Income/Life Cycle Hypothesis*)⁷. Wskazuje ona, że przy bardzo ogólnych założeniach odnośnie do preferencji i braku ograniczeń związanych z dostępem do rynków finansowych, optymalnym wyborem w warunkach całego horyzontu życia jednostki jest utrzymanie względnie stałego rozkładu konsumpcji w cyklu życia.

Biorąc pod uwagę fakt, że dochód w cyklu życia (zwłaszcza dochód z pracy) jest zazwyczaj rozłożony w sposób nierównomierny i uzyskiwany głównie w okresie aktywności zawodowej, względna stałość konsumpcji w cyklu życia implikuje, że głównym czynnikiem budującym oszczędności są dochody. Choć przewidywania teorii PILCH są dodatkowo zakłócane przez takie czynniki, jak motywy przezornościowe i transfery międzypokoleniowe, ale estymowane z danych profile indywidualnych konsumpcji i dochodów są w dużej mierze z nią spójne⁸ (rysunek 1).

Jedną z implikacji PILCH jest fakt, że skoro pracownicy w sile wieku, osiągający największe dochody w cyklu życia, tworzą oszczędności, a ludzie starsi generują „dysoszczędności” w gospodarce, to będące konsekwencją procesu starzenia rosnące wskaźniki obciążenia demograficznego powinny się przekładać na spadek oszczędności w gospodarce (efekt ten można nazwać kohortowym). Jednakże ta sama teoria wskazuje na drugi efekt, oddziałujący w drugim kierunku – jedną z przyczyn procesu starzenia jest wzrost długości trwania życia, co (bez odpowiedniego dostosowania wieku emerytalnego) oznacza jednocześnie wzrost oszczędności, które muszą starczyć na dłuższy okres (efekt ten można nazwać efektem długowieczności). Zarówno dane empiryczne (rysunek 2), jak i analizy modelowe⁹ wskazują, że efekt kohortowy zdecydowanie przeważa i konsekwencją procesu starzenia się

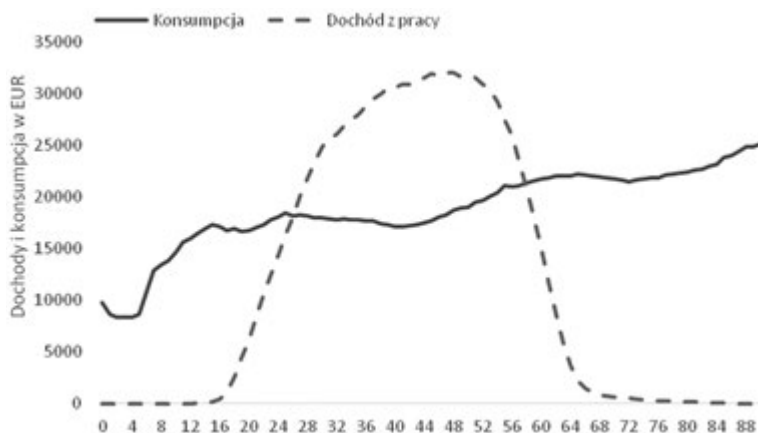
⁷ Zob. F. Modigliani, *The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital*, „Social Research” 1966, no. 33(2); M. Friedman, *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton, NJ 1957.

⁸ A. Kolasa, *Life cycle income and consumption patterns in transition*, „National Bank of Poland Working Papers” 2012, no. 133.

⁹ O. Attanasio, S. Kitao, G.L. Violante, *Global demographic trends and social security reform*, „Journal of Monetary Economics” 2007, vol. 54(1).

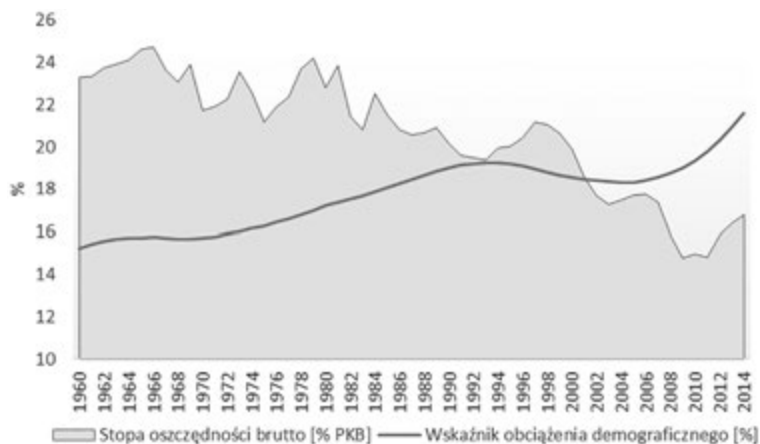
jest spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych. Również prognozy długookresowe OECD¹⁰ wskazują na spadek stopy oszczędności w horyzoncie 2060 r.

Rysunek 1. Rozkład dochodów z pracy i konsumpcji w cyklu życia w Niemczech w 2003 r.



Źródło: R. Lee, A. Mason, *Population Aging and the Generational Economy: A Global Perspective*, Edward Elgar, Cheltenham, UK 2011.

Rysunek 2. Stopa oszczędności i wskaźnik obciążenia demograficznego w USA



Uwaga: Wskaźnik obciążenia demograficznego jest relacją (wyrażoną w %) liczby osób w wieku 65+ do liczby osób w wieku produkcyjnym.

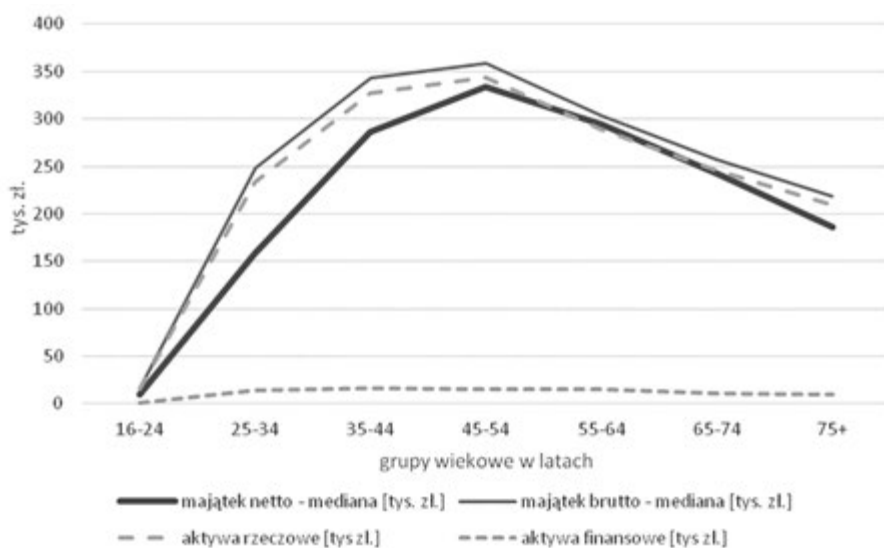
Źródło: World Bank Database.

¹⁰ *Looking to 2060: Long-term global growth prospects*, OECD Economic Policy Papers no. 03, November 2012.

Aktywa finansowe, ceny na rynkach aktywów

Jedną z implikacji PILCH w zakresie aktywów jest fakt, że ludzie akumulują aktywa w okresie aktywności zawodowej, aby je później deakumulować w celu sfinansowania konsumpcji w okresie, w którym podeszły wiek uniemożliwia pracę zarobkową. Sugeruje to, że osoby wieku największej aktywności zawodowej powinny mieć więcej aktywów niż osoby starsze. Tymczasem dane dotyczące zasobności gospodarstw domowych¹¹ wskazują, że co prawda najwyższy majątek netto przypada na grupę wiekową 45–54 lata, ale deakumulacja majątku osób starszych jest stosunkowo powolna. Ponadto, majątek netto osób starszych jest przeciętnie wyższy niż osób młodych, a grupa wiekowa 75+ jest w posiadaniu znacznego majątku netto.

Rysunek 3. Rozkład aktywów finansowych gospodarstw domowych według wieku w Polsce w 2014 r.



Źródło: NBP, Departament Stabilności Finansowej, *Zasobność gospodarstw domowych w Polsce – Raport z badania pilotażowego 2014 r.*, Warszawa 2015.

¹¹ Zob. dla krajów strefy euro: *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey — Results from the First Wave*, „ECB Statistics Paper” 2013, no. 2, Household Finance and Consumption Network, European Central Bank; a dla Polski: *Zasobność gospodarstw domowych w Polsce – Raport z badania pilotażowego 2014 r.*, NBP, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa 2015.

Istnienie przymusowych systemów emerytalnych oraz ich efektywność w wygładzaniu całkowitych dochodów w cyklu życia zmienia nieco rozkład bodźców do oszczędzania, ale powinien wpływać raczej na skalę akumulacji aktywów poza systemem emerytalnym, a nie spowalniać dekulację aktywów. Z literatury wynika, że czynnikami odpowiedzialnymi za niepełną dekulację aktywów jest motyw altruistyczny (decyzja o akumulacji czy tempie dekulacji oszczędności bywa podejmowana na poziomie rodziny i uwzględnia transfery międzypokoleniowe) oraz zabezpieczenie się przed ryzykiem finansowania wydatków zdrowotnych¹². Ponadto, na poziomie indywidualnym istnieje duża niepewność w zakresie oczekiwanego czasu trwania życia.

Konsekwencją makroekonomiczną tego, że majątek osób starszych jest większy niż osób młodszych jest fakt, że kraje starzejące się, o wyższym wskaźniku obciążenia demograficznego, będą miały więcej aktywów. Ponadto, PILCH wskazuje, że osoby młodsze z zasady tworzą popyt na kredyt (zwłaszcza hipoteczny), spłacając go w okresie aktywności zawodowej.

Zatem proces starzenia będzie prowadził do zwiększenia majątku netto gospodarstw domowych. Ma to pewne konsekwencje dla kanałów oddziaływania polityki pieniężnej. Gospodarstwa domowe mogą częściej polegać na samofinansowaniu konsumpcji czy inwestycji, co oznacza spadek efektywności kanału kredytowego polityki pieniężnej. Z kolei, wzrost majątku gospodarstw domowych oznacza wzrost efektywności kanału majątkowego w mechanizmie polityki pieniężnej, z efektem netto trudnym do przewidzenia, ale potencjalnie mogącym zmniejszyć opóźnienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Ponadto, osoby młodsze z zasady częściej nabywają aktywa, a osoby starsze – raczej je sprzedają. Proces starzenia powoduje, że na rynku aktywów sprzedających jest więcej, a kupujących mniej, czego naturalną konsekwencją jest spadek cen aktywów oraz stóp procentowych. Siła tego efektu dla różnych typów aktywów może być nierównomierna. Analiza J. Poterby¹³ wskazuje, że spadek popytu na aktywa finansowe w latach 2020–2050 w konsekwencji procesu starzenia w USA powinien być raczej niewielki. Również istnienie efektywnego międzynarodowego arbitrażu dla aktywów finansowych sugeruje niewielki wpływ demografii na rynek tych aktywów. Nieco inaczej sytuacja może wyglądać w przypadku aktywów rzeczowych, czyli

¹² E. Battistin, A. Brugiavini, E., Rettore, G. Weber, *The Retirement Consumption Puzzle: Evidence from a Regression Discontinuity Approach*, „American Economic Review” 2009, vol. 99(5).

¹³ J. Poterba, *Impact of Population Aging on Financial Markets in Developed Countries*, „FRB Kansas City – Economic Review” 2004, no. 89(4).

w przypadku gospodarstw domowych głównie mieszkań. Akumulacja tego typu aktywów następuje zazwyczaj wcześniej w cyklu życia¹⁴ i mają one dużo większe znaczenie w strukturze aktywów gospodarstw domowych. O ile wpływ demografii na aktywa finansowe wydaje się niewielki, o tyle jej wpływ na rynek mieszkaniowy może być dużo silniejszy, a co ważniejsze – zauważalny. Oszacowania na podstawie ekonometrycznego modelu panelowego¹⁵ wskazują, że wyższe o 1 pkt proc. OADR było związane z przeciętnie niższą o 2/3 pkt proc. realną dynamiką cen mieszkań.

Biorąc pod uwagę fakt, że aktywa mieszkaniowe są dominującym składnikiem majątku gospodarstw domowych, konsekwencją prawdopodobnego spadku cen mieszkań w przyszłości będą napięcia w bilansach gospodarstw domowych – zwiastującą większą ich podatność na obciążenie kosztami obsługi długu (przypomnijmy, że popyt na kredyt w konsekwencji procesu starzenia będzie wyższy), czyli na stopy procentowe. Będzie to szczególnie zauważalne w przypadku krajów, w których duże znaczenie mają systemy emerytalne typu DC (*Defined Contribution*), nakładające większe ryzyko finansowe na gospodarstwa domowe.

Ryzyko

Kolejny pośredni efekt oddziaływania demografii na politykę pieniężną jest związany z ryzykiem. Badania nad pomiarem oraz zróżnicowaniem indywidualnym awersji do ryzyka¹⁶ wskazują, że osoby w wieku 65+ cechują się wyższą relatywną awersją do ryzyka (przeciętnie o ok. 66% wyższy współczynnik awersji do ryzyka). Jest to związane z faktem, że osoby starsze mają przeciętnie mniej czasu, aby odrobić potencjalne straty związane z loterią.

Oznacza to jednak, że w starzejących się społeczeństwach coraz mniejsze znaczenie w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej będzie pełnił kanał ryzyka. Jest to związane z faktem, że w przypadku spadku stóp procentowych zwiększa się skłonność podmiotów ekonomicznych do poszukiwania wyższych stóp zwrotu oferowanych poza systemem bankowym (oczywiście przy akceptacji wyższego ryzyka). Przekłada się to bezpośrednio na zwiększony popyt inwestycyjny w gospodarce,

¹⁴ F. Yang, *Consumption over the Life Cycle: How Different is Housing?*, „Review of Economic Dynamics” 2009, vol. 12(3).

¹⁵ E. Takáts, *Ageing and asset prices*, „BIS Working Papers” 2010, no. 318, Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements.

¹⁶ M. Halek, J. Eisenhauer, *Demography of Risk Aversion*, „The Journal of Risk and Insurance” 2001, vol. 68(1).

działając poza systemem bankowym. Proces starzenia redukuje zatem efektywność polityki pieniężnej, a opisany efekt jest szczególnie silny w przypadku niskich stóp procentowych, i do tego faktu powrócimy w dalszej części rozdziału.

Inwestycje

Inwestycje są najbardziej zmiennym elementem popytu krajowego, ze względu m.in. na fakt, że wiele różnorodnych czynników wpływa na to źródło popytu. Nie jest zatem niczym dziwnym, że demografia wpływa na inwestycje wieloma różnymi kanałami. Poszczególne kanały oddziaływania są ponadto różnokierunkowe, choć większość z nich wskazuje na spadek inwestycji w efekcie starzenia się społeczeństw.

Obniżając na popyt inwestycyjny wpływa spadek zagregowanego popytu w gospodarce, będący efektem procesu starzenia. Mniejsza liczba ludności oznacza mniejszy popyt konsumpcyjny w gospodarce, niższą niezbędną do jego zaspokojenia wartość dodaną, a zatem również mniejszy kapitał produkcyjny (przy założeniu stałości technologii produkcji). Dodatkowo, opisane wcześniej procesy nie są również obojętne dla inwestycji – wyższa awersja do ryzyka w konsekwencji procesu starzenia ogranicza możliwości finansowania inwestycji, co zazwyczaj obniża popyt inwestycyjny, a spadające ceny aktywów, zwłaszcza mieszkań, będą w naturalny sposób ograniczały to źródło popytu na inwestycje w gospodarkach poddanych procesowi starzenia się. Ponadto, ważne są również argumenty technologiczne, gdyż mniejsza populacja oznacza mniejszą liczbę pracowników. Przy klasycznych założeniach odnośnie do technologii produkcji, a głównie z faktu, że

$$\frac{\partial \left(\frac{\partial F(K, L)}{\partial K} \right)}{\partial L} = f_{KL} > 0,$$

można wywnioskować, że proces starzenia przyczynia się do obniżenia efektywności kapitału, co w konsekwencji zmniejsza popyt inwestycyjny.

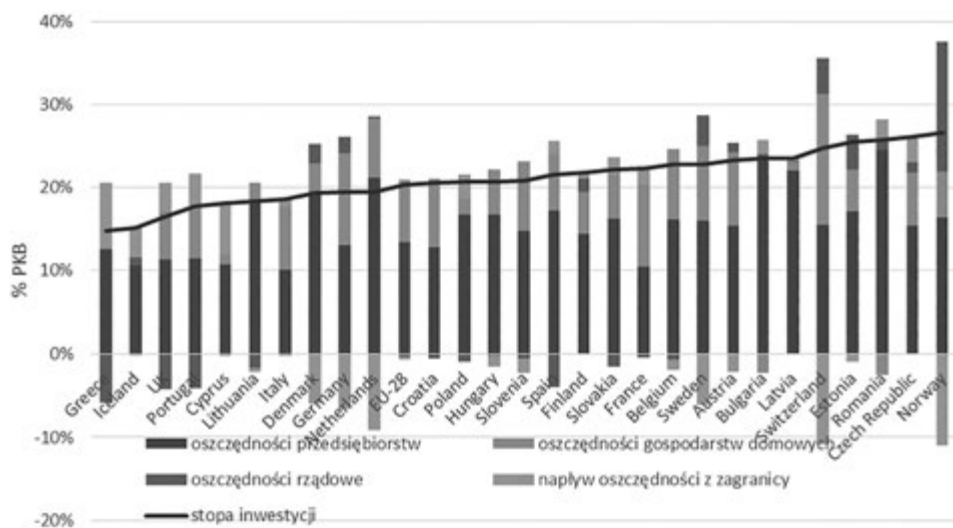
Jednocześnie, mniejsza liczba pracowników może nie być neutralna dla wyborów technologicznych firm. Bardzo trudno jest przewidzieć kierunek zmian technologicznych w tym zakresie, argumenty ekonomiczne pozwalają jednak wskazać, że firmy mogą się skłaniać do wprowadzania technologii substytucyjnych względem kurczących się zasobów pracy, potencjalnie bardziej kapitałochłonne (choć doświadczenia historyczne podpowiadają, że przesunięcie ciężkości w wykorzystaniu czynników produkcji może bardziej dotyczyć szeroko rozumianej wiedzy).

Ponadto, potencjalne dostosowanie technologii w kierunku większej kapitałochłonności procesów produkcyjnych będą hamowane zmianami wywołanymi demografią struktury konsumpcji, generalnie w kierunku usług (co jest związane np. z opieką nad ludźmi starszymi).

Realne stopy procentowe i obroty bieżące

Z badań wynika, że wpływ netto procesu starzenia na inwestycje będzie negatywny, co przyczynia się do spadku realnych stóp procentowych. Jednocześnie, obniżające się oszczędności gospodarstw domowych stanowią czynnik wzrostowy dla stóp procentowych. Ponieważ oba procesy – tworzenia oszczędności i popytu inwestycyjnego – są niezależne od siebie, jedynie przypadek może sprawić, że ich siła będzie porównywalna. Ogólnie należy się raczej spodziewać dostosowania stóp procentowych, choć ich kierunek może być niejednoznaczny.

Rysunek 4. Finansowanie inwestycji w wybranych krajach EU w latach 2009–2014



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Warto jednak pamiętać, że niezależnie od siły oddziaływania demografii na oszczędności gospodarstw domowych i inwestycje przedsiębiorstw, rola tych pierwszych w finansowaniu inwestycji nie jest dominująca. Przeciętnie w EU-28 w latach 2009–2014 (rysunek 4) oszczędności gospodarstw domowych finansowały jedynie

ok. 37% inwestycji (i nie był to wynik kryzysu – w latach 2000–2008 udział ten wyniósł ok. 33%). Sugeruje to, że dla stopy procentowej determinujący będzie kanał inwestycji, co wskazuje, że w przyszłości należy oczekiwać spadków stopy procentowej.

Na spadkowy trend stopy procentowej w przyszłości wskazuje również inny argument, mający swoje źródło w modelach optymalizacji konsumpcji w cyklu życia. Podstawowym elementem tych modeli jest równanie Eulera, które dla bardzo ogólnych założeń ma zazwyczaj postać typu:

$$u'(c_t) = \left(\frac{1}{1+\rho} \right) (1+r) u'(c_{t+1}),$$

gdzie:

$u'()$ – funkcja użyteczności,

c_t – wielkość konsumpcji w okresie t ,

r – realna stopa procentowa,

ρ – stopa dyskonta czasowego.

Równanie to może generować skomplikowaną dynamikę konsumpcji, ale w przybliżeniu przewiduje ono, że dynamika konsumpcji jest dodatnią (o ile funkcja użyteczności przewiduje, że $u'(c_t) < 0$) funkcją różnicy między stopą procentową r a stopą dyskonta czasowego ρ . Ponadto, w długim okresie stylizowane fakty Kaldora stwierdzają, że konsumpcja jest proporcjonalna do dochodu. Z kolei większość modeli wzrostu, będących w użyciu przez ekonomistów przewiduje, że w długim okresie produkcja i dochód rosną w tempie wzrostu populacji, powiększonym o tempo postępu technologicznego. Zatem łącząc te wszystkie fakty, dochodzimy do wniosku, że gorsza demografia (niższe tempo wzrostu populacji) musi pociągać za sobą niższą stopę procentową (przy założeniu stałej stopy dyskonta).

Spadek stóp procentowych w wyniku czynników demograficznych potwierdzają też analizy modelowe. Symulacja kontrfaktyczna oparta na modelu równowagi ogólnej na danych historycznych USA¹⁷, z wyłączeniem efektu obniżenia wzrostu populacji oraz wzrostu oczekiwanego czasu życia wskazuje, że oba efekty przyczyniły się do spadku stóp procentowych w latach 1990–2014 łącznie o 1,5 pkt proc. Co ciekawe, większość obniżki stopy procentowej nie jest generowana przez tempo wzrostu populacji, ale raczej przez wzrost oczekiwanego trwania życia. W rozpatrywanym w niniejszym rozdziale modelu główny kanał wpływu demografii na stopy

¹⁷ C. Carvalho, A. Ferrero, F. Nechio, *Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism*, „Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series” 2016, no. 2016–5.

procentowe przebiega nie poprzez inwestycje, ale poprzez oszczędności, a dłuższy oczekiwany czas życia, jak już wcześniej wspomniano, generuje bodźce dla wzrostu oszczędności (tym samym, model przewiduje, że oszczędności rosną, co nie jest do końca spójne z opisanymi poprzednio argumentami). Również z prognozy rozwoju sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych¹⁸ wynika, że nastąpi spadek stopy procentowej w horyzoncie 2070 r., zwłaszcza w przypadku modelu opartego na założeniach gospodarki otwartej.

Ponadto, jeśli w efekcie zmian demograficznych doświadczymy spadku realnych stóp procentowych, prosty model gospodarki otwartej pokazuje, że spadek stopy procentowej i dostępnych w kraju funduszy pożyczkowych wywoła wzrost odpływów kapitałowych netto, a zatem również wzrost eksportu netto i salda na rachunku obrotów bieżących. Choć przewidywanie zmian kursów walutowych jest obarczone ogromną niepewnością, to opisane procesy będą wywierały deprecyjną presję na walutę krajów relatywnie szybciej się starzejących. Te teoretyczne rozważania zostały potwierdzone przez badania ekonometryczne¹⁹, z których wynika, że rzeczywiście kraje doświadczające postępującego starzenia mają mniejsze oszczędności i inwestycje oraz wyższe saldo obrotów bieżących, czyli coraz częściej stają się eksporterami netto kapitału.

Warto wspomnieć, że w prezentowanych szacunkach jest sporo niepewności, a wpływ demografii na stopę procentową może zależeć od takich czynników, jak: kształt systemów zabezpieczenia emerytalnego, międzynarodowa mobilność czynników produkcji (choć proces starzenia to w zasadzie zjawisko globalne) czy kształt polityk fiskalnych i oszczędności generowanych przez sektor finansów publicznych.

Inflacja

Naturalną konsekwencją procesu starzenia się społeczeństwa jest niższy poziom przeciętnych cen w gospodarce. Biorąc pod uwagę, że proces demograficzny jest długookresowy (lub co najmniej średniookresowy), to ujemne wartości inflacji są również długookresowe, czyli spójne z ogólnie przyjętą definicją deflacji. W czasach powojennych było niewiele epizodów deflacyjnych, a jeden z najbardziej spektakularnych dotyczył gospodarki Japonii. Choć deflacja w Japonii ma wiele przyczyn,

¹⁸ O. Attanasio, S. Kitao, G.L. Violante, *Global demographic trends and social security reform*, „Journal of Monetary Economics” 2007, vol. 54(1).

¹⁹ M. Higgins, *Demography, National Savings, and International Capital Flows*, „International Economic Review” 1998, vol. 39(2).

niekoniecznie związanych z niekorzystną demografią, której doświadcza ten kraj, to jest ona również wskazywana jako jedna z przyczyn deflacji. Jak zatem demografia wpływa na poziom cen?

Podstawowe argumenty wiążą się z dynamicznym modelem typu AD-AS. Bezpośrednim efektem starzenia się jest mniejszy bieżący zagregowany popyt. Jak już wcześniej wspomniano, gdyby towarzyszyła mu równocześnie dokładnie o tyle samo mniejsza zagregowana podaż (każdy konsument to jednocześnie pracownik), to efekt byłby neutralny dla inflacji (starzenie nie generowałoby ujemnej luki popytowej). Tymczasem jeden z prezesów Bank of Japan, M. Shirakawa²⁰, wskazuje, że ze względu na długotrwałość i przewidywalność w horyzoncie planowania podmiotów ekonomicznych procesów starzenia, niższemu bieżącemu popytowi towarzyszą coraz silniejsze negatywne oczekiwania odnośnie do przyszłego popytu i wzrostu gospodarczego. Ponadto, presja, którą proces starzenia nakłada na finanse publiczne, może również wywołać oczekiwania wyższych obciążeń podatkowych w przyszłości, również przyczyniając się do niższego bieżącego popytu. Dodatkowo, spadek zagregowanego popytu może być pogłębiany negatywnym efektem majątkowym związanym z opisanymi wcześniej malejącymi cenami aktywów, zwłaszcza mieszkań. Wszystko to powoduje, że spadek zagregowanego popytu jest większy niż spadek zagregowanej podaży, czyli otwiera się ujemna luka popytowa, mogąca potencjalnie trwać przez wiele okresów. Podstawowy model zawierający krzywą Phillipsa lub krzywą typu AS:

$$\pi_t = \beta E[\pi_{t+1}] + \gamma(\log y_t - \log y_t^*) + \epsilon_t,$$

gdzie:

π_t – inflacja w okresie t ,

$E[]$ – operator oczekiwań,

y_t – poziom produktu w okresie t ,

y_t^* – poziom produktu potencjalnego,

ϵ_t – szok kosztowy,

β, γ – dodatnie parametry,

²⁰ M. Shirakawa, *Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences*, „Monetary and Economic Studies” 2012, vol. 30. Autor ten wskazuje również na dodatknią zależność empiryczną między inflacją a tempem wzrostu populacji w wieku produkcyjnym, przybierającą na sile w latach po 2000 r. względem lat 90. XX w.

wskazuje, że konsekwencją ujemnej luki popytowej jest spadek inflacji, wywołujący obniżenie się oczekiwań inflacyjnych, prowadząc w konsekwencji do deflacji.

Ten sam model AD-AS wskazuje również, że jeśli bank centralny nie zorientuje się, że operuje w środowisku pogarszającej się demografii lub – co bardziej prawdopodobne – nie uwzględni konsekwencji wpływu demografii na kształtowanie się realnych stóp procentowych (w języku modelu AD-AS chodzi o niższą naturalną realną stopę procentową r^*), to systematycznie niedoszacowując wpływu starzenia na spadek naturalnej stopy procentowej, wywoła długotrwale wyższe realne stopy procentowe, dodatkowo ściągając poziom ceny w dół i sam generując presję deflacyjną.

Dodatkowy argument teoretyczny wskazujący na źródła wpływu demografii na inflację został podniesiony przez J. Bullarda, C. Garriga i Ch.J. Wallera²¹. Ma on zupełnie inny charakter i pochodzi raczej z ekonomii politycznej. Autorzy ci zwracają uwagę na redystrybucyjne efekty inflacji. Mianowicie, wyższa inflacja powoduje redystrybucję realnego dochodu w kierunku pożyczkobiorców, czyli zgodnie z analizowanymi wcześniej przewidywaniami modelu PILCH – w kierunku osób młodych. Ponadto, wyższa inflacja przekłada się na wzrost płac nominalnych (co w naturalny sposób dotyczy osób pracujących, czyli ludzi młodych), a niekoniecznie na wielkość emerytur czy innych źródeł dochodu w okresie starości. Czynniki te powodują, że osoby starsze preferują niższą inflację. Wraz ze zmianą struktury wiekowej społeczeństwa zmieniają się zatem zagregowane preferencje społeczeństwa względem inflacji, innymi słowy – rośnie awersja do inflacji. Te zmiany preferencji społeczeństwa mogą wpływać przez wybory polityczne bezpośrednio lub pośrednio na banki centralne. Na odmienne podejście osób starszych do inflacji mogą wskazywać empiryczne badania nad formułowaniem oczekiwań inflacyjnych w Wielkiej Brytanii. Z analizy D. Blanchflowera i C. MacCoille'a²² wynika, na podstawie danych ankietowych, że oczekiwania inflacyjne rosną wraz z wiekiem, sugerując większe znaczenie i świadomość, a zatem również awersję do inflacji w społeczeństwach starzejących się.

W kontekście przedstawionych rozważań ciekawa jest empiryczna praca M. Juselius i E. Takáts²³, którzy w modelu panelowym dla kilku krajów OECD, modelując inflację, oprócz standardowych zmiennych makroekonomicznych, kontrolujących

²¹ J. Bullard, C. Garriga, Ch.J. Waller, *Demographics, redistribution, and optimal inflation*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2012, November.

²² D. Blanchflower, C. MacCoille, *The formation of inflation expectations: On empirical analysis for the UK*, „National Bureau of Economic Research Working Papers” 2009, no. 15388.

²³ M. Juselius, E. Takáts, *Can demography affect inflation and monetary policy?*, „BIS Working Papers” 2015, no. 485.

efekty cyklu koniunkturalnego, włączając w specyfikację efekty kohortowe zmian demograficznych. Uzyskane wyniki wskazują paradoksalnie, że kohorty młode oraz kohorty starsze są „inflacyjenne”, a tymczasem kohorty w wieku produkcyjnym są „deflacyjenne”. Sugeruje to silnie nieliniową zależność inflacji od demografii.

Biorąc pod uwagę, że na poziomie agregatów makroekonomicznych zależność między wskaźnikiem obciążenia demograficznego a inflacją jest raczej ujemna, to wydaje się, że główny mechanizm wpływu starzenia na tendencje deflacyjne działa poprzez zagregowany popyt, jednocześnie będąc hamowany przez wpływ zmieniającej się struktury populacji (i struktury konsumpcji) na zagregowane ceny.

3. Bezpośredni wpływ demografii na politykę pieniężną i nominalne stopy procentowe

Do tej pory omówiliśmy wybrane elementy składające się na zmiany w otoczeniu gospodarczym, które najprawdopodobniej nastąpią lub już następują w krajach dotkniętych procesem starzenia społeczeństw. Wskazano pewne konsekwencje dla polityki pieniężnej. W tej części niniejszego rozdziału podsumujemy i uporządkujemy podstawowe wnioski.

Dobrym narzędziem porządkującym sposób myślenia jest często używana jako *proxy* dla opisu postępowania decydentów polityki pieniężnej reguła Taylora. Będziemy używać jej najprostszej postaci, gdyż kwestie dynamiczne, ważne dla analizy krótkookresowej, nie mają większego znaczenia dla naszych rozważań. Rozważmy zatem następującą zależność:

$$i = \pi + r^* + \alpha_\pi (\pi - \pi^*) + \alpha_y (\log y - \log y^*),$$

gdzie:

i – nominalna stopa procentowa,

π – stopa inflacji,

r^* – naturalna (realna) stopa procentowa,

π^* – cel inflacyjny banku centralnego,

y – poziom produktu,

y^* – poziom produktu potencjalnego (zatem $\log y - \log y^*$ to miara procentowego odchylenia bieżącego produktu od poziomu potencjalnego, zwana luką popytową),

α_π, α_y – dodatnie parametry mierzące siłę reakcji polityki pieniężnej na inflację odbiegającą od celu lub produkt odchylający się od poziomu potencjalnego.

Analizując wpływ demografii na mechanizm transmisji polityki pieniężnej, doszliśmy do następujących wniosków:

- konsekwencją pogarszających się uwarunkowań demograficznych będzie spadek cen aktywów, a zwłaszcza cen mieszkań, co oznacza występowanie dodatkowych napięć w bilansach gospodarstw domowych, a w konsekwencji większą ich podatność na zmiany stóp procentowych (z perspektywy polityki pieniężnej oznacza to mniejsze ruchy stopy procentowej niezbędne do stabilizowania gospodarki, a zatem niższe α_y w regule Taylora);
- konsekwencją pogarszających się uwarunkowań demograficznych będą istotnie niższe realne stopy procentowe; ponieważ demografia jest czynnikiem długookresowym, oznacza to jednocześnie niższą wicksellowską stopę procentową równowagi (r^* w języku reguły Taylora); choć pomiar r^* nie jest łatwy (tak samo jak innych wielkości dotyczących równowagi z giętkimi cenami), a jednym z częściej używanych sposobów pomiaru jest użycie modelu Laubacha-Williamsa (*notabene*, niedawno autorzy ci zaktualizowali swoje pierwotne szacunki²⁴, wskazując, że r^* bardzo się obniżyła w ostatnich latach, a choć ich metodyka nie uwzględnia procesów demograficznych, to potencjalnie mogą być one jednym ze źródeł tego spadku);
- we wcześniejszej części rozdziału zwrócono również uwagę na będący konsekwencją pogarszającej się demografii wzrost odpływów kapitałowych netto, co oznacza tendencję wzrostową aktywów finansowych netto (NFA, *Net Foreign Assets*) krajów podlegających procesowi starzenia; wyższe NFA oznaczają jednocześnie niższe ryzyko makroekonomiczne, co jest często związane z mniejszą zmiennością kursu walutowego (w języku reguły Taylora oznacza to mniejszą zmienność luki popytowej $\log y - \log y^*$ oraz mniejszą zmienność $\pi - \pi^*$, zatem *ceteris paribus* niższe wartości współczynników α_y i α_π potrzebne do stabilizowania gospodarki);
- doszliśmy też do wniosku, że ze względu na ujemną lukę popytową $\log y - \log y^*$ częściej będzie można obserwować niższą lub ujemną inflację π ;

²⁴ T. Laubach, J.C. Williams, *Measuring the Natural Rate of Interest Redux*, „Finance and Economics Discussion Series” 2016, no. 2016–11, Board of Governors of the Federal Reserve System.

- analiza i argumenty przytoczone przez J. Bullarda i in.²⁵ wskazują na możliwość zmiany preferencji społecznych względem inflacji, co może się przekładać na wyższą wartość α_π , czyli większą awersję polityki pieniężnej do inflacji i silniejsze reakcje ruchami stopy procentowej na odchylenia inflacji od celu; inną potencjalną konsekwencją zmiany preferencji społecznych względem inflacji może być też bardziej trwała zmiana celu polityki pieniężnej, zatem niższy poziom π^* .

Wszystkie przedstawione konsekwencje dla polityki pieniężnej wskazują jednoznacznie na spadek nominalnych stóp procentowych. Ponadto, efektywność polityki pieniężnej może ulec istotnym zmianom. Analizowane zmiany w otoczeniu gospodarczym oznaczają też zmiany relatywnej istotności różnych kanałów oddziaływania polityki pieniężnej, czego skutkiem jest zmiana czasu reakcji gospodarki na stopy procentowe. Zmiany w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej są wielokierunkowe i trudne do jednoznacznego określenia, będą jednak implikowały wzrost stopnia niepewności dla polityki pieniężnej – niepewności związanej z kształtem MTM.

4. Dalekosiężne wnioski dla polityki pieniężnej

Od początku kryzysu w 2008 r. banki centralne w większości regionów świata (choć oczywiście nie wszędzie) były zmuszone utrzymywać stopy procentowe na niskim lub bardzo niskim poziomie (czasami wspomaganych dodatkowymi operacjami płynnościowymi, nazywanymi luzowaniem ilościowym – *Quantitative Easing*). Przedstawiona powyżej analiza wskazuje, że jest prawdopodobne, iż stopy procentowe pozostaną na niższym poziomie w dłuższym okresie.

Choć wydaje się, że poziomy wielkości nominalnych nie mają większego znaczenia w gospodarce (zwłaszcza w długim okresie, o czym przekonywali monetaryści), to w przypadku stóp procentowych nie jest to prawdą. Ze względu na fakt, że gotówka, jako najbardziej płynne aktywo, nie przynosi zysków z jej utrzymywania, nominalne stopy procentowe związane z innymi, mniej płynnymi aktywami nie mogą być ujemne (technicznie, ze względu na koszty związane z utrzymywaniem gotówki czy oczekiwane zmiany kursu walutowego możliwe są nieznacznie ujemne stopy procentowe, co zresztą testują niektóre banki centralne w krajach

²⁵ J. Bullard, C. Garriga, Ch.J. Waller, op.cit.

rozwinętych). Problem ten jest nazywany w literaturze ZLB (*Zero Lower Bound on interest rates*). Zjawisko to jest obecnie oceniane jako raczej nietypowe i będące konsekwencją nadzwyczaj silnego kryzysu. Trafnie ujął to J.C. Williams (szef FED w San Francisco): *One conclusion from the precrisis research was that the ZLB was a problem that could potentially afflict any economy with a sufficiently low inflation target, but that the episodes at the ZLB would be relatively infrequent and generally short-lived*²⁶. Przedstawiona w niniejszym rozdziale argumentacja, przede wszystkim w zakresie stóp procentowych, wskazuje, że ZLB może się stać „stałym elementem krajobrazu”.

Ponadto, w przyszłości może nas czekać poważna dyskusja nad poziomem celu inflacyjnego. W ostatnich latach rozgorzała wśród ekonomistów dyskusja związana z adekwatnością poziomu celu inflacyjnego dla gospodarek szczególnie ciężko odczuwających skutki kryzysu ekonomicznego. Ekonomiści, tacy jak L. Ball²⁷ czy P. Krugman²⁸, wskazują na zasadność podwyższenia celów inflacyjnych, aby m.in. zmniejszyć częstotliwość pojawiania się epizodów ZBL. Jednakże, uwzględniając argumenty przytoczone w niniejszym rozdziale, warto byłoby na nowo przemyśleć kierunek ewentualnych zmian celów inflacyjnych, a zwłaszcza wziąć pod uwagę konsekwencje ustanowienia zbyt wysokiego poziomu celu inflacyjnego w deflacyjnym, poddanym wpływom demograficznym, środowisku. W literaturze na temat ZLB zwraca się uwagę na duże problemy związane z zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych, kiedy stopy krótkookresowe są ograniczone. Sugeruje to, że dyskusja nad polityką pieniężną w przyszłości może dotyczyć nie tylko wyborów w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*Direct Inflation Targeting*). Może lepszym rozwiązaniem instytucjonalnym na przyszłość jest stabilizowanie określonego poziomu cen (*Price-Level-Targeting*) lub stabilizowanie gospodarki wokół docelowego tempa wzrostu nominalnego PKB (*Nominal-GDP-Targeting*)? Jednakże presja deflacyjna i towarzyszące temu niższe tempo wzrostu gospodarczego w przyszłości implikują, że nominalny PKB może rosnąć stosunkowo wolno, co budzi pytania odnośnie do akceptowalnej społecznie wysokości celu dla tej zmiennej.

²⁶ J.C. Williams, *Monetary Policy When Rates Hit Zero: Putting Theory into Practice*, w: *Central Banking after the Great Recession: Lessons Learned, Challenges Ahead*, ed. D. Wessel, Brookings Institution, Washington, DC 2014.

²⁷ L. Ball L.M., *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, „IMF Working Paper” 2014, no. WP/14/92.

²⁸ P. Krugman, *Inflation Targets Reconsidered*, materiał prezentowany na konferencji ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, May 2014.

Odrębną kwestią jest efektywność polityki gospodarczej w środowisku pogarszającej się demografii. Przytoczono nieco argumentów wskazujących na spadek efektywności polityki pieniężnej, jednakże nie można zapominać, że polityka fiskalna w warunkach napięć budżetowych, związanych zarówno z kurczącą się bazą podatkową, jak i z „puchnącymi” wydatkami, może mieć również niewielkie pole do manewru i być mało efektywna. Ponadto, efektywność polityki monetarnej w środowisku niskich stóp procentowych będzie dodatkowo ograniczana przez mniej drożny kanał ryzyka, o czym była mowa w niniejszym rozdziale. Co ciekawe, w warunkach niskich stóp procentowych mogą się pojawiać paradoksalne efekty uboczne różnych polityk. Przykładowo, G.B. Eggertsson i N.R. Mehrotra²⁹ wskazują na takowe w przypadku reform podażowych.

Podsumowując, już w obecnych pokryzysowych czasach można się spotkać ze stwierdzeniem, że polityka pieniężna jest coraz mniej „podręcznikowa” – coraz częściej decydenci z banków centralnych sięgają lub są zmuszani przez okoliczności do sięgania po niestandardowe rozwiązania, niejako testując je na żywym organizmie gospodarczym. Poglębiające się niekorzystne zmiany demograficzne sugerują, że być może trzeba będzie w przyszłości napisać nowe podręczniki.

Bibliografia

- Attanasio O., Kitao S., Violante G.L., *Global demographic trends and social security reform*, „Journal of Monetary Economics” 2007, vol. 54(1).
- Ball L.M., *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, „IMF Working Paper” 2014, no. WP/14/92.
- Battistin E., Brugiavini A., Rettore E., Weber G., *The Retirement Consumption Puzzle: Evidence from a Regression Discontinuity Approach*, „American Economic Review” 2009, vol. 99(5).
- Blanchflower D., MacCoille C., *The formation of inflation expectations: On empirical analysis for the UK*, „National Bureau of Economic Research Working Papers” 2009, no. 15388.
- Bloom D., Canning D., Sevilla J., *The Demographic Dividend – A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change*, RAND, Santa Monica, CA 2003.
- Bullard J., Garriga C., Waller Ch.J., *Demographics, redistribution, and optimal inflation*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2012, November.

²⁹ G.B. Eggertsson, N.R. Mehrotra, *A Model of Secular Stagnation*, „National Bureau of Economic Research Working Papers” 2014, no. 20574.

- Carvalho C., Ferrero A., Nechio F., *Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism*, „Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series” 2016, no. 2016–5.
- Diamond P., *National debt in a neoclassical growth model*, „American Economic Review” 1965, no. 55(5).
- Eggertsson G.B., Mehrotra N.R., *A Model of Secular Stagnation*, „National Bureau of Economic Research Working Papers” 2014, no. 20574.
- Friedman M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton, NJ 1957.
- Hagemeyer J., Makarski K., Tyrowicz J., *Unprivatizing the pension system: The case of Poland*, „Applied Economics” 2015, vol. 47(8).
- Halek M., Eisenhauer J., *Demography of Risk Aversion*, „The Journal of Risk and Insurance” 2001, vol. 68(1).
- Hansen A.H., *Economic Progress and Declining Population Growth*, „American Economic Review” 1939, vol. 29(1).
- HFCN, *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the First Wave*, „ECB Statistics Paper” 2013, no. 2.
- Higgins M., *Demography, National Savings, and International Capital Flows*, „International Economic Review” 1998, vol. 39(2).
- Imam P.A., *Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness*, „International Journal of Finance & Economics” 2015, vol. 20(2).
- Juselius M., Takáts E., *Can demography affect inflation and monetary policy?*, „BIS Working Papers” 2015, no. 485.
- Kolasa A., *Life cycle income and consumption patterns in transition*, „National Bank of Poland Working Papers” 2012, no. 133.
- Krugman P., *Inflation Targets Reconsidered*, materiał prezentowany na konferencji ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, May 2014.
- Laubach T., Williams J.C., *Measuring the Natural Rate of Interest Redux*, „Finance and Economics Discussion Series” 2016, no. 2016–11, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Looking to 2060: Long-term global growth prospects*, OECD Economic Policy Papers no. 03, November 2012.
- Modigliani F., *The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital*, „Social Research” 1966, no. 33(2).
- NBP, *Zasobność gospodarstw domowych w Polsce – Raport z badania pilotażowego 2014 r.*, Warszawa 2015.
- Poterba J., *Impact of Population Aging on Financial Markets in Developed Countries*, „FRB Kansas City – Economic Review” 2004, no. 89(4).

- Shirakawa M., *Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences*, „Monetary and Economic Studies” 2012, vol. 30.
- Summers L.H., *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, „Business Economics” 2014, vol. 49(2).
- Takáts E., *Ageing and asset prices*, „BIS Working Papers” 2010, no. 318.
- Williams J.C., *Monetary Policy When Rates Hit Zero: Putting Theory into Practice*, w: *Central Banking after the Great Recession: Lessons Learned, Challenges Ahead*, ed. D. Wessel, Brookings Institution, Washington, DC 2014.
- Yang F., *Consumption over the Life Cycle: How Different is Housing?*, „Review of Economic Dynamics” 2009, no. 12(3).

COMPLEX RELATIONS BETWEEN DEMOGRAPHY AND MONETARY POLICY

For decades economists believed that demography has neglectable impact on monetary policy. The chapter rises arguments against that conventional view, claiming that demography affects decisions of economic agents, influencing both inflation processes and monetary transmission mechanism. This indirect influence has many dimensions. The graying economies will experience decrease of savings, investments and interest rates, decrease of asset prices, especially residential ones, and low inflation or even deflation in terms of consumption prices. The relative importance of different channels of monetary transmission mechanism may change. Moreover, demography may influence monetary policy directly, changing the way it is conducted and extending the ZLB periods in the future.

Keywords: demography, monetary policy, deflation, ZLB (Zero Lower Bound on Interest Rates)

ANALIZA PRZYCZYN ZMIAN PROJEKCJI EMERYTALNYCH W POLSCE I POZOSTAŁYCH KRAJACH UE W LATACH 2006–2015

Paweł Strzelecki*

Celem niniejszego rozdziału jest odpowiedź na pytanie, na ile zmiany założeń makroekonomicznych wpłynęły na długoterminowe prognozy wydatków publicznych wykorzystywane przez Komisję Europejską do oceny stabilności finansów publicznych w krajach Unii Europejskiej. W tym celu przeanalizowano zmiany kolejnych aktualizacji prognoz emerytalnych w latach 2006–2015. Dane te pozwoliły na wyodrębnienie efektów reform systemów emerytalnych oraz zmian założeń makroekonomicznych. Z porównań wynika, że istotne zmiany polskiego systemu emerytalnego przyniosły mniejszy efekt niż zmiany założeń makroekonomicznych. Podobne wnioski dotyczą większości krajów UE. Oznacza to, że ocena długoterminowej stabilności finansów krajów, mierzona za pomocą takich wskaźników, jak S1 czy S2, była w większości krajów bardziej związana ze zmiennością prognoz makroekonomicznych niż wprowadzanymi przez poszczególne kraje reformami. Relatywnie niewrażliwe na zmiany założeń makroekonomicznych pozostawały prognozy znacznego spadku stóp zastąpienia w polskim systemie emerytalnym, co powinno stanowić motywację do zwiększania poziomu długookresowych oszczędności.

Słowa kluczowe: prognozowanie ludności, prognozy makroekonomiczne, wydatki emerytalne, stopa zastąpienia

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Instytut Statystyki i Demografii; Narodowy Bank Polski; pstrzell@sgh.waw.pl

Autor dziękuje pani Adzie Zakrzewskiej za pomoc w opracowaniu danych.

1. Wprowadzenie

Jednym z podstawowych narzędzi oceny funkcjonowania systemu emerytalnego oraz konsekwencji reform emerytalnych są długoterminowe projekcje. Prognozy aktuarialne są szczególnie ważne w przypadku systemów o zdefiniowanym świadczeniu, w których równoważność między składkami a świadczeniami nie jest automatyczna¹. Podstawowym czynnikiem, którego wpływ jest uwzględniany w tego rodzaju prognozach dla krajów Unii Europejskiej, jest nieuchronny wzrost proporcji osób starszych w stosunku do osób w wieku produkcyjnym. Wzrost ten wynika z wydłużającego się oczekiwanego trwania życia obecnych generacji oraz coraz mniejszej liczebności młodych generacji w konsekwencji powszechnego utrzymywania się diety poniżej poziomu zastępowalności pokoleń. Należy jednak zauważyć, że poza ogólną tendencją nie ma powszechnego konsensusu dotyczącego scenariuszy założeń prognoz demograficznych, a ich wyniki mogą się istotnie zmieniać w czasie².

Jeszcze większa niepewność cechuje makroekonomiczne założenia długoterminowych projekcji emerytalnych, takie jak np. tempo wzrostu wynagrodzeń, stopa bezrobocia czy tempo wzrostu PKB. Nie zwalania to jednak ich autorów z konieczności opisywania ich modelami ekonomicznymi. Wiarygodność założeń makroekonomicznych zależy bowiem od ich wewnętrznej spójności związanej z zależnościami ekonomicznymi w gospodarce. Trudno sobie, przykładowo, wyobrazić długoterminowe występowanie wzrostu wynagrodzeń, o wiele wyższego od wzrostu produktywności pracy w gospodarce. Prognozy zmiennych makroekonomicznych nie mogą być także oderwane od potencjalnych przyszłych ograniczeń rozwoju danej gospodarki. Barierą taką może być np. zmniejszająca się podaż pracy wynikająca ze starzenia się ludności. Oznacza to, że opis scenariuszy prognoz emerytalnych wymaga informacji na temat scenariusza ekonomicznego, stanowiącego tło projekcji³.

¹ S.L. Ellis, E. Kivisaari, D. Stańko, *Background Paper: The Role of Actuarial Calculations and Reviews in Pension Supervision*, „IOPS Working Papers of Effective Pension Supervision” 2015, no 24, s. 3.

² N. Keilman, *How Accurate Are the United Nations World Population Projections?*, „Population and Development Review” 1998, no. 24, s. 15–16.

³ Przykładowo takiego, jak w projekcji: *The 2015 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-28 Member States (2013–2060)*, „European Economy” 2015, no. 3, s. 13–48.

Celem niniejszego rozdziału jest zbadanie, w jakim stopniu prognozy wydatków emerytalnych w Polsce oraz innych krajach UE ulegały zmianom ze względu na wprowadzane reformy emerytalne oraz na ile zmiany te stanowiły efekt korekt długoterminowych założeń w modelach ekonomicznych i demograficznych. Odpowiedź na to pytanie jest ważna nie tylko dla podsumowania skutków najważniejszych reform wprowadzonych w Polsce w ostatnich latach, lecz także dla oceny wrażliwości projekcji emerytalnych na zmiany wynikające z czynników niezwiązanych bezpośrednio z samym reformowaniem systemu emerytalnego.

Większość dotychczasowych publikacji wykorzystujących projekcje i symulacje emerytalne dotyczyła skutków wprowadzonych lub planowanych reform. Niniejszy rozdział stanowi ich uzupełnienie, wskazując, na ile projekcje emerytalne sprawdzały się w dotychczasowej historii. W odróżnieniu od wspomnianych prac, w niniejszym rozdziale jest przede wszystkim przedstawiona hipoteza o kluczowym znaczeniu zmian założeń długookresowych prognoz demograficznych i ekonomicznych dla wyników prognoz emerytalnych. Temat ten jest szczególnie istotny w obliczu pojawiających się coraz częściej wątpliwości dotyczących źródeł długoterminowego wzrostu gospodarczego po kryzysie ekonomiczno-finansowym w 2009 r.⁴ W kolejnych punktach rozdziału przedstawiono historyczne zmiany założeń prognoz emerytalnych dla Polski w latach 2006–2015 oraz szczegółową analizę ich wpływu na prognozy dla Polski. Ponadto, przeanalizowano powody zmian prognoz emerytalnych dla wszystkich krajów UE w latach 2012–2015.

Analizy przeprowadzone w niniejszym rozdziale opierają się na historycznych projekcjach systemów emerytalnych przygotowywanych przez instytucje publiczne krajów Unii Europejskiej na potrzeby grupy roboczej działającej przy Komisji Europejskiej⁵ (AWG) i zajmującej się wpływem starzenia się społeczeństw na finanse publiczne krajów członkowskich. Pierwsza projekcja emerytalna, przygotowana przez Polskę w ramach prac tej grupy, została opublikowana w 2006 r. Stąd analiza błędów prognoz *ex post* została przeprowadzona dla lat 2006–2014 na podstawie informacji z kolejnych raportów AWG⁶ oraz dodatkowych dokumentów objaśniających

⁴ *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, eds C. Teulings, R. Baldwin, CEPR Press, London 2014, s. 27–38.

⁵ Więcej informacji na temat prac *Working Group on Ageing Populations and Sustainability* (AWG) można znaleźć na stronie internetowej: http://europa.eu/epc/working_groups/ageing_en.htm

⁶ Do tej pory ukazały się cztery raporty zawierające prognozy emerytalne dla Polski oparte na założeniach przygotowanych przez AWG w latach 2006, 2009, 2012 i 2015. Zostały one wskazane w bibliografii.

obliczenia i wyniki dotyczące Polski⁷, a także analogicznych dokumentów dotyczących innych krajów. Porównania ułatwił fakt, że w całym okresie prognozowania obowiązywał jednakowy mechanizm opracowywania założeń i aktualizacji projekcji emerytalnych oraz były publikowane informacje pozwalające rozdzielić wpływ zmian systemu emerytalnego i zmian założeń projekcji.

2. Zmiany założeń prognoz demograficznych i ekonomicznych oraz ich potencjalny wpływ na prognozy emerytalne

Prognozy demograficzne są uważane za wyjątkowo niezmiennie w czasie. Wiąże się to z przekonaniem o wyjątkowości zdarzeń katastroficznych (takich jak wojny, epidemie czy masowa migracja), które mogłyby prowadzić do gwałtownych zmian liczby i struktury ludności zamieszkującej na określonym terenie. Tymczasem, nawet pomijając zdarzenia katastroficzne, błędy prognoz demograficznych wykraczających poza okres życia jednego pokolenia (20–30 lat) mogą być znaczące⁸. Co więcej, pomimo rozwoju narzędzi prognostycznych, trafność prognoz demograficznych w przypadku krajów Europy nie wydaje się wzrastać⁹. Demografowie od dawna wskazują, że dla właściwej oceny ryzyka związanego z prognozami ludności należy używać prognoz stochastycznych, które kwantyfikują prawdopodobieństwo zaobserwowania określonej liczby ludności w określonych przedziałach, a nie ograniczają analiz do jednego lub kilku scenariuszy, których prawdopodobieństwo trudno jest ocenić. Jedyna, jak do tej pory, prognoza stochastyczna ludności Polski¹⁰, przygotowana w 2005 r., wskazuje, że wzięcie pod uwagę zmienności związanej z błędami przeszłych projekcji ludności powoduje dużą rozpiętość prawdopodobnych konsekwencji procesu starzenia się ludności Polski w horyzoncie 2050 r., ale nie zmienia ogólnych wniosków co do przyszłego kierunku zmian liczby ludności. W omawianej

⁷ Raporty AWG są uzupełniane o dodatkowe, krajowe publikacje opisujące szczegóły projekcji. Dla Polski wykorzystano dane z publikacji: J. Stachura, P. Strzelecki, *Ageing Working Group. Polish Country Fiche on Pension Projections 2011*, Working Group on Ageing, Warszawa 2012 oraz Ministerstwo Finansów, *Ageing Working Group. Polish Country Fiche on Pension Projections 2014*, Warszawa 2014.

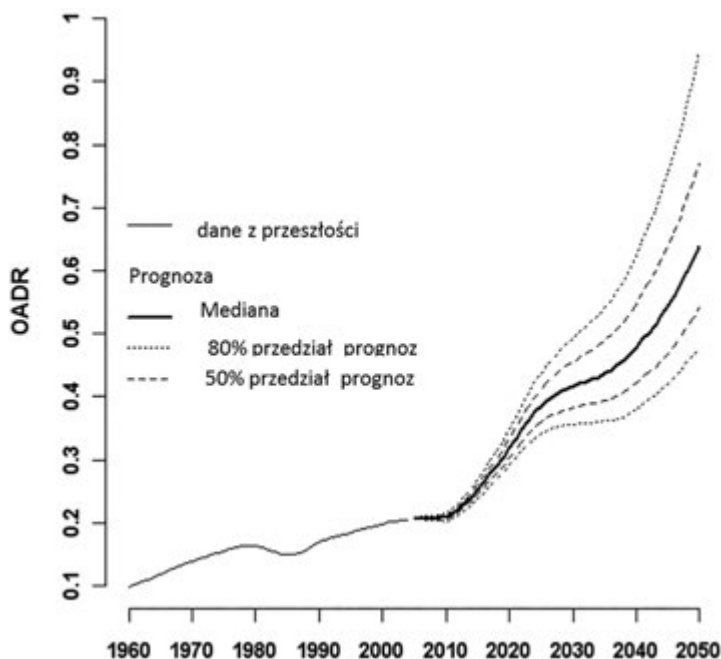
⁸ N. Keilman, *Uncertainty in National Population Forecasting: Issues Backgrounds, Analyses, Recommendations*, Sweis&Zeitlinger B.V., Amsterdam/Lisse 1990.

⁹ N. Keilman, *European Demographic Forecasts Have Not Become More Accurate over the Past 25 Years*, „Population and Development Review” 2008, no. 34(1), s. 137–158.

¹⁰ A. Matysiak, B. Nowok, *Stochastic Forecast of the Population of Poland, 2005–2050*, „Demographic Research” 2007, no. 17(11), s. 322–332.

projekcji przedziałów środkowych 80% wartości prognozowanego OADR¹¹ wynosiły od 0,5 do 1, ale OADR wzrastał wobec wyjściowego poziomu ok. 0,2 (rysunek 1).

Rysunek 1. Stochastyczna prognoza współczynnika obciążenia demograficznego (OADR)



Źródło: A. Matysiak, B. Nowok, *Stochastic Forecast of the Population of Poland, 2005–2050*, „Demographic Research” 2007, no. 17(11), s. 327.

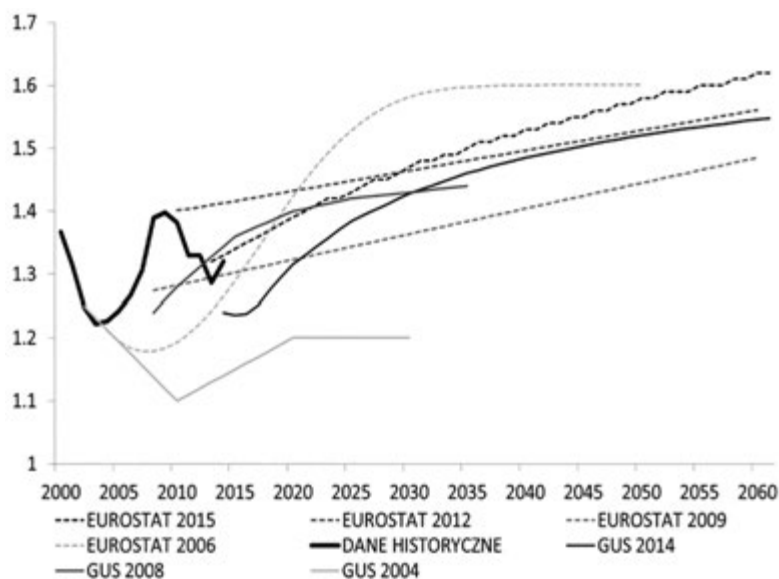
Głównym źródłem błędów dotychczasowych¹² prognoz ludności w długim okresie są trudności w przewidywaniu dzietności. Przeszłe obserwacje wskazują, że eksperci prognozujący przyszłe poziomy tej zmiennej mają tendencję do ekstrapolacji nawet stosunkowo krótkich, kilkuletnich trendów i „przereagowywania” w przypadku zmiany trendu (rysunek 2). Z drugiej strony, w prognozach demograficznych powszechnie przyjmuje się założenie, że z biegiem czasu zmienna ta powinna się przybliżać do wartości gwarantującej stabilizowanie się wielkości i struktury

¹¹ *Old Age Dependency Ratio* – współczynnik obciążenia demograficznego pokazujący, ile osób w wieku emerytalnym będzie przypadać na 1 osobę w wieku produkcyjnym.

¹² Dotychczasowe prognozy nie odzwierciedlają w pełni procesów migracyjnych, bazując na rejestrowanej migracji.

wieku ludności. Istnieją jednak badania demograficzne¹³ pokazujące, że utrzymywanie się bardzo niskiej dzietności w długim okresie nie jest wykluczone i mogą zachodzić mechanizmy społeczne, które „konserwują” utrzymywanie się tego zjawiska (tzw. *low fertility trap*).

Rysunek 2. Porównanie założeń dotyczących współczynnika dzietności ogólnej TFR w projekcjach ludności Polski w latach 2006–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i GUS.

Wykorzystywane w projekcjach emerytalnych AWG projekcje ludności są przygotowywane przez Eurostat, który w projekcjach z lat 2008–2014 stosował ujednolicone podejście do opracowywania założeń dzietności, umieralności i migracji dla wszystkich krajów¹⁴. Założenia te odzwierciedlają dwa podstawowe mechanizmy: 1) upodabnianie się kultur i stylów życia w krajach UE oraz 2) możliwość aktywnego i skutecznego stosowania przez państwa polityk przeciwdziałających negatywnym skutkom starzenia się społeczeństw i prowadzących do stabilizowania struktury ludności. Zakładano zatem, że poprzez politykę państwa można uniknąć

¹³ M. Testa, V. Skirbekk, W. Lutz, *The Low-Fertility Trap Hypothesis: Forces That May Lead to Further Postponement and Fewer Births in Europe*, „Vienna Yearbook of Population Research” 2006, no. 4, s. 167–192.

¹⁴ Eurostat, *EUROPOP 2007 Convergence Scenario: Summary Note DOC. ESTAT/FI/PRO (2007) 02/GL*, Luxembourg 2007.

pułapki niskiej dzietności oraz jest możliwe częściowe równoważenie niedoborów siły roboczej przez migracje zastępcze (*replacement migration*). W praktyce, podejście stosowane w założeniach prognostycznych dla poszczególnych krajów można określić jako powolną konwergencję współczynników obserwowanych w większości krajów do poziomów współczynników obserwowanych w kraju wskazanym jako lider. Zaletą tego podejścia jest stosunkowo niewielka zmienność ścieżek demograficznych w odległej przyszłości. W kolejnych projekcjach bowiem docelowy punkt, do którego zbiegają poszczególne projekcje – poziom kraju lidera prognozowany w dalekiej przyszłości – prawie się nie zmienia. Dostosowania projekcji ludności dotyczą więc w większości najbliższej przyszłości, która jest głównie określana przez liczebność już żyjących pokoleń. Niestety, ten sposób aktualizacji założeń powoduje, że okres 2006–2015 to wciąż za mało, aby w pełni ocenić trafność założeń prognoz demograficznych.

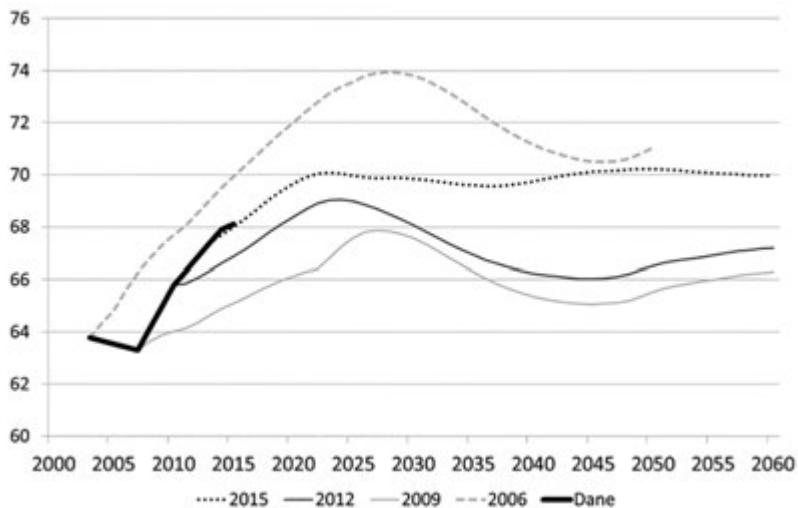
Przygotowanie spójnych wewnętrznie i porównywalnych międzynarodowo długoterminowych prognoz dynamiki wzrostu PKB, stóp bezrobocia czy tempa wzrostu wynagrodzeń jest naturalną domeną instytucji międzynarodowych. W projekcjach AWG od początku ich powstawania¹⁵ zmienne ekonomiczne są powiązane w system gwarantujący spójność założeń w poszczególnych krajach oraz uwzględnienie stopniowej konwergencji gospodarek krajów europejskich. Podobne powiązanie zmiennych makroekonomicznych w spójny model jest także stosowane w długoterminowych projekcjach OECD¹⁶. Przyjęcie ujednoliconych mechanizmów automatycznie ekstrapolujących przeszłe dane może jednak wpływać na nieoszacowanie efektów zmian trendów. Przykładem tego rodzaju zjawiska jest prognozowanie współczynnika aktywności zawodowej w Polsce (rysunek 3) przez Komisję Europejską.

Pierwsza projekcja z 2006 r. zakładała, że wyjątkowo niska aktywność zawodowa osób w wieku przedemerytalnym w Polsce powinna wzrastać, tak aby konwergować do średniej krajów UE. W kolejnych latach okazało się, że tak się nie stało, a zmiana metody prognozowania aktywności zawodowej na bardziej szczegółową spowodowała, że prognozy współczynnika aktywności zawodowej były znacznie bardziej pesymistyczne. Odwrócenie niekorzystnego trendu i wzrost współczynników aktywności zawodowej trwający od 2008 r. był natomiast nieoszacowany w następnych projekcjach, gdyż stosowane przez AWG modele ekonometryczne nie traktowały jako trendu zjawiska obecnego jedynie na końcu próby.

¹⁵ Ministerstwo Finansów, op.cit., s. 30–45.

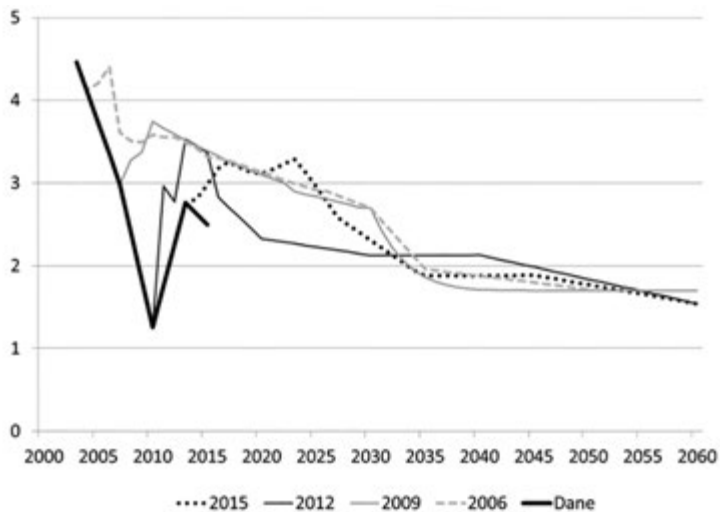
¹⁶ *Looking to 2060: Long Term Global Growth Prospects*, OECD Economic Policy Papers no. 3, November 2012.

Rysunek 3. Prognozowany współczynnik aktywności zawodowej osób w wieku 15–64 lata w prognozach opracowanych w latach 2006–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

Rysunek 4. Prognozowane roczne tempo wzrostu produktywności pracy (i wynagrodzeń) w gospodarce w prognozach opracowanych w latach 2006–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

Możliwa jest jednak nie tylko inercja założeń, lecz także sytuacja odwrotna – nadmierne dostosowanie prognozy w obliczu globalnego zdarzeń o nadspodziewanie wielkiej skali. Przykładem jest silne, ale jak się okazało kilkuletnie, obniżenie się produktywności pracy po kryzysie finansowym w 2009 r. Zjawisko to początkowo zostało uznane za tak ważne, że spowodowało rewizję prognoz wzrostu produktywności pracy w kolejnych dziesięcioleciach nie tylko dla Polski (rysunek 4), lecz także dla większości krajów UE.

Analiza wrażliwości projekcji AWG¹⁷ wskazuje, że największy względny wpływ na wyniki projekcji emerytalnych miały założenia dotyczące produktywności pracy/wynagrodzeń. Już zmiany tych założeń w przypadku prognoz dla Polski o $\pm 0,25$ pkt proc. przekładały się na wyraźne odchylenia prognoz emerytalnych; wzrost wydatków emerytalnych o 0,4 pkt proc. rocznie w 2060 r. (w przypadku niższego wzrostu produktywności) lub ich spadek o 0,4 pkt proc. (w przypadku wyższego wzrostu produktywności). Wrażliwość projekcji na te założenia jest znacznie wyższa niż potencjalnych zmian spowodowanych przez zmiany współczynnika aktywności zawodowej czy też wyraźnie szybszy od zakładanego wzrost długości trwania życia. W przypadku Polski stosunkowo niewielki jest wpływ na projekcje emerytalne rejestrowanej migracji. Należy jednak pamiętać, że jest ona wielokrotnie niższa niż faktyczna migracja oddziałująca na procesy gospodarcze.

Wyniki analogicznych analiz dotyczących wrażliwości systemów emerytalnych w różnych krajach UE na zmiany założeń demograficznych i ekonomicznych¹⁸ potwierdzają, że dla wnioskowania o przyszłości systemów emerytalnych w najbliższych dziesięcioleciach w większości krajów ważniejsze od założeń czysto demograficznych są założenia dotyczące tempa wzrostu wydajności pracy i wynagrodzeń w gospodarce. Należy jednak zauważyć, że ze względu na duże zróżnicowanie systemów emerytalnych, ich wrażliwość na zmiany rozmaitych założeń makroekonomicznych jest różna. Dla przykładu, te same zmiany produktywności pracy mogą nie mieć wpływu na prognozy (w takich krajach, jak Dania, Norwegia czy Finlandia) lub prowadzić do zmian wydatków emerytalnych bliskich 1 pkt proc. PKB (Portugalia, Belgia, Austria). Projekcje w większości krajów UE są także bardziej wrażliwe na zmiany demograficzne niż prognozy systemu emerytalnego w Polsce, co wynika z oparcia większości przyszłych świadczeń emerytalnych w Polsce na regule zdefiniowanej składki, a nie zdefiniowanego świadczenia jak w większości krajów UE.

¹⁷ Analiza taka została zaprezentowana w publikacji przygotowanej przez Ministerstwo Finansów, op.cit., s. 26.

¹⁸ Ibidem, s. 99–102.

3. Przyczyny zmian przewidywań wydatków emerytalnych w Polsce w latach 2006–2015

Dane AWG pozwalają na unikatową w polskich warunkach analizę, na ile zmiany długoterminowych projekcji emerytalnych były związane z reformami systemu emerytalnego, a na ile wpływ na nie miały zmiany założeń demograficznych i makroekonomicznych¹⁹. Dekompozycja zmian wyników prognoz emerytalnych jest możliwa ze względu na fakt, że kolejne aktualizacje prognoz emerytalnych były przygotowywane nie tylko przy uwzględnieniu nowych założeń demograficznych i makroekonomicznych, lecz także za każdym razem był przeliczany wariant, w którym model zawierający już wprowadzone zmiany związane z reformami systemu emerytalnego był przeliczany na podstawie założeń ekonomicznych i demograficznych z poprzedniej rundy prognostycznej. W ten sposób było możliwe wyodrębnienie wpływu zmian w systemie emerytalnym oraz zmian wynikających ze zmian założeń. Analiza konsekwencji wprowadzanych w przeszłości reform emerytalnych nie jest głównym celem niniejszego rozdziału, dlatego w dalszej jego części zostaną wymienione jedynie najważniejsze zmiany w systemie emerytalnym prowadzące do istotnych zmian prognoz²⁰.

Wprowadzona w 1999 r. reforma polskiego systemu emerytalnego zmieniła podstawowe reguły, jeśli chodzi o zależność między składkami a świadczeniami w systemie emerytalnym. W starym systemie zależność ta stanowiła jedynie część formuły emerytalnej służącej do obliczania świadczenia. Nowy system w całości został oparty na regule zdefiniowanej składki i przyszłe świadczenia w całości zależą od sumy składek opłaconych w trakcie życia. Nowa formuła naliczania świadczeń nie była jednak stosowana od początku, ale jedynie dla osób urodzonych po 31 grudnia 1948 r. W pierwszych dekadach funkcjonowania systemu większość portfela emerytów stanowiły osoby, którym przysługiwały stare, relatywnie bardziej hojne uprawnienia emerytalne. Tym można tłumaczyć obecny już w projekcji z 2006 r. spadek udziału wydatków emerytalnych w PKB w kolejnych latach, pomimo przewidywanego coraz większego wpływu starzenia się społeczeństwa na polską gospodarkę i system emerytalny (tabela 1).

¹⁹ W analizach pominięto wyodrębnianie efektów zmiany metod i zasięgu modelowania ze względu na ich niewielkie znaczenie oraz brak danych dotyczących ich wpływu przed projekcją z 2012 r.

²⁰ Więcej informacji na temat szczegółów zmian systemów emerytalnych uwzględnionych w projekcjach można znaleźć w: J. Stachura, P. Strzelecki, op.cit., s. 2–6 oraz Ministerstwo Finansów, op.cit., s. 3–8.

Tabela 1. Dekompozycja zmian poziomu wydatków emerytalnych w relacji do PKB w kolejnych rundach projekcji emerytalnych

Wyszczególnienie	2005	2007	2010	2013	2020	2030	2040	2050	2060
Projekcja z 2006 r.	<u>13,7</u>	13,0	11,2	9,9	9,6	9,0	8,5	7,9	.
Projekcja z 2009 r.	<u>13,7</u>	11,6	10,8	9,7	9,6	9,1	8,7	8,5	8,0
Projekcja z 2012 r.	<u>13,7</u>	<u>11,1</u>	11,8	10,9	10,9	10,9	10,3	10,0	9,6
Projekcja z 2013 r.	<u>13,7</u>	<u>11,1</u>	11,8	10,9	10,3	10,3	9,6	9,7	9,8
Projekcja z 2015 r.	<u>13,7</u>	<u>11,1</u>	<u>11,7</u>	11,5	10,8	10,5	10,1	10,6	10,8
Różnica projekcji z lat 2009–2006		–1,4	–0,4	–0,2	0,0	0,1	0,2	0,6	.
w tym:									
zmiany systemu		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	.
zmiany modelu i założeń		–1,4	–0,4	–0,2	0,0	0,1	0,2	0,6	.
Różnica projekcji z lat 2012–2009		–0,4	1,0	1,2	1,4	1,8	1,6	1,5	1,6
w tym:									
zmiany systemu		0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,8	1,1
zmiany modelu i założeń		–0,4	1,0	1,2	1,4	1,8	1,6	1,5	1,6
Różnica projekcji z lat 2013–2012			0,0	0,0	–0,6	–0,6	–0,7	–0,3	0,2
w tym:									
zmiany systemu			0,0	0,0	–0,6	–0,6	–0,7	–0,3	0,2
zmiany modelu i założeń			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Różnica projekcji z lat 2015–2013			–0,1	0,6	0,5	0,2	0,5	0,9	1,0
w tym:									
zmiany systemu			0,0	0,0	0,1	0,3	0,6	1,0	1,2
zmiany modelu i założeń			–0,1	0,6	0,4	–0,1	–0,1	–0,1	–0,2

Uwaga: Liczby podkreślone oznaczają ostateczne dane, pozostałe liczby dotyczą wartości prognozowanych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

Na wysoki początkowo udział wydatków emerytalnych w PKB wpływał relatywnie niski efektywny wiek emerytalny. Już w roku 2006 prognozowano, że sytuacja ta będzie się stopniowo zmieniać wraz z zastępowaniem emerytów uprawnionych do świadczeń ze starego systemu przez nowe generacje emerytów z systemu o zdefiniowanej składce tak, że w 2050 r. udział wydatków emerytalnych w stosunku do PKB spadnie poniżej 8%.

Zmiany projekcji AWG w latach 2006–2009 wynikały praktycznie wyłącznie z szybszej niż wcześniej zakładano poprawy sytuacji ekonomicznej, a zwłaszcza z silnego spadku bezrobocia w latach 2005–2008. Już w roku 2007 wydatki emerytalne

obniżyły się do ok. 11,6% PKB. Silniejszy niż wcześniej prognozowano wzrost PKB, wiążący się z większą liczbą pracujących i wyższymi wynagrodzeniami, był także przyczyną niższych niż poprzednio przewidywań dotyczących udziału wydatków emerytalnych w PKB aż do 2020 r. Dzięki lepszej sytuacji gospodarczej wzrosła wartość składek akumulowanych przez pokolenie wyżu demograficznego początku lat 80. XX w., co przekładało się także na wyższe w porównaniu z projekcją z 2006 r. przewidywane wydatki emerytalne w latach 2030–2050.

W roku 2012 została opublikowana pierwsza projekcja, która uwzględniała zmiany długoterminowych założeń makroekonomicznych po kryzysie ekonomiczno-finansowym z 2009 r. Nowe założenia makroekonomiczne, a głównie niższa produktywność pracy, podnosiły udział wydatków emerytalnych w PKB o 1–1,6 pkt proc. w latach 2010–2040, zaś różnica utrzymywałaby się do końca projekcji powyżej 0,5 pkt proc. Pomiedzy projekcjami wprowadzono także kilka ważnych zmian w samym systemie emerytalnym. Po pierwsze, od początku 2009 r. wcześniejsze emerytury zostały zastąpione przez znacznie mniej powszechne emerytury pomostowe. Efekty tej zmiany były już w dużym stopniu antycypowane we wcześniejszych projekcjach emerytalnych. Po drugie, została ograniczona składka przekazywana do OFE z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru. Zmiana ta prowadziła do natychmiastowego wzrostu dochodów FUS, ale w dłuższej perspektywie oznaczała, że państwo wzięło na siebie większą odpowiedzialność za wypłaty przyszłych emerytur. Stąd po roku 2030 efektem reformy byłyby coraz większe w porównaniu z sytuacją sprzed zmian wydatki publiczne. Według prognozy z 2030 r. te dodatkowe wydatki mogłyby sięgnąć dodatkowych 1,1 pkt proc. PKB w 2060 r. Cała ścieżka prognozy zostałaby spłaszczona. Prognozowano, że aż do 2030 r. publiczne wydatki na emerytury będą zbliżone do 11% PKB, do 2050 r. zaś nie powinny zejść poniżej 10% PKB.

W roku 2012 wprowadzono stopniowe podniesienie wieku emerytalnego. W związku z tym, pomiędzy kolejnymi rundami prognostycznymi została opracowana dodatkowa prognoza efektów reform wprowadzonych w latach 2012–2013, czyli podniesienia wieku emerytalnego oraz wprowadzenia minimalnego wieku przechodzenia na emeryturę dla nowych osób zatrudnionych w służbach mundurowych. Podniesienie wieku emerytalnego miało ujemny wpływ na publiczne wydatki emerytalne począwszy już od 2013 r. Przewidywano, że wpływ ten będzie coraz silniejszy wraz z podnoszeniem wieku do 67 lat w 2040 r., w szczytowym momencie obniżając wydatki publiczne o 0,7 pkt proc. PKB. Warto jednak zwrócić uwagę, że wraz z przechodzeniem wyżu demograficznego urodzonego w początkach lat 80. XX ubiegłego stulecia na emeryturę w wieku 67 lat stopniowo ujawniłby się efekt

zwiększonych skumulowanych uprawnień emerytalnych. W związku z tym nastąpiłby szybki wzrost udziału wydatków na emerytury po 2040 r. tak, że pod koniec projekcji wydatki emerytalne byłyby wyższe niż przed reformą, pomimo krótszego okresu pobierania świadczenia przez emerytów.

Zmiany w systemie emerytalnym w latach 2014–2015, prowadzące do przejścia przez państwo większości zobowiązań OFE wobec obywateli, oraz wprowadzenie mechanizmu suwaka dodatkowo ograniczającego czas akumulacji funduszy w OFE były głównym powodem wzrostu przewidywań dotyczących dodatkowego wzrostu obciążenia finansów publicznych kosztami świadczeń emerytalnych po 2020 r. Należy jednak zauważyć, że w krótszym horyzoncie czasowym wyraźny wpływ na prognozę (rzędu 0,4–0,6 pkt proc. PKB) miało pogorszenie się oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego, związanych z możliwością utrzymania się niskiego wzrostu produktywności pracy.

Podsumowując, w latach 2006–2015 Polski system emerytalny doświadczył kilku bardzo istotnych reform. Zdecydowano o podniesieniu wieku emerytalnego z 60/65 lat do 67 lat. Większość aktywów filara kapitałowego przekształcono w zobowiązania państwa oraz znacznie ograniczono strumień składek płynący do części kapitałowej systemu, co również wpływało na wzrost wydatków publicznych w prognozach. A jednak, pomimo wymienionych reform, zmiany w systemie emerytalnym nie był najistotniejszym składnikiem zmienności prognoz emerytalnych. Większą zmienność powodowały zmiany założeń demograficznych i ekonomicznych, które w analizowanym okresie uwzględniały przewartościowania wynikające ze światowego kryzysu ekonomicznego. Niepewność związana ze wskaźnikami ekonomicznymi była szczególnie ważna w najkrótszym horyzoncie. Dla przykładu, projekcje wydatków publicznych dla Polski sformułowane w 2006 r. okazały się być o ok. 2 pkt proc. PKB wyższe niż wydatki faktycznie obserwowane. Z drugiej strony, prognozy z 2013 r. były o ok. 1,5 pkt proc. PKB niższe niż faktycznie zaobserwowane.

Ważnym z punktu widzenia długoterminowego oszczędzania aspektem prognoz są relacje między pierwszą emeryturą a przeciętną płacą w gospodarce (tabela 2). Porównanie kolejnych projekcji stóp zastąpienia wskazuje, że w latach 2007, 2010 oraz 2013 faktyczne stopy zastąpienia okazały się wyraźnie wyższe od prognozowanych. Wynikało to nie tylko ze zmian założeń projekcji, lecz także z odkładania wejścia w życie wypłat z nowego systemu emerytalnego. Wprowadzone od 2013 r. stopniowe podnoszenie wieku emerytalnego doprowadziło z kolei do podniesienia prognoz stóp zastąpienia w długim terminie, ze względu na dwa mechanizmy

zwiększające świadczenia wynikające z podnoszenia wieku emerytalnego w systemie o zdefiniowanej składce. Po pierwsze, przyszli emeryci oszczędzają więcej poprzez dłuższą pracę, po drugie – dłuższy okres pracy oznacza krótszy okres pobierania świadczenia, który jest mianownikiem w formule emerytalnej. W przypadku stóp zastąpienia zmiany założeń makroekonomicznych odgrywały relatywnie niewielką rolę, gdyż był on odnoszony do wynagrodzeń. Warto jednak zwrócić uwagę, że spadek prognozowanych stóp zastąpienia pomiędzy projekcjami z lat 2009 oraz 2012 wiązał się przede wszystkim z założeniem znacznie niższego tempa wzrostu płac w pierwszych dziesięcioleciach projekcji, co odbijało się potem na relatywnie niższym kapitale emerytalnym kolejnych generacji przechodzących na emeryturę.

Tabela 2. Prognozowane stopy zastąpienia (w % ostatniego wynagrodzenia) w projekcjach emerytalnych AWG

Wyszczególnienie	2005	2007	2010	2013	2020	2030	2040	2050	2060
Projekcja z 2009 r.	46,3	45,4	46,3	47,1	48,8	39,1	32,2	28,8	27,7
Projekcja z 2012 r.	46,3	47,7	51,7	43,8	43,6	37,5	28,6	24,5	23,5
Projekcja z 2013 r.	46,3	47,7	51,7	46,9	46,2	45,5	41,2	31,1	28,5
Projekcja z 2015 r.	46,3	47,7	51,7	53,0	53,8	47,9	39,4	31,2	28,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

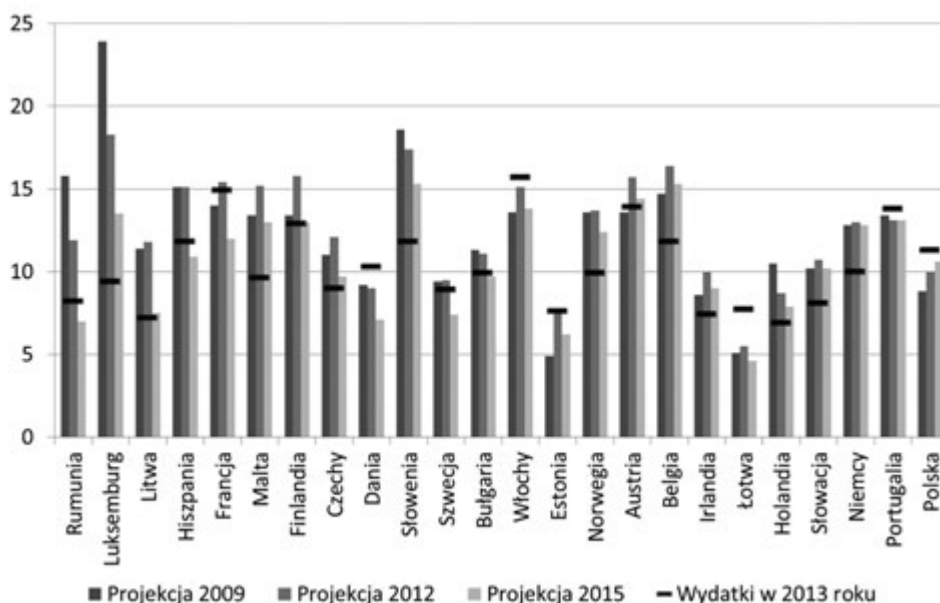
Prognozy dotyczące przyszłych stóp zastąpienia w polskim systemie emerytalnym były relatywnie stałe w czasie, pomimo zmian założeń ekonomicznych. We wszystkich przypadkach był prognozowany spadek stopy zastąpienia w ciągu najbliższych 50 lat o ok. 20–25 pkt proc. Zmiany założeń projekcji po kryzysie przełożyły się na spadek stopy zastąpienia w długim terminie o ok. 5 pkt proc., ale wprowadzona w 2013 r. reforma podnosząca wiek emerytalny automatycznie podnosiła także w przybliżeniu o 5 pkt proc. wartość przyszłych emerytur w stosunku do płac.

4. Przyczyny zmian wyników prognoz emerytalnych w krajach UE w latach 2012–2015

Najnowsza projekcja AWG pozwala na przeprowadzenie analogicznych analiz dotyczących źródeł zmian projekcji emerytalnych także w innych krajach UE. Porównanie prognozowanego udziału wydatków publicznych w PKB wskazuje, że ograniczenie przyszłych wydatków emerytalnych było obserwowane przede

wszystkim w krajach, w których prognozowane wydatki miały szczególnie wysoki poziom (powyżej 15% PKB) już przed kryzysem (rysunek 5). W krajach, w których dominują systemy o zdefiniowanej składce, prognozowany wpływ starzenia się ludności na wzrost wydatków emerytalnych w stosunku do PKB był ograniczony lub nie występował wzrost proporcji tych wydatków do PKB. Wyniki te potwierdzają, że systemy o zdefiniowanej składce stanowiły zabezpieczenie przed wzrostem obciążenia finansów publicznych w przyszłości. Silne przyszłe spadki stóp zastąpienia rodzą jednak także pytania o polityczną stabilność systemu emerytalnego w obliczu niskiej adekwatności przyszłych świadczeń i rosnącej grupy wyborców w wieku emerytalnym. Ważną obserwacją jest także fakt, że kryzys ekonomiczno-finansowy spowodował wyraźne podniesienie prognoz udziału wydatków emerytalnych w PKB w większości krajów. Z kolei względna poprawa sytuacji ekonomicznej po kryzysie przyczyniła się do poprawy prognoz wzrostu PKB i obniżenia wydatków emerytalnych w stosunku do PKB w większości krajów UE.

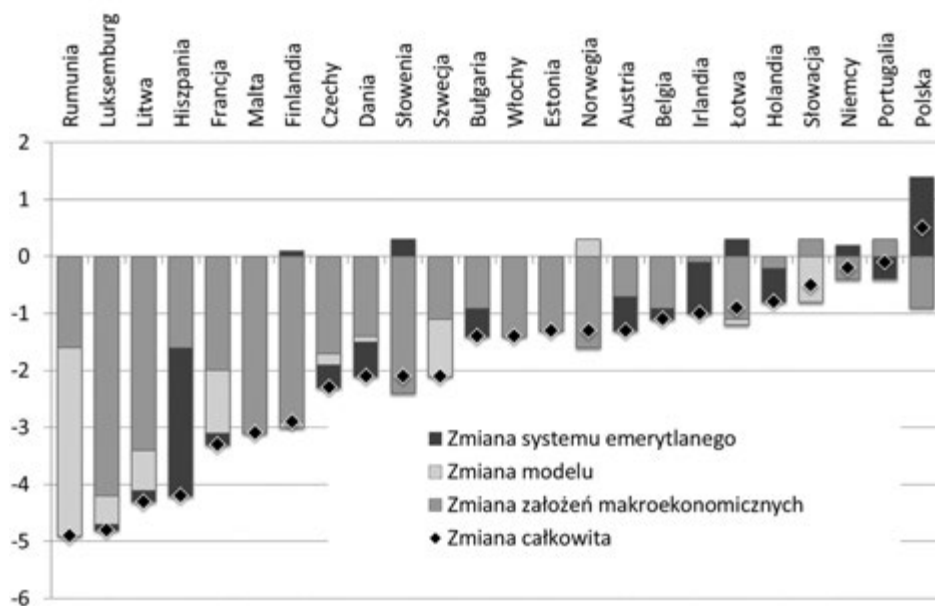
Rysunek 5. Prognozowane wydatki emerytalne jako % PKB w 2013 r. (linia pozioma) oraz w 2060 r. (słupki) według kolejnych projekcji AWG z lat 2009, 2012 i 2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

Kluczowe znaczenie zmieniających się założeń prognoz makroekonomicznych potwierdza rozliczenie przyczyn zmian wyników projekcji dla poszczególnych krajów (rysunek 6). W większości krajów UE w okresie 2013–2015 zmiany w prognozowanym poziomie wydatków emerytalnych w 2060 r. były związane ze zmianami założeń demograficznych i ekonomicznych projekcji. Prognozowane efekty wprowadzonych zmian w systemach emerytalnych były bezwzględnie wyższe od korekt dokonanych ze względu na założenia makroekonomiczne jedynie w Hiszpanii, Irlandii, Holandii oraz Polsce (skutki reform to odpowiednio $-2,6\%$ PKB, $-0,9\%$, $-0,6\%$ oraz $+1,4\%$ PKB). W pozostałych krajach UE skutki odreagowania przyjmowanych w czasie kryzysu pesymistycznych założeń dotyczących przyszłości były wyższe niż prognozowane długoterminowe skutki zmian systemów emerytalnych.

Rysunek 6. Rozliczenie przyczyn różnic prognoz z lat 2012 i 2015 dotyczących wydatków emerytalnych jako % PKB w 2060 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AWG.

5. Zakończenie

W niniejszym rozdziale omówiono źródła zmian projekcji emerytalnych przygotowywanych w latach 2006–2015 według jednolitych reguł określonych przez Komisję Europejską. Wyniki porównań wskazują, że zarówno w Polsce, jak i w wielu krajach UE większość zmian aktualizujących projekcje emerytalne wynikały nie tyle ze zmian systemu emerytalnego, ile ze zmian założeń kolejnych projekcji. Projekcje emerytalne w polskim systemie o zdefiniowanej składce są relatywnie najbardziej wrażliwe na zmiany założeń dotyczących produktywności pracy i wynagrodzeń w przyszłości. Pesymistyczne oczekiwania dotyczące długoterminowego wzrostu produktywności pracy po kryzysie ekonomiczno-finansowym zapoczątkowanym w 2008 r. okazały się mieć większy wpływ na projekcje wypłat związanych z przyszłymi emeryturami niż bezwzględny wpływ każdej ze zmian w systemie emerytalnym wprowadzonych w latach 2006–2014. Duży wpływ na wahania prognoz miała także szybka poprawa, jaka zaszła na polskim rynku pracy począwszy od 2006 r., przejawiająca się nie tylko spadającym bezrobociem, lecz także stabilnym trendem wzrostu aktywności zawodowej. Natomiast wydaje się, że okres dziesięciu lat nie był dostatecznie długi, aby w pełni rozpoznać ryzyko związane ze zmiennością wskaźników demograficznych.

Analiza ostatnich aktualizacji projekcji emerytalnych w różnych krajach UE także prowadzi do wniosku, że najważniejszym czynnikiem wpływającym na projekcje emerytalne były zmiany długoterminowych założeń makroekonomicznych, a nie wprowadzone reformy emerytalne. Z jednej strony, świadczy to o skali niepewności, jaka po kryzysie z 2009 r. dotyczy prognozowania zmiennych ekonomicznych, w tym zwłaszcza długoterminowego wzrostu wydajności pracy. Z drugiej strony wydaje się, że sytuacja ta uwidoczniła znaczne zwiększenie wagi prognoz makroekonomicznych w ocenie stabilności finansów publicznych rozważanych w raportach przygotowywanych przez Komisję Europejską po kryzysie. Prognozy AWG wpływają bowiem na oceny stabilności finansów publicznych poszczególnych krajów, formułowane za pomocą wskaźników S1 i S2²¹. Wydaje się, że aby uniknąć fluktuacji związanych ze zmianami długookresowych prognoz makroekonomicznych, założenia makroekonomiczne prognoz emerytalnych nie powinny ulegać tak dużym zmianom w czasie, jak obserwowane w przeszłości.

²¹ *Fiscal Sustainability Report 2015*, „European Economy Institutional Papers” 2016, no. 018, s. 22–35.

Z punktu widzenia długookresowych oszczędności przedstawione w niniejszym rozdziale wnioski wskazują, że niezależnie od zmian założeń prognoz oraz podniesienia wieku emerytalnego stopa zastąpienia w polskim systemie emerytalnym będzie się sukcesywnie obniżać z ok. 50% do ok. 30% przeciętnego wynagrodzenia. Trudno obecnie wskazać kraj rozwinięty, w którym przeciętnie stopa zastąpienia byłaby równie niska jak docelowy wskaźnik prognozowany dla Polski²². Problem ten może jednak nie być na razie dostrzegany przez generacje aktywne na rynku pracy, gdyż stopy zastąpienia osób przechodzących na emeryturę w ostatnich latach z różnych przyczyn nie obniżyły się znacząco. Obecna sytuacja uzasadnia jednak podjęcie działań zwiększających poziom oszczędności długoterminowych.

Porównania prognoz dokonane w niniejszym rozdziale mogą także uzupełniać badania dotyczące powodów zmniejszenia roli filarów kapitałowych w systemach emerytalnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Po kryzysie ekonomicznym powodem podejmowanych przez polityków decyzji mogły być nie tylko bieżące pogorszenie koniunktury, lecz także niepewność co do przyszłych wskaźników makroekonomicznych. W tej sytuacji duże i niekorzystne zmiany długoterminowych założeń makroekonomicznych w prognozach wydatków publicznych w porównaniu z dość niewielkimi i odległymi w czasie potencjalnymi efektami likwidacji systemów kapitałowych mogły być postrzegane jako zachęta do ograniczania filara kapitałowego w systemach emerytalnych.

Bibliografia

- Ellis S.L., Kivisaari E., Stańko D., *Background Paper: The Role of Actuarial Calculations and Reviews in Pension Supervision*, „IOPS Working Papers of Effective Pension Supervision” 2015, no. 24.
- Eurostat, *EUROPOP 2007 Convergence Scenario: Summary Note DOC. ESTAT/F1/PRO(2007)02/GL*, Luxembourg 2007.
- Fiscal Sustainability Report 2015*, „European Economy Institutional Papers” 2016, no. 018.
- Keilman N., *European Demographic Forecasts Have Not Become More Accurate over the Past 25 Years*, „Population and Development Review” 2008, no. 34(1).
- Keilman N., *How Accurate Are the United Nations World Population Projections?*, „Population and Development Review” 1998, no. 24.

²² *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris 2015, s. 139.

- Keilman N., *Uncertainty in National Population Forecasting: Issues Backgrounds, Analyses, Recommendations*, Sweis&Zeitlinger B.V., Amsterdam/Lisse 1990.
- Looking to 2060: Long Term Global Growth Prospects*, OECD Economic Policy Papers no. 3, November 2012.
- Matysiak A., Nowok B., *Stochastic Forecast of the Population of Poland, 2005–2050*, „Demographic Research” 2007, no. 17(11).
- Ministerstwo Finansów, *Ageing Working Group. Polish Country Fiche on Pension Projections 2014*, http://europa.eu/epc/pdf/country_fiche_en.zip
- Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris 2015.
- Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, eds C. Teulings, R. Baldwin, CEPR Press, London 2014.
- Stachura J., Strzelecki P., *Ageing Working Group. Polish Country Fiche on Pension Projections 2011*, Working Group on Ageing, Warszawa 2012.
- Testa M., Skirbekk V., Lutz W., *The Low-Fertility Trap Hypothesis: Forces That May Lead to Further Postponement and Fewer Births in Europe*, „Vienna Yearbook of Population Research” 2006, no. 4.
- The 2009 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008–2060)*, „European Economy” 2009, no. 2.
- The 2012 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2010–2060)*, „European Economy” 2012, no. 2.
- The 2015 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-28 Member States (2013–2060)*, „European Economy” 2015, no. 53.
- The Long-term Sustainability of Public Finances in the European Union*, „European Economy” 2006, no. 4.

THE ANALYSIS OF REASONS FOR THE PENSION PROJECTION UPDATES IN POLAND AND THE OTHER EU COUNTRIES IN THE YEARS 2006–2015

The aim of this chapter is to answer the question: to what extent the changes in the macroeconomic assumptions influenced the long-term public expenditure projections used by the European Commission? These projections are used to assess the long-term public finance sustainability in the EU countries. We analyse the subsequent updates of the pension projections in the period 2006–2015. The data regarding the assumptions of the projections and the estimates of the effects of pension reforms allowed us to decompose the changes of the pension projections

into two parts: first, connected with newly introduced pension reforms and the second connected with the changes in macroeconomic assumptions. The results suggest that significant changes in the Polish pension system since the year 2006 have resulted in the lower impact on pension projections than changes in the macroeconomic assumptions after the global financial and economic crisis in 2009. Similar conclusions can be drawn for the majority of the other EU countries. It means that the assessment of long-term sustainability of public finance measured by S1 or S2 indicators depended strongly on the variability of the macroeconomic outlook and it was less related to the introduced pension reforms. The projected significant drop of the replacement rates in the Polish pension system remained relatively insensitive to changes in macroeconomic assumptions. It should be an incentive to increase the level of the long-term savings.

Keywords: population projections, long-term macroeconomic forecasting, pension expenditures, pension system projections, replacement rate

HORYZONT CZASOWY W HIERARCHII MOTYWÓW OSZCZĘDZANIA

Sylwester Białowas*

Iwona Olejnik*

Gospodarstwa domowe, oszczędzając na różne cele, zakładają różne horyzonty czasowe. Celem niniejszego rozdziału jest identyfikacja horyzontów czasowych odnoszących się do poszczególnych motywów oszczędzania. Przedstawiono w nim typowe horyzonty dla poszczególnych celów i motywów oszczędzania. Analizę przeprowadzono zarówno dla najważniejszych celów oszczędzania wskazanych przez gospodarstwa domowe, jak i dla agregatów: hierarchicznego ujęcia motywów oszczędzania i dwuczynnikowego modelu oszczędzania. Oprócz zależności horyzontu czasowego od motywów oszczędzania, zweryfikowano dodatkowo zależność horyzontu oszczędzania od dochodu, przewidywanej kwoty oszczędności oraz wieku (prognozowanej długości dalszego życia według GUS). W rozdziale wykorzystano wyniki badań własnych. Stanowiły one fragment badań zrealizowanych w Polsce w 2014 r. w ramach projektu badawczego Narodowego Centrum Nauki pt. *Zachowania oszczędnościowe i finansowe zabezpieczenie emerytalne w gospodarstwach domowych – determinanty, postawy, modele* (nr UMO-2012/05/B/HS4/04183)¹.

Słowa kluczowe: horyzont czasowy oszczędzania, cele oszczędzania, motyw oszczędzania

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Badań Rynku i Usług; Sylwester.Bialowas@ue.poznan.pl, Iwona.Olejnik@ue.poznan.pl

¹ Przeprowadzone badania miały charakter ilościowy, były prowadzone metodą wywiadów bezpośrednich przy pomocy ankietatorów Głównego Urzędu Statystycznego. Dobór do próby był losowy, a liczebność wyniosła 1163 respondentów – dorosłych przedstawicieli gospodarstw domowych, zarówno osób pracujących jak i emerytów. Próba jest reprezentatywna ze względu na takie cechy, jak: płeć, wiek i wykształcenie głowy gospodarstwa, liczbę osób w gospodarstwie domowym, wielkość miejscowości oraz region.

1. Horyzont oszczędzania w literaturze ekonomicznej

Odroczenie konsumpcji w literaturze ekonomicznej zawsze wiązano z preferencjami czasowymi. Już w XIX w. J. Rae, wymieniając determinanty oszczędzania, wskazywał m.in. preferencje czasowe². Z kolei W.S. Jevons wskazywał nieracjonalność preferencji czasowych, usprawiedliwiając ich istnienie jedynie niepewnością przyszłości³. Szczególną uwagę preferencji czasu poświęcił także I. Fisher, czyniąc z upływu czasu kluczowy element w teorii stopy procentowej⁴.

Problem preferencji czasowych pojawia się zarówno w klasycznych (LCH), jak i behawioralnych teoriach oszczędzania. W klasycznej teorii cyklu życia większe oczekiwania dyskonta są związane z mniejszą skłonnością do odraczania gratyfikacji, co w efekcie zmniejsza oszczędności⁵. W behawioralnej teorii cyklu życia (BLCH) R.H. Thaler przypisuje niemożność oszczędzania (odroczenia konsumpcji) brakowi silnej woli⁶. Zachowania oszczędnościowe są niespójne, a niespójność wzrasta wraz z rosnącym horyzontem czasowym⁷.

Na zachowania oszczędnościowe wpływa wartość dyskontowanych kwot, składająca się na wysokość oczekiwanej premii. Przy małych kwotach są oczekiwane relatywnie wyższe premie (bardzo wysokiego dyskonta). Oczekiwania są tym bardziej realistyczne, im wyższa jest dyskontowana kwota. Kolejną przyczyną różnic w zachowaniach jest wynikająca z teorii perspektywy asymetria dyskonta dla zysków i strat – stopa dyskonta dla zysków jest zawsze wyższa⁸. Asymetria dotyczy również czasu realizacji zysków i strat. Odroczenie zysku wymaga większej stopy

² Zob. S. Frederick, G. Loewenstein, T. O'Donoghue, *Time Discounting and Time Preferences: A Critical Review*, „Journal of Economic Literature” 2002, no. 40(2), s. 351–401.

³ W.S. Jevons, *The Theory of Political Economy*, Macmillan, London 1911.

⁴ I. Fisher, *The Theory of Interest*, Macmillan, London 1930.

⁵ S.E.G. Lea, P. Webley, C.M. Walker, *Psychological factors in consumer debt: Money management, economic socialization, and credit use*, „Journal of Economic Psychology” 1995, no. 16, s. 681–701.

⁶ R.H. Thaler, *Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts*, „The Journal of Economic Perspectives” 1990, no. 4, s. 193–205.

⁷ D. Laibson, C. Harris, *Dynamic choices of hyperbolic consumers*, „Econometrica” 2001, no. 69(4), s. 935–957.

⁸ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, no. 47(2), s. 263–292.

dyskonta w porównaniu do przyspieszenia tejże nagrody o ten sam czas⁹. Efekty te były testowane, jednak wyniki badań nie są spójne¹⁰.

W nowszej literaturze dotyczącej oszczędzania jest zauważana silna korelacja horyzontu czasowego z zamiarami oszczędzania¹¹ oraz pozytywna korelacja horyzontu z kwotą odłożonych oszczędności¹², a także powiązanie z motywami oszczędzania¹³. Można zatem podejrzewać, że horyzont czasowy jest też powiązany z hierarchią zarządzania finansami w gospodarstwach domowych¹⁴. Warto także zauważyć, że horyzont oszczędzania powinien być powiązany z oczekiwaną długością życia, zwłaszcza gdy pod uwagę weźmie się motywy uznawane za długoterminowe. Wprawdzie nie ma zbyt wielu wyników bezpośrednio potwierdzających tę tezę, ale stwierdzono, że osoby przewidujące krótszy czas życia oszczędzają mniej¹⁵. Z badań własnych wynika, że wzrostowi oczekiwanej subiektywnej długości trwania życia towarzyszy wzrost odsetka osób oszczędzających na emeryturę – od 31% wśród osób przewidujących, że będą żyli krócej niż inne osoby w ich wieku, do 44% wśród osób oczekujących, że będą żyli dłużej niż inni¹⁶.

⁹ Zob. R.H. Thaler, H.M. Shefrin, *An economic theory of self-control*, „Journal of Political Economy” 1981, no. 89, s. 392–406; G. Lowenstein, *Frames of Mind in The Intertemporal Choice*, „Management Science” 1988, no. 34.

¹⁰ Zob. S. Frederick, G. Loewenstein, T. O'Donoghue, op.cit.; D. Fatuła, *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.

¹¹ Zob. S.E.G. Lea, P. Webley, C.M. Walker, op.cit.; A. Rabinovich, P. Webley, *Filling the gap between planning and doing: Psychological factors involved in the successful implementation of saving intention*, „Journal of Economic Psychology” 2007, no. 28, s. 444–461.

¹² Zob. R.B. Avery, A.B. Kennickell, *Household saving in the U.S.*, „Review of Income and Wealth” 1991, no. 37(4), s. 409–430; P.J. Fisher, C.P. Montalto, *Effect of Saving Motives and Horizon on Saving Behaviors*, „Journal of Economic Psychology” 2010, no. 31, s. 92–105.

¹³ S.A. Devaney, S.T. Anong, S.E. Whirl, *Household savings motives*, „Journal of Consumer Affairs” 2007, no. 41, s. 174–186.

¹⁴ A. Lindqvist, *A note on determinants of household saving behavior*, „Journal of Economic Psychology” 1981, no. 1, s. 39–57.

¹⁵ L.A. Muller, *Does retirement education teach people to save pension distributions?*, „Social Security Bulletin” 2002, no. 64(4), 48–65.

¹⁶ I. Olejnik, *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2016, s. 166.

2. Identyfikacja horyzontów czasowych odnoszących się do poszczególnych motywów oszczędzania – wyniki badań własnych

Z przeprowadzonych badań wynika, że przypisując horyzont do najważniejszych celów oszczędzania, co czwarte gospodarstwo myśli o najbliższych miesiącach (tabela 1). Horyzont od roku do trzech lat deklaruje niemal co czwarte gospodarstwo. Zdecydowanie mniej jest myślących o oszczędzaniu w kategoriach 5 lat (co dziesiąte), a oszczędności na 10 lat lub dłużej planuje 16,1% gospodarstw. Osobną kategorią są oszczędzający, którzy nie zamierzają oszczędności skonsumentować, jeśli nie będą do tego zmuszeni (17,1%). Dla celów obliczeń horyzontu oszczędzania przyjęto, że osoby te deklarują najdłuższy horyzont.

Tabela 1. Deklarowane horyzonty oszczędzania

Horyzont oszczędzania	Odpowiedzi w %
W ciągu kwartału	12,5
Za ok. pół roku	12,1
Za rok	13,0
Za trzy lata	10,4
Za pięć lat	9,5
Za dziesięć lat	8,0
Za dwadzieścia lat lub później	8,1
Nie zamierzam użyć tych oszczędności, jeśli nie będę musiał/a	17,1
Brak danych	9,3

Źródło: Badania własne.

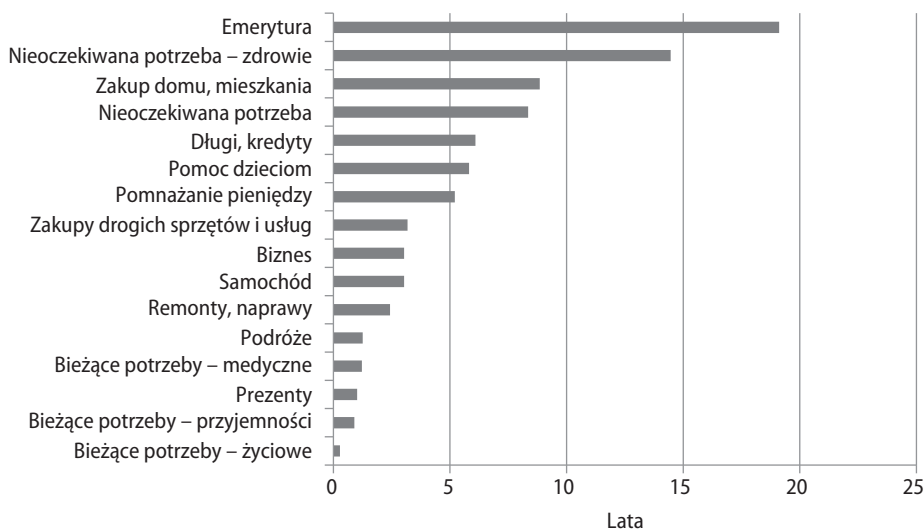
W porównaniu do wyników badań amerykańskich widać dużą różnicę w horyzoncie planowania. W USA większość gospodarstw planuje oszczędzanie, myśląc o kilku miesiącach, co jedenaste gospodarstwo domowe wskazuje horyzont roczny, co trzecie – kilkuletni, a tylko co dwunaste – 10-letni bądź dłuższy¹⁷. Należy jednak zauważyć, że wyniki nie są porównywalne ze względu na różne sposoby zadania pytań.

Zgodnie z przewidywaniami, najdłuższy horyzont w badaniach własnych dotyczy oszczędzania na emeryturę (19 lat). Horyzont powyżej 10 lat dotyczy także

¹⁷ P.J. Fisher, C.P. Montalto, *Effect of Saving Motives and Horizon on Saving Behaviors*, „Journal of Economic Psychology” 2010, no. 31, s. 92–105.

odkładania na przyszłość, nieprzewidywalne problemy zdrowotne (14 lat). Najkrótsze horyzonty są charakterystyczne dla oszczędzania w celu zaspokajania bieżących potrzeb (oszczędności buforowe), na przyjemności, prezenty, wykup leków czy podróże. Średnie wartości horyzontów oszczędzania dla wskazanych celów oszczędzania przedstawiono na rysunku 1.

Rysunek 1. Horyzont oszczędzania dla wskazanych celów oszczędzania (średnie, w latach)



Źródło: Badania własne.

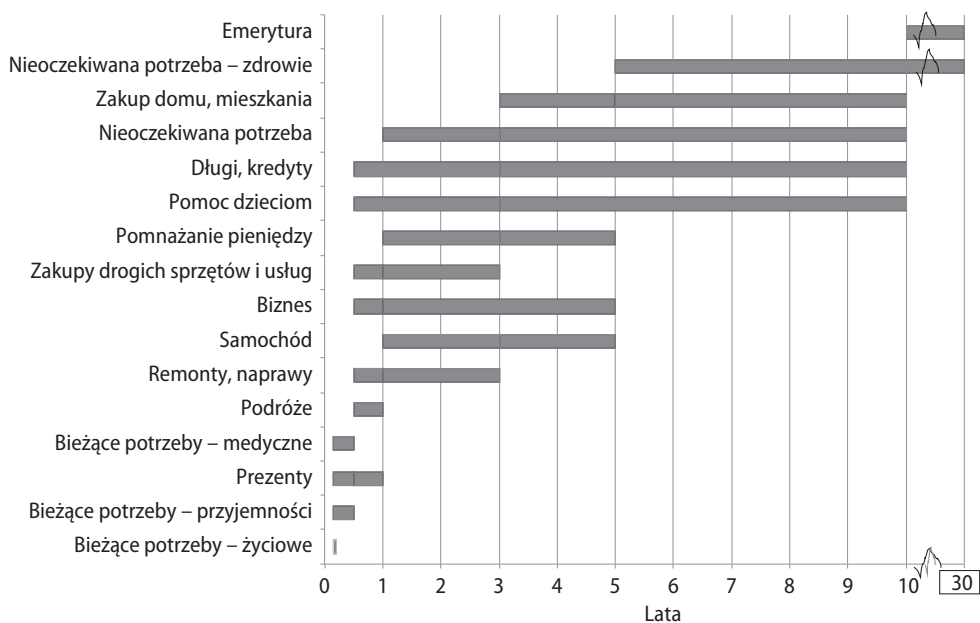
Różnice między poszczególnymi celami oszczędzania są wprawdzie odzwierciedlane poprzez średnie, warto jednak dla pełniejszego zrozumienia uzupełnić prezentację typowymi obszarami zmienności (średkowe 5 obserwacji, po odcięciu pierwszego i czwartego kwartyła) – rysunek 2.

Bardziej interesujące wydają się wyniki danych zagregowanych. Cele oszczędzania przypisano poszczególnym motywom oszczędzania. Do wyróżnienia motywów wykorzystano ideę podejścia hierarchicznego¹⁸ do finansów gospodarstw domowych (rysunek 3), które zaadaptowano i zmodyfikowano na podstawie wyników badań polskich gospodarstw domowych¹⁹.

¹⁸ A. Lindqvist, *A note on determinants of household saving behavior*, „Journal of Economic Psychology” 1981, no. 1, s. 39–57.

¹⁹ S. Białowąs, *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013, s. 39–60.

Rysunek 2. Horyzont oszczędzania dla wskazanych celów oszczędzania (typowe obszary zmienności)



Źródło: Badania własne.

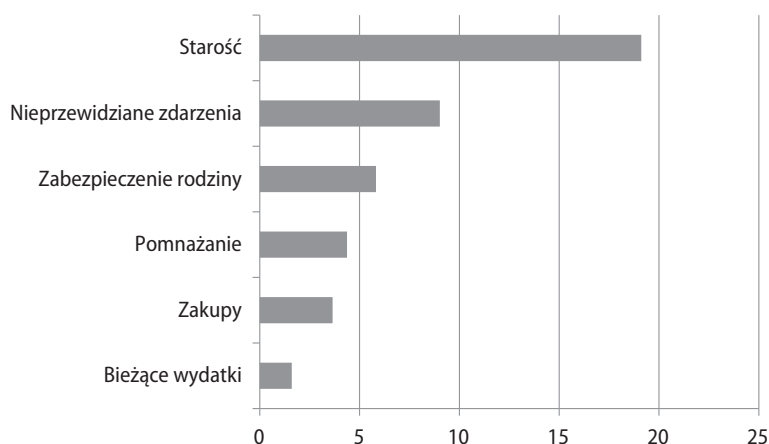
Rysunek 3. Hierarchia motywów oszczędzania polskich gospodarstw domowych



Źródło: S. Białowas, *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013.

Wprawdzie najkrótszy horyzont czasowy dotyczy płynności finansowej (rysunek 4), czyli najniższego w hierarchii motywu oszczędzania, ale w tym miejscu podobieństwa wyników się kończą. Wynika to w dużej mierze z niemożności przypisania oczekiwanego horyzontu czasowego do wszystkich celów wchodzących w skład oszczędności buforowych oraz z dalekiego horyzontu czasowego zabezpieczenia starości. Relatywnie krótszy horyzont czasowy motywu zabezpieczenia rodziny wynika z zawarcia w nim zarówno motywu spadku (najodleglejszego czasowo) oraz konkretnych wskazań pomocy rodzinie (np. na opłacenie wnukom studiów, na start dzieciom – nowożeńcom).

Rysunek 4. Horyzont czasowy motywów oszczędzania (średnie)



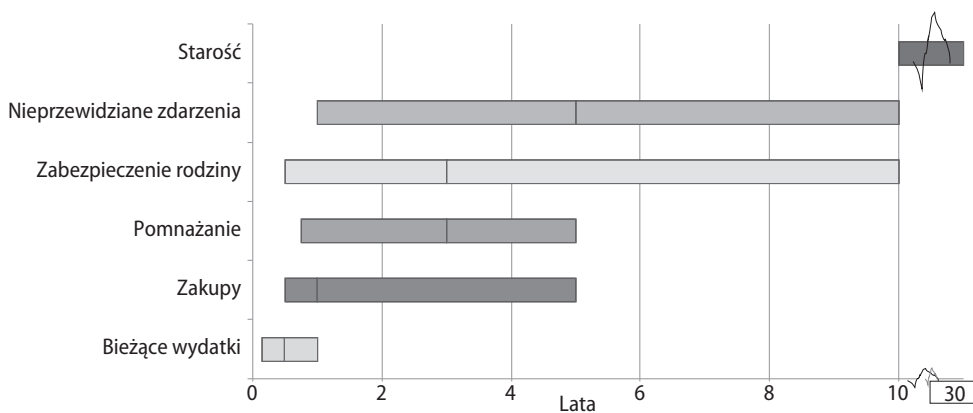
Źródło: Badania własne.

Podobnie jak przypadku analizy celów, tak i dla motywów przedstawiono typowe obszary zmienności (rysunek 5). Warto zwrócić uwagę na wartość pierwszego kwartyla dla motywu zabezpieczenia starości (10 lat) oraz na bardzo dużą zmienność motywu zabezpieczenia rodziny oraz motywu zabezpieczenia przed nieprzewidywanymi zdarzeniami.

Dla motywów oszczędzania można przeprowadzić także dalszą agregację, wyróżniając metamotywy: bezpieczeństwa i transakcyjno-spekulacyjny²⁰. Stabilność takiego podziału potwierdzono w kolejnych badaniach. W confirmacyjnej analizie czynnikowej uzyskano klarowne dwa czynniki, co prezentuje rysunek 6.

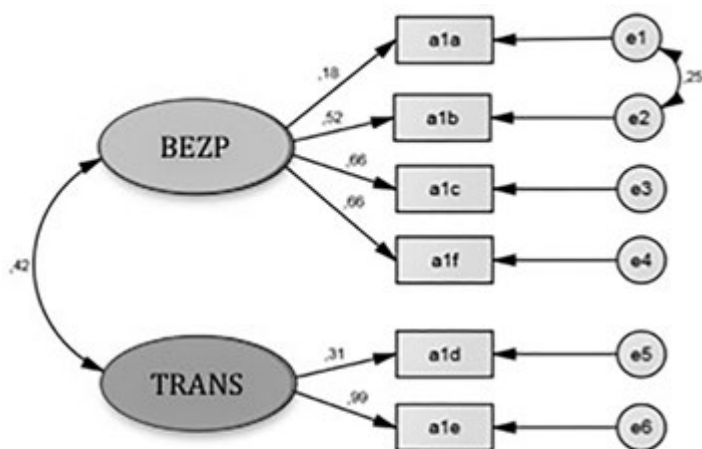
²⁰ S. Białowas, op.cit., s. 53–55.

Rysunek 5. Horyzont czasowy motywów oszczędzania (typowe obszary zmienności i mediany)



Źródło: Badania własne.

Rysunek 6. Dwuczynnikowy model motywów oszczędzania



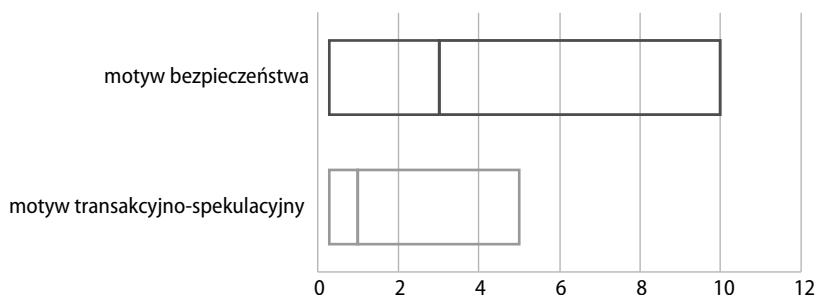
Standardized estimates
 chisq=9,660 7 df p=,209 chisq/df=1,380
 RMSEA=,026 (,000; ,062)
 GFI=,994 AGFI=,983
 Hoelter's N (,05)=828,000

a1a – bieżące, a1b – buforowe, a1c – starość, a1d – zakupy, a1e – pomnażanie, a1f – rodzina/spadek, BEZP – motyw bezpieczeństwa, TRANS – motyw transakcyjno-spekulacyjny

Źródło: Badania własne.

Dla tak zagregowanych motywów ponownie obliczono typowy obszar zmienności horyzontów oszczędzania (rysunek 7). Motyw bezpieczeństwa jest zdecydowanie bardziej zróżnicowany, z typowym obszarem zmienności między trzema miesiącami a dziesięcioma latami, z medianą równą trzy lata i średnią osiem lat. Motyw transakcyjno-spekulacyjny ma typowy obszar zmienności między kwartałem a pięcioma latami, medianę równą sześć miesięcy i średnią wynoszącą ponad trzy i pół roku. Warto odnotować bardzo dużą skośność rozkładów w obydwu przypadkach.

Rysunek 7. Horyzont motywów (model dwuczynnikowy) – typowy obszar zmienności



Źródło: Badania własne.

Planowany horyzont oszczędzania może zależeć od wielu zmiennych. Jedną z nich jest możliwość oszczędzania oraz rzeczywiste oszczędzanie. Zestawiając horyzont oszczędzania z sytuacją materialną (określoną jako samoocena ekonomicznych możliwości oszczędzania), można zauważyć, że wraz z polepszaniem sytuacji materialnej wydłuża się horyzont oszczędzania²¹.

Również w przypadku przewidywanej kwoty oszczędności korelacja z horyzontem oszczędzania jest dodatnia i istotna statystycznie (korelacja ρ Spearmana wynosi 0,35, istotna na poziomie 0,01). Należy przy tym pamiętać, że przewidywana kwota oszczędności jest najbardziej powiązana z dochodem gospodarstwa. Aby wykluczyć pozorność korelacji, przetestowano korelację horyzontu z prognozami oszczędzania w poszczególnych grupach dochodowych (tabela 2).

Oprócz najwyższej grupy dochodowej horyzont oszczędzania jest istotnie statystycznie skorelowany z prognozami oszczędzania. Zgodnie z przewidywaniami korelacje w poszczególnych grupach dochodowych są nieco niższe niż ogółem, co potwierdza silne oddziaływanie dochodów na możliwości oszczędzania²².

²¹ Ibidem, s. 61–70.

²² Ibidem.

Tabela 2. Zależność prognozowanej kwoty oszczędzania od horyzontu oszczędzania (korelacje ρ Spearmana)

Grupa dochodowa	Współczynnik korelacji
Ogółem (bez kontrolowania zmiennej dochód)	0,350**
W grupie dochodów do 1800 PLN	0,263**
W grupie dochodów 1801–3600 PLN	0,298**
W grupie dochodów 3601–8000 PLN	0,344**
W grupie dochodów powyżej 8000 PLN	0,175*

* Korelacja jest istotna na poziomie 0,05 (dwustronnie). ** Korelacja jest istotna na poziomie 0,01 (dwustronnie).

Źródło: S. Białowas, *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013.

Ostatnią z analizowanych zależności jest przewidywana długość życia. Przyjęcie przewidywanej długości życia (według tablic GUS) pozwala wyeliminować z analizy różnice średniej długości życia wynikające z płci oraz uwzględnić rosnące wraz z wiekiem oczekiwania średniej długości życia.

Horyzont oszczędzania dla wszystkich motywów wyraźnie się zmniejsza wraz wiekiem, przy czym największy spadek jest obserwowany w grupie najstarszej (tabela 3). O ile w grupach o oczekiwanej długości życia powyżej 16 lat średni horyzont oszczędzania przy przejściu do grupy starszej zmniejsza się nie więcej niż o 40% (a w przypadku motywu spekulacyjnego nawet rośnie), o tyle w przypadku osób najstarszych średni horyzont jest niższy nawet o ponad 80% w porównaniu do grupy młodszej.

Tabela 3. Horyzont oszczędzania a oczekiwana długość życia według GUS (średnia w latach)

Motywy oszczędzania	Oczekiwana dalsza długość życia (grupy)			
	ponad 45 lat	31–45 lat	16–30 lat	do 15 lat
Bieżące wydatki	1,94	1,64	1,67	0,78
Nieprzewidziane zdarzenia	12,76	7,67	10,43	1,72
Starość	21,64	22,41	14,22	6,62
Zakupy	4,12	3,29	2,74	2,22
Pomnażanie	4,05	4,34	4,94	2,83
Zabezpieczenie rodziny	7,85	6,35	4,19	1,22

Źródło: Obliczenia własne na podstawie wyników badań własnych oraz GUS, *Trwanie życia w 2009 r.*, seria „Informacje i Opracowania Statystyczne”, Warszawa 2010, s. 10–12, 17.

3. Zakończenie

Analizy przeprowadzonych badań pozwoliły na przypisanie horyzontów oszczędzania zarówno do deklarowanych celów oszczędzania, jak i do motywów, zarówno w ujęciu hierarchicznym jak i dwuczynnikowym. Gradacja horyzontów oszczędzania tylko częściowo pokrywa się z ujęciem hierarchicznym, najdłuższy horyzont dotyczy oszczędzania na starość, a najkrótszy – zapewnienia bieżącej płynności. W modelu dwuczynnikowym motyw bezpieczeństwa okazuje się mieć znacznie odleglejszy horyzont oszczędzania niż motyw transakcyjno-spekulacyjny.

Przeprowadzone analizy potwierdziły również dodatnią zależność horyzontów oszczędzania i oszczędzanych kwot oraz silny wpływ osiąganych dochodów na możliwości oszczędzania.

Zgodnie z przewidywaniami, na horyzonty oszczędzania istotny wpływ ma także oczekiwana dalsza długość życia. Skrócenie horyzontów dla wszystkich motywów jest szczególnie widoczne w grupie osób najstarszych.

Bibliografia

- Avery R.B., Kennickell A.B., *Household saving in the U.S.*, „Review of Income and Wealth” 1991, no. 37(4).
- Białowas S., *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013.
- Devaney S.A., Anong S.T., Whirl S.E., *Household savings motives*, „Journal of Consumer Affairs” 2007, no. 41.
- Fatuła D., *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.
- Fisher I., *The Theory of Interest*, Macmillan, London 1930.
- Fisher P.J., Montalto C.P., *Effect of Saving Motives and Horizon on Saving Behaviors*, „Journal of Economic Psychology” 2010, no. 31.
- Frederick S., Loewenstein G., O'Donoghue T., *Time Discounting and Time Preferences: A Critical Review*, „Journal of Economic Literature” 2002, no. 40(2).
- Jevons W.S., *The Theory of Political Economy*, Macmillan, London 1911.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, no. 47(2).

- Laibson D., Harris C., *Dynamic choices of hyperbolic consumers*, „Econometrica” 2001, no. 69(4).
- Lea S.E.G., Webley P., Walker C.M., *Psychological factors in consumer debt: Money management, economic socialization, and credit use*, „Journal of Economic Psychology” 1995, no. 16.
- Lindqvist A., *A note on determinants of household saving behavior*, „Journal of Economic Psychology” 1981, no. 1.
- Lowenstein G., *Frames of Mind in The Intertemporal Choice*, „Management Science” 1988, no. 34.
- Muller L.A., *Does retirement education teach people to save pension distributions?*, „Social Security Bulletin” 2002, no. 64(4).
- Olejnik I., *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2016.
- Rabinovich A., Webley P., *Filling the gap between planning and doing: Psychological factors involved in the successful implementation of saving intention*, „Journal of Economic Psychology” 2007, no. 28.
- Thaler R.H., *Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts*, „The Journal of Economic Perspectives” 1990, no. 4.
- Thaler R.H., Shefrin H.M., *An economic theory of self-control*, „Journal of Political Economy” 1981, no. 89.

SAVING HORIZON IN THE SAVING MOTIVES HIERARCHY

Households decide about saving with the different horizon in mind. The goal of this paper is to identify the horizon connected to the saving motive. The analysis has been conducted for the main saving goals and for the motives taken from two different models proposed by the authors. Following determinants of the saving horizon have been tested as well: income, plans of future savings and age. The own research was used for the analysis. The research was conducted in 2014 on the probabilistic sample of polish households ($N = 1163$) within the NCN project "Saving behaviour and retirement security in Polish households – determinants, attitudes and models".

Keywords: saving horizon, saving motives, saving behaviour

PŁEĆ A PREFERENCJE GOSPODARSTW DOMOWYCH W ZAKRESIE SPOSOBÓW ZABEZPIECZENIA NA OKRES STAROŚCI

Iwona Olejnik*

Sylwester Białowas*

Celem niniejszego rozdziału jest identyfikacja preferencji gospodarstw domowych dotyczących sposobów zabezpieczenia okresu starości. Preferencje wobec oszczędzania zostały określone za pomocą produktów oferowanych w III filarze systemu emerytalnego oraz wybranych rozwiązań pozasystemowych, przede wszystkim poprzez różnice wynikające z płci. Postawiono hipotezę, że na preferencje wpływają udział w dochodach gospodarstwa domowego poszczególnych jego członków oraz rola kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o sposobach oszczędzania. Z badań wynika, że najbardziej preferowanymi sposobami zabezpieczenia na okres starości są oszczędzanie za pomocą produktów bankowych, „inwestowanie” w dzieci oraz zakup nieruchomości. Oszczędzaniu na emeryturę w III filarze sprzyja fakt większego udziału w budżecie gospodarstwa domowego dochodów osiąganych przez mężczyzn niż kobiety, ale taki sam ich wpływ na podejmowane decyzje oszczędnościowe. Natomiast planom oszczędzania w III filarze sprzyja zarówno fakt większego udziału dochodów mężczyzny w budżecie gospodarstwa, jak i większa jego rola w podejmowaniu decyzji finansowych. W rozdziale wykorzystano wyniki badań własnych. Stanowiły one fragment badań zrealizowanych w Polsce w 2014 r. w ramach projektu badawczego NCN pt. *Zachowania oszczędnościowe i finansowe*

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Badań Rynku i Usług;
Iwona.Olejnik@ue.poznan.pl, Sylwester.Bialowas@ue.poznan.pl

zabezpieczenie emerytalne w gospodarstwach domowych – determinanty, postawy, modele (nr UMO-2012/05/B/HS4/04183)¹.

Słowa kluczowe: preferencje gospodarstw, rola płci, zabezpieczenie na starość

1. Wprowadzenie

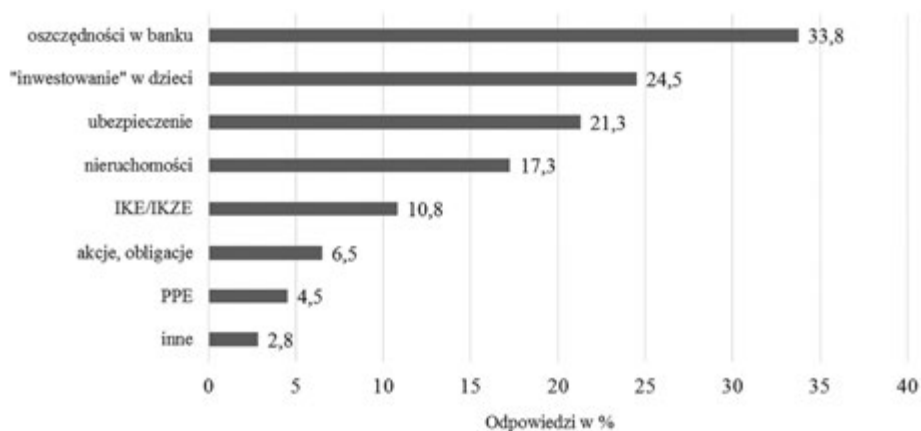
Zabezpieczenie potrzeb człowieka w okresie jego starości wymaga podejmowania działań jeszcze na długo przed rozpoczęciem tego okresu. Sposoby akumulacji kapitału zabezpieczającego starość mogą być bardzo zróżnicowane. Generalnie można je podzielić na takie, które są obligatoryjne i wynikają z rozwiązań systemu emerytalnego obowiązującego w danym państwie, oraz na takie, które są związane z indywidualną zapobiegliwością. Nie ulega wątpliwości, że biorąc pod uwagę rosnące problemy państwowych systemów emerytalnych, na znaczeniu istotnie będzie zyskiwać rola indywidualnej przezorności.

W analizie zachowań przedstawicieli polskich gospodarstw domowych wobec dodatkowych sposobów zabezpieczenia okresu starości można wziąć pod uwagę zarówno ich preferencje w zakresie rozwiązań oferowanych w III filarze systemu emerytalnego (pracownicze programy emerytalne, indywidualne konta emerytalne oraz indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego), jak i w odniesieniu do innych, pozasystemowych rozwiązań. Jak wynika z przeprowadzonych jakościowych badań własnych, przedstawiciele gospodarstw domowych wskazują w tym drugim zakresie na takie sposoby, jak: oszczędzanie w bankach, zakup papierów wartościowych, zakup nieruchomości, skorzystanie z odwróconego kredytu hipotecznego, zakup polisy ubezpieczeniowej na dożycie, „inwestowanie” w dzieci, kontynuowanie pracy po przejściu na emeryturę, a nawet przeniesienie do innego kraju, w którym koszty życia są niższe.

¹ Przeprowadzone badania miały charakter ilościowy oraz jakościowy. Badania ilościowe były prowadzone metodą wywiadów bezpośrednich przy pomocy ankietów Głównego Urzędu Statystycznego. Dobór do próby był losowy, a liczebność wyniosła 1163 respondentów – dorosłych przedstawicieli gospodarstw domowych, zarówno osób pracujących jak i emerytów. Próba jest reprezentatywna ze względu na takie cechy, jak: płeć, wiek i wykształcenie głowy gospodarstwa, liczbę osób w gospodarstwie domowym, wielkość miejscowości oraz region. Badania jakościowe były natomiast prowadzone metodą zogniskowanych wywiadów grupowych w dziewięciu grupach dyskusyjnych. Szerzej na temat badań – zob. I. Olejnik, *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2016.

Analizując preferencje gospodarstw domowych wobec różnych metod zabezpieczenia na okres starości, można zauważyć, że najczęściej ich przedstawiciele deklarują posiadanie oszczędności w bankach – co trzecia osoba (rysunek 1). Na drugim miejscu w tej hierarchii znajduje się „inwestowanie” w dzieci, zaś na trzecim – zakup ubezpieczenia na dożycie. Istotny udział ma także zabezpieczenie w postaci posiadanej nieruchomości (17,3% wskazań).

Rysunek 1. Preferencje gospodarstw domowych – deklarowane posiadane zabezpieczenie na okres starości



Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych w 2014 r. badań ogólnopolskich (N = 1163).

Biorąc pod uwagę wskazane na rysunku 1 najbardziej preferowane sposoby zabezpieczenia na okres starości, warto się zastanowić, na ile odzwierciedlają one rzeczywiste zabezpieczenie emerytalne. Można bowiem przypuszczać, że np. oszczędności gromadzone w bankach w przypadku wystąpienia pilnej potrzeby w gospodarstwie domowym mogą być wykorzystane na inny cel niż emerytura; „inwestowanie” w dzieci to najbardziej ryzykowny sposób, zaś ubezpieczenie wiele osób błędnie postrzega jako ubezpieczenie emerytalne (*de facto* posiadając „zwykłe” ubezpieczenie na życie). Dlatego też w kontekście niskiego zainteresowania rozwiązaniami oferowanymi w III filarze można stwierdzić, że poziom zabezpieczenia emerytalnego wśród polskich gospodarstw domowych jest niedostateczny.

Istotną kwestią, oprócz znajomości preferencji gospodarstw domowych w zakresie sposobów zabezpieczenia emerytalnego, jest także identyfikacja determinant, które mogą te preferencje kształtować.

Z obszernego zestawu ponad 20 zmiennych objaśniających², w modelu regresji logistycznej opisującym oszczędzanie na zabezpieczenie emerytalne (zmienną objaśnianą była deklaracja systematycznego oszczędzania określonej kwoty pieniędzy na ten cel, niezależnie od wybranego sposobu) znalazły się poziom oraz charakter (ekonomiczne lub nieekonomiczne) wykształcenia głowy gospodarstwa domowego, a także dochody gospodarstwa. Ponadto, w omawianym modelu znalazły się dwie zmienne związane *stricte* z systemem emerytalnym: postrzegana kwota pieniędzy, którą należy odkładać, by po zakończeniu aktywności zawodowej jakość życia nie uległa pogorszeniu, oraz zaufanie do powszechnego systemu emerytalnego. W istotnym stopniu na oszczędzanie na emeryturę wpływa wiedza oraz oczekiwania wobec życia na emeryturze. Również w modelach regresji dotyczących planów w zakresie zabezpieczenia emerytalnego, zestaw zmiennych objaśniających stanowiły wyżej wymienione (a dodatkowo również: ocena relacji z dziećmi).

W wyznaczonych modelach zaskakujący okazał się brak istotności statystycznej zmiennej objaśniającej, jaką jest płeć głowy gospodarstwa domowego. Wprawdzie w literaturze nie rozstrzygnięto jednoznacznie wpływu płci na postawy i zachowania konsumentów ukierunkowane na zabezpieczenie emerytalne³, jednakże oczekiwano, że w przypadku polskiego społeczeństwa zmienna ta okaże się statystycznie istotna. Pojawia się zatem pytanie, czy płeć rzeczywiście nie wpływa na postawy i zachowania w zakresie zabezpieczenia emerytalnego. Należy bowiem pamiętać, że immanentną cechą modeli ekonometrycznych jest pewne upraszczanie rzeczywistości. Ponadto fakt, że płeć okazała się statystycznie nieistotna w uzyskanych modelach, nie musi automatycznie oznaczać, iż nie ma ona żadnego wpływu na fakt oszczędzania. Świadczy jedynie o tym, że na tle pozostałych zmiennych jej rola jest mniejsza. Dlatego też u podstaw rozważań zaprezentowanych w niniejszym rozdziale sformułowano hipotezę, że na preferencje mogą wpływać udział w dochodach gospodarstwa domowego poszczególnych jego członków oraz rola kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o sposobach oszczędzania.

² Szerzej na temat zmiennych oraz uzyskanego modelu – zob. I. Olejnik, op.cit.

³ Zob. V.L. Bajtelsmit, A. Bernasek, N.A. Jianakoplos, *Gender Differences in Defined Contribution Pension Decisions*, „Financial Services Review” 1999, vol. 8, s. 1–10; P. Gerrans, M. Clark-Murphy, *Gender Differences in Retirement Savings Decisions*, „Journal of Pension Economics and Finance” 2004, vol. 3, no. 2, s. 145–164.

2. Płeć a zabezpieczenie emerytalne

Płeć należy do podstawowych i jednych z częściej analizowanych w literaturze czynników wpływających na postawy i zachowania pracujących wobec zabezpieczenia emerytalnego. Równocześnie konstrukcja systemu emerytalnego w Polsce, a także w wielu krajach świata, wpływa na wysokość zgromadzonego kapitału emerytalnego oraz przyszłych świadczeń emerytalnych – generuje dysproporcje determinowane płcią⁴. Przykładowo, w Polsce kobiety często mają większe niż mężczyźni przerwy w pracy zawodowej związane z urodzeniem dzieci (ale także są odmienne ich role społeczne związane z opieką nad innymi członkami rodziny, wykonywaniem obowiązków domowych itp.), nierzadko osiągają niższe wynagrodzenia. Ponadto, przez wiele lat obowiązywał zróżnicowany wiek emerytalny (zarówno ustawowy, jak i rzeczywisty) przechodzenia kobiet i mężczyzn na emeryturę; co więcej, kobiety żyją dłużej niż mężczyźni, a tablice dalszego trwania życia uwzględniane przy kalkulacji świadczeń emerytalnych są uniwersalne dla obu płci.

Wracając do roli płci w kształtowaniu postaw i zachowań konsumentów, można zauważyć, iż z większości prezentowanych w literaturze przedmiotu badań wynika, że bardziej pozytywne nastawienie, wyższy poziom zaufania czy też lepsze zabezpieczenie na okres starości (w sensie zgromadzonych oszczędności) mają mężczyźni niż kobiety⁵. Przyczyny tych rozbieżności wynikają m.in. z: różnych modeli pracy na rynku⁶, odmiennego poziomu ryzyka akceptowanego przez kobiety i mężczyzn⁷

⁴ J. Ratajczak-Tuchołka, *Emerytury kobiet w ubezpieczeniowych systemach emerytalnych w Niemczech i w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.

⁵ S. Joo, V.W. Pauwels, *Factors Affecting Workers' Retirement Confidence: A Gender Perspective*, „Financial Counseling and Planning” 2002, vol. 13(2), s. 1–10.

⁶ Mimo powszechnie głoszonego równouprawnienia nierzadko kobiety, wykonując tę samą pracę co mężczyźni, otrzymują za nią niższe wynagrodzenie, rzadziej awansują, mają dłuższe przerwy w pracy itp. – zob. R.O. Weagley, E. Huh, *Leisure Expenditures of Retired and Near-retired Households*, „Journal of Leisure Research” 2004, vol. 36, no. 1, s. 101–127.

⁷ Przykładowo, z badań dotyczących wyboru sposobów oszczędzania na emeryturę, prowadzonych na podstawie jednego z australijskich funduszy emerytalnych, wynika, że mężczyźni są skłonni do korzystania z bardziej ryzykownego portfolio inwestycyjnego niż kobiety (C.P. Speelman, M. Clark-Murphy, P. Gerrans, *Decision Making Clusters in Retirement Savings: Gender Differences Dominate*, „Journal of Family and Economic Issues” 2013, vol. 34, issue 3, September, s. 329–339). Również z badań prowadzonych na rynku polskim wynika, że mężczyźni stosują bardziej ryzykowne strategie inwestycyjne niż kobiety (S. Białowąs, *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013, s. 83–96).

czy też poziomu kompetencji finansowych⁸. Różnice w postawach i zachowaniach kobiet i mężczyzn wynikają także z ich odmiennego stosunku do społecznego dobrobytu i sprawiedliwości⁹. Z racji możliwych przerw w pracy zawodowej kobiety są bardziej niepewne swoich dochodów w okresie emerytalnym, stąd w większym stopniu niż mężczyźni akceptują przymusowe oszczędności emerytalne, najlepiej gromadzone od chwili rozpoczęcia aktywności zawodowej. Kobiety także w większym stopniu akceptują uregulowania państwowych systemów zabezpieczenia emerytalnego, mają silniej rozwinięte poczucie solidarności międzypokoleniowej, są bardziej altruistyczne, ale także cechują się większym pragmatyzmem i bardziej realistycznymi oczekiwaniami. Z badań wynika¹⁰, że częściej niż mężczyźni obawiają się, iż nie będą w stanie zgromadzić odpowiedniego kapitału na starość, a okres życia na emeryturze postrzegają poprzez pryzmat ograniczeń. Mężczyźni natomiast przyjmują bardziej indywidualistyczne podejście do oszczędzania na emeryturę i optymistyczne postrzegają przyszłość. Emerytura kojarzy się im z kontynuacją dotychczasowego stylu życia – uważają, że ten po zakończeniu pracy zawodowej raczej się nie zmieni. Nie zakładają, że emerytura będzie ich w jakiś sposób ograniczać i bardziej niż kobiety traktują ją jako naturalną fazę cyklu życia. Uważają także, że ich dobrobyt w okresie starości zależy w istotnym stopniu od własnej zapobiegliwości niż od państwowych świadczeń emerytalnych. Często cechują się także wyższymi kompetencjami finansowymi niż kobiety, np. mają większą świadomość, że nawet jeśli czasowo wartość aktywów emerytalnych się obniża (np. ze względu na wahania na rynkach kapitałowych), to z racji długookresowego ich charakteru w wieloletniej perspektywie nie powinni stracić¹¹.

⁸ Zob. R. Euwals, A. Eymann, A. Börsch-Supan, *Who Determines Household Savings for Old Age?, Evidence from Dutch panel data*, „Journal of Economic Psychology” 2004, vol. 25, s. 195–211; A. Worthington, *Debt as a Source of Financial Stress in Australian Households*, „International Journal of Consumer Studies” 2005, vol. 2, s. 201–222; A.C. Worthington, *Knowledge and Perceptions of Superannuation in Australia*, „Journal of Consumer Policy” 2008, vol. 31, no. 3, s. 349–368; T. Jefferson, A. Preston, *Australia’s “Other” Gender Wage Gap: Baby Boomers and Compulsory Superannuation Accounts*, „Feminist Economics” 2005, vol. 11, no. 2, s. 79–101.

⁹ W. Loretto, Ph. White, C. Duncan, *“Thatcher’s Children”, Pensions and Retirement. Some Survey Evidence*, „Personnel Review” 2001, vol. 30, no. 4, s. 386–403.

¹⁰ D. Grace, S. Weaven, M. Ross, *Consumer Retirement Planning: An Exploratory Study of Gender Differences*, „Qualitative Market Research: An International Journal” 2010, vol. 13, no. 2, s. 174–188.

¹¹ I. Olejnik, op.cit.

3. Preferencje gospodarstw domowych dotyczące sposobów zabezpieczenia okresu starości – wyniki badań własnych

Weryfikację hipotezy głoszącej, że na preferencje gospodarstw domowych wpływają udział w dochodach gospodarstwa domowego poszczególnych jego członków oraz rola kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o sposobach oszczędzania, rozpoczęto od ustalenia wpływu kobiet i mężczyzn na decyzje o oszczędzaniu oraz ich udziału w dochodach gospodarstwa¹². Okazuje się, że w nieco ponad połowie gospodarstw domowych większe dochody osiągają mężczyźni, zaś jedynie w co czwartym gospodarstwie większy wkład do budżetu mają kobiety (tabela 1). Biorąc z kolei pod uwagę deklarowaną rolę kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o oszczędzaniu, zaobserwowano większe „równouprawnienie” – w 40,3% gospodarstw domowych decyzje są podejmowane wspólnie¹³. Jednak analizując oba te kryteria segmentacji gospodarstw domowych, można zauważyć, że w zestawieniu przeważają gospodarstwa, w których dominujący wpływ zarówno na podejmowanie decyzji o sposobach oszczędzania, jak i w budżecie mają mężczyźni.

Tabela 1. Wpływ na decyzje o sposobach oszczędzania a udział w dochodach budżetu gospodarstwa domowego

Wpływ	Ogółem	Większe dochody kobiety	Większe dochody mężczyzny	Dochody równe
Ogółem	100,0	26,3	53,9	19,8
Większy wpływ kobiety	32,0	20,0	8,7	3,3
Większy wpływ mężczyzny	27,7	2,0	23,2	2,5
Równy wpływ	40,3	4,3	22,0	14,0

Źródło: Badania własne.

¹² Zagadnienia te w zrealizowanych badaniach ilościowych weryfikowano za pomocą rangowej skali sumowanych ocen. Zadaniem respondentów było podzielenie 10 pkt według udziału kobiety i mężczyzny w dochodach budżetu gospodarstwa domowego oraz 10 pkt według ich roli w podejmowaniu decyzji o oszczędzaniu ogółem.

¹³ Dla porównania, z badań przeprowadzonych w Kanadzie w 2009 r. wynika, że kanadyjskie pary zazwyczaj wspólnie odpowiadają za inwestycje finansowe, w 30,4% decyzje te podejmuje mężczyzna, zaś w 13,5% – kobieta (T. Shek-wai Hui, C. Vincent, F. Woolley, *Understanding Gender Differences in Retirement Saving Decisions*, Report, The Social Research and Demonstration Corporation, Ottawa, September 2011).

Analizując związek płci z oszczędzaniem na zabezpieczenie emerytalne (zmienna objaśniana to deklaracja systematycznego oszczędzania określonej kwoty pieniędzy na ten cel), można zauważyć, że oszczędności gromadzą przede wszystkim te gospodarstwa, w których większy wkład do budżetu mają mężczyźni (23,9% wskazań). Również korzystaniu z rozwiązań oferowanych w III filarze sprzyjają większe dochody mężczyzn niż kobiet (7,4% wskazań).

Biorąc pod uwagę rolę kobiet i mężczyzn w procesie decyzyjnym dotyczącym sposobów oszczędzania ogółem (tabela 2), aktywa przeznaczone na zabezpieczenie emerytalne gromadzą przede wszystkim te gospodarstwa, w których decyzje są podejmowane wspólnie (odpowiednio 18,3% gospodarstw w przypadku oszczędzania mierzonego kwotą pieniędzy i 5,7% gospodarstw w przypadku korzystania z III filaru)¹⁴.

Tabela 2. Oszczędzanie na emeryturę i korzystanie z III filaru systemu emerytalnego a rola kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o sposobach oszczędzania oraz udział w dochodach gospodarstwa

Znaczenie w gospodarstwie domowym	Oszczędzanie na emeryturę		Korzystanie z III filaru	
	udział w dochodach	wpływ na decyzje	udział w dochodach	wpływ na decyzje
Większe znaczenie kobiety	11,1	13,5	3,1	3,7
Większe znaczenie mężczyzny	23,9	11,7	7,4	4,4
Równe znaczenie	8,3	18,3	3,3	5,7

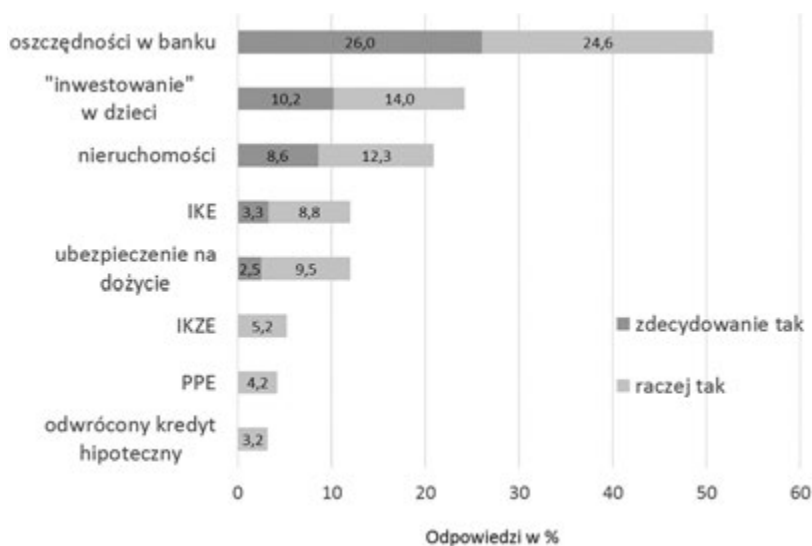
Źródło: Badania własne.

Natomiast analizując zamiary gospodarstw domowych wobec planów gromadzenia aktywów przeznaczonych na zabezpieczenie okresu starości, można zauważyć, że najbardziej preferowaną formą jest oszczędzanie w bankach (rysunek 2). Z tego sposobu oszczędzania zdecydowanie zamierza skorzystać co czwarte gospodarstwo domowe. Na drugim miejscu – tak samo jak w przypadku dotychczasowych form zabezpieczenia na okres starości – znalazło się „inwestowanie” w dzieci, zaś

¹⁴ Dla porównania, z badań przeprowadzonych w Kanadzie wynika, że posiadanie aktywów przeznaczonych na zabezpieczenie emerytalne jest najbardziej prawdopodobne w gospodarstwach, w których decyzje finansowe należą przede wszystkim do obowiązków mężczyzny; następnie w tych, w których decyzje są podejmowane wspólnie. Najmniejsze szanse na posiadanie oszczędności przeznaczonych na ten cel mają gospodarstwa, w których kobiety zarządzają finansami. Są one także częściej narażone na długi i posiadanie zobowiązań przekraczających poziom aktywów (T. Shek-wai Hui, C. Vincent, F. Woolley, op.cit.).

na trzecim – zakup nieruchomości. Wśród rozwiązań dostępnych w III filarze systemu emerytalnego największym zainteresowaniem gospodarstw domowych będzie się cieszyć oszczędzanie na indywidualnych kontach emerytalnych (12% wskazań).

Rysunek 2. Preferencje gospodarstw domowych – deklarowane plany zabezpieczenia na okres starości



Źródło: Badania własne.

Analizując plany gospodarstw domowych w zakresie oszczędzania w III filarze z uwzględnieniem roli kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji o sposobach oszczędzania, można zauważyć, że akumulacją aktywów na IKE, IKZE lub PPE w największym stopniu są zainteresowane gospodarstwa, w których o oszczędzaniu decydują przede wszystkim mężczyźni (5,9%, przy czym w gospodarstwach, w których decydentami są kobiety odsetek ten wynosi 4,3%). Również w przypadku związku między planami oszczędzania w III filarze a udziałem kobiet i mężczyzn w dochodach budżetu gospodarstwa domowego częściej na zabezpieczenie starości planują oszczędzać te gospodarstwa, w których większe dochody osiągają mężczyźni.

Interesującą kwestią w identyfikacji preferencji gospodarstw domowych uzależnionych od roli kobiet i mężczyzn jest także analiza korelacji między poszczególnymi sposobami zabezpieczenia emerytalnego a podziałem ról w gospodarstwie domowym (tabela 3). Warto zauważyć, że niemal wszystkie spośród badanych zależności okazały się istotne statystycznie, aczkolwiek korelacje te są dość słabe.

Tabela 3. Planowane sposoby oszczędzania na zabezpieczenie emerytalne a rola kobiet i mężczyzn w gospodarstwie domowym (korelacje Spearmana)

Sposoby oszczędzania	Większe dochody mężczyzny	Większe dochody kobiety	Większy wpływ na decyzję mężczyzny	Większy wpływ na decyzję kobiety
IKE	0,134**	–0,106**	0,123**	–0,137**
IKZE	0,111**	–0,084**	0,112**	–0,097**
PPE	0,110**	–0,104**	0,116**	–0,107**
Ubezpieczenia	0,124**	–0,110**	0,085**	–0,080**
Odwrócony kredyt hipoteczny	0,090**	–0,103**	0,071*	–0,058
„Inwestowanie” w dzieci	–0,002	–0,005	0,011	–0,063*

*Korelacja jest istotna na poziomie 0,05 (dwustronnie). ** Korelacja jest istotna na poziomie 0,01 (dwustronnie).

Źródło: Badania własne.

Analiza zależności wskazuje, że wzrost siły decyzyjnej mężczyzn oraz ich udziału w budżecie gospodarstwa domowego jest dodatnio skorelowany z preferowaniem wszystkich badanych sposobów zabezpieczenia na okres starości, za wyjątkiem „inwestowania” w dzieci. Natomiast wzrostowi siły decyzyjnej kobiet i ich udziału w budżecie gospodarstwa domowego odpowiadają ujemne korelacje z preferencjami wobec analizowanych sposobów zabezpieczenia emerytalnego.

4. Zakończenie

Podsumowując rozważania zaprezentowane w niniejszym rozdziale, warto zauważyć, że:

- najbardziej preferowanymi sposobami dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego są formy dostępne poza systemem emerytalnym, tzn. oszczędzanie za pomocą produktów bankowych, „inwestowanie” w dzieci, zakup polisy ubezpieczeniowej na dożycie oraz inwestowanie w nieruchomości;
- do najważniejszych determinant oszczędzania na zabezpieczenie emerytalne należy zaliczyć: poziom wykształcenia oraz jego charakter (ekonomiczne/nieekonomiczne) głowy gospodarstwa domowego, dochody, postrzeganą optymalną kwotę dodatkowych oszczędności niezbędnych do utrzymania optymalnego poziomu życia na emeryturze, poziom wiedzy o systemie zabezpieczenia

emerytalnego, oczekiwania wobec życia na emeryturze oraz poziom zaufania do państwa;

- dodatkowemu oszczędzaniu ukierunkowanemu na zabezpieczenie emerytalne (ogółem oraz w III filarze) sprzyja fakt większego udziału w budżecie gospodarstwa domowego dochodów osiąganych przez mężczyzn niż kobiety; biorąc jednak pod uwagę rolę kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji finansowych, pieniądze na zabezpieczenie starości odkładają przede wszystkim te gospodarstwa, w których na decyzje w równym stopniu zależą od obu płci;
- biorąc pod uwagę deklarowane plany oszczędzania na zabezpieczenie emerytalne, w III filarze planują oszczędzać te gospodarstwa domowe, w których mężczyzna ma zarówno większy wkład do budżetu, jak i większą rolę w podejmowaniu decyzji.

Bibliografia

- Bajtelsmit V.L., Bernasek A., Jianakoplos N.A., *Gender Differences in Defined Contribution Pension Decisions*, „Financial Services Review” 1999, vol. 8.
- Białowas S., *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, model*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2013.
- Euwals R., Eymann A., Börsch-Supan A., *Who Determines Household Savings for Old Age? Evidence from Dutch panel data*, „Journal of Economic Psychology” 2004, vol. 25.
- Gerrans P., Clark-Murphy M., *Gender Differences in Retirement Savings Decisions*, „Journal of Pension Economics and Finance” 2004, vol. 3, no. 2.
- Grace D., Weaven S., Ross M., *Consumer Retirement Planning: An Exploratory Study of Gender Differences*, „Qualitative Market Research: An International Journal” 2010, vol. 13, no. 2.
- Jefferson T., Preston A., *Australia's "Other" Gender Wage Gap: Baby Boomers and Compulsory Superannuation Accounts*, „Feminist Economics” 2005, vol. 11, no. 2.
- Joo S., Pauwels V.W., *Factors Affecting Workers' Retirement Confidence: A Gender Perspective*, „Financial Counseling and Planning” 2002, vol. 13(2).
- Loretto W., White Ph., Duncan C., *“Thatcher's Children”, Pensions and Retirement. Some Survey Evidence*, „Personnel Review” 2001, vol. 30, no. 4.
- Olejnik I., *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2016.

- Ratajczak-Tuchołka J., *Emerytury kobiet w ubezpieczeniowych systemach emerytalnych w Niemczech i w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.
- Shek-wai Hui T., Vincent C., Woolley F., *Understanding Gender Differences in Retirement Saving Decisions*, Report, The Social Research and Demonstration Corporation, Ottawa, September 2011.
- Speelman C.P., Clark-Murphy M., Gerrans P., *Decision Making Clusters in Retirement Savings: Gender Differences Dominate*, „Journal of Family and Economic Issues” 2013, vol. 34, issue 3, September.
- Weagley R.O., Huh E., *Leisure Expenditures of Retired and Near-retired Households*, „Journal of Leisure Research” 2004, vol. 36, no. 1.
- Worthington A., *Debt as a Source of Financial Stress in Australian Households*, „International Journal of Consumer Studies” 2005, vol. 2.
- Worthington A.C., *Knowledge and Perceptions of Superannuation in Australia*, „Journal of Consumer Policy” 2008, vol. 31, no. 3.

WAYS OF ACHIEVING FINANCIAL SECURITY IN OLD AGE – HOUSEHOLDS’ PREFERENCES: GENDER DIFFERENCES

The aim of this chapter is to identify the preferences of households in terms of the ways of securing their members’ old age. It specifies the attitudes of households towards saving with the products available within the 3rd pillar of the pension system, as well as selected off-system solutions. The study focuses particularly on how the preferences of households are influenced by their members’ sex. A hypothesis was put forward that the preferences are influenced by individual members’ share in the household’s incomes and the role of men and women in making decisions about the ways of saving. The results of the research indicate that the most preferred way of financially securing one’s old age is saving with the use of bank products, ‘investing’ in children, and buying real estate. Saving with the 3rd pillar products is more common in the case of households where men’s share in the incomes is higher than women’s, but the role of both sexes in decision-making regarding saving is equal. However, the plans to start saving in the 3rd pillar are more common in the households where a man contributes more to the households’ incomes and also has a greater role in making financial decisions. The chapter presents the results of the author’s own research. It is a part of the research conducted in Poland in 2014,

in National Science Centre "Saving Practices and Financial Pension Security in Households – Determinants, Attitudes, Models" (No. UMO-2012/05/B/HS4/04183)¹⁵.

Keywords: households' preferences, influence of sex, old age financial security

¹⁵ The conducted research was quantitative and qualitative. The quantitative research was carried out by the surveyors from the Central Statistical Office by means of the direct interview method. The randomised sample of 1163 respondents included adult representatives of households, both working and retired. The sample was representative in terms of such features as: sex, age and the education of the head of a household, but also the number of household members, the size of town, and the region of the country. The qualitative research was carried out by means of focus group interviews in 9 groups. For further information see: I. Olejnik, *op.cit.*

POSTAWY POLAKÓW WOBEC SYSTEMATYCZNEGO I DŁUGOTERMINOWEGO OSZCZĘDZANIA

Izabela Zmudzińska*

Celem niniejszego rozdziału jest zaprezentowanie podejścia społeczeństwa do systematycznego odkładania części swoich dochodów na przyszłość. Gromadzenie oszczędności w dłuższej perspektywie jest wyzwaniem dla większości osób. Konsumenci przeważnie łączą oszczędzanie z licznymi przeciwnościami, nie wierząc w końcowy efekt regularnego powiększania swojego kapitału. Na rynku występuje kilka konkretnych produktów, które służą odkładaniu środków na emeryturę oraz długoterminowemu oszczędzaniu. Przed wyborem konkretnej formy oszczędzania należy się zastanowić, która z nich będzie najbardziej odpowiednia i dochodowa. Ustalenie głównych motywów oszczędzania zwiększa szansę realizacji postawionych sobie celów. Dla każdego z nas powodem do oszczędzania mogą być różne motywy. W społeczeństwach zachodnich powszechne jest przekonanie, że warto oszczędzać na przyszłość, ale polskie społeczeństwo nie jest jeszcze do tego odpowiednio przygotowane i przekonane. Przedstawione w niniejszym rozdziale wnioski wskazują na potrzebę podejmowania działań zachęcających ludność do długoterminowego oszczędzania. Umiejętność odraczania konsumpcji na rzecz zwiększenia oszczędności gwarantuje bowiem prawidłowy rozwój rynku finansowego i stabilizuje sytuację konsumenta w wieku emerytalnym.

Słowa kluczowe: długoterminowe oszczędzanie, IKE, IKZE, odroczenie konsumpcji

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Ekonomii, Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych; i.zmudzinska@wp.pl

Autorka przygotowuje rozprawę doktorską pod kierunkiem prof. dr hab. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej w Katedrze Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

1. Wprowadzenie

Struktura oszczędności w Polsce wskazuje na istotną ich rolę w funkcjonowaniu gospodarstw domowych. Oszczędności w gospodarce stanowią podstawowe źródło kapitału i inwestycji. Im wyższa jest skłonność społeczeństwa do oszczędzania, tym lepsze perspektywy rozwoju gospodarki. Odroczenie konsumpcji w czasie oznacza dokonanie wyboru, związanego zazwyczaj z czynnikami ekonomicznymi i psychologicznymi¹. Z jednej strony poziom dochodów części społeczeństwa nie pozwala na gromadzenie oszczędności, z drugiej zaś, u innej jej części, tendencja do zaciągania pożyczek dominuje nad skłonnością Polaków do oszczędzania. Niestety, wynika to z przeświadczenia, że Polacy nie są skłonni do wyrzeczeń lub ograniczenia bieżącego stylu życia. Uświadomienie sensu i zmian w systemie emerytalnym jest punktem wyjścia do indywidualnego oszczędzania.

Obecnie oszczędzanie jest postrzegane jako pozytywne działanie, wymagające samodyscypliny. W długoterminowym oszczędzaniu najważniejsza jest systematyczność i konsekwentność działania. Zachowania Polaków w sferze finansów są wynikiem dwóch skrajności: potrzeb i ograniczeń. Z jednej strony istnieje chęć odkładania, z drugiej zaś – potrzeba wydawania. Tylko nieliczni, widząc potrzebę oszczędzania, systematycznie odkładają środki na swoją przyszłość.

Poprzez oszczędzanie rozumie się zdolność do odłożenia konsumpcji w czasie. W ekonomii jest to różnica między dochodem a wydatkami na konsumpcję².

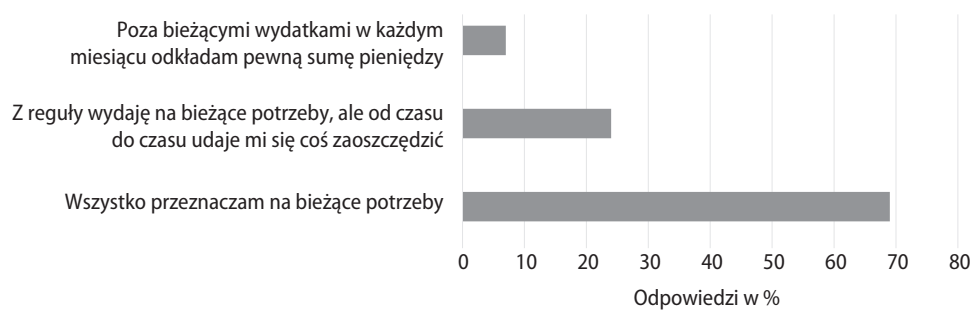
W dalszej części przedstawiono badanie, obejmujące próbę losową $N = 100$ mieszkańców Polski w wieku 25 lat i więcej. Podjęto problematykę zachowań społecznych dotyczących podejścia do długoterminowego oszczędzania. W badaniu zastosowano technikę wywiadów osobistych „twarzą w twarz”. W ramach badania dodatkowo zebrano dane o respondencie (płeć, wiek, wykształcenie, stan cywilny, status zawodowy). Badanie przeprowadzono w maju 2016 r. Jego głównym celem było znalezienie odpowiedzi na pytanie dotyczące czynników kształtujących poziom oszczędności gospodarstw domowych w Polsce oraz przyczyn niekorzystania przez Polaków z produktów oszczędnościowych.

¹ M. Maciejasz-Świątkiewicz, M. Palmer, *Determinanty zachowań gospodarstw domowych na rynku oszczędności celowych i ogólnych*, http://www.mikroekonomia.net/system/publication_files/8/original/4.pdf?1314868942, s. 53.

² J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 57.

Opinie Polaków na temat oszczędzania nie uległy zmianie w stosunku do minionego roku. Większość uważa, że warto oszczędzać z myślą o przyszłości, jednak tylko nieliczni (7%) są w stanie regularnie odkładać pewną sumę pieniędzy (rysunek 1). Są to osoby mające życiowy dorobek. Stanowią docelową grupę, której należy dostarczać wiedzy o instrumentach finansowych, zarówno o ich zaletach jak i wadach. Ponad połowa Polaków (69%) nie jest w stanie odłożyć nawet niewielkiej kwoty dochodu, gdyż przeznacza je na bieżące potrzeby. Społeczeństwo kontroluje nawet najdrobniejsze wydatki, co może wskazywać na obawę przed tzw. jutrem.

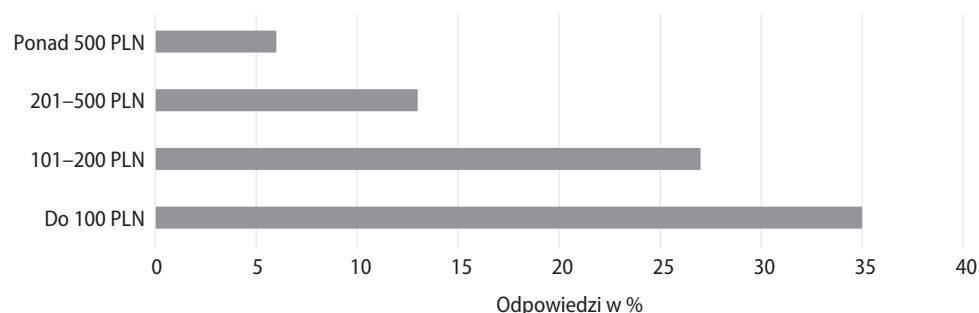
Rysunek 1. Stosunek Polaków do oszczędzania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

Na rysunku 2 przedstawiono odpowiedź badanych na pytanie: „Jaką część comiesięcznych dochodów udaje się Panu/i zaoszczędzić?”.

Rysunek 2. Wielkość zaoszczędzonych comiesięcznych dochodów – regularne miesięczne oszczędzanie



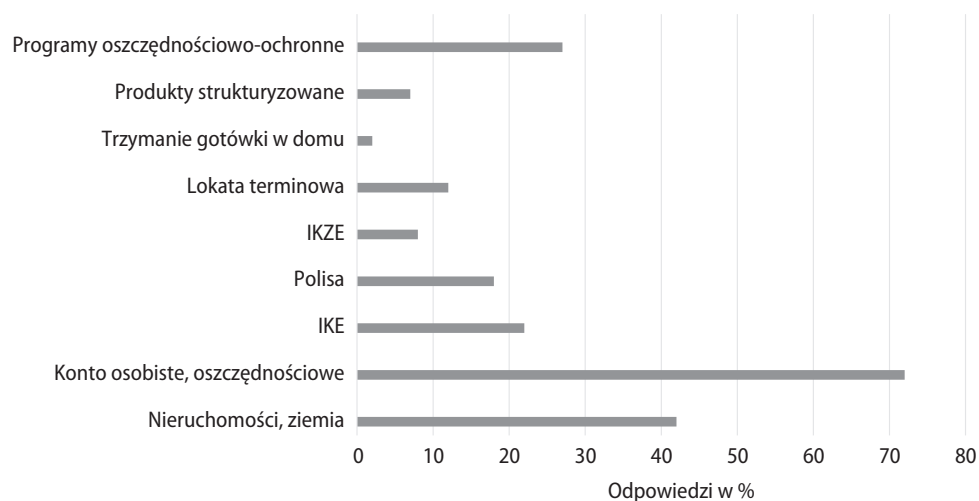
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

2. Produkty długoterminowego oszczędzania

Na rynku występuje kilka konkretnych produktów, które służą odkładaniu środków na emeryturę oraz długoterminowemu oszczędzaniu. Zalicza się do nich m.in. Indywidualne Konto Emerytalne (IKE), Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) oraz Programy Regularnego Oszczędzania. Przed wyborem konkretnej formy oszczędzania należy się zastanowić, która z nich będzie najbardziej odpowiednia, a przy tym najbardziej dochodowa.

Oczywiście, wiele zależy od indywidualnej sytuacji i potrzeb, np. od tego, jak długo zamierza oszczędzać i jak duże środki ma do dyspozycji dana jednostka. Wyniki badań pokazują, że wybierając produkty oszczędnościowe, Polacy zwykle kierują się stopą zwrotu i rekomendacjami innych osób z branży bankowej.

Rysunek 3. Produkty długoterminowego oszczędzania wybierane przez Polaków



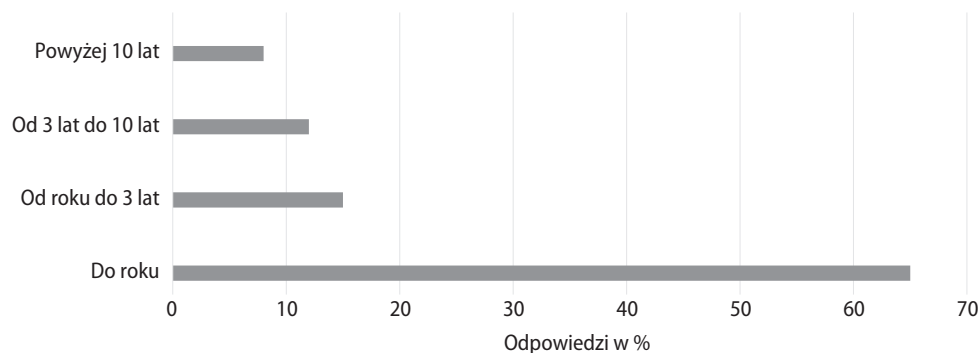
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

Istnieje wiele form gromadzenia oszczędności, m.in. inwestycje w ziemię i nieruchomości (42%) – rysunek 3. Zapytani o inne sposoby oszczędzania, Polacy wybierają bankowe produkty krótkoterminowe, takie jak konto osobiste lub konto oszczędnościowe (72%). Długoterminowe produkty są mniej popularne, gdyż wiążą się z terminem ich obowiązywania. Lokaty bankowe są uznawane za najbezpieczniejszą formę lokowania oszczędności, ale zaledwie 12% badanych deklaruje

korzystanie z tego produktu. Tylko 2% respondentów deklaruje trzymanie oszczędności w domu. Innymi opłacalnymi formami lokowania oszczędności są, zdaniem Polaków, dedykowane produkty emerytalne i programy oszczędnościowo-ochronne, tzw. *regulary*.

Na rysunku 4 pokazano odpowiedzi badanych na pytanie: „Kiedy Pan/i odkłada swoje oszczędności, o jakim okresie Pan/i zazwyczaj myśli?”

Rysunek 4. Czas oszczędzania preferowany przez Polaków

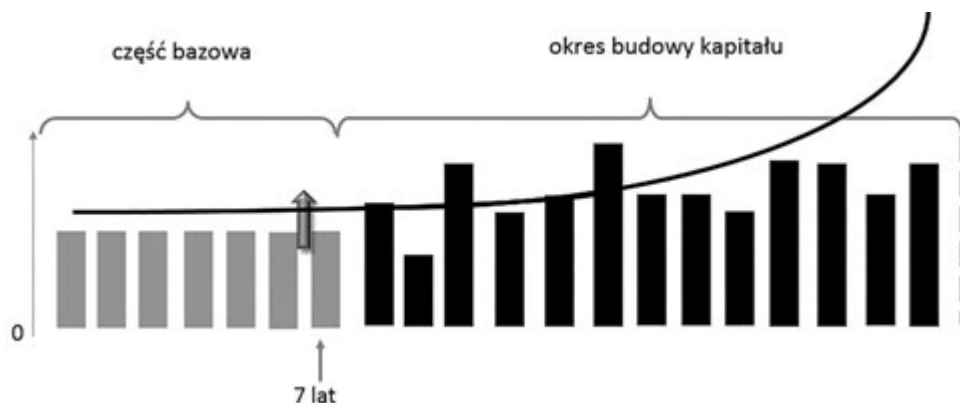


Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

Indywidualne Konto Emerytalne (IKE) oraz **Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE)** umożliwiają gromadzenie dodatkowych oszczędności dostępnych po przejściu na emeryturę. Zaletą obu kont są przede wszystkim kwestie podatkowe. Wypłacając oszczędności z IKE po uzyskaniu uprawnień emerytalnych, jesteśmy zwolnieniu z tzw. podatku Belki (19%). Natomiast w przypadku IKZE po zakończeniu okresu oszczędzania zapłacimy zryczałtowany podatek dochodowy. Wpłaty dokonywane na ten rachunek można jednak odliczyć od podstawy opodatkowania w okresie oszczędzania. Wysokość emerytury z tych programów zależy od wysokości składek i sposobu ich inwestowania. Gromadząc środki na IKE oraz IKZE, nie jesteśmy zobligowani do dokonywania regularnych wpłat. Ważne jest, aby wpłaty dokonywane na te rachunki nie przekroczyły możliwego maksymalnego limitu wpłat w danym roku. Najkorzystniejszy okres do oszczędzania rozpoczyna się przed 35 rokiem życia, bo im młodsza osoba, tym dłuższy okres inwestowania składek i wyższa emerytura. IKE jest tzw. III filarem, a przystąpienie do niego jest dobrowolne. Oba konta są sposobem na powiększenie swojej emerytury w przyszłości poprzez systematyczne oszczędzanie i umiejętne inwestowanie.

Innym sposobem na ulokowanie swoich oszczędności są **programy oszczędnościowo-ochronne**, tzw. *regulary*, PSO³ (rysunek 5).

Rysunek 5. Przykład Programu Systematycznego Oszczędzania



Źródło: Opracowanie własne.

Program Systematycznego Oszczędzania stanowi interesującą alternatywę lokat bankowych, jednakże przy większym ryzyku. Produkt ten jest oparty na szerokiej ofercie funduszy inwestycyjnych oraz ubezpieczeniu na życie i dożycie; polega na systematycznym oszczędzaniu regularnych kwot w trybie miesięcznym, kwartalnym, półrocznym lub rocznym. Wymóg konieczności regularnego oszczędzania poprzedzają wysokie opłaty manipulacyjne za wcześniejszą wypłatę. Według 27% badanych to idealne rozwiązanie dla rodziców chcących odkładać środki na przyszłość swoich dzieci. Zaletą jest uwzględniony procent składany, który jest doliczony do kapitału.

3. Motywy i cele służące długoterminowemu oszczędzaniu

Ustalenie głównych motywów oszczędzania zwiększa szansę realizacji postawionych sobie celów. Dla każdej osoby powodem do oszczędzania może być m.in. chęć zachowania płynności finansowej, zabezpieczenie swoich najbliższych, zgromadzenie

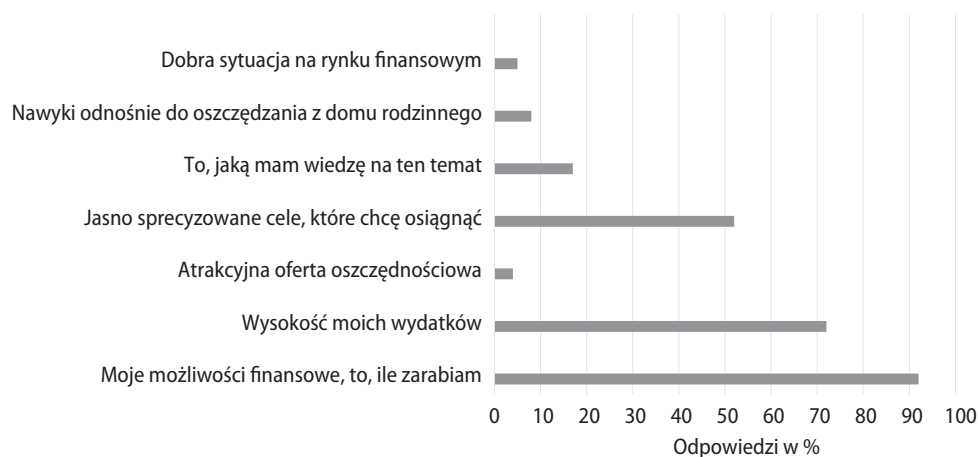
³ Program Systematycznego Oszczędzania.

środków na nieprzewidziane zdarzenia w przyszłości, gromadzenie środków na konkretny cel, inwestowanie pieniędzy w celu osiągnięcia zysku.

Dla każdego człowieka motywem oszczędzania są inne priorytety. Polacy, podczas oszczędzania, najczęściej nie myślą o konkretnym okresie lub celu odkładania pieniędzy, ponieważ odkładają na tzw. czarną godzinę. Osoby, które systematycznie oszczędzają, najczęściej koncentrują się na celach krótkookresowych, typu prezenty świąteczne, wakacje, drobne przyjemności. Na kolejnych miejscach wymieniono cele długookresowe, np. przyszłość dzieci, zakup mieszkania.

Głównymi czynnikami decydującymi o długoterminowym oszczędzaniu jest wysokość wydatków w gospodarstwie domowym oraz możliwości finansowe (rysunek 6). Nieco mniejszą, choć równie istotną rolę odgrywają czynniki pozaekonomiczne, takie jak nawyki oszczędzania wyniesione z domu czy wiedza na temat produktów oszczędnościowych. Kolejnymi przesłankami, mającymi wpływ na podjęcie decyzji o oszczędzaniu, są m.in. dobra koniunktura na rynku czy atrakcyjność ofert produktów oszczędnościowych.

Rysunek 6. Czynniki zachęcające do oszczędzania



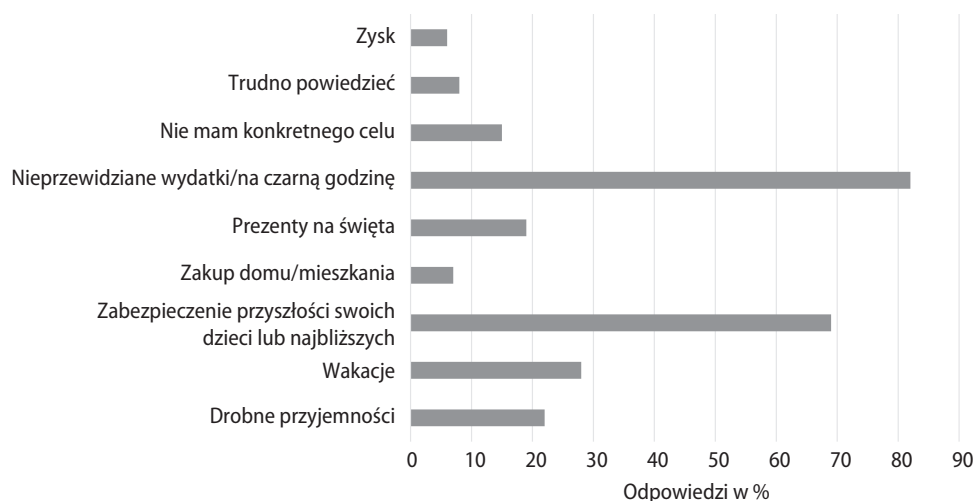
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

Ze względu na postawiony cel, w momencie podjęcia decyzji o oszczędzaniu zgromadzone środki mogą mieć charakter celowy lub ogólny. W przypadku oszczędności celowych z góry znamy ich przeznaczenie. W przypadku oszczędności ogólnych cel poznajemy dopiero po zgromadzeniu środków. Zgromadzony kapitał jest przeznaczony na to, co w danym momencie stanowi najbardziej pilną

potrzebę. W przypadku gospodarstw domowych w Polsce w głównej mierze mówimy o oszczędnościach celowych.

Najwyżej w hierarchii motywów oszczędzania znajduje się potrzeba stworzenia pewnego bufora na wypadek nieprzewidzianych zdarzeń w przyszłości, czyli na tzw. czarną godzinę (aż 82%) – rysunek 7. Polacy zwykle gromadzą oszczędności nie z myślą o konkretnym przeznaczeniu, ale z chęci zabezpieczenia się na wypadek zdarzeń losowych lub na tzw. trudne czasy (emerytura, choroba). Wyniki badania pokazują także, iż dla oszczędzających głównym motywem oszczędzania, oprócz odkładania środków na tzw. czarną godzinę oraz emeryturę, jest chęć zabezpieczenia przyszłości dzieci (69%). Całkiem sporą grupę stanowią także osoby odkładające środki na mieszkanie (7%), aby w ten sposób zmniejszyć konieczność zaciągnięcia kredytu. Tylko 6% społeczeństwa oszczędza w celu osiągnięcia zysku.

Rysunek 7. Motywy oszczędzania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

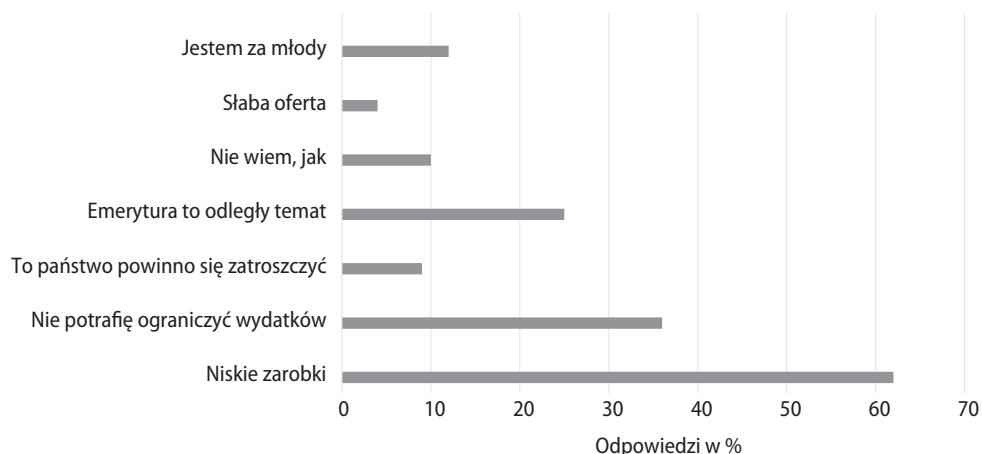
4. Przyczyny „nieoszczędzania”

W społeczeństwach zachodnich powszechne jest przekonanie, że warto oszczędzać na przyszłość, ale polskie społeczeństwo w znacznej większości nie jest jeszcze do tego odpowiednio przygotowane i przekonane. Na taki pogląd wpływa też niższy poziom wynagrodzeń większości Polaków w stosunku do poziomowi wynagrodzeń

w krajach rozwiniętych oraz brak nawyków do udziału w programach długofalowego oszczędzania. Tendencja do zaciągania pożyczek dominuje nad skłonnością Polaków do oszczędzania. Jest to wynikiem, niestety, przeświadczenia, że Polacy nie są skłonni do wyrzeczeń lub ograniczenia bieżącego stylu życia. Uświadomienie sensu i zmian w systemie emerytalnym jest punktem wyjścia do indywidualnego oszczędzania.

Oszczędzanie nie budzi zainteresowania konsumentów i często jest oceniane jako nieopłacalne. Przede wszystkim ograniczeniem są posiadane środki finansowe (rysunek 8). Ponad połowa Polaków w wieku powyżej 25 lat deklaruje, że ich zarobki są niewystarczające (62%) oraz ważniejsze są dla nich bieżące cele i potrzeby niż oszczędzanie na emeryturę. Konsumenci wyraźnie dostrzegają słabość swoich motywacji i woli systematycznego oszczędzania. Proces ten wiąży głównie z przymusem i wyrzeczeniami. W społeczeństwie panuje przekonanie, iż łatwiej jest zrealizować swoje cele konsumpcyjne, korzystając z kredytu. Największym motywatorem do rozpoczęcia odkładania pieniędzy byłyby z pewnością wyższe zarobki. Młodzi Polacy nie są skłonni ponosić dodatkowych kosztów związanych z produktami oszczędnościowymi. W potocznej opinii Polacy nie oszczędzają, gdyż nie mają z czego oszczędzać.

Rysunek 8. Główne przyczyny braku oszczędzania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

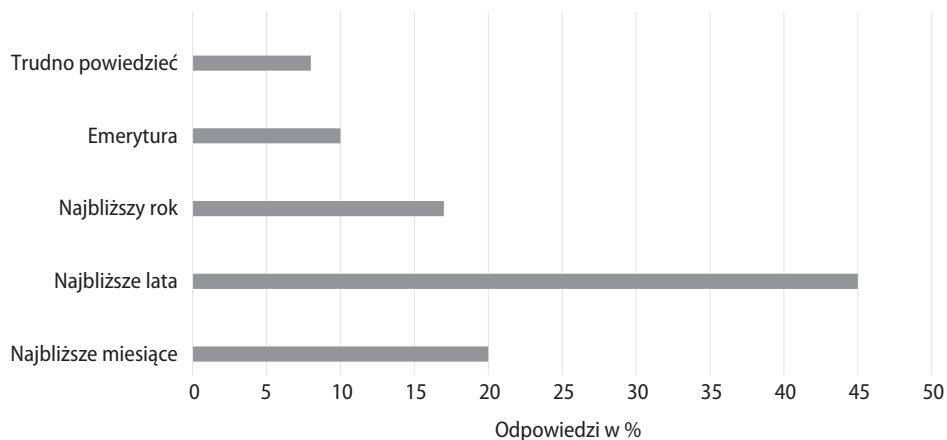
Większość Polaków nie oszczędza na emeryturę i nie zamierza robić tego w przyszłości. Konsumenci sądzą, że państwo powinno się zatroszczyć o przyszłe emerytury (9%), a niespełna 25% respondentów uważa, że jest to zbyt odległa przyszłość.

Wśród czynników ekonomicznych, poza wysokością dochodów, barierą do oszczędzania jest słaba oferta (4%), czyli wysokość stopy zwrotu oraz poziom długoterminowych realnych stóp procentowych chroniących kapitał przed utratą wartości realnej.

Większość osób, po głębszym jednak zastanowieniu zdaje sobie sprawę, że ich sytuacja finansowa może znacznie się pogorszyć, a wysokość świadczenia emerytalnego może nie wystarczyć na zaspokojenie nawet podstawowych potrzeb. Jako rozwiązanie podają zazwyczaj podjęcie dodatkowej pracy, która jest strategią na pozyskiwanie środków z innych źródeł. Nie rozważają możliwości skorzystania z produktów długoterminowego oszczędzania. Przyszła emerytura jest problemem dla prawie połowy badanych Polaków i będzie ona niższa niż obecne zarobki. W perspektywie krótkoterminowej są dostrzegane wyłącznie skutki negatywne: ponoszenie regularnego kosztu, rezygnacja z zaspokajania bieżących potrzeb, silna motywacja oraz konieczność poświęcenia wolnego czasu na analizowanie wyników.

Niewielu Polaków (10%) ma podstawową wiedzę o produktach finansowych, dotyczących systematycznego oszczędzania. Polacy nie rozumieją specyfiki długoterminowego oszczędzania i ryzyka związanego z produktami oszczędnościowymi. Wśród cech zachęcających do oszczędzania z wykorzystaniem dedykowanych do tego produktów wskazują możliwość wcześniejszego wycofania zainwestowanych środków i gwarancję zwrotu całego kapitału. Ponad połowa Polaków nie wie, jak można oszczędzać na emeryturę w ramach III filaru. Większość z nich nie słyszała ani o sposobach oszczędzania, ani o mechanizmach ich działania.

Wybór optymalnego oszczędzania na przyszłość wymaga sprecyzowania nie tylko swoich potrzeb, lecz także ustalenia czasu, w jakim należy zgromadzić odpowiedni kapitał. Większość ankietowanych (45%) przewiduje, iż w najbliższych latach zamierza regularnie oszczędzać na przyszłość (rysunek 9). Obecnie perspektywa emerytury (10%) nie jest już priorytetem w świadomości Polaków. Tylko niewielka część nie określiła ram czasowych (8%).

Rysunek 9. Perspektywy przyszłego oszczędzania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań.

5. Zakończenie

Biorąc pod uwagę uwarunkowania makroekonomiczne i niekorzystną sytuację gospodarczą, zaprezentowane w niniejszym rozdziale wyniki pozwalają ocenić polskie społeczeństwo jako dalekie od modelu oszczędzania, zwłaszcza w długiej perspektywie. Skłonność Polaków do oszczędzania jest poważnym problemem, pogłębiającym się każdego roku. Pomimo chęci uczestniczenia w dobrowolnym oszczędzaniu, warunki finansowe większości gospodarstw domowych ograniczają taką możliwość. W polskim społeczeństwie dominuje tendencja do bieżącej konsumpcji, a ewentualne oszczędności przyjmują perspektywę krótkookresową.

Bez względu na moment przeprowadzenia badania, zaprezentowane wyniki są bardzo niepokojące dla finansów publicznych, obciążonych wydatkami. Niepokojące są również dla przyszłych emerytów. W efekcie reformy systemu emerytalnego każdy z respondentów otrzymał możliwość aktywnego udziału w kreowaniu swojej przyszłości emerytalnej. Nadal jednak panuje przekonanie, że państwo zapewni niezbędne środki do życia w okresie emerytalnym. Nieodpowiednia wiedza w tym zakresie może doprowadzić do powiększenia ubóstwa, ponieważ ludzie młodzi nie myślą o tak dalekiej przyszłości.

Bibliografia

- Adamska-Mieruszevska J., Mosionek-Schweda M., *Rozwój indywidualnych oszczędności emerytalnych w kontekście skłonności Polaków do oszczędzania*, http://www.pizs.pl/files/723397080/file/1_rozwoj_indywidualnych_oszczednosci.pdf
- Blümke A., *Jak inwestować w produkty strukturyzowane*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Kisiel M., *W końcu ciekawy pomysł na długoterminowe oszczędzanie?*, Bankier.pl, 2014, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/W-koncu-ciekawy-pomysl-na-dlugoterminowe-oszczedzanie-7216921.html>
- Kobus M., *Produkty strukturyzowane w 4 odsłonach*, Skarbiec.biz, <http://www.skarbiec.biz/alternatywne/produkty.htm>
- Maciejasz-Świątkiewicz M., Palmer M., *Determinanty zachowań gospodarstw domowych na rynku oszczędności celowych i ogólnych*, http://www.mikroekonomia.net/system/publication_files/8/original/4.pdf?1314868942
- Opolski K., Potocki T., Świst T., *Wealth management bankowość dla bogatych*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Schäfer B., *Droga do finansowej wolności*, MT Biznes, Warszawa 2011.
- Szelągowska A., *Współczesna bankowość detaliczna*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- TNS Polska, *Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość?*, raport dla Nationale-Nederlanden, Warszawa, marzec 2016.
- TNS Polska, *Stać nas na oszczędzanie*, raport dla PKO BP, Warszawa 2015.
- Zaremba A., *Giełda. Podstawy inwestowania*, Helion, Gliwice 2010.

POLISH ATTITUDES TO REGULAR AND LONG-TERM SAVING

The purpose of this article is to focus on the approach of society to regular saving part of their income for the future. Accumulation of savings in the long perspective is a challenge for most people. Consumers usually associate saving with numerous difficulties, not believing in the final effect of regular accumulation of their capital. There are several specific products on the market that serve the purpose of securing the funds for the retirement and long-term saving. Before choosing a particular form of saving it should be considered which one of them will be most suitable

and, at the same time, most profitable. Establishing the main motives for saving increases the chance to accomplish the set objectives. Each of us can have different reasons for saving. In Western societies, there is a common belief that it is worth saving for the future, but Polish society in the vast majority has not been prepared yet and convinced about this idea. Conclusions presented in the chapter indicate the need to take action encouraging Polish people to long-term saving. The ability to defer consumption in order to increase savings guarantees the proper development of the financial market and stabilises the situation of the consumer in retirement.

Keywords: long-term savings, IKE, IKZE, deferring consumption

PROBLEMY WOKÓŁ STOPY OSZCZĘDNOŚCI W POLSCE NA TLE KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ¹

Robert W. Włodarczyk*

W Unii Europejskiej poczynawszy od lat 90. XX w. zaszło wiele istotnych zmian w zakresie gromadzenia oszczędności. Zasadnicze przeobrażenia dotyczące poziomu stopy oszczędności pojawiły się także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Transformacja ustrojowa, zmiana modelu funkcjonowania gospodarki i społeczeństwa, a także ostatni kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych również odbiły swoje piętno na procesach akumulacji oszczędności w Polsce. W niniejszym rozdziale przedstawiono zasadnicze zmiany w zakresie stopy oszczędności w Polsce w latach 1990–2015 w świetle procesów zaobserwowanych w pozostałych krajach Unii Europejskiej. W przedstawionej analizie wykazano, że choć stopa oszczędności narodowych brutto w Polsce w ostatnich 25 latach wykazywała tendencję rosnącą, to jednak jej poziom należy uznać za niezadowalający. Warto podkreślić, że wysokość stopy oszczędności w gospodarce polskiej jest na poziomie średniej w strefie euro, jednak z punktu widzenia potrzeb rozwojowych Polski wydaje się ona być zbyt niska. Poza tym, poczynawszy od 2009 r. kraje Europy Środkowo-Wschodniej notują średnio wyższe stopy oszczędności niż kraje bogatszej Europy Zachodniej.

Słowa kluczowe: oszczędności, stopa oszczędności, Unia Europejska

¹ Publikacja została sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego w 2016 r.

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Katedra Teorii Ekonomii; ror20@wp.pl

1. Wprowadzenie

Oszczędności stanowią podstawę funkcjonowania każdej współczesnej gospodarki. Odpowiednie ich zasoby pozwalają realizować procesy inwestycyjne, a także spełniać założone cele długofalowe. Ponadto, oszczędności są podstawą stabilnego długoterminowego wzrostu gospodarczego, niezależnią od kapitału zagranicznego, a także niwelują wahania cyklu koniunkturalnego. Jednakże oszczędności są przesunięciem konsumpcji w czasie i zależą m.in. od preferencji w zakresie międzyokresowej struktury wydatków jednostek. W procesie akumulacji oszczędności kluczowe są także inne czynniki, jak: skłonność obywateli do oszczędzania, wielkość zgromadzonego majątku, rozmiary dochodu bieżącego, wysokość stopy procentowej, poziom rozwoju rynku kapitałowego czy uwarunkowania kulturowe i psychologiczne.

Od początku lat 90. XX w. zaszło wiele istotnych zmian w zakresie gromadzenia zasobów oszczędności w Unii Europejskiej. Wiąże się to, z jednej strony, z rozszerzeniem Wspólnoty o nowe kraje, z drugiej zaś – z nowymi wyzwaniami stojącymi przed europejskimi przywódcami. Widoczne zmiany w zakresie poziomu stopy oszczędności pojawiły się także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Szczególne piętno na procesach akumulacji oszczędności w wielu krajach europejskich odcisnął ostatni kryzys finansowy.

W ostatnim czasie zaobserwowano wzmożoną dyskusję na temat sposobów tworzenia oszczędności w gospodarce polskiej, zwłaszcza z powodu planowanych zasadniczych reform gospodarczych przez nowy rząd, których powodzenie zależy od dynamiki akumulacji oszczędności krajowych. Kwestia ta jest żywo dyskutowana, albowiem ściśle się wiąże z realizowanymi procesami inwestycyjnymi, budowaniem „własnych” kapitalistów, a także z akumulacją kapitału finansowego, który ma służyć w przyszłości celom nie tylko inwestycyjnym, lecz również emerytalnym. W związku z tym pojawia się wiele dylematów i pytań.

Zasadniczym celem niniejszego rozdziału jest ocena zmian wysokości stopy oszczędności w Polsce w świetle innych gospodarek Unii Europejskiej. Analizy przeprowadzono na poziomie makroekonomicznym i obejmują lata 1990–2015. W rozdziale postawiono dwie hipotezy badawcze:

- **hipoteza 1:** stopa oszczędności w Polsce jest relatywnie niska niż w wyżej rozwiniętych krajach Unii Europejskiej, co stanowi zagrożenie dla powodzenia wielu planowanych procesów inwestycyjnych i reform społecznych;

- **hipoteza 2:** stopy oszczędności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej są obecnie wyższe niż w krajach UE-15, co dowodzi przyspieszenia tempa procesów akumulacji kapitału przez społeczeństwa nowych krajów członkowskich UE.

Niniejszy rozdział składa się z następujących części: przegląd literatury, charakterystyka stopy oszczędzania w krajach Unii Europejskiej, analiza stopy oszczędzania w Polsce na tle pozostałych gospodarek unijnych oraz wniosków końcowych (Zakończenie).

2. Przegląd literatury

W teorii ekonomii oszczędności stanowią podstawę prowadzonego dyskursu w odniesieniu do gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, państwa oraz gospodarek jako ogółu. Z tego powodu mówimy o oszczędnościach gospodarstw domowych czy przedsiębiorstw (często określanych łącznie jako oszczędności prywatne), a także o oszczędnościach państwa oraz oszczędnościach narodowych. Suma wszystkich kategorii oszczędności, łącznie z oszczędnościami zagranicy, pozwala określić oszczędności całkowite w gospodarce.

W ujęciu zagregowanym oszczędności – zwane też oszczędnościami narodowymi brutto – stanowią część dochodu do dyspozycji wszystkich podmiotów, która nie jest przeznaczona na szeroko rozumianą konsumpcję finalną. Dodatni ich poziom oznacza, że występuje niewydatkowany dochód, który może być przeznaczony na nabycie aktywów albo na spłatę zobowiązań. Z kolei, gdy są ujemne – pewne aktywa są likwidowane albo narastają określone zobowiązania. W tym znaczeniu oszczędności stają się podstawą procesów inwestycyjnych w gospodarce narodowej.

Oszczędności w ujęciu mikroekonomicznym oznaczają poniechanie konsumpcji bieżącej na rzecz konsumpcji przyszłej. Są wynikiem określonych decyzji w zakresie międzyokresowego wydatkowania dochodu, stając się zjawiskiem dynamicznym. Tego typu oszczędzanie wymaga świadomego podejmowania ciągłych wyborów w dziedzinie podziału dochodu między teraźniejszość a przyszłość².

Akumulacja oszczędności uniezależnia od zagranicznych źródeł kapitału i stabilizuje długookresową dynamikę wzrostu gospodarczego³. Oszczędności są kluczową

² B. Liberda, *Oszczędzanie w gospodarce polskiej. Teorie i fakty*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 2000, s. 7.

³ A. Cudowska-Sojko, A. Dzun, *Słowność do oszczędzania jako determinanta wielkości i struktury oszczędności gospodarstw domowych w Polsce*, w: *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, red. D. Kopycińska, Printgroup, Szczecin 2006, s. 143.

kategorią w gospodarce, gdyż determinują rozmiary inwestycji⁴, a te z kolei pobudzają wzrost gospodarczy. Interakcje te powodują, że oszczędności stają się ważnym celem polityki państwa. Niedostatki oszczędności destabilizują procesy wzrostu i zwiększają wrażliwość koniunktury makroekonomicznej na niespodziewane przepływy kapitału spekulacyjnego.

W literaturze ekonomiści dzielą determinanty oszczędności na zewnętrzne i wewnętrzne, obiektywne i subiektywne, zależne od makro- i mikrootoczenia, a także związane z indywidualnymi decyzjami poszczególnych jednostek⁵. W kontekście tych ostatnich decyzji ważnym elementem budowania oszczędności w gospodarce jest diagnoza stanu świadomości ich znaczenia w perspektywie długookresowej, a także ocena trendów i potrzeb w tym względzie. Podkreśla się również dużą rolę dochodu w kształtowaniu wysokości oszczędności⁶. Wśród innych czynników należy wymienić realną stopę procentową (nominalną stopę procentową, stopę inflacji)⁷, czynniki fiskalne, stan koniunktury makroekonomicznej, system ubezpieczeń społecznych⁸, strukturę zawodową i stopę bezrobocia⁹, czynniki demograficzne. Ponadto, społeczeństwa różnią się znacząco w zakresie postaw psychologicznych wobec konsumpcji, funkcji użyteczności oraz kultury konsumpcji i oszczędzania¹⁰. A zatem społeczno-kulturowe wzorce zachowań w dużej mierze kształtują zasoby oszczędności.

W większości dotychczasowych prac podkreśla się, że w Polsce wielkość oszczędności na poziomie makroekonomicznym jest niezadowalająca. Stanowi to czynnik hamujący prowadzenia ciągłych i niezakłóconych procesów inwestycyjnych¹¹.

⁴ J. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001, s. 113.

⁵ Zob. J. Cichorska, J. Znaniecka-Ekkert, *Działalność depozytowa banków komercyjnych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów” 2006, nr 10, s. 17; J. Harasim, *Oszczędzanie i inwestowanie nadwyżek finansowych przez ludność*, w: *Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, PTE, Katowice 2010, s. 29–30; S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 212; B. Frączek, *Analiza czynników wpływających na oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych*, „Studia Ekonomiczne” 2012, nr 122, s. 87.

⁶ B. Frączek, *op.cit.*, s. 88.

⁷ Oddziaływanie stopy procentowej na oszczędności zależy od względnej siły efektu substytucyjnego i efektu dochodowego zmiany stopy procentowej.

⁸ B. Liberda, *Stopy oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce*, w: *Determinanty oszczędzania w Polsce*, CASE, Warszawa 1999, s. 84.

⁹ E. Machowicz, *Wpływ stopy bezrobocia na kształtowanie poziomu pieniądza oszczędnościowo-pożyczkowego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 11, s. 74–75.

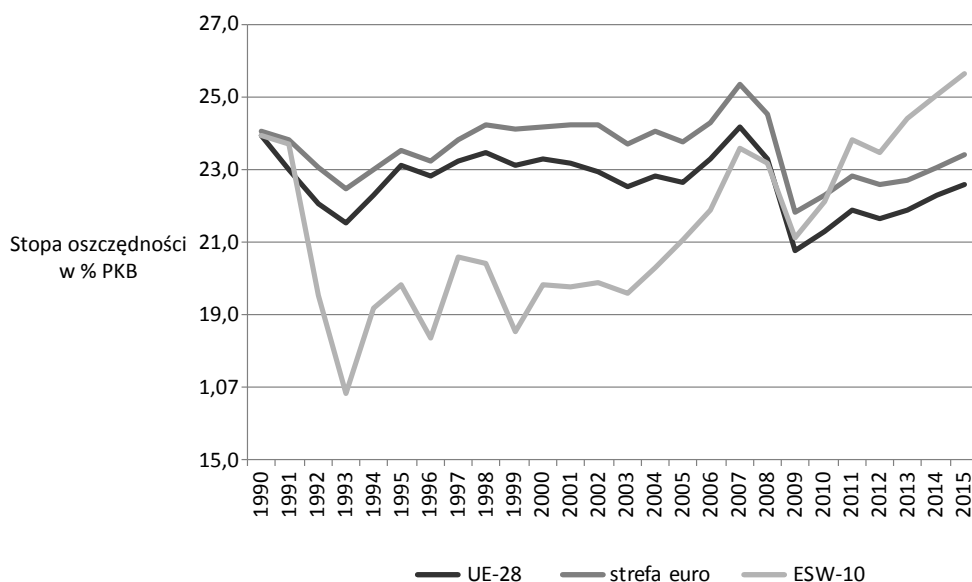
¹⁰ J. Górniak, *My i pieniądze*, Aureus, Kraków 2000, s. 224.

¹¹ A. Cudowska-Sojko, A. Dzun, *op.cit.*, s. 155.

3. Stopa oszczędności w Unii Europejskiej

W latach 1990–2015 stopa oszczędności w 28 krajach obecnej Unii Europejskiej podlegała widocznym zmianom. W relacji do PKB kształtowała się ona w przedziale 21–24% (rysunek 1), co nie jest wynikiem zbyt wysokim. Wyraźne wahania zaobserwowano na początku lat 90. XX w., a następnie, po kilkunastu latach stabilizacji na poziomie ok. 23%, silniejsze jej zmiany pojawiły się dopiero po 2007 r., czyli poczynając od ostatniego kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych. Wówczas w latach 2007–2009 nastąpiło głębokie załamanie stopy oszczędności w UE-28 do ok. 21%, która w kolejnych latach systematycznie zaczęła powracać do poziomu sprzed kryzysu, osiągając w 2015 r. poziom niższy o ok. 2 pkt proc. niż w 2007 r.

Rysunek 1. Stopa oszczędności w krajach UE-28, strefy EUR i ESW-10 w latach 1990–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

W grupie 28 krajów UE istniało wyraźne zróżnicowanie stóp oszczędności. Względnie wyższy poziom stóp oszczędności występował w krajach strefy EUR, gdzie w 2007 r. wyniósł on średnio ponad 25% (rysunek 1). Zdecydowanie niższe poziomy tej stopy można było zaobserwować w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

W tych krajach, po gwałtownych spadkach stóp oszczędności w pierwszej połowie lat 90. XX w. do poziomu ok. 17%, nastąpił prawie 15-letni okres jej wzrostu do wysokości ponad 23% w 2007 r. Kryzys finansowy również wpłynął niekorzystnie na akumulację oszczędności, powodując spadek stopy oszczędności do poziomu 21%. W kolejnych latach obserwowano w tym regionie przyspieszony wzrost stóp oszczędności do poziomu średniego ponad 25% w 2015 r. (rysunek 1). Spowodowało to, że o ile w połowie lat 90. XX w. ujemna luka stopy oszczędności między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a krajami strefy EUR wyniosła ok. 6 pkt proc., to w 2015 r. sytuacja się odwróciła i to właśnie w krajach strefy EUR obserwowano stopę oszczędności niższą o 2 pkt proc. Patrząc na zmiany średniej stopy oszczędności w wybranych 5-letnich okresach w latach 1990–2015, można zauważyć, że jedynie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nastąpił wzrost średniej stopy oszczędności w latach 2010–2015 w porównaniu z pierwszą połową lat 90. XX w. Zarówno w krajach strefy EUR, jak i w grupie krajów UE-15 średnia wartość tej stopy zmniejszyła się w rozpatrywanych okresach. Analizując w tym okresie poszczególne kraje UE, można zauważyć, że w grupie wysoko rozwiniętych krajów UE-15 – za wyjątkiem Irlandii i Luksemburga – średnie poziomy stóp oszczędności były wyższe maksymalnie o 2,4 pkt proc. (Szwecja), natomiast w wielu z nich obniżyły się, nawet o 7,6 pkt proc. (Grecja). Z kolei w obrębie regionu Europy Środkowo-Wschodniej we wszystkich krajach, poza Słowacją, zaobserwowano wzrost średniego poziomu stopy oszczędności, a na Węgrzech nawet o 10,5 pkt proc. (tabela 1).

Tabela 1. Średnia stopa oszczędności dla wybranych podokresów w krajach Unii Europejskiej w latach 1990–2015 (w % PKB)

Kraje/regiony	1990–1994	1995–1999	2000–2004	2005–2009	2010–2015
Austria	25,5	25,8	27,2	27,5	26,5
Belgia	25,0	25,5	26,4	26,6	24,1
Bułgaria	14,1	18,2	12,5	15,9	21,0
Chorwacja	b.d.	12,7	19,1	22,4	20,3
Cypr	20,4	24,5	23,0	19,1	15,2
Czechy	27,5	29,7	29,4	32,5	31,3
Dania	25,3	26,0	28,2	26,9	25,3
Estonia	b.d.	22,1	26,2	28,0	29,5
Finlandia	24,3	29,2	30,8	27,7	21,2
Francja	22,4	22,4	22,9	21,8	20,5
Grecja	16,4	15,0	15,5	12,6	8,8

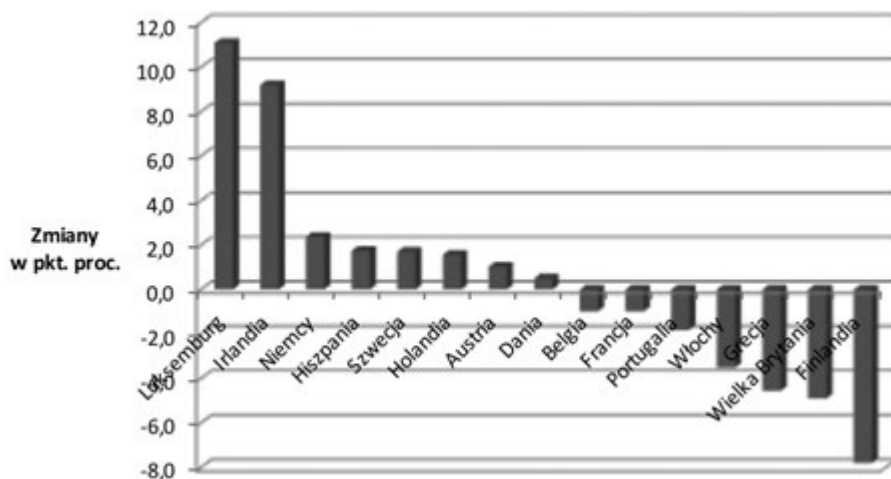
Kraje/regiony	1990–1994	1995–1999	2000–2004	2005–2009	2010–2015
Hiszpania	21,1	22,6	24,6	24,7	22,2
Holandia	28,6	29,1	28,6	30,0	29,2
Irlandia	25,1	33,5	40,4	37,0	36,7
Litwa	b.d.	12,7	14,7	15,8	19,4
Luksemburg	40,8	43,4	45,8	49,7	51,6
Łotwa	b.d.	12,0	17,6	20,9	20,5
Malta	18,2	14,0	15,7	15,9	16,7
Niemcy	24,3	24,1	24,0	25,2	25,7
Polska	18,9	19,7	16,8	19,7	21,0
Portugalia	17,5	18,3	17,2	14,5	15,0
Rumunia	22,9	13,9	15,4	17,2	23,2
Słowacja	25,4	25,9	24,1	24,5	24,4
Słowenia	b.d.	24,1	25,9	29,0	25,3
Szwecja	25,5	27,2	28,5	29,7	27,9
Węgry	17,2	25,5	23,5	24,5	27,7
Wielka Brytania	18,4	19,7	16,6	15,2	14,7
Włochy	22,0	22,9	21,8	20,7	19,1
UE-28	22,5	23,1	22,9	22,8	21,9
Strefa EUR	23,3	23,8	24,1	23,9	22,8
ESW-10	20,4	19,5	19,8	22,1	24,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

Wyniki te potwierdzają również zmiany zaobserwowanych stóp oszczędności w latach 1995–2015. W ciągu 20 lat wyraźny przyrost stopy oszczędności w najbardziej rozwiniętej części Unii Europejskiej nastąpił jedynie w Irlandii i Luksemburgu, natomiast większość tej grupy krajów zanotowała wzrost stopy oszczędności maksymalnie o 2 pkt proc., z przewagą jednak krajów, które zanotowały duże spadki tej stopy (o 4–8 pkt proc.), jak np. Finlandia, Wielka Brytania, Grecja, Włochy (rysunek 2).

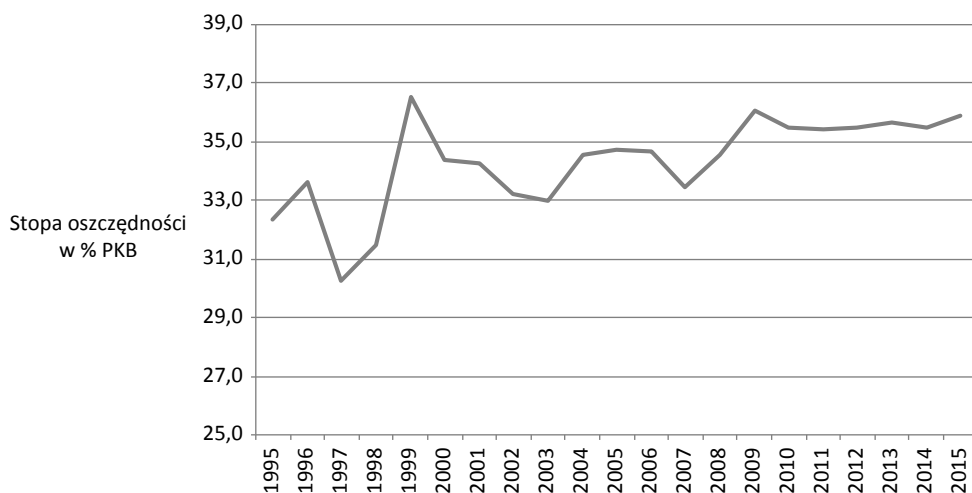
Badając poziom stóp oszczędności w krajach Unii Europejskiej, zauważamy, że systematycznie wzrasta ich zróżnicowanie. Świadczy o tym współczynnik zmienności stóp oszczędności. W rozpatrywanym okresie nastąpił wzrost jego wartości z ok. 32% do ok. 36%, co oznacza, że w krajach UE w ciągu ostatnich 20 lat zwiększyła się relacja rozpiętości stóp oszczędności do średniego ich poziomu (rysunek 3).

Rysunek 2. Zmiany stopy oszczędności w krajach UE-15 w latach 1995–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

Rysunek 3. Zróżnicowanie stopy oszczędności w krajach UE-28 w latach 1995–2015

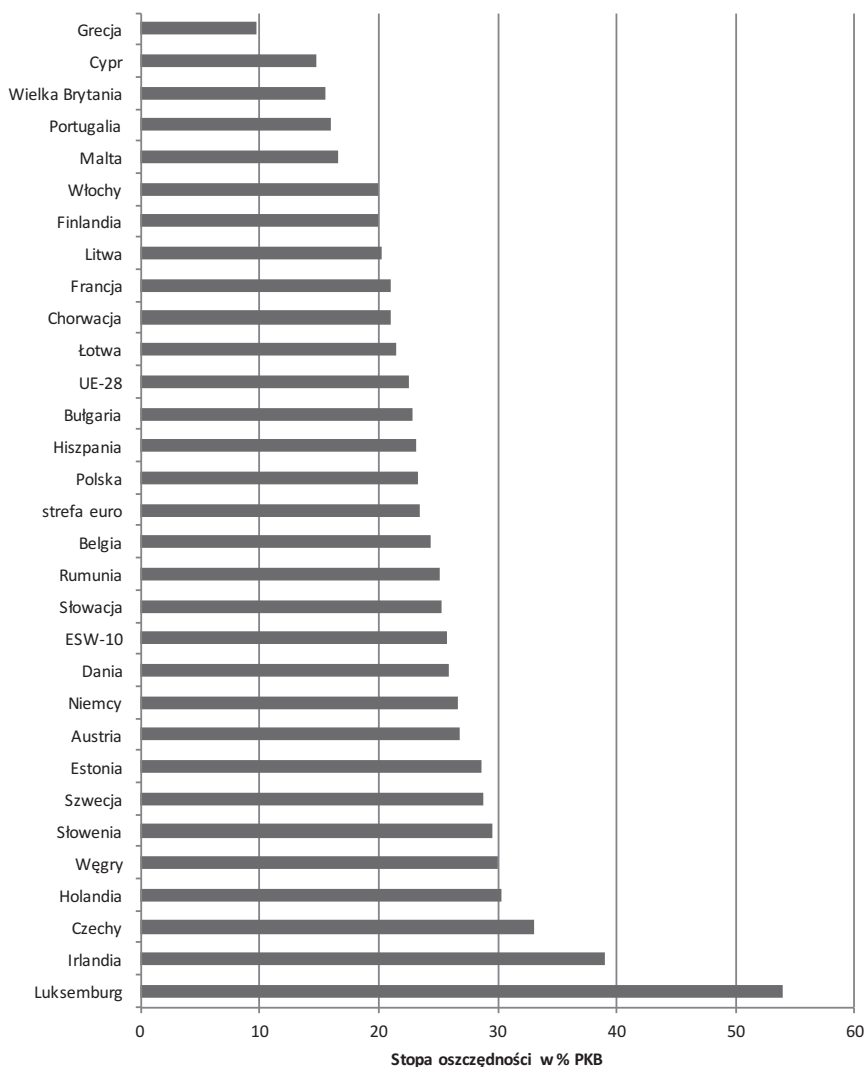


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

Ocena bieżącej sytuacji w zakresie stopy oszczędności wskazuje, że w 2015 r. średnia stopa oszczędności w 28 krajach Unii Europejskiej wyniosła 22,5%, w strefie

EUR 23,4%, natomiast w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej blisko 26% (rysunek 4). Obecnie do krajów o najniższej stopie oszczędności należą: Grecja, Wielka Brytania, Portugalia, Włochy, Finlandia i Litwa (od blisko 10% do 20%), a najwyższą stopą oszczędności mogą się pochwalić Luksemburg, Irlandia, Czechy, Holandia, Węgry, Słowenia, Szwecja i Estonia (od ok. 30% do ponad 50%).

Rysunek 4. Stopa oszczędności w 2015 r. w krajach Unii Europejskiej

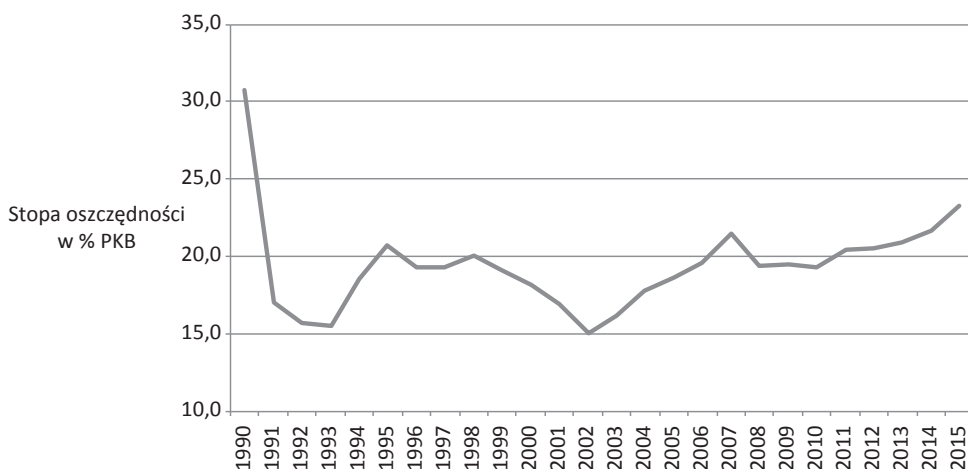


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

4. Stopa oszczędności w Polsce

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w ciągu ostatnich 25 lat w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nastąpiła diametralna zmiana stopy oszczędności. Wydawać by się mogło, że tendencja ta dotyczy całego regionu, w tym gospodarki polskiej. Przyglądając się bardziej szczegółowo danym, można zauważyć, iż stopa oszczędności w Polsce – w wyniku szokowej terapii na początku lat 90. XX w. – obniżyła się prawie o połowę, do poziomu blisko 15% w 1993 r. Balansowanie poziomu tej stopy między 15% a 20% trwało praktycznie przez następne 15 lat, aż do początku ostatniego kryzysu finansowego na świecie. W tym czasie nastąpiło wzmocnienie tendencji oszczędnościowych w gospodarce, czego efektem było utrzymanie się stopy oszczędności na poziomie ok. 20% do 2012 r., a następnie w kolejnych trzech latach nastąpił jej wyraźny wzrost, czego efektem jest wartość tej stopy w 2015 r. na poziomie 23,3%.

Rysunek 5. Stopa oszczędności w Polsce w latach 1990–2015



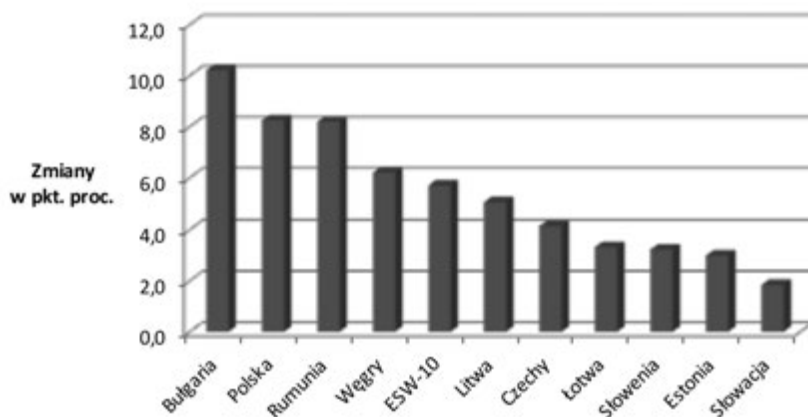
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

Na tej podstawie możemy zaobserwować stabilny wzrost stopy oszczędności w Polsce od 2003 r. aż do 2015 r. (rysunek 5). Sumarycznie był to wzrost wynoszący 8,3 pkt proc. w ciągu 13 lat. Oznacza to, że w tym okresie średnie roczne przyrosty stopy oszczędności w gospodarce polskiej wyniosły ok. 0,6 pkt proc. Czy wynik

ten można uznać za sukces? W świetle dokonań pozostałych krajów Europy Środkowo-Wschodniej zmiany te można uznać za sukces, albowiem w Polsce, a także w Bułgarii i Rumunii, stopa oszczędności wzrastała najsilniej spośród pozostałych krajów regionu oraz bogatszych krajów UE-15.

Trochę inaczej wygląda interpretacja zmian stopy oszczędności w Polsce, gdy weźmiemy pod uwagę okres 1995–2015. W tej sytuacji zmiany stopy oszczędności nie były tak imponujące, gdyż znaleźliśmy się wśród trzech krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – wraz z Czechami i Słowacją – z najniższym przyrostem stopy oszczędności. W Polsce w ciągu wspomnianych 20 lat stopa oszczędności wzrosła o 2,6 pkt proc., co daje średnio rocznie ok. 0,13 pkt proc. Wynik ten – z uwagi na jego długoterminowość – jest bardziej przydatny do oceny zmian w zakresie oszczędności w gospodarce polskiej niż przedstawiony na rysunku 6.

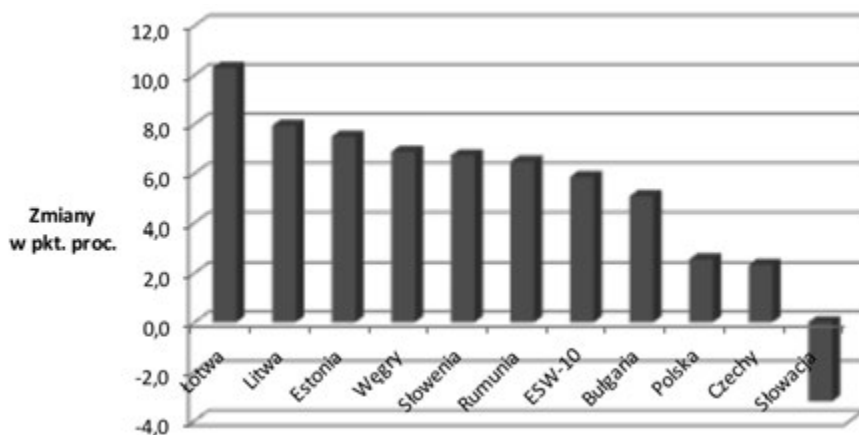
Rysunek 6. Zmiany stopy oszczędności w krajach ESW-10 w latach 2002–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#>, 15.06.2016.

Stąd też, na podstawie zmian stopy oszczędności w Polsce w latach 1995–2015 należy ocenić niezbyt pozytywnie zachodzące w gospodarce polskiej procesy w zakresie akumulacji oszczędności. Dynamika wzrostu oszczędności jest zbyt niska w stosunku do przewidywanych potrzeb. Warto podkreślić, że obecnie stopa oszczędności w Polsce jest niższa niż poziom, który jest notowany w 14 krajach UE, w tym niższa niż występująca w 6 krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Zatem niższy poziom stopy oszczędności w tym regionie występuje jedynie w Bułgarii, na Litwie i Łotwie (rysunek 7).

Rysunek 7. Zmiany stopy oszczędności w krajach ESW-10 w latach 1995–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDS.TOTL.ZS&country=BGR#> (15.06.2016).

5. Zakończenie

Przeprowadzone w niniejszym rozdziale analizy empiryczne pozwoliły sformułować kilka następujących wniosków.

Po pierwsze, w ciągu ostatnich 25 lat stopa oszczędności w Polsce – biorąc za punkt wyjścia średnią z lat 1991–1993 – wzrosła o ok. 7 pkt proc. do poziomu niewiele ponad 23% w 2015 r. Dane te pozwoliły pozytywnie zweryfikować pierwszą hipotezę badawczą. Choć tendencja była rosnąca, to jednak wartość stopy oszczędności w Polsce w ujęciu makroekonomicznym należy uznać za niezadowalającą. Warto podkreślić, że wysokość stopy oszczędności w gospodarce polskiej jest na poziomie średniej w strefie EUR, ale z punktu widzenia potrzeb rozwojowych Polski wydaje się ona być zbyt niska. Wniosek ten potwierdza fakt, że obecnie obserwowana w Polsce stopa oszczędności jest niższa niż w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Po drugie, poczynawszy od 2009 r. kraje Europy Środkowo-Wschodniej notują średnio wyższe stopy oszczędności niż kraje bogatszej Europy Zachodniej. W roku 2015 przeciętna różnica stóp oszczędności wyniosła ok. 3 pkt proc. Wynik ten jest dowodem na silniejszą akumulację oszczędności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej z uwagi na większe zapotrzebowanie kapitałowe w celu realizacji

procesów modernizacyjno-inwestycyjnych. Dane te potwierdzają pozytywną weryfikację drugiej hipotezy badawczej.

Po trzecie, zaobserwowana rosnąca tendencja w zakresie stopy oszczędności w Polsce w latach 2012–2015 na poziomie makroekonomicznym pozwala podejść do kwestii akumulacji kapitałów potrzebnych do rozwoju gospodarki z pewną dozą optymizmu. Gdyby w najbliższych latach ten kierunek zmian został zachowany, to istnieje realna szansa na trwałe zwiększenie zasobów oszczędności, tak bardzo potrzebnych na rozwój innowacyjny Polski, a także na sfinansowanie czekających gospodarkę dużych reform, jak np. reforma emerytalna.

Bibliografia

- Cichorska J., Znaniecka-Ekkert J., *Działalność depozytowa banków komercyjnych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów” 2006, nr 10.
- Cudowska-Sojko A., Dzun A., *Sklonność do oszczędzania jako determinanta wielkości i struktury oszczędności gospodarstw domowych w Polsce*, w: *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, red. D. Kopycińska, Printgroup, Szczecin 2006.
- Frączek B., *Analiza czynników wpływających na oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych*, „Studia Ekonomiczne” 2012, nr 122.
- Górniak J., *My i pieniądze*, Aureus, Kraków 2000.
- Harasim J., *Oszczędzanie i inwestowanie nadwyżek finansowych przez ludność*, w: *Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, PTE, Katowice 2010.
- <http://databank.worldbank.org/data>
- Liberda B., *Oszczędzanie w gospodarce polskiej. Teorie i fakty*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 2000.
- Liberda B., *Stopy oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce*, w: *Determinanty oszczędzania w Polsce*, CASE, Warszawa 1999.
- Machowicz E., *Wpływ stopy bezrobocia na kształtowanie poziomu pieniądza oszczędnościowo-pożyczkowego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 11.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
- Pyka J., *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001.

DILEMMAS ON SAVINGS RATE IN POLAND IN COMPARISON TO THE EUROPEAN UNION COUNTRIES

Big changes have been experienced in the accumulation of the savings since the 90s in the European Union countries. The fundamental modifications concerning the level of savings rate have also appeared in Central and Eastern European countries. Political and economic transformation, reforms in functioning of economy and society, and the last global financial crisis have influenced the accumulation of savings in Poland. In this chapter the author showed the considerable changes in savings rate in Poland from 1990 to 2015 in the light of savings processes in the other European Union countries. This chapter analyses the positive changes in Poland's savings rate in recent 25 years. However, the level of savings rate in Poland is still disappointing and it should be higher. In addition, since 2009 Central and Eastern European countries have experienced higher savings rates than Western European countries.

Keywords: savings, savings rates, European Union

BANKI A DŁUGOTERMINOWE OSZCZĘDZANIE

Michał Buszko*

W niniejszym rozdziale przedstawiono zagadnienia długoterminowego oszczędzania w Polsce za pośrednictwem banków; zostało ono przygotowane na podstawie analizy danych finansowych banków w Polsce, a także raportów rynkowych i ocen wyników badań oszczędności Polaków prowadzonych przez instytucje związane z sektorem bankowym. Scharakteryzowano problem braku długoterminowych oszczędności w bankach, wskazując przyczyny i uwarunkowania występowania tego zjawiska, a także określając jego konsekwencje zarówno dla samego sektora bankowego, jak i gospodarki. Przedstawiono także czynniki stymulujące rozwój oszczędzania w długim horyzoncie czasu w bankach, a tym samym – gromadzenia długoterminowego, stabilnego kapitału do realizacji celów np. emerytalnych. Według autora, banki ze względu na zaufanie, jakim są darzone, stabilność działalności, a także ze względu na wysoką dostępność i aktywność rynkową powinny być podstawową instytucją mobilizującą długoterminowe oszczędzanie. Rozwój długoterminowych oszczędności w bankach będzie możliwy po wprowadzeniu kampanii promujących ten typ oszczędzania, a także przy upowszechnieniu zachęt finansowych (premi) lub redukcji podatku związanego z oszczędzaniem wieloletnim.

Słowa kluczowe: oszczędzanie, banki, depozyty długoterminowe

* Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami; mibus@umk.pl

1. Wprowadzenie

Oszczędzanie jest procesem gospodarczym pozwalającym akumulować kapitał w celu realizacji w przyszłości wydatków np. konsumpcyjnych, edukacyjnych, zdrowotnych czy emerytalnych. Jest to także proces pozwalający na finansowanie inwestycji przedsiębiorstw i państwa. Oszczędzanie jest ściśle związane z funkcjonowaniem sektora finansowego, a oszczędności – odzwierciedlone w postaci depozytów – stanowią podstawowy składnik pasywów banków. W Polsce depozyty mają największy udział ze wszystkich rodzajów oszczędności gospodarstw domowych. Od roku 2014 widoczne jest występowanie nadwyżki depozytów podmiotów niefinansowych, zwłaszcza gospodarstw domowych, nad wartością udzielonych im kredytów. Zjawisko to wskazuje na zapewnienie samowystarczalności finansowej banków oraz stwarza podstawy ich dalszego wzrostu. Jednocześnie, trwałym problemem sektora bankowego w Polsce pozostaje brak długoterminowych depozytów służących oszczędzaniu na cele emerytalne, zdrowotne lub międzypokoleniowe. Depozyty tego typu pozwalałyby zapewnić środki na okres starości, leczenie, edukację dzieci lub inne wydatki o znacznej wartości, z drugiej zaś zabezpieczałyby finansowanie wieloletnich inwestycji infrastrukturalnych, a także rozwijały w sposób zrównoważony działalność banków w obszarze kredytowania hipotecznego o bardzo długim horyzoncie czasowym. Dzięki depozytom tego typu byłoby możliwe obniżenie kosztów kredytów mieszkaniowych oraz oferowanie ich w formule stałego oprocentowania, zmniejszając ryzyko rynkowe po stronie kredytobiorców.

Celem niniejszego rozdziału jest ocena istoty, uwarunkowań oraz czynników rozwoju długoterminowego oszczędzania w Polsce za pośrednictwem banków. Skoncentrowano się w nim zwłaszcza na braku długoterminowych oszczędności w sektorze bankowym, co jest głównym problemem badawczym tego rozdziału, wskazano jego przyczyny oraz konsekwencje, a także określono możliwości jego ograniczenia. W niniejszym rozdziale przedstawiono również propozycje rozwiązań służących długoterminowemu oszczędzaniu w Polsce. Autor wychodzi z założenia, iż banki – ze względu na duże znaczenie w sektorze finansowym w Polsce oraz status instytucji zaufania publicznego, a także na powszechną dostępność oraz wysoki stopień bezpieczeństwa działalności – powinny być podstawową instytucją mobilizującą długoterminowe oszczędzanie.

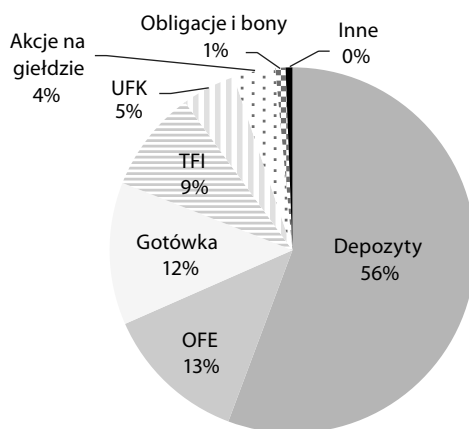
2. Istota długoterminowego oszczędzania w bankach

Banki, będąc szczególnym rodzajem pośredników finansowych w systemie gospodarczym, dokonują transformacji oszczędności gromadzonych na rachunkach bankowych w postaci depozytów na kredyty służące realizacji celów konsumpcyjnych, inwestycyjnych, mieszkaniowych czy działalności gospodarczej. Co do zasady, banki dokonują transformacji relatywnie niewielkich kwot oszczędności poszczególnych osób, które lokują środki na stosunkowo krótki czas, w kredyty o większej wartości i dłuższych terminach zwrotu. Istotnym warunkiem dysponowania oszczędnościami klientów jest obowiązek bezwzględnego zachowania ich bezpieczeństwa, tzn. zapewnienia możliwości ich zwrotu w dowolnym momencie. Jest to czynnik zasadniczo odróżniający oszczędności od kredytów, które zawsze są wystawione na ryzyko i których część zawsze jest tracona. Zbyt wysokie ryzyko kredytów przekłada się na brak możliwości zwrotu depozytów, a w efekcie – konieczność realizacji tego obowiązku przez wszystkie banki w sektorze (poprzez BFG) lub w ostateczności przez Skarb Państwa. Należy dodać, że banki jako jedyne podmioty w gospodarce (oprócz SKOK) są uprawnione do przyjmowania depozytów klientów oraz prowadzenia ich rachunków. Przyjęcie depozytów, czyli lokowanie oszczędności, oznacza w praktyce otrzymanie środków do przechowania. Ponieważ środki przyjęte w depozyt pozostają zawsze własnością deponentów, stąd banki muszą zapewnić im możliwość swobodnego dysponowania tymi środkami. Z tego też warunku wynika, iż banki charakteryzuje nietrwała struktura finansowania, oznaczająca możliwość wycofania przez deponentów (wierzycieli) źródeł finansowania w dowolnym momencie i w dowolnej kwocie. Ponieważ na tle przedsiębiorstw sfery realnej banki w znacznie większym zakresie posiłkują się kapitałem obcym, stąd są zdecydowanie bardziej podatne na ryzyko finansowania, a utrata ich płynności może nastąpić z dnia na dzień. Żeby zabezpieczyć się przed destabilizacją finansową i zapobiegać niemożności zwrotu depozytów, należy zapewnić bankom zróżnicowane źródła finansowania, w tym zwłaszcza trwałe, o wieloletnim terminie zapadalności. O ile z punktu widzenia banków depozyty wieloletnie pozwoliłyby na zabezpieczenie stabilności i rozwój zrównoważonej akcji kredytowej, o tyle dla deponentów musiałyby generować szczególne korzyści rekompensujące niedogodności z powodu długoterminowego zamrożenia środków. Rozwój wieloletniego oszczędzania będzie zatem warunkowany nie tylko samym posiadaniem odpowiednich dochodów pozwalających na odłożenie środków w banku,

lecz także możliwością otrzymania premii, która oszczędności „usztyni”. Premia będzie pokrywała ryzyko braku bieżącego dostępu do pieniądza w razie potrzeby, braku możliwości realizacji innych inwestycji w trakcie utrzymania depozytu czy braku możliwości korzystania np. ze wzrostu stóp procentowych.

Dotychczasowa praktyka gospodarcza wskazuje, iż depozyty bankowe są najczęstszą formą utrzymywania oszczędności (rysunek 1). Depozyty zarówno złotowe, jak i walutowe są utrzymywane właściwie niezależnie od poziomu stóp procentowych, co potwierdza ich przyrost oraz duży udział w całości oszczędności w latach 2014–2015, tzn. w okresie rekordowo niskiego oprocentowania¹.

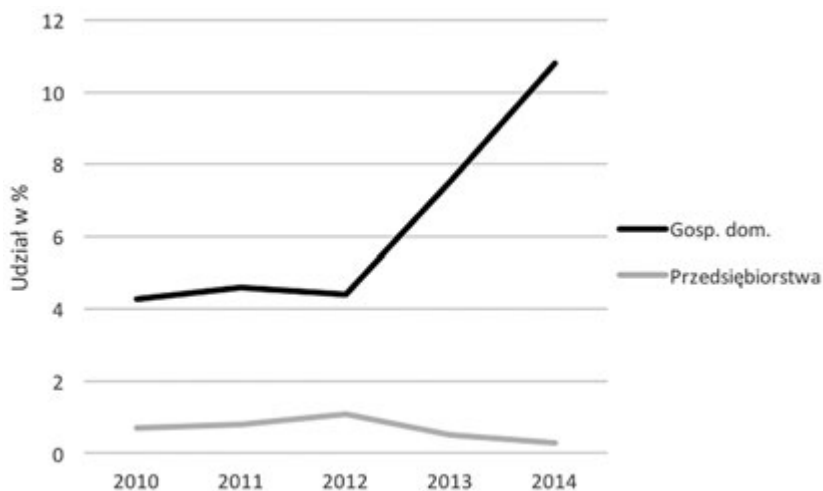
Rysunek 1. Struktura oszczędności gospodarstw domowych w III kwartale 2015 r.



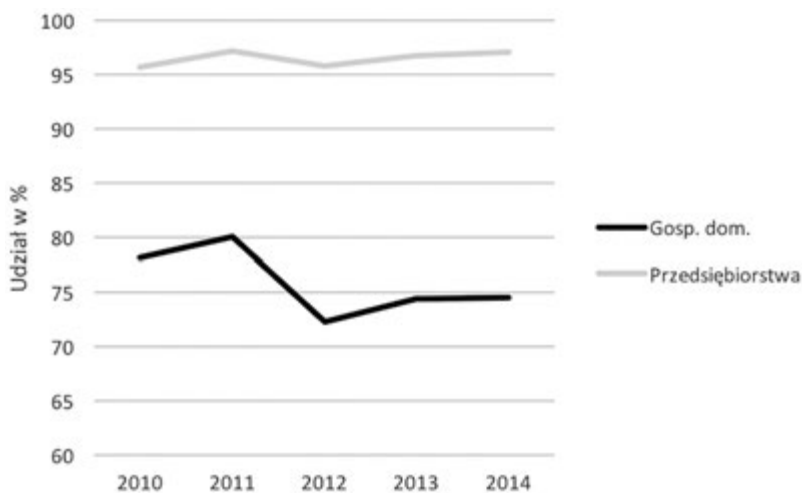
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(wrzesien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(wrzesien-2015).html), 25.06.2016.

Oceniając strukturę terminową depozytów, należy wskazać, iż w Polsce dominują te zakładane na krótki okres – zwłaszcza do 6 miesięcy (rysunki 2 oraz 3).

¹ Na koniec września 2015 r. wartość oszczędności gospodarstw domowych wyniosła 1140 mld PLN. Zob. dane portalu finansowego Analizy Online, [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(wrzesien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(wrzesien-2015).html), 25.06.2016.

Rysunek 2. Udział depozytów powyżej 12 miesięcy w sektorze bankowym w Polsce

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Rysunek 3. Udział depozytów do 6 miesięcy w sektorze bankowym w Polsce

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Zjawisko krótkoterminowości depozytów wynika z wielu przyczyn leżących po stronie zarówno banków, jak i deponentów, a także jest warunkowane czynnikami prawnymi i ekonomicznymi. Przyczyny te zostaną szczegółowo omówione

w dalszej części rozdziału. Mówiąc o dominacji wśród oszczędności depozytów krótkoterminowych, należy wskazać, iż w warunkach niskich stóp procentowych nie są one efektywną formą przechowywania kapitału. Zainteresowanie nimi należy zatem tłumaczyć wysokim ryzykiem i niepewnością związaną z innymi formami oszczędzania, w tym na rynku kapitałowym, niedostateczną wiedzą na temat bardziej zaawansowanych instrumentów finansowych bądź też restrykcyjnymi warunkami prowadzenia procesu oszczędzania w innych formach (np. lokaty inwestycyjne, polisolokaty, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, fundusze inwestycyjne). Zachęcenie klientów banków do regularnego tworzenia długoterminowych oszczędności w postaci tradycyjnych depozytów, zwłaszcza w przypadku wzrostu konkurencyjności innych form oszczędzania, jest zatem wyzwaniem wymagającym dodatkowych bodźców (premii) lub istotnej zmiany uwarunkowań ekonomicznych, które uczynią oszczędzanie wieloletnie w bankach, np. na cele emerytalne, nie tylko formą stabilną, lecz także bardziej pożądaną niż inne formy. Bodźcem do wzrostu znaczenia oszczędności długoterminowych może się stać wzrost wynagrodzeń lub świadczeń finansowych otrzymywanych przez deponentów (np. w ramach programu *Rodzina 500+*), które przyczynią się do uzyskania nadwyżek niekonsumowanych na bieżąco. W okresie 2013–2015 w Polsce był widoczny wzrost zarówno wartości, jak i udziału depozytów długoterminowych (powyżej roku). Zjawisko to zostało jednak wywołane nie tyle szczególnymi zachętami do oszczędzania wieloletniego w bankach, ile raczej małą atrakcyjnością innych form oszczędzania.

Wskazując na uwarunkowania rozwoju procesu oszczędzania i gromadzenia oszczędności w bankach, należy podkreślić, iż brak długoterminowych oszczędności oznacza nie tylko brak systematyczności w odkładaniu środków i możliwość ich przedterminowego skonsumowania przez deponentów, lecz również brak możliwości realizacji przyszłych znaczących wydatków. Brak oszczędności długoterminowych to również problem banków w postaci braku trwałych, stabilnych źródeł finansowania pozwalających na udzielanie tanich długoterminowych kredytów o stałym oprocentowaniu. Bez trwałej bazy długoterminowych depozytów jest niemożliwe finansowanie wieloletnich inwestycji infrastrukturalnych i rozwojowych kraju. Konsekwencje zjawiska braku oszczędzania długoterminowego są odczuwalne również przez cały system finansowy kraju w postaci konieczności długoterminowego zadłużania się za granicą.

3. Przyczyny braku długoterminowego oszczędzania w Polsce

Przedstawione ogólne uwarunkowania funkcjonowania sektora bankowego w Polsce wskazują na nietrwałość jego źródeł finansowania. Brak długoterminowych, trwałych oszczędności w sektorze bankowym można przypisać czynnikom szczegółowym, takim jak:

- regulacje prawne (art. 725 i 726 ustawy Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r.² oraz art. 50 ust 1 ustawy Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r.³),
- mała liczba bankowych produktów długoterminowego oszczędzania (lokaty przeważnie do 3 lat),
- preferencje klientów banków do oszczędzania krótkoterminowego z zadeklarowanym krótkim terminem lub bez niego,
- brak zachęt do długoterminowego oszczędzania,
- niekorzystne opodatkowanie procesu oszczędzania,
- konkurencja innych form długoterminowego gromadzenia kapitału (fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne, nieruchomości, metale szlachetne),
- relatywnie niskie nominalne i realne stopy zwrotu z depozytów bankowych,
- poczucie bezpieczeństwa finansowego w ramach repartycyjnego systemu ubezpieczeń społecznych.

Wskazując na podstawowe czynniki przeciwdziałające lub utrudniające długoterminowe oszczędzanie, należy przede wszystkim podkreślić znaczenie rozwiązań prawnych. Artykuły 725 oraz 726 ustawy Kodeks cywilny stanowią, iż bank zobowiązuje się względem posiadacza rachunku, na czas oznaczony lub nieoznaczony, do przechowywania jego środków pieniężnych, zachowując możliwość czasowego obracania jego wolnymi środkami z zastrzeżeniem obowiązku ich zwrotu w całości lub w części na każde żądanie deponenta. Z kolei art. 50 ust. 1 ustawy Prawo bankowe stanowi, iż posiadacz rachunku bankowego dysponuje swobodnie środkami pieniężnymi zgromadzonymi na rachunku. Z przedstawionych zapisów wynika, iż niezależnie od zadeklarowanego terminu lokaty deponent ma prawo wycofać środki w dowolnym momencie, powodując odpływ depozytu i zmniejszając źródła finansowania banku. Długoterminowe oszczędzanie w bankach na cele emerytalne jest tym samym wystawione na ryzyko przedterminowego zakończenia

² Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r., Dz.U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.

³ Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.

umowy. Wśród innych czynników determinujących oszczędzanie przede wszystkim na krótki termin jest także niewątpliwie brak powszechnej dostępności produktów oszczędzania długoterminowego w bankach. Tradycyjne terminowe lokaty oszczędnościowe są oferowane w bankach przeważnie na okresy umowy wynoszące 2–3 lata. Produkty wieloletniego oszczędzania należą do rzadkości. Ze względu na dotychczasowe stosunkowo niskie zainteresowanie oszczędzaniem na emeryturę (zobrazowane w niskim stopniu rozwoju IKE i IKZE) i większe znaczenie oszczędzania na nieprzewidziane wydatki, a tym samym konieczność zapewnienia elastyczności lokowania środków klientów, banki koncentrują się przede wszystkim na ofercie krótko- i średnioterminowej. Problemem długoterminowego oszczędzania pozostają zachęty finansowe skłaniające do wieloletniego lokowania środków. W ślad za koniecznością gromadzenia w gospodarce środków w długim okresie nie idą zachęty finansowe lub podatkowe dla deponentów w postaci premii czy zwolnienia z podatku od dochodów z kapitału. Obecne opodatkowanie dochodów od odsetek nie różnicuje oszczędzania krótko i długoterminowego, co oznacza brak fiskalnej zachęty do dłuższego lokowania środków przez deponentów. Analizując przyczyny braku długoterminowego oszczędzania w Polsce, należy wskazać również na konkurencję ze strony innych form gromadzenia kapitału, tzn. funduszy inwestycyjnych, otwartych funduszy emerytalnych, nieruchomości bądź innych aktywów, w tym produktów strukturyzowanych. Produkty te, ze względu na oczekiwane wyższe stopy zwrotu w długim horyzoncie, mogą ograniczać rozwój długoterminowego oszczędzania w bankach. Niewątpliwie czynnikiem, który również determinuje oszczędzanie na długi termin, jest oprocentowanie oraz realna rentowność depozytów długoterminowych. Ze względu na rekordowo niski poziom stóp procentowych obserwowany w Polsce od 2015 r., dla klientów banku większe znaczenie będzie miało samo przetrzymanie środków w banku na depozycie w celu zapewnienia im bezpieczeństwa niż wzrost wartości dzięki odsetkom. Lokowanie środków w warunkach skrajnie niskich stóp procentowych staje się bardziej uzasadnione na krótki czas, tak by w momencie wzrostu oprocentowania zacząć osiągać korzyści odsetkowe. Oprócz wskazanych czynników braku długoterminowego oszczędzania w Polsce, w tym na cele emerytalne, należy wskazać występowanie poczucia bezpieczeństwa finansowego w związku z przynależnością do reparycyjnego systemu ubezpieczeń społecznych. Świadomość otrzymania w przyszłości świadczeń z państwowego systemu ubezpieczeń powoduje, iż stosunkowo niewiele osób decyduje się na systematyczne oszczędzanie emerytalne prywatne, w tym w ramach IKE, IKZE lub innych form, w tym depozytów bankowych.

4. Przyczyny braku bankowych produktów długoterminowego oszczędzania

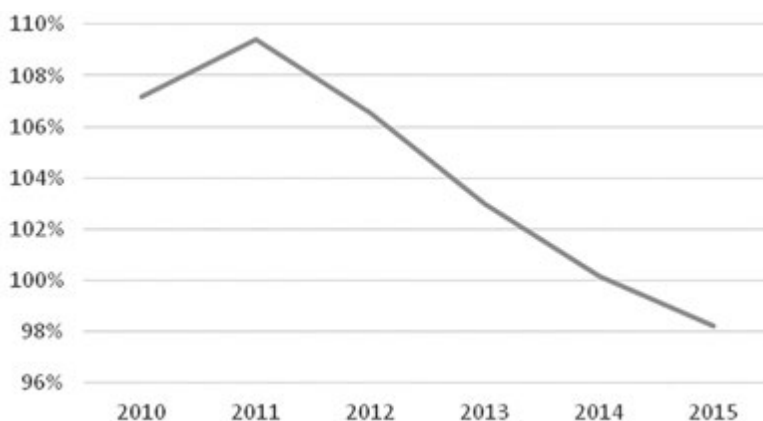
Analizując dostępność bankowych długoterminowych produktów oszczędnościowych, należy wskazać na fakt, iż stosunkowo niewiele podmiotów rozwija ofertę tradycyjnych, przejrzystych i zarazem bezpiecznych produktów przeznaczonych dla klientów oszczędzających na cele emerytalne lub międzypokoleniowe. W praktyce, do przyczyn braku rozwoju produktów długoterminowego oszczędzania w bankach, zapewniającego trwałe, stabilne źródła finansowania, należy zaliczyć:

- możliwość przerzucania na deponentów ryzyka zmiany stóp procentowych oraz ryzyka rynku międzybankowego,
- możliwość realizacji strategii spekulacyjnych na krzywej dochodowości (*carry trade*),
- możliwość osiągania ponadnormatywnych zysków ze złożonych produktów oszczędnościowych (strukturyzowanych),
- wykorzystanie taniego źródła kapitału w postaci środków na rachunkach bieżących,
- wykorzystanie odnawialności krótkoterminowych depozytów.

Dotychczasowa koncentracja banków przede wszystkim na krótkoterminowych produktach oszczędnościowych pozwala im na bieżące dostosowanie oferty cenowej do warunków rynkowych, w tym zwłaszcza do poziomu stóp procentowych. Oznacza to możliwość przerzucania na klientów ryzyka zmiany tych stóp (tzn. spadku), a także kosztów zmiany warunków dostępu do źródeł kapitału. Stosunkowo niewielkie zainteresowanie banków rozwojem ofert oszczędzania długoterminowego można również tłumaczyć chęcią realizacji strategii spekulacyjnych na stopach procentowych, określanych jako *carry trade*. Strategie te polegają na przyjmowaniu nisko oprocentowanych krótkoterminowych depozytów (wpłacanych np. na rachunki ROR) i przeznaczeniu ich na długoterminowe kredyty o wysokim oprocentowaniu. Dzięki różnicy w terminach wymagalności aktywów i zapadalności pasywów, a tym samym znaczącej różnicy w ich oprocentowaniu, banki mogą realizować wyższe zyski w postaci średniej marży (NIM). Brak zaangażowania w rozwój tradycyjnych, prostych i przejrzystych instrumentów oszczędzania długoterminowego można również uzasadnić chęcią rozwoju produktów złożonych, strukturyzowanych, o mieszanym charakterze (np. polis lokat, lokat inwestycyjnych, planów inwestycyjnych i innych). Produkty te pozwalają na osiągnięcie wyższych marż

i są trudniej porównywalne dla klientów pomiędzy bankami. Aktywność banków w zakresie finansowania krótkoterminowego zamiast długoterminowego można również tłumaczyć chęcią posilkowania się środkami o najniższym oprocentowaniu (w tym także zerowym), które są przetrzymywane na bieżących rachunkach klientów. Rachunki te są najbardziej nietrwałym źródłem finansowania, aczkolwiek dla banków najbardziej ekonomicznym. Ze względu na rozwiniętą bazę depozytową w gospodarce, która od 2014 r. jest większa niż wartość kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym (rysunek 4), banki nie mają problemu z refinansowaniem krótkoterminowych źródeł kapitału.

Rysunek 4. Wskaźnik kredytów dla sektora niefinansowego do depozytów sektora niefinansowego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

5. Uwarunkowania procesu oszczędzania w Polsce

Oceniając możliwości rozwoju oszczędzania długoterminowego w Polsce za pośrednictwem banków, należy się odnieść do postawy społeczeństwa dotyczącej samego procesu oszczędzania. Według badania Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowym z września 2015 r. i lat poprzednich Polacy co do zasady uważają, że warto oszczędzać, by zabezpieczyć swoją przyszłość. W roku 2015 pogląd ten prezentowało 67% badanych (75% w 2014 r.). Z kolei 21% respondentów (18% w 2014 r.) było za przeznaczaniem środków na bieżącą konsumpcję, a 4% (7% w 2014 r.) nie

miało zdania⁴. Badania Fundacji w latach wcześniejszych potwierdzają utrzymujący się, relatywnie stały odsetek osób zarówno pozytywnie (61–67%), jak i negatywnie odnoszących się do oszczędzania (21–26%), przy jednoczesnym spadku udziału osób nie mających zdania na temat oszczędzania. Analizując udział osób rzeczywiście oszczędzających, a nie tylko deklarujących wartość oszczędzania, z badań Fundacji wynika, iż w 2015 r. 59% Polaków (49% w 2014 r.) oszczędzało, przy czym „od czasu do czasu” 43% (37% w 2014 r.), a regularnie co miesiąc 16% (12% w 2014 r.)⁵. Udział osób oszczędzających co miesiąc był stosunkowo niski, aczkolwiek stale wzrastający od 2011 r. (z poziomu 7%). Z danych dotyczących osób deklarujących, że warto oszczędzać, oraz rzeczywiście oszczędzających wynika, że istnieje poważny dysparytet w tym obszarze i tym samym niska realna skłonność Polaków do oszczędzania. Podobne wyniki można było odnotować w badaniu przeprowadzonym na zlecenie Związku Banków Polskich w listopadzie 2014 r.⁶ Według niego 34% Polaków deklarowało oszczędzanie „od czasu do czasu”, natomiast regularne oszczędzanie wskazało 18%. Badanie ZBP wskazało, iż znacznie częściej decydują się na oszczędzanie osoby mające rachunki w bankach (58%) niż osoby bez takich rachunków (30%). Badanie ukazało także, iż Polakom łatwiej jest zaciągać kredyt (48% respondentów), niż oszczędzać (24%), a także iż bieżące dochody nie dają możliwości odkładania co miesiąc oszczędności (53% respondentów) – osób deklarujących taką możliwość było 26%.

Biorąc pod uwagę wartość oszczędności, według Fundacji Kronenberga były oszczędzane zwykle niewielkie kwoty: najczęściej 100–250 PLN miesięcznie – 36% (16% w 2014 r.), 251–500 PLN – 24% (21%) oraz do 100 PLN – 23% (16%). Według badań ZBP 69% respondentów było skłonnych odłożyć miesięcznie kwotę 100 PLN, 52% kwotę 200 PLN, a 21% kwotę 500 PLN.

Powołując się na badania Fundacji Kronenberga oraz ZBP, należy wskazać, iż Polacy oszczędzają najczęściej krótkoterminowo, nie myśląc o konkretnym terminie

⁴ Zob. *Postawy Polaków wobec finansów*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, wrzesień 2015, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/postawy_polakow_wobec_finansow_2015.pdf, 20.07.2016; PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, październik 2014, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/fk_oszcz_2014.pdf, 20.07.2016.

⁵ Wynik ten jest odmienny niż uzyskany w badaniu Banku Zachodniego WBK z listopada 2015 r., według którego 34% Polaków oszczędzało sporadycznie, a 40% regularnie odkładało część swoich dochodów (*Jak oszczędzają Polacy?*, <http://www.bzwbk.pl/informacje-o-banku/biuro-prasowe/aktualnosci/jak-oszczedzaja-polacy.html>, 20.07.2016).

⁶ *Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy i oczekiwania polskiego społeczeństwa*, TNS Polska dla Związku Banków Polskich, listopad 2014, <https://zbp.pl/dla-prasy/informacje-prasowe/polacy-nie-sa-gotowi-do-regularnego-oszczedzania-wnioski-z-badania>, 15.07.2016.

– tak zadeklarowało w badaniu Fundacji Kronenberga 57% respondentów lub oszczędzają z myślą o horyzoncie do trzech lat włącznie – 33% odpowiedzi. Zaledwie 10% oszczędzało na okres powyżej trzech lat. Pozytywna tendencja wskazana przez Fundację to obserwowany w czasie wzrost horyzontu oszczędzania, niemniej jedynie do trzech lat. Z badania ZBP z kolei wynika, iż zaledwie 6% respondentów oszczędzało, mając na uwadze głównie długoterminowy horyzont powyżej roku, a 8% – biorąc pod uwagę raczej długoterminowy horyzont powyżej roku.

W roku 2015 21% badanych (16% w 2014 r.) deklaruje oszczędzanie z myślą o celu emerytalnym według Fundacji Kronenberga⁷. Według ZBP w 2014 r. cel emerytalny oszczędzania deklaruowało ok. 11% badanych. Co istotne, za najlepszy sposób oszczędzania na emeryturę, a także i na zdrowie, mieszkanie czy edukację, zostały uznane długoterminowe lokaty bankowe (odpowiednio 45%, 42%, 51%, 52%).

Badania zarówno Fundacji Kronenberga, jak i ZBP potwierdzają, iż w praktyce stosunkowo niewielki odsetek Polaków oszczędza. Oszczędzanie ma zwykle charakter krótkoterminowy, najczęściej na tzw. wszelki wypadek i bez zadeklarowanego celu.

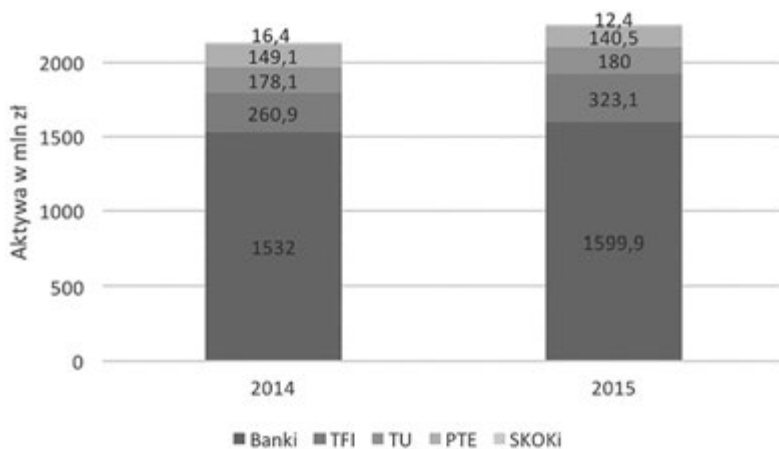
6. Uwarunkowania rozwoju długoterminowego oszczędzania w bankach

Z racji tego, iż banki są najważniejszymi podmiotami systemu finansowego w Polsce (rysunek 5), mobilizacja długoterminowego kapitału, który byłby utrzymywany na konkretny cel, wydaje się korzystnym rozwiązaniem. Banki, ze względu na swoje znaczenie i wielkość w gospodarce, funkcjonują według zasady TBTF (*Too Big To Fail*), co oznacza, iż są one traktowane w sposób szczególny przez państwo w przypadku popadnięcia w kłopoty finansowe⁸. Podejście takie pozwala oceniać banki jako podmioty bezpieczne, zwłaszcza przy długoterminowym lokowaniu pieniędzy.

⁷ Jest to wynik zgodny (21,7%) z uzyskanym w badaniu na zlecenie Deutsche Banku (Deutsche Bank, *Portret finansowy Polaków w 2015 r. Plan na 2016 r.*, <https://www.deutschebank.pl/file-12320768.bdoc>, 15.07.2016).

⁸ Na koniec 2015 r. wśród 10 spółek o największej kapitalizacji na GPW w Warszawie 5 z nich stanowiły banki. Również 5 banków znalazło się w grupie 10 największych płatników podatku CIT w polskiej gospodarce w 2015 r. Z kolei wśród 10 największych zagranicznych podatników podatku CIT w 2014 r. znalazło się aż 7 banków. Zob. *Biuletyn statystyczny GPW z 2015 r.*, https://www.gpw.pl/pub/statystyki_roczne/2015_GPW.pdf, 20.07.2016; K. Kucharczyk, *Wyróżniamy największych płatników podatku CIT*, Parkiet.com, <http://www.parkiet.com/artykul/1477150.html>, 20.07.2016; *Najwięksi zagraniczni płatnicy CIT-u w Polsce*, www.bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Najwieksi-zagraniczni-platnicy-CIT-u-w-Polsce-7420755.html>, 20.07.2016.

Rysunek 5. Wartość aktywów instytucji finansowych w Polsce

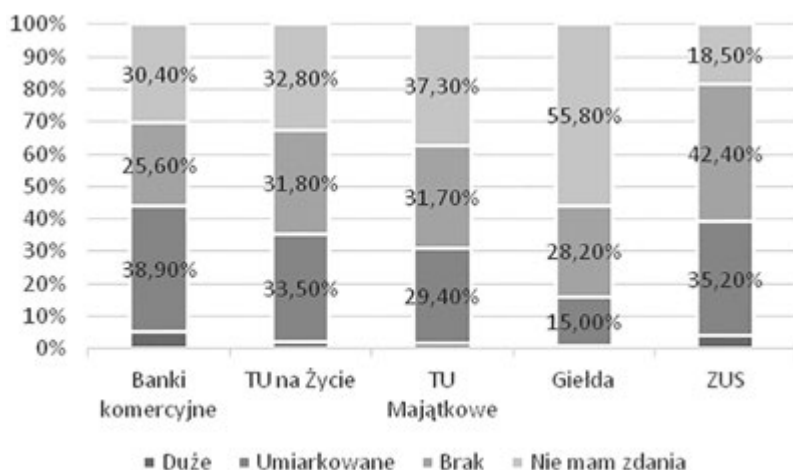


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016.

Z organizacyjnego punktu widzenia banki mogą stosunkowo łatwo wprowadzić do swojej oferty instrumenty służące długoterminowej mobilizacji kapitału, wykorzystując w tym celu tradycyjne lokaty lub programy systematycznego oszczędzania bądź też bankowe papiery wartościowe (np. bony oszczędnościowe) o wieloletnim terminie zapadalności. Powszechny dostęp do placówek i usług bankowych świadczonych wieloma kanałami, wysoka aktywność banków w mediach czy życiu codziennym powinny zachęcać do wyboru długoterminowego oszczędzania właśnie w tej grupie instytucji. Należy również wskazać, iż banki są instytucjami finansowymi obdarzonymi największym zaufaniem przez społeczeństwo (rysunek 6), co oznacza iż z punktu wieloletniego gromadzenia kapitału powinno im być najłatwiej pozyskać oszczędności.

Czynnikiem stymulującym może być również możliwość łączenia oszczędzania długoterminowego oraz innych usług, np. rachunku ROR czy kredytów, w ramach tej samej instytucji. Z punktu widzenia oszczędzających za pośrednictwem banków np. na emeryturę ważne jest również gwarantowanie przez BFG kwoty oszczędności do równowartości 100 tys. EUR. Wymóg ten nie ogranicza możliwości rozszerzenia kwoty gwarancji dla środków lokowanych w długim horyzoncie, szczególnie do celów oszczędzania długoterminowego, które może obejmować kwoty większe niż 100 tys. EUR. Kolejnym czynnikiem wskazującym na możliwość rozwoju długoterminowego oszczędzania w bankach jest brak cyklicznej zmienności wartości

Rysunek 6. Zaufanie do instytucji finansowych w Polsce



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Diagnoza społeczna 2015. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2016.

oszczędności w zależności od koniunktury na rynku kapitałowym. Oszczędności długoterminowe będą zwiększały swoją wartość zgodnie z procentem składanym oraz indeksowanym oprocentowaniem. Czynnikiem zachęcającym do rozwoju długoterminowego oszczędzania w bankach może być również stosunkowo małe skomplikowanie oszczędnościowych produktów bankowych i prosty proces ich zakupu. Koszty związane z procesem długoterminowego oszczędzania należy również określić jako niskie (brak opłat za zarządzanie środkami pieniężnymi, brak prowizji za otwarcie oszczędności, brak opłat za prowadzenie rachunku terminowych lokat oszczędnościowych). Należy dodać, iż oszczędzanie za pośrednictwem banków na cele emerytalne nie jest prawnie ograniczone możliwością wypłaty środków dopiero w momencie osiągnięcia określonego wieku (tak jak to ma miejsce w ramach IKE czy IKZE), ale po zakończeniu zadeklarowanego okresu oszczędzania (np. 5, 10 czy 15 lat). Ze względu na taką formułę długoterminowego oszczędzania ten rodzaj gromadzenia środków nadaje się do celów np. finansowania nieprzewidzianych wydatków z tytułu zdarzeń losowych.

Efektem rozwoju oszczędzania długoterminowego za pomocą takich tradycyjnych instrumentów, jak: lokaty, plany oszczędnościowe, plany połączone z bezpiecznymi funduszami inwestycyjnymi (np. obligacyjnymi), mogą być korzyści osiągane przez banki w postaci:

- pozyskania stabilnego zasobu kapitału pozwalającego na kredytowanie długoterminowych inwestycji rozwojowych, infrastrukturalnych, modernizacyjnych czy społecznych,
- możliwości rozwoju rynku tanich kredytów lub pożyczek mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu (mniejsze ryzyko kredytobiorców, brak zmienności wysokości rat),
- poprawy płynności, a tym samym wzrostu bezpieczeństwa i stabilności.

7. Rekomendacje dla oszczędzania długoterminowego w bankach

Na podstawie oceny uwarunkowań procesu oszczędzania oraz czynników warunkujących długoterminowe oszczędzanie w bankach w Polsce można wskazać kilka rekomendacji dla rozwoju tego procesu.

1. Z racji odkładania zwykle niewielkich kwot przez deponentów, długoterminowe oszczędzanie bankowe powinno być rozwijane na bazie produktów umożliwiających regularne dopływy kapitału.
2. Produkty długoterminowego oszczędzania powinny charakteryzować wyższe oprocentowanie (premia) niż oprocentowanie oszczędności krótkoterminowych, tak aby stały się atrakcyjnym rozwiązaniem trwałego lokowania środków np. na cele emerytalne. Premia za oszczędzanie długoterminowe może być wygenerowana dzięki rezygnacji banków z zastosowania instrumentów pochodnych, zabezpieczających zmianę stóp procentowych depozytów krótkoterminowych, lub też dzięki redukcji kosztów związanych z pozyskaniem nowych klientów. Premia może być również wypłacana w ramach rządowych programów oszczędzania długoterminowego na cele emerytalne lub edukacyjne dla dzieci.
3. Podniesienie atrakcyjności oszczędzania długoterminowego jest możliwe dzięki obniżeniu lub zwolnieniu z opodatkowania dochodów uzyskiwanych z lokat wieloletnich.
4. Konieczne jest zapewnienie bankom trwałości oszczędzania np. poprzez dyspozycję polecenia zapłaty na cele oszczędnościowe bądź wprowadzenie prawnej kategorii lokat długoterminowych o ograniczonej umownie swobodzie dysponowania środkami.
5. Z racji tego, iż klienci szukają przeważnie rozwiązań i produktów finansowych w banku, w którym mają rachunek ROR, banki o dużej liczbie

- obsługiwanych klientów detalicznych mogą się stać liderami promocji oszczędzania długoterminowego.
6. Zachęcenie klientów do długoterminowego oszczędzania może w Polsce nastąpić dzięki programom socjalnym, gdzie środki wypłacane przez Skarb Państwa obligatoryjnie w części trafiałyby do produktów oszczędzania długoterminowego (np. wykorzystanie zasobów programu *Rodzina 500+*).
 7. Jest potrzebna kampania medialna i finansowa promująca długoterminowe oszczędzanie, np. na cele emerytalne, uświadamiająca znaczenie i korzyści tego procesu.
 8. Oszczędzanie długoterminowe powinno być rozwijane w przynajmniej kilku postaciach (tradycyjne lokaty, specjalne rachunki oszczędnościowe, programy oszczędnościowe), tak by zapewnić deponentom wybór i pewną elastyczność przy podejmowaniu decyzji o oszczędzaniu. W ten sposób oszczędzanie wieloletnie w bankach stanie się konkurencyjne względem innych form oszczędzania na cele emerytalne.
 9. Wzrost znaczenia długoterminowego oszczędzania w bankach może nastąpić dzięki zaoferowaniu prostych i przejrzystych rozwiązań pozwalających relatywnie łatwo dostosować wariant oszczędzania do potrzeb deponenta.

8. Zakończenie

Oceniając zagrożenie długoterminowego oszczędzania w Polsce, należy wskazać, iż jest ono nadal stosunkowo mało powszechne. Pozytywnym trendem w tym zakresie jest stopniowo wzrastający udział depozytów długoterminowych i terminów zapadalności oszczędności. Zjawisko to należy raczej przypisać nie tyle wzrostowi świadomości w zakresie długoterminowego oszczędzania, ile poprawie sytuacji finansowej Polaków, w tym wzrostowi wynagrodzeń i możliwości lokowania części oszczędności w innej postaci niż gotówka i środki na rachunkach ROR. Długoterminowe oszczędzanie wymaga dostosowań zarówno ze strony banków, jak i ich klientów. Ponieważ depozyty stanowią dominujący rodzaj finansowania banków i obecnie nie ma ich niedoboru strukturalnego (luki finansowania), stąd działania powinny być skoncentrowane na promocji wydłużenia terminów ich zapadalności oraz kształtowaniu prooszczędnościowych postaw wśród społeczeństwa. Rozwój długoterminowego oszczędzania w bankach powinien się wiązać z wypłaconiem premii ze względu na stosunkowo niską rentowność bankowych produktów

oszczędnościowych. Premia ta może pochodzić np. z redukcji kosztów zabezpieczeń przed zmianą stóp procentowych lub płynności (co zostanie skompensowane korzyściami długoterminowego lokowania środków) bądź z tytułu zwolnienia z opodatkowania czy też dopłat Skarbu Państwa. Obecne warunki makroekonomiczne, pomimo niskich stóp procentowych, wspierają proces tworzenia oszczędności długoterminowych. Rosnące wynagrodzenia Polaków oraz spadające bezrobocie, a także regularne wypłaty z programu *Rodzina 500+* umożliwiają tworzenie długoterminowych oszczędności. Ponadto, bezpieczeństwo działalności banków oraz stosunkowo niepewna sytuacja na rynku kapitałowym wobec zawirowań zewnętrznych, a także ograniczenia działalności OFE, mogą zostać wykorzystane do przesunięcia środków klientów na cele długoterminowego oszczędzania w bankach.

Bibliografia

- Biuletyn statystyczny GPW z 2015 r.*, https://www.gpw.pl/pub/statystyki_roczne/2015_GPW.pdf
- Deutsche Bank, *Raport: Portret finansowy Polaków w 2015 r. Plany na 2016 r.*, <https://www.deutschebank.pl/file-12320768.bdoc>
- Diagnoza społeczna 2015. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2016.
- Jak oszczędzają Polacy?*, <http://www.bzwbk.pl/informacje-o-banku/biuro-prasowe/aktualnosci/jak-oszczedzaja-polacy.html>
- Kucharczyk K., *Wyróżniamy największych płatników podatku CIT*, Parkiet.com, <http://www.parkiet.com/arttykul/1477150.html>
- Najwięksi zagraniczni płatnicy CIT-u w Polsce*, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl/wiadomosc/Najwieksi-zagraniczni-platnicy-CIT-u-w-Polsce-7420755.html), <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Najwieksi-zagraniczni-platnicy-CIT-u-w-Polsce-7420755.html>
- Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy i oczekiwania polskiego społeczeństwa*, TNS Polska dla Związku Banków Polskich, listopad 2014, <https://zbp.pl/dla-prasy/informacje-prasowe/polacy-nie-sa-gotowi-do-regularnego-oszczedzania-wnioski-z-badania>
- PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, październik 2014, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/fk_oszcz_2014.pdf
- Postawy Polaków wobec finansów*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, wrzesień 2015, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/postawy_polakow_wobec_finansow_2015.pdf

Struktura oszczędności gospodarstw domowych (wrzesień 2015), portal finansowy Analizy Online, [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(wrzesien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19423/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(wrzesien-2015).html)

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016.

Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r., Dz.U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.

Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.

BANKS AND LONG-TERM SAVING

This chapter refers to the problem of long-term saving in Poland in banks and has been prepared on the basis of the critical analysis of the literature and evaluation of the financial data of the banking sector in Poland. The author characterises here the problem of a lack of long-term savings in banks, indicates the reasons and conditions of this phenomenon, as well as presents its consequences for the whole banking sector and the Polish economy. In the chapter, the author also presents the factors stimulating development of the long-term saving process in banks and therefore accumulating long-term, stable capital for, e.g. pension purposes. According to the author, banks in Poland, thanks to the trust in their stability and safety of their operations, as well as common accessibility and high market activity, should become the primary type of institutions mobilising long-term saving. The development of such savings will be possible after implementing promotional campaigns and spreading financial incentives (premiums) or tax reductions.

Keywords: saving, banks, long-term deposits

OCENA WPŁYWU WYSOKOŚCI STOPY OPROCENTOWANIA DEPOZYTÓW NA INDYWIDUALNE KONTA EMERYTALNE I INDYWIDUALNE KONTA ZABEZPIECZENIA EMERYTALNEGO

Agnieszka Huterska*

Ewa Zdunek-Rosa**

Reforma polskiego systemu emerytalnego, przeprowadzona po 1998 r., spowodowała spadek stopy zastąpienia świadczeń obliczanych zgodnie z nowymi zasadami. Część odpowiedzialności za wysokość dochodów, jakimi będą dysponować przyszli emeryci, przerzucono z państwa na samych ubezpieczonych. Istotne jest więc tworzenie zachęt przez państwo do zwiększania dobrowolnych oszczędności przez przyszłych emerytów. Celem rozdziału jest zbadanie zależności między wysokością oprocentowania depozytów gospodarstw domowych a liczbą otwieranych kont IKE i IKZE oraz między wysokością oprocentowania depozytów gospodarstw domowych a wysokością wpłat na IKE i IKZE. Przeprowadzona analiza ma pomóc w uzyskaniu odpowiedzi na pytanie, czy zachęty ze strony państwa w ramach IKE i IKZE, związane z ulgami podatkowymi, przy niskich stopach oprocentowania depozytów są wystarczające do wzrostu oszczędności w ramach promowanych przez państwo form oszczędzania w III filarze.

Słowa kluczowe: stopa oprocentowania depozytów, indywidualne konta emerytalne, indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

* Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami; Agnieszka.Huterska@umk.pl

** Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Ekonometrii i Statystyki; ezdunk@umk.pl

1. Wprowadzenie

Obowiązujący w Polsce do dnia 31 grudnia 1998 r. system ubezpieczeń społecznych był zarządzany przez państwo powszechnym i obowiązkowym systemem repartycyjnym, czyli opartym na zasadzie solidarności społecznej¹, ze zdefiniowanym świadczeniem, który był finansowany z bieżących składek emerytalnych wpłacanych przez płatników za osoby aktywne zawodowo² do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych³. System ten działał sprawnie, gdy wpływające składki wystarczały na wypłaty emerytur. Ze względu na postępujące zmiany demograficzne, jak również bezrobocie, nie był on jednak w stanie zaspokoić roszczeń wszystkich świadczeniobiorców⁴, znacznie obciążał także budżet państwa. Pojawiła się więc konieczność przeprowadzenia reformy tego systemu. Jako oficjalne powody konieczności przeprowadzenia reformy podawano zły stan finansów ubezpieczeń społecznych i finansów publicznych, związane z niekorzystnymi zmianami demograficznymi, wysokie obciążenie pracodawców kosztami pracy i niski poziom świadczeń⁵. Jednakże głównej przyczyny wprowadzenia reformy należy szukać we wzroście wydatków na świadczenia emerytalne, spowodowanym niskim wiekiem przejścia na emeryturę, relatywnie wysokimi świadczeniami⁶ oraz postępującymi niekorzystnymi zmianami demograficznymi⁷, mogącymi w przyszłości doprowadzić do braku środków na wypłatę świadczeń.

Obowiązujący od dnia 1 stycznia 1999 r. system ubezpieczeń społecznych jest systemem opartym na trzech filarach: I filarze o charakterze obowiązkowym i repartycyjnym, II filarze o charakterze obowiązkowym i kapitałowym oraz III filarze, który ma charakter dobrowolny i który ma zapewnić większe świadczenie dla przyszłego emeryta. Jak podają T. Jedynak i M. Płonka, w szerokim znaczeniu do III filara można zaliczyć wszelkie formy dobrowolnego oszczędzania w celu wykorzystania

¹ T. Jedynak, *System zabezpieczenia emerytalnego*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. W. Sułkowska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 45.

² J. Rutecka, *Zakres redystrybucji dochodowej w ubezpieczeniowym systemie emerytalnym*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 159.

³ B. Kołosowska, *Skutki finansowe reformy systemu emerytalnego w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 21.

⁴ Ibidem, s. 41.

⁵ Ibidem, s. 22.

⁶ J. Rutecka, op.cit., s. 163.

⁷ M. Stefański, *Ubezpieczenia społeczne w Polsce. Wybrane problemy*, LEG Oficyna Wydawnicza Włocławskiego Towarzystwa Naukowego, Włocławek 2004, s. 11–13.

zgromadzonych środków po zakończeniu aktywności zawodowej, w ujęciu wąskim zalicza się do niego tylko formy oszczędzania promowane przez państwo⁸, takie jak Pracownicze Programy Emerytalne (PPE), Indywidualne Konta Emerytalne (IKE) czy Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE). Przeprowadzona reforma miała na celu przeniesienie części odpowiedzialności za wysokość przyszłej emerytury z państwa na pracownika. Reforma miała spowodować obniżenie stopy zastąpienia w obowiązkowym systemie emerytalnym i tym samym skłonienie ubezpieczonych do jak najpóźniejszego kończenia aktywności zawodowej oraz dodatkowego gromadzenia oszczędności na starość⁹. Zdaniem T. Szumlicza, w sytuacji, gdy systemy obowiązkowe oferują niższy poziom zabezpieczenia emerytalnego, państwo powinno stworzyć zachęty pobudzające do powiększania dobrowolnych oszczędności emerytalnych¹⁰. Jak podaje B. Kołosowska, jednym z celów przeprowadzonej reformy emerytalnej miał być spodziewany wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych oraz zgromadzonego kapitału w ramach oszczędności indywidualnych¹¹. Czynniki wpływające na rozwój dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego zarówno w Polsce, jak i na świecie opisuje m.in. J. Rutecka¹².

Celem rozdziału jest zbadanie zależności między wysokością oprocentowania depozytów gospodarstw domowych a liczbą otwieranych kont IKE i IKZE oraz wysokością wpłat na te konta, a także próba odpowiedzi na pytanie, czy zachęty ze strony państwa w ramach IKE i IKZE, przy niskich stopach oprocentowania depozytów, są wystarczające do wzrostu oszczędności w ramach promowanych przez państwo form. Jako metodę badawczą zastosowano statystyczny opis omawianych zjawisk.

⁸ T. Jedynak, M. Płonka, *III filar – formy, zasady, korzyści*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. W. Sułkowska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 67.

⁹ B. Kłos, *Wysokość emerytur w nowym systemie emerytalnym*, w: *System emerytalny 9 lat po reformie*, Studia BAS nr 11, Biuro Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu, Wydawnictwo Sejmowe Kancelarii Sejmu, Warszawa 2008, s. 91.

¹⁰ T. Szumlicz, *Ubezpieczenie społeczne. Teoria dla praktyki*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Warszawa 2006, s. 246.

¹¹ B. Kołosowska, op.cit., s. 238.

¹² J. Rutecka, *Dodatkowe zabezpieczenie emerytalne – charakterystyka i czynniki rozwoju*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 342, s. 262–264.

2. Zasady funkcjonowania indywidualnych kont emerytalnych i indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego

Indywidualne konta emerytalne są formą indywidualnego gromadzenia oszczędności, wprowadzoną w 2004 r. ustawą z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych¹³, natomiast indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego – w 2012 r. ustawą z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych¹⁴. Zarówno IKE, jak i IKZE, zgodnie z art. 8 ustawy o IKE i IKZE, mogą być prowadzone na podstawie pisemnej umowy zawartej z:

- funduszem inwestycyjnym,
- dobrowolnym funduszem emerytalnym,
- podmiotem prowadzącym działalność maklerską,
- zakładem ubezpieczeń,
- bankiem.

Oszczędności – zarówno w ramach IKE, jak i IKZE – mogą być gromadzone przez osobę fizyczną, która ukończyła 16 lat, przy czym małoletni mają prawo do dokonywania wpłat na IKE lub IKZE tylko w roku kalendarzowym, w którym uzyskują dochody z pracy wykonywanej na podstawie umowy o pracę¹⁵. Według art. 5 ustawy o IKE i IKZE na kontach tych może gromadzić oszczędności wyłącznie jeden oszczędzający. Oszczędzający, który gromadzi oszczędności tylko na jednym IKE lub IKZE, ma prawo do: w przypadku IKE zwolnienia z podatku od zysków z inwestycji kapitałowych, jeżeli na podstawie pisemnej umowy o prowadzenie IKE gromadzi oszczędności tylko na jednym IKE, a w przypadku IKZE do odliczenia od dochodu wpłat na IKZE, jeżeli na podstawie umowy o prowadzenie IKZE gromadzi oszczędności tylko na jednym IKZE¹⁶.

Istnieją limity wpłat dokonywanych w roku kalendarzowym na IKE i IKZE, przy czym wpłaty nie mogą przekroczyć:

- w przypadku IKE kwoty odpowiadającej 3-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok,

¹³ Dz.U. Nr 116, poz. 1205.

¹⁴ Dz.U. Nr 75, poz. 398 z późn. zm.

¹⁵ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego, Dz.U. z 2014 r. poz. 1147, art. 3, t.j.

¹⁶ Ibidem, art. 4.

- w przypadku IKZE kwoty odpowiadającej 1,2-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok.

Należy jednak zaznaczyć, że w latach 2012 i 2013 limit wpłat na IKZE był zróżnicowany dla różnych oszczędzających (tabela 1). Wiązało się to z ograniczeniem wpłat dokonywanych na IKZE w roku kalendarzowym maksymalnie do kwoty odpowiadającej równowartości 4% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne, ustalonej dla oszczędzającego za rok poprzedni, nie więcej jednak niż 4% kwoty ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe ogłoszonej na podstawie art. 19 ust. 10 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych¹⁷ – tj. 30-krotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce na rok poprzedni.

Tabela 1. Limity wpłat na IKE i IKZE (w PLN)

Lata	IKE	IKZE
2004	3 435	–
2005	3 635	–
2006	3 521	–
2007	3 697	–
2008	4 055	–
2009	9 579	–
2010	9 579	–
2011	10 077	–
2012	10 578	^a
2013	11 139	^a
2014	11 238	4 495,20
2015	11 877	4 750,80
2016	12 165	4 866,00

^a Maksymalna kwota odpowiadała równowartości 4% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne, ustalonej dla oszczędzającego za rok poprzedni, nie więcej jednak niż 4% kwoty ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe ogłoszonej na podstawie art. 19 ust. 10 ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 205, poz. 1585 z późn. zm.) – tj. 30-krotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce.

Źródło: Obwieszczenia Ministra Pracy i Polityki Społecznej w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto emerytalne, Monitor Polski z dnia 28 grudnia 2004 r. poz. 957; z dnia 15 grudnia 2005 r. poz. 1220; z dnia 21 grudnia 2006 r. poz. 952; z dnia 27 listopada 2007 r. poz. 992; z dnia 22 grudnia 2008 r. poz. 848; z dnia 2 grudnia 2009 r. poz. 979; z dnia 9 listopada 2010 r. poz. 1008; z dnia 9 grudnia 2011 r. poz. 1149; z dnia 29 listopada 2012 r. poz. 907; z dnia 11 grudnia 2013 r. poz. 996; z dnia 27 listopada 2014 r. poz. 1121; z dnia 16 grudnia 2015 r. poz. 1266 oraz Obwieszczenia Ministra Pracy i Polityki Społecznej w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego, Monitor Polski z dnia 27 listopada 2014 r. poz. 1122; z dnia 16 grudnia 2015 r. poz. 1268.

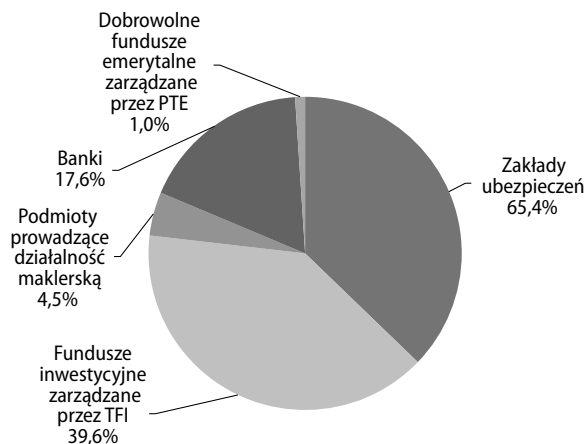
¹⁷ Dz.U. z 2009 r. Nr 205, poz. 1585 z późn. zm.

W sytuacji, gdy kwota ustalona w powyższy sposób będzie niższa od kwoty ogłoszonej w poprzednim roku kalendarzowym, obowiązuje kwota wpłat ogłoszona w poprzednim roku kalendarzowym¹⁸.

Wypłata środków zgromadzonych na IKE następuje na wniosek oszczędzającego po osiągnięciu wieku 60 lat lub nabyciu uprawnień emerytalnych i ukończeniu 55 roku życia, natomiast wypłata środków zgromadzonych na IKZE następuje na wniosek oszczędzającego po osiągnięciu przez niego wieku 65 lat oraz pod warunkiem dokonywania wpłat na IKZE przez co najmniej 5 lat kalendarzowych¹⁹. Wypłata środków z IKE jest nieopodatkowana, natomiast z IKZE jest opodatkowana podatkiem dochodowym od osób fizycznych.

Można dostrzec różnice w udziale podmiotów obsługujących IKE i IKZE (rysunki 1 oraz 2). Na rysunku 1 przedstawiono strukturę IKE według podmiotów zajmujących się prowadzeniem kont emerytalnych. W ostatnich czterech (pełnych) latach, tj. w okresie 2012–2015, prawie 40% IKE było obsługiwanych przez fundusze inwestycyjne. Nieco mniej (ok. 37%) IKE miały w swojej ofercie zakłady ubezpieczeń. Niewielka rola – w zakresie obsługi IKE – przypadła instytucjom prowadzącym działalność maklerską oraz dobrowolnym funduszom emerytalnym (łącznie ok. 5,5%).

Rysunek 1. Struktura podmiotowa IKE w latach 2012–2015



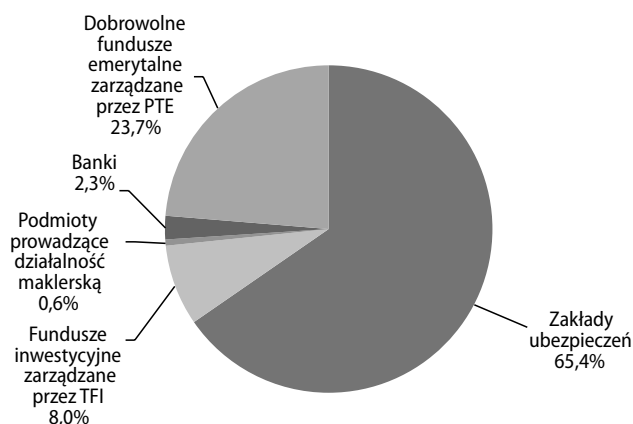
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKE za lata 2004–2015, https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_rynku/rynek_ppe_ike/Dane_IKE/dane_ike.html

¹⁸ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r., op.cit., art. 13.

¹⁹ Ibidem, art. 34 i 34a.

Na rysunku 2 przedstawiono strukturę IKZE według podmiotów zajmujących się obsługą kont emerytalnych. W analizowanym okresie ponad 65% IKZE było oferowanych przez zakłady ubezpieczeń. Prawie 24% IKZE obsługiwały dobrowolne fundusze emerytalne. Marginalna rola – w zakresie obsługi IKZE – przypadła natomiast bankom oraz podmiotom prowadzącym działalność maklerską (łącznie niecałe 3%).

Rysunek 2. Struktura podmiotowa IKZE w latach 2012–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKZE za lata 2004–2015, https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_rynku/rynek_ppe_ike/Dane_IKZE/dane_ikze.html

3. Oprocentowanie depozytów a indywidualne konta emerytalne

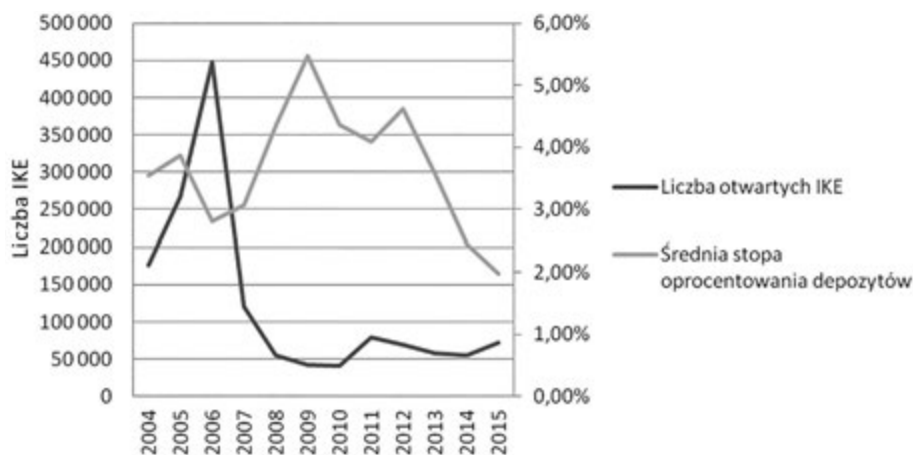
W niniejszej części rozdziału podjęto próbę oceny wpływu średnich stóp oprocentowania depozytów gospodarstw domowych na liczbę otwartych indywidualnych kont emerytalnych (IKE), jak również wpływu średnich stóp oprocentowania depozytów gospodarstw domowych na średnią wysokość wpłaty na IKE. Dane dotyczące IKE pochodzą ze sprawozdań zamieszczonych na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego (KNF)²⁰. Informacje o średniej stopie oprocentowania depozytów dla sektora gospodarstw domowych pochodzą ze strony

²⁰ https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_rynku/rynek_ppe_ike/Dane_IKE/dane_ike.html

internetowej Narodowego Banku Polskiego (NBP)²¹. Analizą objęto dane roczne za lata 2004–2015.

Na rysunku 3 pokazano kształtowanie się średniej stopy oprocentowania depozytów gospodarstw domowych oraz liczby otwartych IKE w latach 2004–2015. Można ogólnie stwierdzić, że wzrostowi średniej stopy oprocentowania depozytów towarzyszy spadek liczby otwartych IKE w badanym okresie. Zależność ta okazała się jednak statystycznie nieistotna (współczynnik korelacji Pearsona na poziomie $-0,301$, t -Studenta $= -1,000$, p -value $= 0,341$).

Rysunek 3. Liczba otwartych IKE oraz średnia stopa oprocentowania depozytów gospodarstw domowych w latach 2004–2015



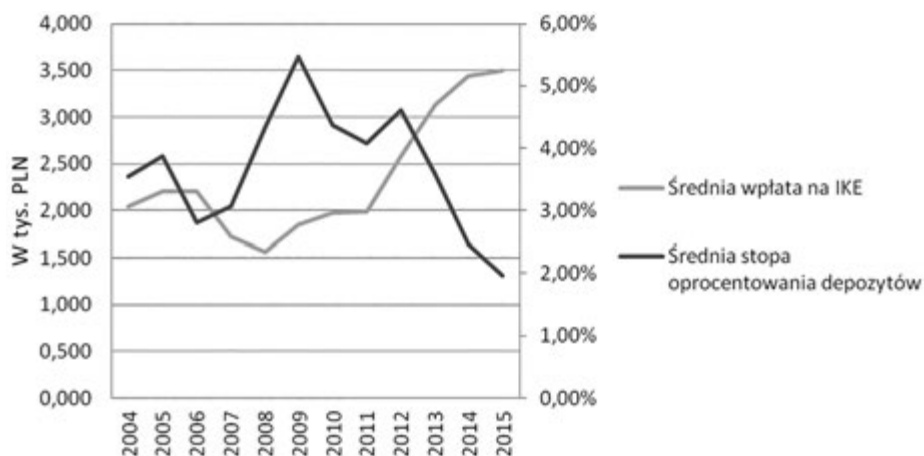
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKE za lata 2004–2015 oraz statystyk NBP stóp procentowych za lata 2004–2015, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html

Na rysunku 4 przedstawiono kształtowanie się średniej stopy oprocentowania depozytów gospodarstw domowych oraz średniej wysokości wpłaty na IKE w okresie objętym analizą. W tym przypadku obserwuje się występowanie dość silnej ujemnej zależności korelacyjnej między badanymi zmiennymi (współczynnik korelacji Pearsona na poziomie $-0,616$, t -Studenta $= -2,476$, p -value $= 0,033$). Oznacza to, że wraz ze wzrostem średniej stopy oprocentowania depozytów spada średnia wysokość wpłaty na IKE. Ponadto, na zmiany średniej stopy oprocentowania depozytów silniej reaguje średnia wysokość wpłaty na IKE niż liczba otwartych kont IKE.

²¹ http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html

Najwięcej kont IKE otwarto w 2006 r. (ponad 447 tys.), natomiast w 2007 r. liczba otwieranych IKE gwałtownie się zmniejszyła (spadek aż o 73% w porównaniu z 2006 r.). W latach 2008–2015 średnio rocznie otwierano ok. 60 tys. kont IKE.

Rysunek 4. Średnia wysokość wpłaty na IKE oraz średnia stopa oprocentowania depozytów gospodarstw domowych w latach 2004–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKE za lata 2004–2015 oraz statystyk NBP stóp procentowych za lata 2004–2015, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html.

Na rysunku 4 można zauważyć, że prawie w całym analizowanym okresie średnia wpłata na IKE wzrastała z roku na rok (wyjątek stanowią lata 2007 i 2008, co może być związane z kryzysem na rynku finansowym). Poczynając od 2009 r., średnia wysokość wpłaty na IKE systematycznie rośnie (średnio rocznie o ok. 11%), z poziomu ok. 1850 PLN w 2009 r. do poziomu ok. 3500 PLN w 2015 r.

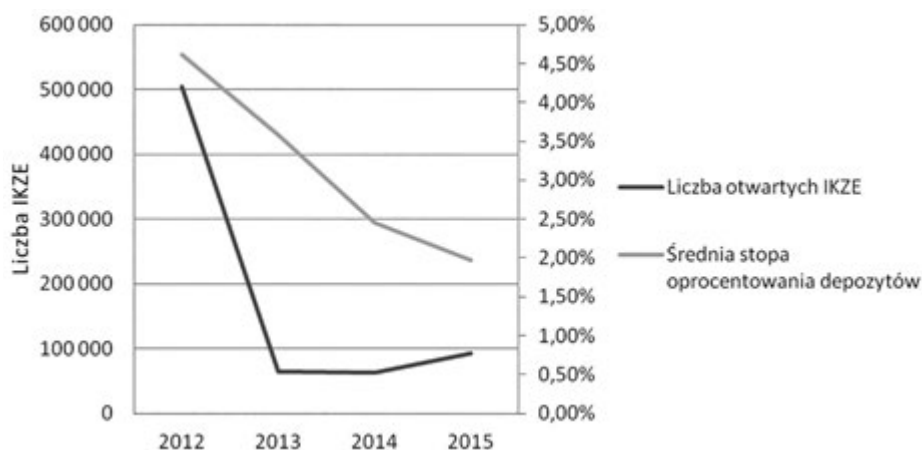
4. Oprocentowanie depozytów a indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

W tej części rozdziału przedstawiono kształtowanie się średniej stopy oprocentowania depozytów gospodarstw domowych oraz liczby otwartych IKZE i średniej wysokości wpłaty na IKZE w latach 2012–2015 (rysunki 5 oraz 6).

Najwięcej kont IKZE (nieco ponad 500 tys.) otwarto w pierwszym roku funkcjonowania tych kont, tj. w 2012 r. W roku kolejnym nastąpił gwałtowny spadek

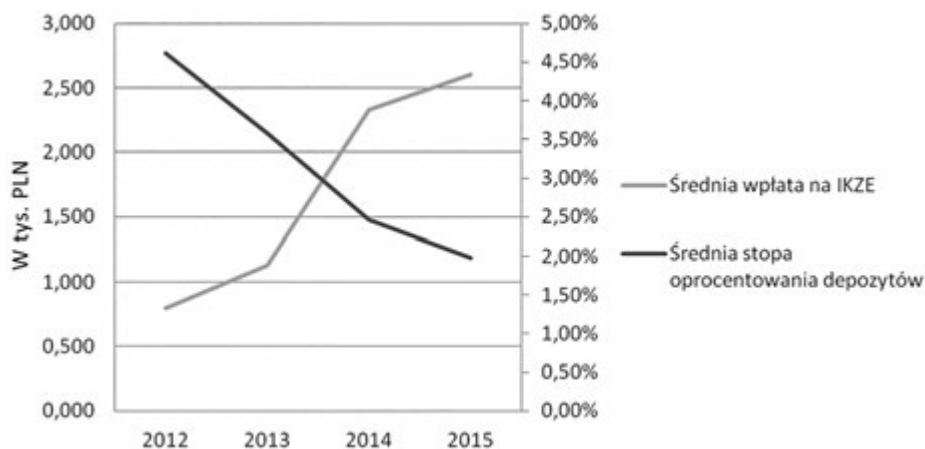
liczby otwartych IKZE do poziomu ok. 65 tys. (spadek o ok. 87% w porównaniu z rokiem poprzednim).

Rysunek 5. Liczba otwartych IKZE oraz średnia stopa oprocentowania depozytów gospodarstw domowych w latach 2012–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKZE za lata 2012–2015 oraz statystyk NBP stóp procentowych za lata 2012–2015, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html

Rysunek 6. Średnia wysokość wpłaty na IKZE oraz średnia stopa oprocentowania depozytów gospodarstw domowych w latach 2012–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań KNF dotyczących IKZE za lata 2012–2015 oraz statystyk NBP stóp procentowych za lata 2012–2015, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html

Średnia wpłata na IKZE w analizowanym okresie systematycznie wzrastała, z poziomu ok. 800 PLN w 2012 r. do poziomu ok. 2600 PLN w 2015 r. Oznacza to, że średnia wpłata na IKZE wzrastała z roku na rok przeciętnie o ok. 48%.

Ze względu na zbyt krótki okres funkcjonowania IKZE na rynku (tylko cztery pełne lata) dokładna ocena wpływu oprocentowania depozytów na liczbę otwartych IKZE oraz ocena wpływu oprocentowania depozytów na średnią wpłatę na IKZE nie może zostać dokonana. Niemniej jednak, nawet w tak krótkim czasie można zauważyć, że w okresie, kiedy nastąpił spadek oprocentowania depozytów, nastąpił wzrost średniej wpłaty na IKZE.

Biorąc pod uwagę okres funkcjonowania na rynku kont IKZE, tj. lata 2012–2015, można zauważyć, że w okresie tym otwarto prawie 3-krotnie więcej kont IKZE niż IKE.

5. Zakończenie

W wąskim znaczeniu do III filara zalicza się Pracownicze Programy Emerytalne, Indywidualne Konta Emerytalne oraz Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego. Należy jednak zauważyć, że takie formy oszczędzania na przyszłą emeryturę nie spotkały się ze zbyt dużym zainteresowaniem społeczeństwa, o czym świadczy liczba otwartych kont IKE i IKZE. Z przeprowadzonej analizy zależności między wysokością oprocentowania depozytów gospodarstw domowych a liczbą otwieranych kont IKE i IKZE oraz wysokością wpłat na te konta wynika, że przy niskich stopach procentowych oszczędzający chętniej wybierają IKE i IKZE.

Bibliografia

- Jedynak T., *System zabezpieczenia emerytalnego*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. W. Sułkowska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014.
- Jedynak T., Płonka M., *III filar – formy, zasady, korzyści*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. W. Sułkowska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014.

- Kłos B., *Wysokość emerytur w nowym systemie emerytalnym*, w: *System emerytalny 9 lat po reformie*, Studia BAS nr 11, Biuro Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu, Wydawnictwo Sejmowe Kancelarii Sejmu, Warszawa 2008.
- KNF, *Dane o rynku IKE*, https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ppe_ike/Dane_IKE/dane_ike.html, Warszawa, czerwiec 2016.
- Kołosowska B., *Skutki finansowe reformy systemu emerytalnego w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.
- NBP, *Statystyka stóp procentowych*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniężna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html, Warszawa, czerwiec 2016.
- Obwieszczenia Ministra Pracy i Polityki Społecznej w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto emerytalne, Monitor Polski z dnia 28 grudnia 2004 r. poz. 957; z dnia 15 grudnia 2005 r. poz. 1220; z dnia 21 grudnia 2006 r. poz. 952; z dnia 27 listopada 2007 r. poz. 992; z dnia 22 grudnia 2008 r. poz. 848; z dnia 2 grudnia 2009 r. poz. 979; z dnia 9 listopada 2010 r. poz. 1008; z dnia 9 grudnia 2011 r. poz. 1149; z dnia 29 listopada 2012 r. poz. 907; z dnia 11 grudnia 2013 r. poz. 996; z dnia 27 listopada 2014 r. poz. 1121; z dnia 16 grudnia 2015 r. poz. 1266.
- Obwieszczenia Ministra Pracy i Polityki Społecznej w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego, Monitor Polski z dnia 27 listopada 2014 r. poz. 1122; z dnia 16 grudnia 2015 r. poz. 1268.
- Rutecka J., *Dodatkowe zabezpieczenie emerytalne – charakterystyka i czynniki rozwoju*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 342.
- Rutecka J., *Zakres redystrybucji dochodowej w ubezpieczeniowym systemie emerytalnym*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Stefański M., *Ubezpieczenia społeczne w Polsce, wybrane problemy*, LEG Oficyna Wydawnicza Włocławskiego Towarzystwa Naukowego, Włocławek 2004.
- Szumlicz T., *Ubezpieczenie społeczne. Teoria dla praktyki*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Warszawa 2006.
- Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego, Dz.U. z 2014 r. poz. 1147, t.j.
- Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych, Dz.U. z 2009 r. Nr 205, poz. 1585 z późn. zm.

THE ASSESSMENT OF THE IMPACT OF DEPOSIT INTEREST RATES ON INDIVIDUAL RETIREMENT ACCOUNTS AND INDIVIDUAL RETIREMENT SAVINGS ACCOUNTS

The reform of the Polish pension system after 1999 caused a reduction in replacement rates for pension benefits calculated according to the new rules. A part of the responsibility for the amount of the income of the future pensioners was shifted from the State to the insured persons themselves. Therefore, it is crucial for the State to create incentives for increasing the voluntary savings of future pensioners. The aim of the article is to investigate the relations between the household deposit interest rates and the number of IKE and IKZE accounts and between the household deposit interest rates and the amount of payments to IKE and IKZE. The conducted analysis is supposed to help to find the answer to the question whether the State's incentives within IKE and IKZE relating to tax credits in the situation of low deposit interest rates are sufficient to cause the increase in savings under the third pillar saving forms promoted by the State.

Keywords: deposit interest rates, individual retirement accounts, individual retirement savings accounts

UDZIAŁ FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W OSZCZĘDNOŚCIACH GOSPODARSTW DOMOWYCH W LATACH 2006–2016 ORAZ PERSPEKTYWY ROZWOJU FUNDUSZY W III FILARZE SYSTEMU EMERYTALNEGO W POLSCE

Tomasz Orlik*

W niniejszym rozdziale omówiono wzrost oszczędności gospodarstw domowych w ciągu ostatniej dekady, a zwłaszcza wykorzystanie funduszy inwestycyjnych jako alternatywnego do lokat bankowych sposobu oszczędzania. W warunkach zerowej inflacji i bardzo niskiego oprocentowania lokat, fundusze inwestycyjne mogą być kuszącą alternatywą dla lokat bankowych i klienci indywidualni mogliby coraz więcej oszczędności lokować w tych funduszach. Z analizy danych wynika jednak, że nie występuje zwiększone zainteresowanie klientów funduszami inwestycyjnymi. Wzrost wartości oszczędności zgromadzonych w tych funduszach w latach 2006–2015 wyniósł 28% i był zdecydowanie niższy niż wzrost wartości lokat bankowych, które zwiększyły się o 177% (dane z grudnia 2006 r. i grudnia 2015 r.). W tym czasie wartość funduszy również ulegała dużym wahaniom – zanotowano przyrost w latach 2006–2007 i drastyczny spadek w 2008 r., a następnie powolny wzrost do 2016 r. W niniejszym rozdziale omówiono zmiany zachodzące na rynku oraz została podjęta próba odpowiedzi na następujące pytania: „Czy w kolejnych latach fundusze inwestycyjne mogą pozyskiwać więcej oszczędności gospodarstw domowych niż banki?” oraz „Czy można się spodziewać konwersji części depozytów bankowych na jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych?”. Przedstawiono także wykorzystanie funduszy inwestycyjnych w długoterminowych dobrowolnych planach

* Pioneer Pekao TFI S.A. w Warszawie; tomasz.ork@pioneerinvestments.com

emerytalnych, które mogą się przyczynić do zwiększonej dynamiki wzrostu aktywów tych funduszy.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, oszczędności, depozyty, emerytury

1. Wprowadzenie

Fundusze inwestycyjne oferowane klientom indywidualnym umożliwiają prosty i wygodny sposób inwestowania oszczędności na rynku kapitałowym. Wiąże się to z możliwością osiągnięcia większych zysków niż na lokatach bankowych, ale również jest obarczone ryzykiem poniesienia strat i niejednokrotnie tak się dzieje w czasie bessy na rynku. Dyskusja na temat ryzyka, zysków i strat towarzyszy funduszom inwestycyjnym już od ponad 90 lat na rynkach rozwiniętych i stale jest wzbogacana o nowe, ciekawe teorie i publikacje na ten temat (zob. np. K. Koedijk i A. Slager¹). Historia funduszy inwestycyjnych rozpoczęła się w Polsce w 1992 r.² i po 24 latach mamy wiele różnorodnych funduszy, nie mniejszą ich liczbę niż na rynkach krajów rozwiniętych. Wyniki osiągane przez fundusze inwestycyjne były analizowane i opisywane przez wielu autorów. Jednym z klasycznych opracowań na temat światowych rozwiązań jest książka A. Lavine³. Współczesne zasady ochrony interesu uczestników funduszy inwestycyjnych są przedstawione od strony praktycznej m.in. przez J. Kropiwnickiego⁴ i M. Rogalę⁵. Kompendium wiedzy na temat rynku funduszy w Unii Europejskiej zaprezentował G. Borowski⁶. Ta pozycja zasługuje na szczególną uwagę, ponieważ dyrektywy oraz rozporządzenia Unii Europejskiej w coraz większym stopniu regulują i standaryzują rynek funduszy. Do polskiego prawa została wprowadzona dyrektywa UCITS IV⁷ oraz ostatnio AIFMD

¹ K. Koedijk, A. Slager, *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2011.

² B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993.

³ A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG-Press, Warszawa 1997.

⁴ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2009.

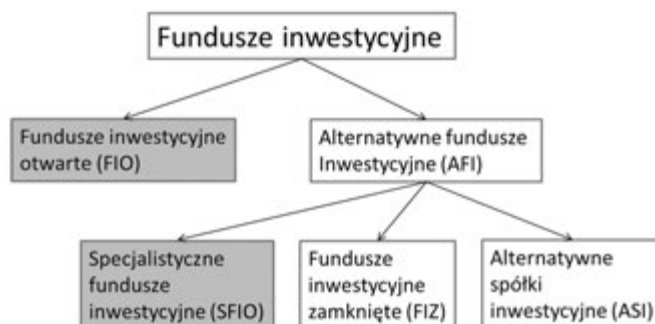
⁵ M. Rogala, *Otwarte Fundusze Inwestycyjne*, Onepress, Warszawa 2016.

⁶ G. Borowski, *Rynek Funduszy Inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011.

⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do

(wdrożona w czerwcu 2016 r.) poprzez nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych⁸. Zmiany w regulacjach obejmują m.in. wprowadzenie nadzoru nad Alternatywnymi Spółkami Inwestycyjnymi oraz zwiększając przejrzystość oferty funduszy dla klientów. Podział funduszy inwestycyjnych⁸ jest przedstawiony na rysunku 1.

Rysunek 1. Podział funduszy inwestycyjnych



Źródło: Opracowanie własne.

Obecnie mamy dużą różnorodność funduszy i ich liczba w Polsce wynosiła 1300 w marcu 2016 r. Ze względu na formę prawną, fundusze dzielą się na: 41 Funduszy Inwestycyjnych Otwartych (FIO), 49 Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych Otwartych (SFIO) oraz 708 Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych (FIZ). Należy również pamiętać, że w ramach tzw. parasolowych funduszy FIO oraz SFIO

przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits-directive/directive_2009_65_ec_pl.pdf

⁸ Nowelizacja w 2016 r. ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm. (ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. poz. 615). Wdraża dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z dnia 01.07.2011 r., s. 1, z późn. zm.), dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/14/UE z dnia 21 maja 2013 r. zmieniającą dyrektywę 2003/41/WE w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i dyrektywę 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w odniesieniu do nadmiernego polegania na ratingach kredytowych (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 31.05.2013 r., s. 1) oraz dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającą dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza.

funkcjonowały 502 subfundusze (dane NBP, marzec 2016 r.). Przykłady z innych rynków, takich jak USA lub kraje Unii Europejskiej, pokazują, że wzrost popularności funduszy inwestycyjnych następował zazwyczaj po wprowadzeniu przepisów stymulujących długoterminowe oszczędzanie emerytalne oraz wprowadzeniu zachęt podatkowych⁹. Działalność funduszy inwestycyjnych i ich szybki rozwój oraz zwiększanie aktywów były również często przedmiotem krytyki i dyskusji na temat wpływu funduszy na spekulacyjne wzrosty na rynkach kapitałowych, doprowadzanie do baniek spekulacyjnych, krachów i strat dla klientów¹⁰.

W niniejszym rozdziale skoncentrowano się na bezpośrednim udziale klientów indywidualnych (gospodarstw domowych) w funduszach inwestycyjnych. Aktywa tych klientów są gromadzone w funduszach inwestycyjnych otwartych oraz w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych SFIO, co jest spowodowane największą swobodą inwestowania i wycofywania się z inwestycji. Przeważająca część aktywów funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest przeznaczona dla klientów instytucjonalnych.

Podział aktywów na fundusze detaliczne i niedetaliczne w latach 2006–2016 w Polsce pokazano na rysunku 2. Wyraźnie na nim widać, że od 2009 r. wielkość aktywów funduszy niedetalicznych wzrastała znacznie szybciej niż funduszy dla klientów indywidualnych. Z łącznej wartości 257 mld PLN, aż 101,6 mld PLN stanowiły fundusze inwestujące w aktywa niepubliczne.

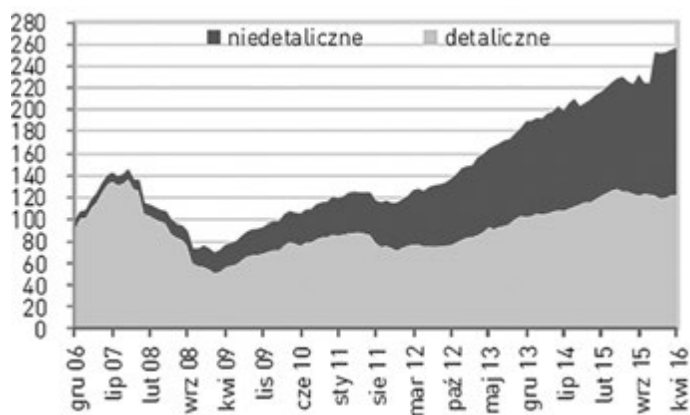
W tabeli 1 podano podział funduszy ze względu na ich profil inwestycyjny oraz udział w aktywach ogółem na koniec kwietnia 2016 r. (łącznie dla funduszy detalicznych i niedetalicznych).

Po dwudziestu czterech latach, trzech hossach i trzech krachach giełdowych można byłoby przypuszczać, że polscy klienci lepiej rozumieją już specyfikę i ryzyka związane z tą formą oszczędzania. Nadal jednak więcej jest oszczędzających na lokatach bankowych. W dużym stopniu jest to spowodowane obawą przed możliwością spadków na giełdach i strat na funduszach. Takie obawy są niejednokrotnie poparte własnymi przykrymi doświadczeniami lub historią strat, które były zano-towane przez fundusze akcyjne i mieszane w okresach bessy na rynkach kapitałowych i które dotknęły znajomych lub członków rodziny.

⁹ D. Henriques, *Fidelity's World: The Secret Life and Public Power of the Mutual Fund Giant*, Touchstone, New York 1997.

¹⁰ D. Christensen, *Surviving the Coming Mutual Fund Crisis: How You Can Take Defensive Measures to Protect Your Money*, Little Brown, New York 1995.

Rysunek 2. Wartość aktywów funduszy detalicznych i niedetalicznych w latach 2006–2016 (w mld PLN)



Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online.

Tabela 1. Aktywa netto poszczególnych kategorii funduszy i ich udział w rynku na koniec kwietnia 2016 r.

Fundusze	W mln PLN	W %
Akcji	28 438	11,1
Mieszane	31 784	12,4
Dłużne	41 186	16,0
Gotówkowe i pieniężne	30 337	11,8
Ochrony kapitału	2 156	0,8
Absolutnej stopy zwrotu	12 575	4,9
Rynku surowców	778	0,3
Nieruchomości	2 221	0,9
Sekurytyzacyjne	5 596	2,2
Aktywów niepublicznych	101 597	39,6
Ogółem	256 668	100,0

Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online.

Obecnie jedynie ok. 2 mln klientów indywidualnych oszczędza bezpośrednio w funduszach inwestycyjnych w Polsce, a aktywa zgromadzone przez tych klientów wyniosły 147,4 mld PLN w kwietniu 2016 r. (aktywa Funduszy Inwestycyjnych, łącznie z aktywami Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych). W badaniach

pt. *Diagnoza Społeczna 2015* jedynie 7,7% respondentów zadeklarowało, że ma oszczędności w funduszach inwestycyjnych w tymże roku¹¹.

Badając dotychczasowy rozwój i prognozując przyszłość funduszy inwestycyjnych, należy uwzględnić dane odnośnie do struktury oszczędności finansowych gospodarstw domowych i na tym tle pokazać udział funduszy inwestycyjnych jako alternatywną formę lokowania oszczędności. Na uwagę zasługuje fakt, że oszczędności gospodarstw domowych w Polsce systematycznie rosły w ostatniej dekadzie, niezależnie od globalnego kryzysu finansowego. Ciekawe obserwacje odnośnie do skłonności i motywacji do oszczędzania odnotowano również w cyklicznych badaniach przeprowadzanych przez Fundację Kronenberga¹² oraz Deutsche Bank¹³, do których autor będzie się odnosił w dalszej części rozdziału.

2. Skłonność Polaków do oszczędzania

Dane na temat oszczędności gospodarstw domowych w Polsce są przedstawione w badaniu pt. *Diagnoza Społeczna* z lat 2009, 2011, 2013 oraz 2015¹⁴. Badanie oszczędności z poziomu gospodarstwa domowego ma tę zaletę, że pokazuje interesujące zależności w gospodarstwie domowym, gdzie zazwyczaj istnieje wspólny budżet, plany wydatków, a także plany oszczędzania.

Większość Polaków uważała, że warto oszczędzać, ale pomimo tej deklaracji jedynie 45% rodzin miało oszczędności finansowe. Gospodarstwa domowe, które deklarowały posiadanie oszczędności, najczęściej gromadziły je jako: rezerwę na sytuacje losowe (ponad 71% gospodarstw), zabezpieczenie na starość (prawie 40% gospodarstw) oraz jako rezerwę na bieżące wydatki konsumpcyjne (ponad 33% gospodarstw).

Nadal dominują gospodarstwa z oszczędnościami w wysokości ok. 3-miesięcznych dochodów. Odsetek mających oszczędności w wysokości powyżej rocznych dochodów pozostaje na niskim poziomie 7,9%, co oznacza, że w populacji

¹¹ *Diagnoza Społeczna 2015. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2016, s. 57–72. Zob. też *Diagnoza Społeczna 2009. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2010, s. 58–73.

¹² PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, Warszawa 2014.

¹³ Deutsche Bank, *Postawy Polaków wobec inwestycji*, II edycja badania, Warszawa, czerwiec 2016.

¹⁴ *Diagnoza Społeczna 2015...*, op.cit.

wszystkich gospodarstw domowych stanowią one jedynie 3,5%. Pozostałe gospodarstwa, które zadeklarowały posiadanie oszczędności, przyznają, że ich poziom jest niewysoki i 19,7% z nich deklaruje oszczędności w wysokości miesięcznych dochodów, 32,1% rodzin ma oszczędności równe 3-miesięcznym dochodom, 24,6% rodzin ma oszczędności równe 3–6-miesięcznym dochodom, a 15,7% powyżej półrocznych–rocznych dochodów.

Z badania wynika również, że im wyższe wykształcenie i dochód, tym wyższa skłonność do oszczędzania. Z badań pt. *Diagnoza Społeczna* wynika, że prawie połowa Polaków kieruje się własną intuicją w decyzjach o tym, jak oszczędzać. W przypadku korzystania z rad innych osób najczęściej kierujemy się opinią znajomych i rodziny. Wynika z tego, że nadal istnieje duża potrzeba edukacji na temat finansów osobistych oraz oszczędzania i instytucje finansowe mają do zagospodarowania duży obszar potencjalnych, ciekawych relacji z klientami.

Rosnącą świadomość i potrzebę oszczędzania potwierdzają również wyniki badania pt. *Postawy Polaków wobec oszczędzania* (raport Fundacji Kronenberga¹⁵). Wynika z nich, że 75% respondentów uważa, że warto oszczędzać, aby zabezpieczyć swoją przyszłość (jest to o 14 pkt proc. więcej niż w poprzednim badaniu w 2013 r.), 18% uważa, że oszczędzanie nie ma sensu, a 7% nie ma zdania na ten temat. Z badań wynika, że tylko 10% Polaków inwestuje swoje pieniądze. Inwestujący to osoby, które w swoich gospodarstwach domowych rozmawiają o finansach, planują swoje wydatki i kontrolują je, a także uważają, że warto oszczędzać i faktycznie to robią. Najczęściej inwestują ludzie w wieku 25–39 lat, o wykształceniu średnim lub wyższym, którzy swoją sytuację materialną oceniają jako dobrą. Polacy (48,5%) uważają, że najbardziej zyskowną inwestycją są nieruchomości, a fundusze jako zyskowne wskazuje jedynie 3,1% badanych w raporcie Deutsche Banku¹⁶. W tym raporcie na uwagę zasługuje fakt, że 5,4% respondentów wskazało długoterminowe produkty inwestycyjne z regularnymi składkami jako trzecią w kolejności zyskowną formę oszczędzania.

¹⁵ PBS, op.cit.

¹⁶ Deutsche Bank, op.cit.

3. Wpływ kryzysu na zmianę struktury oszczędności gospodarstw domowych

W ciągu dekady nominalna wartość depozytów bankowych gospodarstw domowych wzrosła z 239,4 mld PLN w 2006 r. do 662,5 mld PLN w grudniu 2015 r. W tym czasie aktywa funduszy inwestycyjnych (posiadanych przez osoby fizyczne) wzrosły z 83 mld PLN do 106,6 mld PLN. Uwzględniono tu jedynie fundusze inwestycyjne posiadane przez osoby fizyczne i odjęto fundusze inwestycyjne aktywów niepublicznych oraz fundusze dedykowane dla inwestorów instytucjonalnych. Oddzielną kategorię oszczędności stanowią również ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, których aktywa osiągnęły 55,5 mld PLN w grudniu 2015 r. Traktuje się je oddzielnie, ponieważ klienci są dodatkowo związani z towarzystwami ubezpieczeń na życie polisami ubezpieczeniowymi¹⁷. W przedstawionej poniżej strukturze oszczędności nie podano aktywów zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych ze względu to, że ten element systemu ubezpieczeń społecznych stanowi oddzielną kategorię oszczędności, na którą klienci mają bardzo ograniczony wpływ¹⁸.

Łączna wartość oszczędności gospodarstw domowych wyniosła 1025,2 mld PLN w grudniu 2015 r., co oznacza, że oszczędności przyrastały średnio w tempie 8% rocznie w ciągu ostatniej dekady. Zestawienie oszczędności gospodarstw domowych w podziale na pięć podstawowych kategorii jest podane w tabeli 2. Na uwagę zasługuje porównanie wartości depozytów bankowych do funduszy inwestycyjnych i szybki wzrost udziału funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach ogółem do 20,7% w 2007 r. Krach na giełdach spowodował spadek udziału funduszy inwestycyjnych do 8,3% ogółu oszczędności na koniec 2008 r., ale powoli udział ich wzrastał aż do 10,4% ogółu oszczędności w grudniu 2015 r.

¹⁷ T. Orlik, *Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach gospodarstw domowych w latach 2004–2014*, w: *Doubezpieczenie społeczne idea i kontynuacja*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.

¹⁸ Klasyfikacja prawna środków zgromadzonych w OFE jest przedmiotem debaty od początku reformy z 1999 r. Orzeczenia Sądu Najwyższego czy ostatnio również Trybunału Konstytucyjnego przychylają się do stanowiska, że oszczędności OFE są elementem finansów publicznych, niemniej jednak zarówno OECD, Bank Światowy, Eurostat, EIOPA czy pośrednio również Europejski Trybunał Sprawiedliwości klasyfikują je jako oszczędności prywatne (*private personal pensions*), a zatem tak samo jak funkcjonujące u nas PPE, IKE i IKZE. Rozbieżności klasyfikacyjne rodzą wiele problemów, jak choćby powracająca kwestia wciągnięcia lub nie OFE w zakres obowiązywania dyrektywy IORP.

Tabela 2. Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w latach 2006–2015 (w mld PLN)

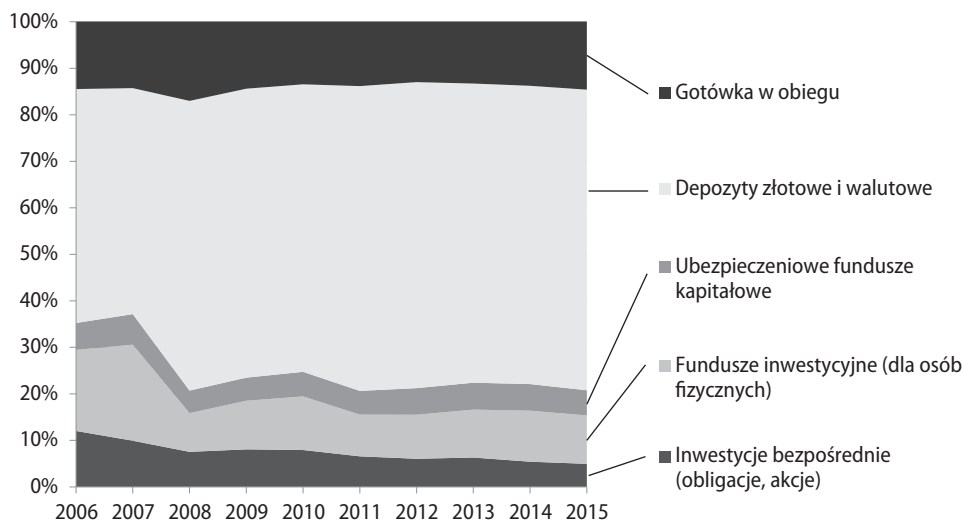
Oszczędności	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inwestycje bezpośrednie (obligacje, akcje) ^a	57,3	53,7	40,2	50,4	54,7	48,4	47,8	54,4	51,2	50,9
Fundusze inwestycyjne (dla osób fizycznych) ^b	83,0	111,7	44,4	65,2	79,4	66,0	74,7	88,7	103,5	106,6
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	27,5	35,5	25,8	31,0	36,4	37,5	45,2	49,8	54,0	55,5
Depozyty złotowe i walutowe	239,4	262,8	332,0	387,6	426,0	482,1	519,5	553,7	605,3	662,5
Gotówka w obiegu	68,9	77,2	90,7	89,8	92,7	101,8	102,5	114,4	130,0	149,7
Ogółem	476,1	540,9	533,1	624,0	689,2	735,8	789,7	861,0	944,0	1 025,2

^a Akcje notowane w rękach gospodarstw domowych według NBP. ^b Dostępne dla osób fizycznych, skorygowane o wartość inwestycji ubezpieczycieli.

Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online.

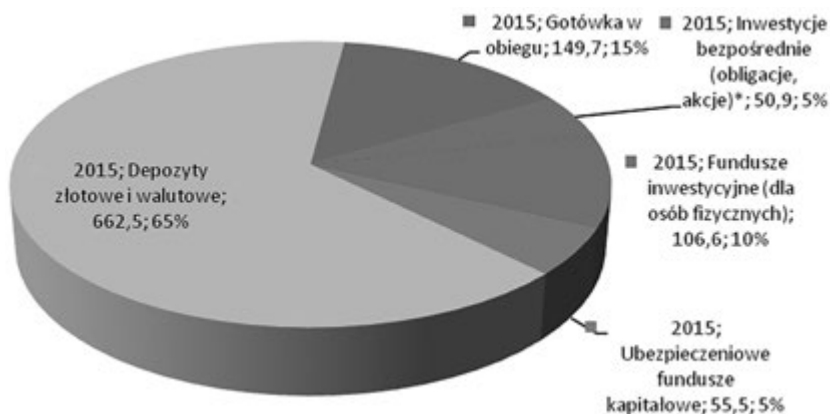
Podział oszczędności finansowych na: akcje i obligacje posiadane bezpośrednio, fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, depozyty i gotówkę przedstawiono na rysunku 3. Kryzys na rynkach finansowych w 2008 r. spowodował znaczne zmniejszenie wartości nie tylko funduszy inwestycyjnych, ale również akcji i obligacji posiadanych przez klientów indywidualnych. Porównując te wartości w Polsce w latach 2007 i 2008, widać spadek o 25% inwestycji bezpośrednich w obligacje i akcje oraz spadek aż o 60% w przypadku inwestycji osób fizycznych w fundusze inwestycyjne. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że pomimo kryzysu wartość depozytów wzrosła aż o 26%. Można na tej podstawie wyciągnąć wnioski, że wielu klientów w czasie kryzysu odkupywało jednostki funduszy lub sprzedawało posiadane akcje i przenosiło oszczędności na lokaty bankowe. Takie działania wydają się być racjonalne w chwili wystąpienia krachu giełdowego, chociaż w czasie przeszacowania cen akcji na giełdzie należałoby następnie odkupić sprzedane aktywa.

Po kryzysie, od 2009 r. nastąpił wzrost zarówno wartości depozytów, jak i funduszy inwestycyjnych. Od grudnia 2009 r. do grudnia 2016 r. zarówno wartość depozytów, jak i wartość funduszy inwestycyjnych posiadanych przez osoby fizyczne zwiększyła się. Wartość depozytów wzrosła w tym czasie z 387,6 mld PLN do 662,5 mld PLN, a funduszy inwestycyjnych – z 62,2 mld PLN do 106,6 mld PLN.

Rysunek 3. Struktura oszczędności gospodarstw domowych w latach 2006–2015

Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online, NBP, MF, GUS, IZFiA.

Na rysunku 4 podano strukturę oszczędności gospodarstw domowych na koniec 2015 r.

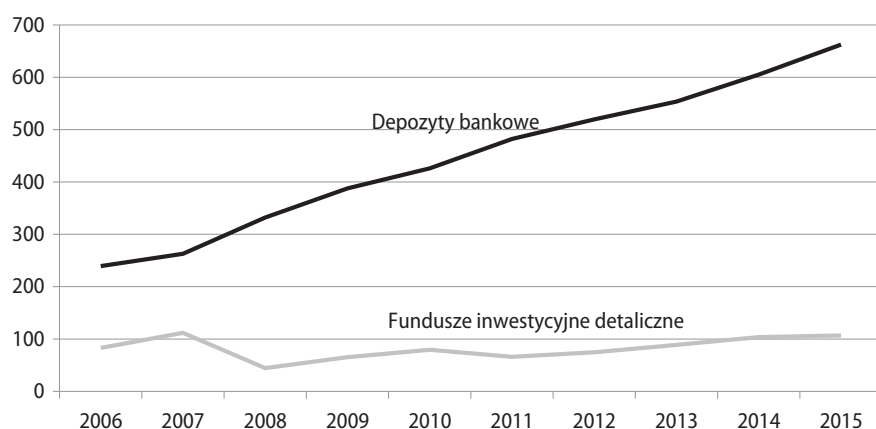
Rysunek 4. Podział oszczędności gospodarstw domowych na koniec grudnia 2015 r.

Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online, NBP, MF, GUS, IZFiA.

Fundusze inwestycyjne stanowią w porównaniu do lokat bankowych alternatywną, ale bardziej ryzykowną formę oszczędzania. Klienci akcyjnych funduszy

inwestycyjnych mogą ponosić straty podczas dekonunktury lub kryzysu na rynku. Odbudowanie zaufania i ponowne oszczędzanie w funduszu inwestycyjnym wymaga czasu oraz edukacji. Na rysunku 5 pokazano wartość depozytów gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach oraz funduszy inwestycyjnych. Według stanu na koniec 2015 r., w Polsce funkcjonowało 60 towarzystw funduszy inwestycyjnych. Klienci mogą wybierać z szerokiej oferty funduszy o bardzo różnych strategiach, począwszy od bezpiecznych funduszy pieniężnych, poprzez fundusze o zrównoważonych strategiach akcyjnych/obligacyjnych aż do funduszy akcyjnych inwestujących w spółki o dużym ryzyku. Coraz chętniej klienci korzystają również z szerokiej oferty funduszy inwestujących na rynkach światowych lub w surowce.

Rysunek 5. Aktywa gospodarstw domowych zgromadzone jako depozyty bankowe i jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w latach 2006–2015 (w mld PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych portalu finansowego Analizy Online, NBP i IZFIA.

W ciągu dziesięciu lat wartość depozytów bankowych zwiększyła się o 177%, a wartość funduszy nabytych przez klientów indywidualnych wzrosła tylko o 28%. W tym czasie skumulowany wskaźnik inflacji wyniósł 23,9%. Dane te obrazują, że w naszym społeczeństwie szybko były akumulowane oszczędności finansowe, mimo kryzysu w latach 2007 i 2008. Niestety, problem społeczny polega na tym, że jedynie ok. 45% gospodarstw domowych gromadzi oszczędności. Rysunek 5 obrazuje również duży potencjał, jaki mają fundusze inwestycyjne względem depozytów bankowych, jeżeli klienci będą skłonni konwertować część depozytów na fundusze inwestycyjne.

Analizując poziom oszczędności gospodarstw domowych, zastanawia zagadnienie, jaki procent oszczędności (poza IKE, IKZE, PPE i OFE) ma charakter długoterminowy i przewidywany do użycia dopiero po zakończeniu kariery zawodowej i przejściu na emeryturę. Na to pytanie nie można łatwo udzielić odpowiedzi, chociaż może tu nam pomóc również badanie pt. *Diagnoza Społeczna*, w którym znajdują się informacje, jakie są cele oszczędzania Polaków. Zabezpieczenie na starość było wskazywanym celem gromadzenia oszczędności przez 23,6% gospodarstw domowych. Na uwagę zasługuje, że 70,5% oszczędności jest gromadzonych na przyszłość dzieci i może to być ciekawa wskazówka dla towarzystw funduszy inwestycyjnych.

4. Dobrowolne oszczędzanie na emeryturę

Omawiając oszczędności gospodarstw domowych, należy również przeanalizować dane odnośnie do dobrowolnych oszczędności emerytalnych zgromadzonych w trzech formach prawnych, tj. na:

- Indywidualnych Kontach Emerytalnych (IKE),
- Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE),
- Pracowniczych Programach Emerytalnych (PPE).

Oszczędności zgromadzone w ramach PPE, działających od 1999 r., wyniosły 10,6 mld PLN i stanowiły jedynie 1% ogółu oszczędności finansowych gospodarstw domowych na koniec 2015 r. Oszczędności zgromadzone w IKE wyniosły 5,7 mld PLN i stanowiły 0,55% ogółu oszczędności. Działające od stycznia 2012 r. IKZE zgromadziły 622 mln PLN na koniec 2015 r. W sumie, dobrowolne programy emerytalne zgromadziły jedynie 1,6% ogółu oszczędności gospodarstw domowych. Jest to bardzo mało i należy uznać, że programy emerytalne wymagają dużej promocji, dodatkowych zachęt, a zwłaszcza edukacji społeczeństwa na ten temat¹⁹.

Spośród produktów dobrowolnego oszczędzania największe aktywa zgromadzono dotychczas w pracowniczych programach emerytalnych (PPE). Potwierdza to tezę, że oszczędności emerytalne organizowane (sponsorowane) przez pracodawcę są najatrakcyjniejszą formą oszczędzania dla przyszłych emerytów. Do udziału w PPE zachęca zwłaszcza wpłacanie składek przez pracodawcę. Oprócz tego ważna jest wygoda, niższe koszty obsługi i niskie prowizje pobierane przez instytucje finansowe. W tabeli 3 pokazano wartość środków zgromadzonych w PPE na podstawie:

¹⁹ UKNF, *Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy*, Warszawa 2016.

- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek do funduszu inwestycyjnego,
- pracowniczego funduszu emerytalnego,
- umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń w formie grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.

Tabela 3. Aktywa zgromadzone w PPE w latach 2009–2015 (w mln PLN)

Forma programu	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fundusze inwestycyjne	2 230	2 915	3 081	4 055	4 681	5 725	6 000
Pracownicze fundusze emerytalne	1 333	1 555	1 564	1 880	2 040	1 774	1 800
Zakłady ubezpieczeń na życie	1 435	1 815	1 953	2 416	2 687	2 761	2 800
Ogółem	4 998	6 285	6 598	8 351	9 408	10 260	10 600

Źródło: KNF, *Biuletyn roczny. Rynek PPE 2015*, Warszawa 2016.

Na koniec 2015 r. funkcjonowało 1054 PPE, prowadzona przez ok. 1110 pracodawców, w których zarejestrowano łącznie 392,6 tys. uczestników, przy czym uczestników czynnych było 329,7 tys. (tabela 4). Niestety, rynek pracowniczych programów emerytalnych rozwija się bardzo wolno i obejmuje tylko ok. 2,4% osób aktywnych zawodowo.

Tabela 4. Liczba czynnych uczestników PPE w latach 2013–2015

Forma programu	2013	2014	2015	
	w tys.		w tys.	w %
Fundusze inwestycyjne	173,6	201,5	209,9	63,7
Pracownicze fundusze emerytalne	32,7	24,3	23,6	7,2
Zakłady ubezpieczeń na życie	107,7	96,4	96,1	29,2
Ogółem	314,0	322,2	329,7	100,0

Źródło: KNF, *Biuletyn roczny. Rynek PPE 2015*, Warszawa 2016.

Ciekawym spostrzeżeniem jest fakt, że największe aktywa, tj. 56,6%, są zgromadzone w PPE prowadzonych poprzez fundusze inwestycyjne oraz najwięcej członków mają również PPE prowadzone przez fundusze inwestycyjne. Najwyższe średnie aktywa w przeliczeniu na 1 członka uzyskały pracownicze fundusze emerytalne.

Na koniec 2015 r. ok. 85% osób objętych dobrowolnym zabezpieczeniem emerytalnym w ramach PPE stanowili uczestnicy czynni, czyli osoby, na których rzecz w ostatnim kwartale pracodawca odprowadził składki podstawowe. Pozostałe 15%

stanowili uczestnicy bierni, na których rzecz nie były odprowadzane składki. Były to np. osoby, które dobrowolnie wystąpiły z programu bądź zmieniły pracodawcę i pozostawiły środki w programie prowadzonym przez dotychczasowego pracodawcę.

Wskaźnik uczestnictwa w pracowniczych programach emerytalnych, wyznaczony jako stosunek liczby uczestników, na których rzecz są wnoszone składki do programów, oraz liczby osób zatrudnionych u pracodawców prowadzących PPE na koniec 2014 r. wyniósł 75,2% i wzrósł o 1,6 pkt proc. w stosunku do wskaźnika z końca 2013 r. W roku 2014, podobnie jak we wcześniejszych latach, prawie co 10 uczestnik PPE, oprócz składki finansowanej przez pracodawcę, wносił do programu składki dodatkowe.

Indywidualne Konta Emerytalne (IKE) wprowadzono w 2004 r., ale nie osiągnęły znaczącej popularności w ciągu dziesięciu lat funkcjonowania. W roku 2008 podwyższono kwoty limitu wpłat na IKE do 3-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok. W roku 2015 limit wpłat na IKE wyniósł 11 877 PLN, ale średnia wpłata wyniosła tylko 3500 PLN w 2015 r. Liczba osób, które miały konta IKE w grudniu 2015 r. to 858,7 tys., co stanowiło jedynie ok. 5,2% liczby osób pracujących. Odsetek IKE, na które dokonywano wpłat, wyniósł 31,4% wszystkich kont w 2015 r., co świadczy o bardzo dużej liczbie rachunków nieaktywnych i tym bardziej potwierdza małe zainteresowanie. Na uznanie zasługuje jedynie fakt, że 2015 r. powstało 65 795 nowych kont, co stanowiło wzrost aż o 38% w porównaniu do poprzedniego roku. Najwięcej nowych kont powstało w formie funduszu inwestycyjnego i stanowiły one 61,5% wszystkich pierwszy raz założonych kont.

Według stanu na grudzień 2015 r., IKE były prowadzone przez 50 instytucji finansowych: 12 zakładów ubezpieczeń na życie, 16 towarzystw funduszy inwestycyjnych, 6 domów maklerskich, 12 banków i 4 powszechne towarzystwa emerytalne. Liczbę kont oraz wartość aktywów IKE (na koniec grudnia 2015 r.) przedstawiono w tabeli 5.

Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) wprowadzono z dniem 1 stycznia 2012 r. dla poszerzenia oferty produktowej i uatrakcyjnienia programów emerytalnych pod względem podatkowym. W roku 2015 powstało 91,8 tys. nowych IKZE, co stanowi wzrost o 45% w porównaniu z poprzednim rokiem, i liczba rachunków na koniec roku wyniosła 597,6 tys. Największą popularnością cieszyły się jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, które wybrało 37,9 tys. nowych klientów. Liczbę kont oraz wartość aktywów IKZE (na koniec grudnia 2015 r.) przedstawiono w tabeli 6.

Tabela 5. Liczba kont i wartość aktywów IKE na koniec grudnia 2015 r.

Instytucje finansowe	Liczba kont (w tys.)	Wartość aktywów (w mld PLN)
Zakłady ubezpieczeń	573,0	2,06
Fundusze inwestycyjne	205,5	1,73
Domy maklerskie	25,2	0,90
Banki	52,4	0,96
Dobrowolne fundusze emerytalne	2,6	0,026
Ogółem	858,7	5,68

Źródło: KNF, *Raport IKE oraz IKZE 2015*, Warszawa 2016.

Tabela 6. Liczba kont i wartość aktywów IKZE na koniec grudnia 2015 r.

Instytucje finansowe	Liczba kont (w tys.)	Wartość (w mln PLN)
Zakłady ubezpieczeń	442,7	282
Fundusze inwestycyjne	54,5	195
Domy maklerskie	4,3	30
Banki	13,7	35
PTE, dobrowolne fundusze emerytalne	82,3	79
Ogółem	597,6	622

Źródło: KNF, *Raport IKE oraz IKZE 2015*, Warszawa 2016.

Dotychczasowe działania na rzecz rozwoju III filaru nie sprawdzają się. Nowe produkty, podejmowane działania edukacyjne czy wsparcie podatkowe dla różnych form dodatkowych oszczędności emerytalnych nie przynoszą pożądanego efektu. Okazuje się, że w polskich warunkach ulgi podatkowe nie wpłynęły istotnie na zwiększenie liczby osób oszczędzających na emeryturę, a tylko przyczyniają się do przesunięcia istniejących oszczędności lub planowanych oszczędności w obszary objęte preferencjami podatkowymi. Główne przyczyny braku rozwoju PPE i IKE były upatrywane w braku ulgi w podatku dochodowym (od wpłacanej składki) przy oszczędzaniu w tych formach. Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych stanowi odroczoną w czasie i zbyt małą zachętę. Do kolejnych przyczyn małego zainteresowania można zaliczyć biurokratyczne przepisy utrudniające tworzenie i obsługę programów emerytalnych. Istnieje również potrzeba uelastycznienia dyspozycji wkładem (oszczędnościami) z zachowaniem celu emerytalnego w zależności od różnych okoliczności życiowych.

Pojawienie się IKZE poprawiło podatkową atrakcyjność programów, ponieważ została wprowadzona ulga podatkowa polegająca na tym, że osoba oszczędzająca może odliczyć wpłatę od podstawy opodatkowania. W roku 2015 limit wpłaty został ustalony na poziomie 4750,80 PLN. Niestety, średnia wpłata wyniosła jedynie 2600 PLN. Od stycznia 2014 r. wprowadzono również zapis, że od wypłaty z IKZE będzie pobierany w przyszłości podatek w zryczałtowanej formie 10% dochodu, co jest istotnym uatrakcyjnieniem tego produktu, ponieważ wcześniej przewidywano opodatkowanie wypłat na zasadach ogólnych.

Przyczyny małej popularności programów emerytalnych można upatrywać w następujących czynnikach:

- niskie dochody bieżące przeważającej liczby gospodarstw domowych w konsekwencji przekładają się na brak możliwości generowania i lokowania nadwyżek finansowych z przeznaczeniem na przyszłą konsumpcję po osiągnięciu wieku emerytalnego,
- część gospodarstw domowych nie wykazuje skłonności do długoterminowego oszczędzania,
- brak jest świadomości niskiej stopy zastąpienia, czyli niskiej wartości przyszłej emerytury z obowiązkowego systemu w stosunku do ostatnich wynagrodzeń,
- część społeczeństwa jest przekonana, że państwo jest odpowiedzialne za świadczenia emerytalne i zatroszczy się o dochody przyszłych emerytów,
- negatywnej kampanii prowadzonej przez rząd przy okazji ograniczania działalności otwartych funduszy emerytalnych, która spowodowała niechęć klientów również do innych instytucji finansowych lokujących oszczędności klientów na rynku kapitałowym,
- ryzyko dalszego ograniczania działalności OFE, mogące skutkować „nacionalizacją” aktywów posiadanych przez OFE i ich sprzedażą w niedalekiej przyszłości.

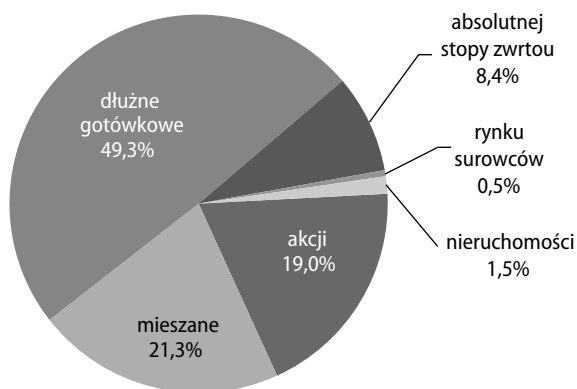
5. Perspektywy rozwoju funduszy inwestycyjnych

Można się spodziewać, że aktywa funduszy inwestycyjnych będą w kolejnych latach przyrastały w szybszym tempie niż lokaty bankowe. Wydaje się, że będzie to spowodowane w dużym stopniu poszukiwaniem przez klientów możliwości inwestowania swoich nowych oszczędności w alternatywny sposób, a nie tylko na nisko oprocentowanych lokatach bankowych (oprocentowanie rocznych lokat zakładanych w 2016 r. często nie przekracza 1,5%). Oprócz tego, część oszczędności

gospodarstw domowych, z łącznej puli 662,5 mld PLN, może być konwertowana na fundusze inwestycyjne. Tempo takich konwersji nie będzie jednak duże, ponieważ klienci bardzo ostrożnie podchodzą do inwestowania w fundusze inwestycyjne. Będzie to również zależało w dużym stopniu od koniunktury na rynkach kapitałowych oraz zysków (lub strat), jakie będą generowały fundusze inwestycyjne dla swoich klientów. Zawirowania na rynku i straty funduszy akcyjnych i zrównoważonych w czasie bessy zniechęcają na dłuższy okres klientów indywidualnych do oszczędzania w funduszach o wyższym ryzyku.

Na rysunku 6 podano podział aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce w poszczególnych kategoriach według uproszczonej klasyfikacji przyjętej w Izbie Zarządzających Funduszami i Aktywami. Z zestawienia wynika, że fundusze o większym ryzyku, czyli fundusze akcji i mieszane, gromadzą łącznie ok. 40% aktywów wszystkich funduszy. Z rysunku wynika, że obecni klienci funduszy preferują bezpieczne inwestycje w fundusze dłużne, pieniężne i absolutnej stopy zwrotu, które mają ok. 57,7% udziału w rynku. W sytuacji dużej zmienności na rynku akcji, dywersyfikacja oszczędności pomiędzy fundusze o różnych klasach aktywów jest właściwa, ponieważ bardziej chroni zgromadzone oszczędności przed zawirowaniami rynkowymi.

Rysunek 6. Struktura funduszy inwestycyjnych w Polsce w podziale na różne kategorie inwestycyjne (kwiecień 2016 r.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFiA.

Tabela 7 może obrazować złożoność dyskusji na temat zysków lub strat funduszy inwestycyjnych, w której trzeba precyzyjnie określić, jaki rodzaj funduszu i jaki okres są brane pod uwagę. Obecnie klienci coraz częściej mogą korzystać z serwisów internetowych umożliwiających szybkie porównywanie funduszy, ale zazwyczaj różne instytucje przyjmują nieco inne kryteria klasyfikowania funduszy i przyporządkowania ich do poszczególnych kategorii inwestycyjnych.

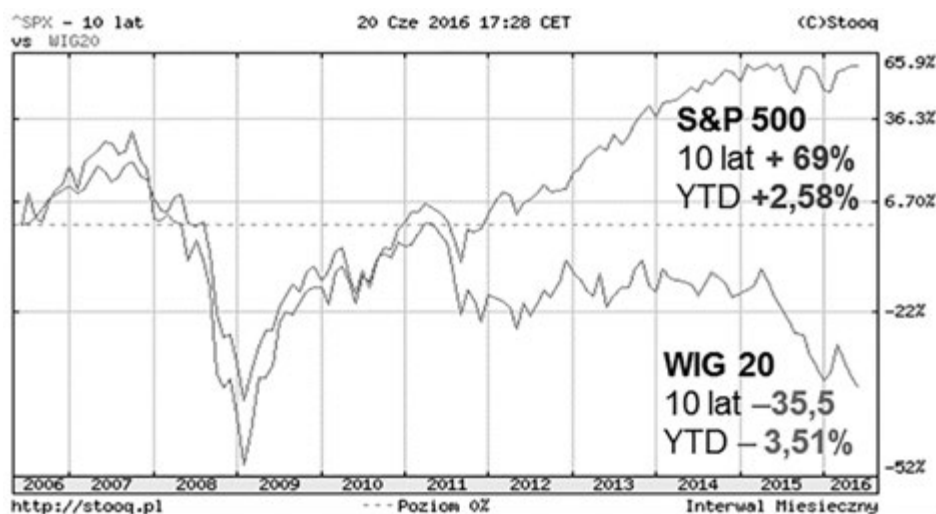
Tabela 7. Średnie stopy zwrotu z funduszy inwestycyjnych w maju 2016 r. (w %)

Fundusze inwestycyjne	3M	12M	36M	60M
Polskich małych i średnich spółek	4,1	-6,8	17,0	7,7
Akcji polskich	2,2	-15,0	-3,4	-
Akcji globalnych rynków rozwiniętych	6,4	-7,3	16,8	31,7
Akcji amerykańskich	7,4	-5,4	24,1	48,1
Akcji amerykańskich (USD)	8,1	-6,1	18,4	17,6
Akcji europejskich rynków rozwiniętych	5,4	-11,4	14,1	26,5
Akcji europejskich rynków rozwiniętych (EUR)	4,7	-12,9	16,9	28,5
Akcji rosyjskich	14,9	-1,9	-18,3	-28,3
Akcji azjatyckich bez Japonii	7,5	-14,5	7,3	4,7
Akcji globalnych rynków wschodzących	7,6	-16,5	-11,0	-18,6
Akcji tureckich	5,7	-6,4	-24,0	-
Mieszane zagraniczne zrównoważone	3,0	-5,9	7,6	13,3
Mieszane polskie zrównoważone	1,6	-10,0	-4,2	-6,5
Mieszane polskie stabilnego wzrostu	0,8	-4,8	2,4	5,5
Dłużne polskie papiery skarbowe	-0,1	1,7	8,4	25,9
Dłużne polskie korporacyjne	1,1	1,9	8,1	18,4
Dłużne zagraniczne	1,4	5,2	12,0	35,7
Dłużne europejskie (EUR)	0,6	-1,0	3,0	-

Źródło: Dane portalu finansowego Analizy Online (przykładowe 18 kategorii z 30 prezentowanych w serwisie).

Wyniki poszczególnych kategorii funduszy można też odnieść do wartości indeksu S&P 500 oraz WIG 20 za okres 10 lat (rysunek 7). Podczas krachu giełdowego w 2008 r. obydwa indeksy zachowywały się podobnie i następnie podobnie odrabiały straty do początku 2011 r. Niestety, polskie akcje zaczęły następnie tracić na wartości, a rynek amerykański kontynuował trend wzrostowy przez 7 lat.

Rysunek 7. Porównanie wartości indeksu S&P 500 oraz WIG 20 w latach 2006–2016



Źródło: <http://stooq.pl>

W tej sytuacji nie dziwi, że lokaty funduszy w zagraniczne papiery wartościowe przekroczyły 20% ogólnej wartości aktywów w 2015 r., czyli ponad 42 mld PLN²⁰. Zarządzający funduszami oraz klienci próbują w ten sposób zrekomensować spadające kursy akcji na GPW.

Nabycie funduszu inwestującego w aktywa zagraniczne przez bankowe internetowe kanały dystrybucyjne jest obecnie bardzo łatwe. W przypadku kontynuowanego trendu spadkowego na GPW i niepewności odnośnie do roli giełdy w strategii gospodarczej istnieje zagrożenie, że środki z depozytów bankowych w coraz większym stopniu będą przenoszone do funduszy, które inwestują za granicą.

Należy też wspomnieć o firmach zagranicznych, które dystrybuują swoje fundusze w Polsce na podstawie notyfikacji Komisji Nadzoru Finansowego. Ich aktywa są nadal niewielkie i wyniosły 6 mld PLN na koniec grudnia 2015 r. (spadek o ok. 800 mln PLN w porównaniu do 2014 r.). Taka sytuacja wynika z konkurencyjnej i szerokiej oferty „zagranicznej” funduszy polskich oraz łatwiejszemu rozliczaniu podatków od zysków kapitałowych w funduszach zarejestrowanych w Polsce.

Udział poszczególnych TFI, zarządzających funduszami oferowanymi dla klientów detalicznych, pokazano w tabeli 8. Największe pięć TFI ma łącznie ponad 55%

²⁰ Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport roczny 2014*, Warszawa 2016.

udziału w rynku. Na uwagę zasługują również TFI założone przez prywatnych inwestorów, które zdobywają udział w rynku i bardzo skutecznie konkurują z dużymi grupami bankowymi.

Tabela 8. Aktywa funduszy detalicznych zarządzanych przez poszczególne TFI oraz ich udziały rynkowe w kwietniu 2016 r.

Nazwa Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI)	Środki zgromadzone w funduszach zarządzanych przez TFI w mln PLN	Udział w rynku TFI w %	Zmiana udziału w rynku TFI w ciągu ostatniego miesiąca w pkt proc.
PZU	20 859,6	14,15	-0,11
PKO	18 663,7	12,66	0,00
Pioneer Pekao	16 434,9	11,15	0,07
BZ WBK	12 837,2	8,71	0,07
NN Investment Partners	12 824,1	8,70	-0,08
Aviva Investors Poland	12 418,8	8,42	-0,03
Union Investment	9 557,0	6,50	-0,09
ALTUS	4 756,6	3,23	0,18
Quercus	3 835,6	2,60	0,03
Millenium	3 811,7	2,59	0,02
KBC	3 409,3	2,13	-0,08
Open Finance	3 074,8	2,09	-0,03
Legg Mason	2 906,0	1,97	-0,02
Skarbiec	2 826,6	1,92	-0,02
BPH	2 668,0	1,81	0,00
Allianz	2 365,0	1,60	-0,01
Investors	2 124,5	1,44	0,01
Opera	1 914,0	1,30	-0,01
AXA	1 744,0	1,18	-0,01
Noble Funds	1 426,7	0,97	-0,03
MetLife	1 421,0	0,96	0,00
Trigon	1 355,1	0,92	0,04
AgioFunds	1 033,4	0,70	-0,02
Ipopema	1 015,5	0,69	0,04
Amundi	712,0	0,48	0,00
Superfund	483,1	0,33	-0,01
BNP Paribas Polska	332,0	0,23	0,05
BPS	250,0	0,17	0,00

Nazwa Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI)	Środki zgromadzone w funduszach zarządzanych przez TFI w mln PLN	Udział w rynku TFI w %	Zmiana udziału w rynku TFI w ciągu ostatniego miesiąca w pkt proc.
Caspar	107,2	0,07	0,00
Capital Partners	76,0	0,05	0,00
EQUES Investment	62,2	0,04	0,00
Money Markers	51,0	0,03	0,00
CORUM	25,7	0,02	0,02
Copernicus Capital	19,9	0,01	0,00
Provide	9,0	0,01	0,00
Ogółem	147 432,0	100,00	x

Źródło: IZFiA.

Istotnym dokumentem służącym zwiększonej przejrzystości funduszy jest wprowadzenie w 2013 r. obowiązku publikowania Kluczowych Informacji dla Inwestorów (KII), zawierających na dwóch stronach wystandaryzowane, podstawowe informacje na temat danego funduszu, jego polityki inwestycyjnej, profilu ryzyka, opłat oraz wyników historycznych z ostatnich 10 lat działalności. Na tej podstawie klienci mogą wygodnie przeglądać ofertę różnych funduszy. Prezentując stopy zwrotu uzyskane przez fundusze, należy również omówić opłaty ponoszone przez klientów.

Pomimo wzrostu aktywów i różnorodności oferty dostępnej na rynku, nadal oszczędności gromadzone w funduszach inwestycyjnych w przeliczeniu na 1 mieszkańca w Polsce są niewielkie w porównaniu do innych krajów europejskich. W Polsce aktywa na 1 mieszkańca wyniosły 539 EUR, a średnia w krajach UE objętych badaniem wyniosła 11,2 tys. EUR w 2014 r. Tak duża różnica jest zrozumiała ze względu na krótki okres akumulowania oszczędności w Polsce w porównaniu do „starych” krajów UE.

6. Zakończenie

Bogacenie się społeczeństwa jest kluczowym czynnikiem przyszłego rozwoju funduszy inwestycyjnych. Wraz z rozwojem gospodarczym zwiększa się popularność inwestowania w fundusze inwestycyjne. Również w Polsce coraz więcej klientów będzie oszczędzać, inwestując w fundusze inwestycyjne. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, wydaje się, że wzrost aktywów gromadzonych w funduszach

inwestycyjnych w Polsce w najbliższych latach będzie szybszy niż wzrost depozytów bankowych. Upowszechnienie dobrowolnych produktów emerytalnych jest niewielkie – aktywa są równe zaledwie 1% PKB w porównaniu do 15–20% PKB w krajach OECD. Wzrost aktywów i rozwój produktów emerytalnych przyspieszy w kolejnych latach. Rynek kapitałowy jest bardzo ważnym elementem gospodarki, bez którego niemożliwe jest tworzenie przewag innowacyjnych i konkurencyjnych. Tym bardziej należy czuwać nad jego poprawnym i zrównoważonym rozwojem.

Perspektywy dla sektora funduszy inwestycyjnych są optymistyczne. Niemniej należy jednak pamiętać, że tempo wzrostu aktywów funduszy będzie zależało od następujących czynników:

- zmiany sposobów gospodarowania wolnymi środkami przez gospodarstwa domowe i elastycznego dywersyfikowania oszczędności na depozytach bankowych i w funduszach inwestycyjnych,
- koniunktury na rynkach kapitałowych,
- awersji do ryzyka polskich inwestorów,
- niskich stóp procentowych sprzyjających poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu,
- bogacenia się społeczeństwa i akumulacji kapitału,
- postępującej edukacji finansowej społeczeństwa,
- poszerzania oferty o fundusze operujące na rynkach zagranicznych,
- większej przejrzystości finansowej firm zarządzających aktywami,
- zmniejszających się prowizji i opłat (prowizji) za zarządzanie, pobieranych przez fundusze,
- zwiększenia zaufania do funduszy inwestycyjnych poprzez odpowiednie wyjaśnianie klientom ryzyka związanego z inwestowaniem w fundusze i zmienności wyników różnych typów funduszy,
- rozwoju dobrowolnych planów emerytalnych IKE, IKZE i PPE,
- regulacji prawnych mających na celu poprawienie przejrzystości oferty dla klientów.

W celu stymulowania dobrowolnych form oszczędzania emerytalnego należy:

- uświadamiać społeczeństwo o potrzebie zwiększania oszczędności, a zwłaszcza dobrowolnych oszczędności emerytalnych,
- promować otwarte fundusze inwestycyjne (mogą być szerzej wykorzystane w dobrowolnych programach emerytalnych),
- nabywać jednostki funduszy w ramach tańszych produktów emerytalnych, zamiast zwykłych jednostek,

- upowszechniać w bankowych kanałach sprzedaży oferowanie funduszy bezpiecznych jako alternatywy dla lokat.

Obecne rozwiązania prawne IKE, IKZE i PPE są skomplikowane, zbiurokratyzowane oraz nie zapewniają wystarczająco silnych zachęt, które są niezbędne dla długoterminowego oszczędzania. Trzeba wprowadzić bardziej nowoczesne procedury oparte na elektronicznych dokumentach i elektronicznych kanałach dystrybucji. Dobrym pomysłem jest stworzenie pracowniczego programu emerytalnego z automatycznym zapisywaniem pracownika.

Bibliografia

- Borowski G., *Rynek Funduszy Inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Christensen D., *Surviving the Coming Mutual Fund Crisis: How You Can Take Defensive Measures to Protect Your Money*, Little Brown, New York 1995.
- Deutsche Bank, *Postawy Polaków wobec inwestycji*, II edycja badania, Warszawa, czerwiec 2016.
- Diagnoza Społeczna 2009. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2010.
- Diagnoza Społeczna 2015. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Rada Monitoringu Społecznego–Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2016.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits-directive/directive_2009_65_ec_pl.pdf
- Henriques D., *Fidelity's World. The Secret Life and Public Power of the Mutual Fund Giant*, Touchstone, New York 1997.
- Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport roczny 2014*, Warszawa 2015.
- Koedijk K., Slager A., *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*, Palgrave Macmillan, New York 2011.
- Kropiwnicki J., *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2009.
- Lavine A., *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Meluch B., Nietrzełka E., Orlik T., *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993.

- Orlik T., *Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach gospodarstw domowych w latach 2004–2014*, w: *Dobezpieczenie społeczne idea i kontynuacja*, red. M. Kawiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.
- PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, Warszawa 2014.
- Rogała M., *Otwarte Fundusze Inwestycyjne*, Onepress, Warszawa 2016.
- UKNF, *Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy*, Warszawa 2016.
- UKNF, *Sprawozdanie z działalności KNF w 2015 roku*, Warszawa 2016.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. poz. 615.

INVESTMENT FUNDS PARTICIPATION IN HOUSEHOLD SAVINGS IN 2006–2016 AND THEIR POSSIBLE DEVELOPMENT IN THE SUPPLEMENTARY PENSION SYSTEM IN POLAND

In the chapter author focuses on the review of the household savings in retail investment funds in comparison to bank deposits. It also contains analysis regarding reasons of low growth of fund's assets in comparison to bank deposits. Investment funds could be an interesting saving alternative for households when the interest rate on bank deposit is very low, however there is no significant growth of the open-ended investment funds in Poland. Assets of the retail investment funds increased only by 28% between 2006 and 2015 (up to 106,6 billion PLN). At the same time growth of household deposits amounted to 177% (up to 662,5 billion PLN). Most clients still avoid investment funds after the crisis in 2008. The use of investment funds in supplementary pension system in Poland is also modest, due to very small overall participation in voluntary pension system. Author discusses reasons for such situation and key factors for the future development.

Keywords: investment funds, savings, deposits, pension

EFEKTYWNOŚĆ I RYZYKO ZWIĄZANE Z DŁUGOTERMINOWYM OSZCZĘDZANIEM W UBEZPIECZENIOWYCH FUNDUSZACH KAPITAŁOWYCH AKCJI POLSKICH

Anna Ostrowska-Dankiewicz*

W niniejszym rozdziale dokonano prezentacji wyników badań efektywności i ryzyka długoterminowego inwestowania w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (UFK) w Polsce. Jako punkt odniesienia dla wyników osiągniętych przez UFK przyjęto poziomy stopy wolnej od ryzyka oraz indeksu WIG. Badanie przeprowadzono na danych za okres od końca 2006 r. do drugiej połowy 2015 r. Dla wybranych grup UFK akcji polskich wyznaczono wartości kluczowych wskaźników służących do oceny efektywności i ryzyka inwestowania w tego typu instrumenty finansowe, m.in. odchylenie standardowe stóp zwrotu, wskaźnik Sharpe'a, wskaźnik β , *information ratio*. Uzyskane wyniki pozwoliły stwierdzić, iż przez długi okres wyniki osiągnięte przez UFK były niezadowalające.

Słowa kluczowe: ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, ocena efektywności, ryzyko inwestowania, wskaźnik Sharpe'a, wskaźnik informacyjny

1. Wprowadzenie

W czasach narastających dylematów związanych z możliwościami zapewnienia środków na czas emerytury ze źródeł dodatkowych, ubezpieczeniowe fundusze

* Politechnika Rzeszowska, Wydział Zarządzania, Zakład Finansów, Bankowości i Rachunkowości; anna.ostrowskadankiewicz@gmail.com

kapitałowe (UFK), ze względu na swoją różnorodność, mogą stanowić opcję dla osób poszukujących możliwości budowy kapitału oraz ochrony ubezpieczeniowej. Pomimo wzmożonych kampanii reklamowych zakładów ubezpieczeń, proponowania przez nich coraz większej liczby coraz bardziej zróżnicowanych pod względem strategii inwestycyjnych funduszy, UFK stanowią wciąż względnie rzadki wybór w porównaniu z innymi produktami inwestycyjnymi, takimi jak depozyty bankowe czy fundusze inwestycyjne. Wpływ na taki stan rzeczy mogą mieć zarówno osiągnięte przez nie wyniki, jak i towarzyszące im ryzyko.

Najbardziej popularny sposób pomiaru efektywności, jakim jest prosta stopa zwrotu, w przeciwieństwie do innych miar efektywności dostarcza niepełnej informacji o rzeczywistej rentowności, gdyż pomija element ryzyka oraz nie odnosi się do wyników inwestycji alternatywnych, np. w walory bezpieczne (pozbawione ryzyka). Ponadto, sposób prezentacji stóp zwrotu osiągniętych przez dany fundusz często podlega stosunkowo prostej manipulacji związanej z wyborem okresu, za jaki stopa zwrotu została obliczona. Warto również zaznaczyć, że osiągnięta historycznie rentowność, a także miary efektywności oparte na danych historycznych nie dają gwarancji osiągnięcia porównywalnego sukcesu w przyszłości. Należy zatem podkreślić, iż pełny obraz efektywności i ryzyka inwestycji w UFK mogą dać jedynie przekrojowe badania oparte na dużej próbie, prowadzone w długim horyzoncie czasowym.

Celem rozdziału jest zaprezentowanie wyników przeprowadzonych badań, których istotą było sprawdzenie efektywności UFK akcji polskich, dla których dokonano kalkulacji i interpretacji wartości następujących wybranych wskaźników: stopy zwrotu, odchylenia standardowego, współczynnika β , wskaźnika Sharpe'a i wskaźnika informacyjnego. W tym celu zebrano i wyselekcjonowano dane dla stale rosnącej (do 242 UFK na końcu analizowanego okresu) próbie badawczej, podzielonej ze względu na rodzaj funduszu. Uzyskane wyniki pozwoliły ocenić skalę ryzyka i odpowiedzieć na pytanie, czy długoterminowe lokowanie środków w UFK przynosi inwestorom satysfakcjonujący zwrot (wyższy czy niższy od instrumentów bezpiecznych i od indeksu WIG).

2. Zasady funkcjonowania ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych w Polsce

Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (zwane dalej UFK) po raz pierwszy zostały sklasyfikowane w dziale I grupa 3 załącznika do

ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej¹. Grupa ta obejmuje „ubezpieczenia na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym”². W obecnie obowiązującej ustawie z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej również można znaleźć definicję ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego, którym jest „wydzielony fundusz aktywów stanowiący rezerwę tworzoną ze składek ubezpieczeniowych, inwestowany w sposób określony w umowie ubezpieczenia”³. Konstrukcja UFK zbliża je do funduszy inwestycyjnych (pomimo występowania istotnych różnic między jednymi a drugimi instrumentami finansowymi), zdefiniowanych w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych jako „osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe”⁴. Fundusze inwestycyjne dzielą się na fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte, można również wyróżnić specjalistyczne fundusze otwarte⁵.

W ostatnich latach UFK odnotowywały stały wzrost aktywów netto ulokowanych w tego rodzaju instrumentach, średnio rocznie o 14%. Pomimo dużego wzrostu wartości aktywów, produkty te mają wciąż niewielki udział (ok. 5%) w strukturze oszczędności gospodarstw domowych, gdzie zdecydowanie dominują depozyty złotowe i walutowe (57%), a istotny udział mają również gotówka w obiegu (13%), OFE (12%) oraz krajowe fundusze inwestycyjne (9%)⁶.

Analiza sumy aktywów netto ulokowanych w instrumentach finansowych (przez gospodarstwa domowe oraz innych uczestników rynku) wskazuje, że UFK z wartością aktywów na poziomie 56 mld PLN zgromadziły wciąż 3-krotnie mniej kapitału

¹ Wcześniej ubezpieczenia powiązane z UFK (na podstawie ustawy z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. z 2003 r. Nr 124, poz. 1151) nosiły nazwę ubezpieczeń związanych z funduszami inwestycyjnymi. Funkcjonujące formalnie od dnia 1 stycznia 2004 r. pojęcie „ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy” (zamiast inwestycyjny) uregulowało tym samym kwestię związaną z tym, że w ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 139, poz. 993) w art. 11 pkt 4 zabroniono stosowania nazwy „fundusz inwestycyjny” innym podmiotom niż wskazanym literą tej ustawy. Ustawa rozwiązała zatem problem zakładów ubezpieczeń, które stosowały różne zwroty, jak fundusz ubezpieczeniowy lub ubezpieczeniowy fundusz inwestycyjny.

² Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. Nr 124, poz. 1151.

³ Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844.

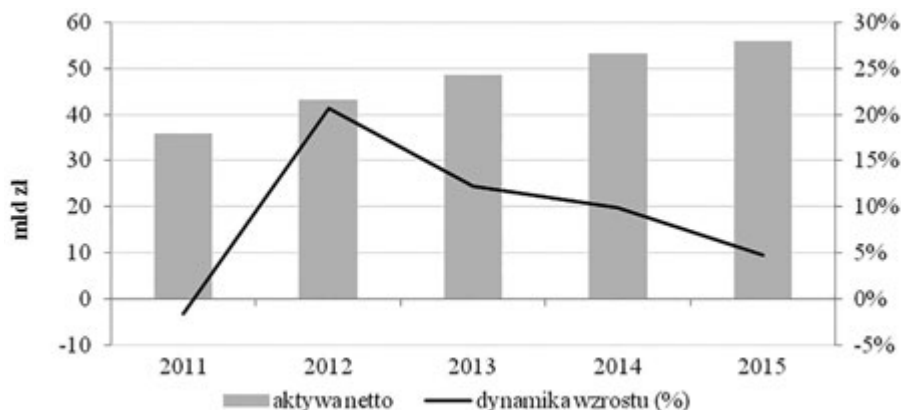
⁴ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. Nr 146, poz. 1546.

⁵ D. Dawidowicz, *Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce a wyniki funduszy*, „Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis. Oeconomica” 2014, no. 308(74), s. 51–62.

⁶ Dane z raportów Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami na koniec 2015 r.

w porównaniu z OFE oraz 4-krotnie mniej niż fundusze inwestycyjne⁷. W I kwartale 2016 r. wartość składki wniesionej do polis z UFK wynosiła 2,4 mld PLN i w ujęciu kwartalnym była niższa od takiej stawki w III kwartale 2011 r.⁸

Rysunek 1. Aktywa netto UFK



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych portalu finansowego Analizy Online.

3. Metoda badania efektywności i ryzyka inwestowania w UFK

Podstawową korzyścią wynikającą z podobieństwa UFK do standardowych funduszy inwestycyjnych jest możliwość wykorzystania w badaniu tych samych miar efektywności i ryzyka. Jest to o tyle istotne, że fundusze inwestycyjne były w Polsce przedmiotem częstszych badań w porównaniu do badań nad efektywnością UFK. Przykładem nielicznych badań efektywności UFK było badanie przeprowadzone przez Ł. Dopierałę i L. Wojciechowskiego⁹, stąd konieczność prowadzenia tego typu badań i prezentowania efektywności i ryzyka inwestowania w UFK. Niewątpliwą przewagą przeprowadzonego badania, prezentowanego w niniejszym rozdziale (również

⁷ Na podstawie raportów publikowanych w portalu finansowym AnalizyOnline.

⁸ A. Zalewska, *Spadły składki do polis z UFK*, <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/20396/spadly-skladki-do-polis-z-ufk.html>, 26.06.2016.

⁹ Ł. Dopierała, L. Wojciechowski, *Efektywność inwestycji ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych dostępnych w ramach indywidualnych kont emerytalnych w świetle modelu Henrikssona-Mertona*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 41(3), s. 55–67.

w odniesieniu do badań funduszy inwestycyjnych), było wykorzystanie danych ze stosunkowo dużej próby, stanowiącej 242 UFK na końcu analizowanego okresu.

Aby podkreślić rangę istotności przeprowadzonego badania, z punktu widzenia indywidualnego inwestora (którym w przypadku polis z UFK jest ubezpieczający) należy wyraźnie rozróżnić pojęcie efektywności, rozumiane jako osiągnięta rentowność (stopa zwrotu), oraz pojęcie ryzyka inwestycyjnego, czyli wszelkich czynników, które mogą wywołać spadek wartości walorów tworzących portfel funduszu.

Punktem wyjścia przy ocenie efektywności i ryzyka inwestycji w UFK jest wybór miar pozwalających dokonać takiej oceny, z uwzględnieniem następujących podstawowych czynników: rodzaj funduszu (skład portfela inwestycyjnego), strategia zarządzania oraz długość okresu inwestycji. Najbardziej powszechną miarą efektywności UFK jest stopa zwrotu, obliczana według formuły:

$$R_t = \frac{C_k - C_p}{C_p},$$

gdzie:

R_t – stopa zwrotu,

C_p – wartość jednostki uczestnictwa z początku okresu,

C_k – wartość jednostki uczestnictwa z końca okresu.

Stopa zwrotu, nazywana również prostą stopą zwrotu, odzwierciedla procentową zmianę wartości waloru w określonej jednostce czasu. Określa jedynie, o ile zmieniła się wartość początkowa, bez odniesienia do kształtowania się stopy wolnej od ryzyka czy portfela wzorcowego. Nie zawiera w sobie również pomiaru ryzyka związanego z inwestowaniem w dany instrument finansowy. Z tego względu jest ubogim nośnikiem informacji o efektywności funduszu i może stanowić jedynie podstawę kolejnych analiz z wykorzystaniem bardziej złożonych metod. Pomiar ryzyka może być oparty m.in. na wartości odchylenia standardowego¹⁰, wyrażanego wzorem:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - R)^2}{(n-1)}},$$

gdzie:

σ – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu,

R_t – stopa zwrotu zrealizowana przez fundusz w okresie t ,

¹⁰ P.J. Campbell, *Distribution of the Standard Deviation of Fund Returns*, „UMAP Journal” 2012, June.

R – oczekiwana (średnia) stopa zwrotu danego funduszu,
 n – liczba okresów.

Zarówno w teorii, jak i praktyce finansowej są wyróżniane dwa podstawowe rodzaje ryzyka inwestycji w fundusze: systematyczne i specyficzne. Źródłem ryzyka systematycznego są zjawiska makroekonomiczne (inflacja, stopy procentowe, uwarunkowania polityczne). Jest to ryzyko niedywersyfikowalne, zatem niemożliwe do wyeliminowania. Natomiast ryzyko specyficzne w odniesieniu do funduszy wynika z efektywności zarządzania, kondycji finansowej emitentów papierów wartościowych oraz wahań koniunktury na rynku kapitałowym¹¹. Ryzyko to można „rozproszyć” poprzez odpowiedni dobór walorów wchodzących w skład portfela funduszu. Za pomocą odchylenia standardowego mierzy się poziom ryzyka całkowitego (systematycznego i specyficznego), a wyższa wartość wskaźnika wskazuje na większą zmienność wartości jednostek uczestnictwa funduszu. Zwyczajowo miernik ten jest stosowany do porównywania ryzyka funduszy należących do tej samej grupy. Pomiar wielkości ryzyka systematycznego jest możliwy za pomocą współczynnika β ¹² według następującej formuły:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_j, R_b)}{\text{var}(R_b)},$$

gdzie:

β – współczynnik β ,

cov – kowariancja,

var – wariancja,

R_j – stopa zwrotu z funduszu,

R_b – stopa zwrotu z benchmarku.

Im niższe poziomy wskaźnika, tym mniejsze ryzyko systematyczne charakteryzuje inwestycje w określony fundusz lub grupę funduszy. Referencyjnym poziomem współczynnika β jest 1, walory powyżej tej granicy wskazują na agresywną politykę inwestycyjną zarządzających funduszem (wyższa zmienność w porównaniu z indeksem giełdowym, np. WIG), a walory ze współczynnikiem β niższym od 1 – na konserwatywne podejście inwestycyjne. Współczynnik β w odniesieniu do funduszy

¹¹ M. Szczepańska, *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 99.

¹² Szerzej na ten temat – zob. V. Le Sourd, *Performance Measurement for Traditional Investment*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, January 2007, s. 66.

inwestycyjnych znalazł również praktyczne zastosowanie w tworzeniu strategii zabezpieczających portfele inwestycyjne przed zmianą cen określonego waloru¹³.

Stopa zwrotu, odchylenie standardowe i współczynnik β mierzą niezależnie efektywność oraz ryzyko. W toku badań nad efektywnością i ryzykiem funduszy inwestycyjnych zdefiniowano również metody pomiaru stopy zwrotu w relacji do ponoszonego ryzyka. Jednym z nich jest wskaźnik Sharpe'a, określony za pomocą formuły:

$$S = \frac{R_j - R_f}{\sigma},$$

gdzie:

S – wskaźnik Sharpe'a,

R_j – średnia stopa zwrotu funduszu w danym okresie,

R_f – średnia stopa zwrotu portfela wolnego od ryzyka w danym okresie,

σ – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu w danym okresie.

Najogólniej rzecz ujmując, wskaźnik Sharpe'a mierzy osiągniętą premię ponad stopę wolną od ryzyka w odniesieniu do całkowitego ryzyka inwestycji w fundusz, przy czym ryzyko to jest wyrażone za pomocą odchylenia standardowego stóp zwrotu funduszu¹⁴. Im wyższe wartości wskaźnika, tym lepiej dla inwestora, który osiąga wyższy zwrot na jednostkę ryzyka. Wskaźnik Sharpe'a może być wykorzystywany do budowy rankingów efektywności funduszy. Należy jednak zaznaczyć, że interpretacja wartości wskaźnika w przypadku portfeli słabo zdywersyfikowanych może być niejednoznaczna, stąd rekomenduje się równoczesne stosowanie innych wskaźników, np. wskaźnika Treynora¹⁵. Ponadto, wykorzystanie wskaźnika Sharpe'a do oceny efektywności funduszy jest – zdaniem niektórych autorów – niewskazane, zwłaszcza w sytuacji występowania ujemnych stóp zwrotu¹⁶. O ile wskaźnik Sharpe'a odzwierciedla premię ponad stopę wolną od ryzyka, o tyle do oszacowania premii zwrotu z funduszu ponad zwrot z przyjętego benchmarku w relacji

¹³ M. Markiewicz, *Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy hedgingowych w czasie kryzysu finansowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2010, z. 4, s. 167–186.

¹⁴ W.F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, no. 19(3), s. 425–442.

¹⁵ P. Jamróz, *Efektywność wybranych FIO rynku akcji w latach 2003–2011*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 63(768), s. 195–196.

¹⁶ W. McLeod, G. Van Wuuren, *Interpreting the Sharpe Ratio When Excess Returns Are Negative*, „Investment Analysts Journal” 2010, no. 33(59), s. 15–20.

do jednostki ryzyka wykorzystuje się wskaźnik informacyjny (*information ratio*)¹⁷ określony wzorem:

$$IR = \frac{R_j - R_b}{TE},$$

gdzie:

IR – wskaźnik informacyjny,

R_j – stopa zwrotu z funduszu,

R_b – stopa zwrotu z benchmarku,

TE – błąd odwzorowania (odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu ponad benchmark).

W mianowniku formuły wskaźnika występuje błąd odwzorowania (*tracking error*), który jako wskaźnik jest również wykorzystywany do niezależnej oceny stylu zarządzania funduszem, który może być aktywny bądź pasywny¹⁸.

Wszystkie omówione wskaźniki zostały wykorzystane w badaniu efektywności i ryzyka inwestowania w UFK¹⁹.

4. Charakterystyka zmiennych oraz przyjętej próby badawczej

Badanie przeprowadzono na podstawie danych dotyczących UFK akcji polskich, pochodzących z portalu finansowego Analizy Online. Kalkulacje wskaźników przeprowadzono na bazie tygodniowych logarytmicznych stóp zwrotu za okres 2 lat. Całkowity okres poddany analizie wynosił niemal 9 lat (od grudnia 2005 r. do września 2015 r.). Tak długi okres obserwacji miał istotny wpływ na zmianę liczebności ogółu UFK w miarę upływu czasu, z początkowych 44 UFK do 242 UFK na koniec analizowanego okresu. Z całej populacji funduszy wyodrębniono cztery

¹⁷ Szerzej na ten temat – zob. P. Cogneau, G. Hubner, *The (More Than) 100 Ways to Measure Portfolio Performance*, part 1: *Standardized Risk-Adjusted Measures*, „The Journal of Performance Measurement” 2009, vol. 13, no. 4, s. 56–71.

¹⁸ D. Dawidowicz, *Strategie zarządzania funduszami inwestycyjnymi a ich wyniki na przykładzie funduszy inwestycyjnych akcyjnych w 2005 r.*, „Folia Universitatis Agriculturae Stetinensis. Oeconomica” 2007, no. 256(48) 1, s. 99–108.

¹⁹ Dla tej samej grupy UFK przeprowadzono ponadto badania ich wyników przy użyciu innych miar, m.in. wskaźnika α Jensena oraz wskaźnika Treynora, co ze względu na ograniczone ramy wydawnicze nie jest przedmiotem tego rozdziału.

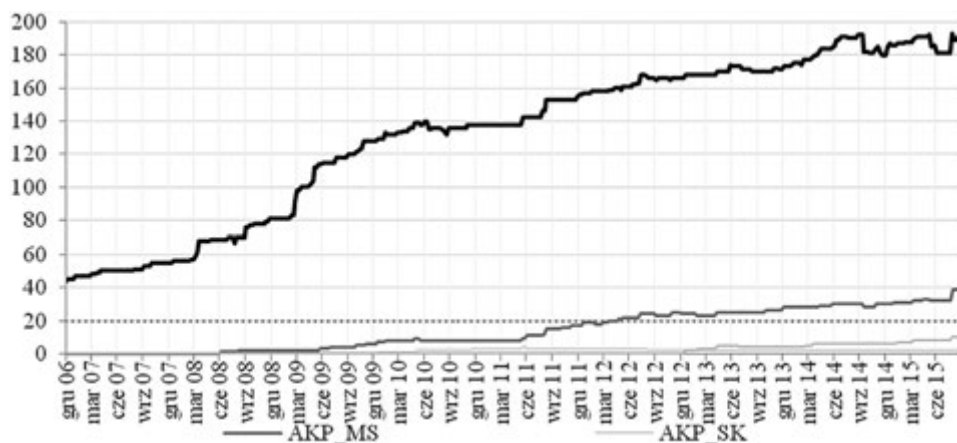
rodzaje UFK, grupowane ze względu na podobieństwo strategii i składu portfela inwestycyjnego:

- UFK akcji małych i średnich spółek (AKP_MS),
- UFK akcji sektorowych pozostałe (AKP_SK),
- UFK akcji uniwersalne (AKP_UN),
- UFK akcji pozostałe (AKP_XX).

Minimalna wielkość próby dla UFK wchodzących w skład poszczególnych grup funduszy została określona na poziomie 20, co w ocenie autora w dużym stopniu minimalizuje ryzyko zniekształceń wyników. Dwa spośród czterech grup UFK nie spełniły tego kryterium w całym badanym okresie, tj. UFK akcji sektorowych pozostałe (maksymalnie trzy tego rodzaju fundusze) oraz UFK akcji pozostałe (maksymalnie 10 funduszy tego typu).

Ostatecznie w badaniu uwzględniono odrębnie dane dla UFK małych i średnich spółek w okresie od dnia 20 kwietnia 2012 r. (we wcześniejszym okresie grupa ta nie spełniała kryterium minimalnej liczebności) oraz dane UFK akcji uniwersalne w okresie od dnia 29 grudnia 2006 r. Jednocześnie dla każdego wskaźnika kalkulowano syntetyczną wartość na bazie wszystkich wyników funduszy, również tych, dla których nie dokonano odrębnej analizy. Przebieg liczebności UFK w poszczególnych grupach zaprezentowano na rysunku 2, gdzie jest widoczny dominujący udział UFK akcji uniwersalnych.

Rysunek 2. Liczebność próby badawczej według grup UFK



Źródło: Opracowanie własne.

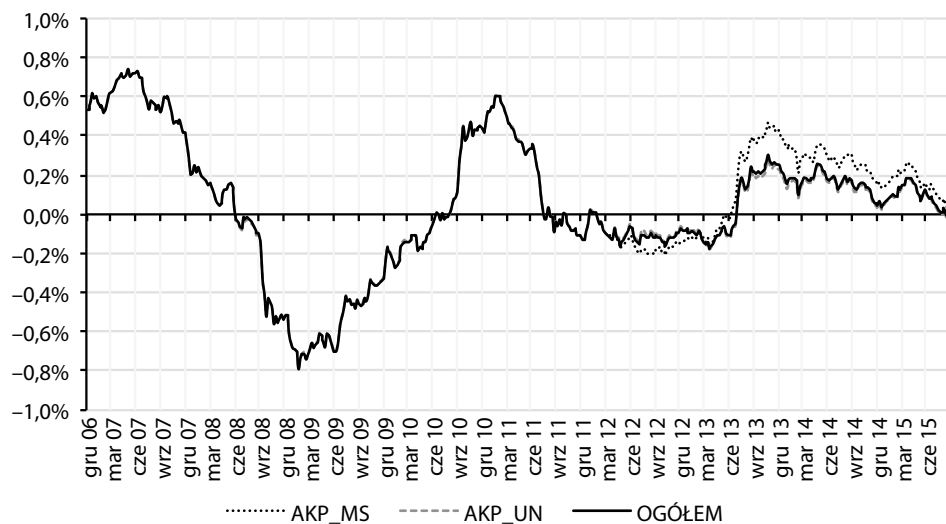
Jako benchmark, czyli portfel odniesienia, dla wszystkich analizowanych grup UFK przyjęto indeks WIG. Uznano, że w wystarczającym stopniu będzie on spełniał funkcję wzorca dla funduszy, przy czym dopuszczalne i spotykane w tego typu badaniach jest również zbudowanie portfela odniesienia z dominującym udziałem indeksu WIG oraz niewielkim udziałem stopy WIBID. Poziom stopy wolnej od ryzyka w badaniu został wyznaczony przez Bloomberg EFFAS Bond Indices Poland Govt All >1 Yr TR – indeks instrumentów dłużnych emitowanych, gwarantowanych lub poręczonych przez Skarb Państwa lub NBP z terminem wykupu przekraczającym 12 miesięcy.

5. Wyniki badania efektywności i ryzyka długoterminowego inwestowania w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (UFK) w Polsce

Przeprowadzone badania oraz analiza kształtowania się średnich stóp zwrotu uzyskanych dla funduszy pozwala na stwierdzenie, iż wahania wartości wskaźnika są charakterystyczne dla inwestycji w aktywa ryzykowne. Uzyskane wyniki odzwierciedlają przebieg zmian poziomu indeksu WIG w tym samym okresie, w tym szczyt fali hossy w połowie 2007 r. oraz dno bessy w 2009 r. Począwszy od 2011 r. następowało wyraźnie zawężenie obszaru wahań wyników UFK. Od II kwartału 2012 r. analiza wyników obejmowała również UFK małych i średnich spółek, które po początkowych niższych stopach zwrotu (w odniesieniu do UFK uniwersalnych) w miarę upływu czasu pozwalały osiągnąć inwestorom wyższe średnie stopy zwrotu, co zaprezentowano na rysunku 3.

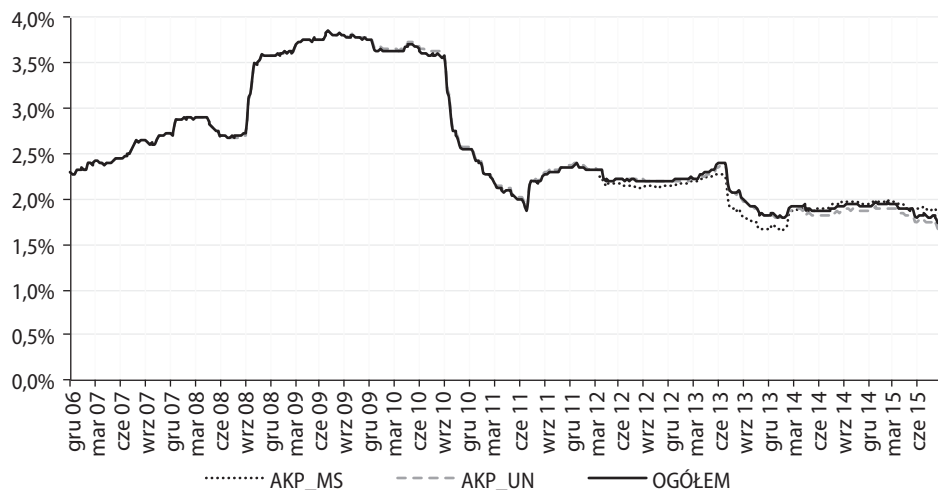
Znaczące zmiany w poziomach stóp zwrotu zaznaczyły się wzrostem całkowitego ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym do maksymalnego poziomu 3,9 pkt proc. w połowie 2009 r. Późniejsze odreagowanie na rynku zbiegło się z niemal 2-letnią stabilizacją odchylenia standardowego tygodniowych stóp zwrotu na poziomie powyżej 3,5 pkt proc. Wraz ze spadkiem odchyleń stóp zwrotu, począwszy od 2011 r., zmniejszyło się również ryzyko, oscylując wokół poziomu 2% (maksymalnie 2,4%). Brak jest natomiast istotnych różnic w poziomie ryzyka, a przynajmniej ryzyka całkowitego, dla badanych grup UFK, co zaprezentowano na rysunku 4.

Rysunek 3. Średnia stopa zwrotu UFK



Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek 4. Odchylenie standardowe stóp zwrotu UFK

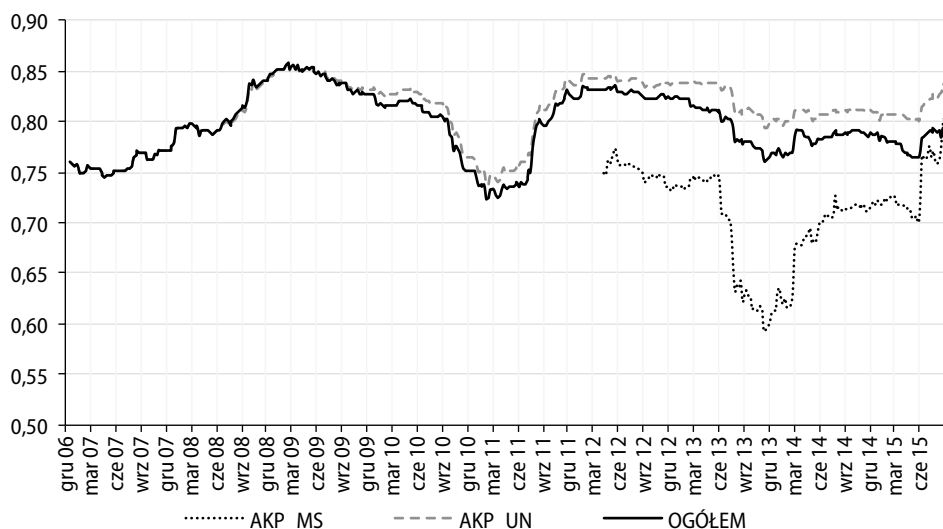


Źródło: Opracowanie własne.

Skalę ryzyka systematycznego inwestycji w UFK pozwoliła ocenić analiza współczynnika β . Jego poziomy w całym analizowanym okresie kształtowały się poniżej 1

(maksymalnie 0,85), co wskazuje na ryzyko systematyczne niższe od ryzyka rynkowego wyznaczonego przez indeksie WIG. Warto jednak zwrócić uwagę na kształtowanie się ryzyka inwestowania w UFK małych i średnich spółek, które w całym okresie (od kwietnia 2012 r.) było niższe niż ryzyko systematyczne obliczone dla funduszy uniwersalnych, nawet w okresie wyższej zmienności tygodniowych stóp zwrotu AKP_MS, co widoczne jest na rysunku 5.

Rysunek 5. Współczynnik β UFK



Źródło: Opracowanie własne.

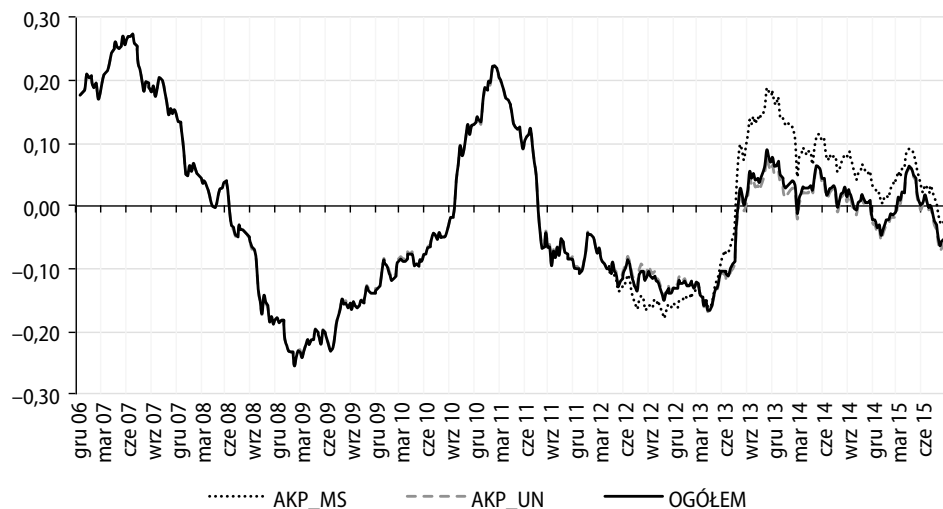
Częściowej odpowiedzi na pytanie o efektywność polityki inwestycyjnej UFK akcji polskich dostarczył wskaźnik Sharpe'a, zestawiający w swej formule wyniki funduszy z poziomem stopy wolnej od ryzyka w relacji do ryzyka inwestycji. Interpretacja uzyskanych wartości jest następująca:

- wartości dodatnie wskazują na zwrot z inwestycji wyższy niż hipotetyczny zwrot z instrumentów pozbawionych ryzyka,
- wartości ujemne oznaczają słabą efektywność UFK, słabszą nawet od walorów bezpiecznych.

Uzyskane w badaniu wyniki dają podstawę do stwierdzenia, iż jedynie przez ok. połowę analizowanego okresu stopy zwrotu z UFK były wyższe od stopy wolnej od ryzyka. Szczególnie istotne spadki wartości miernika odnotowano w okresie od połowy 2007 r. do początku 2009 r. oraz w okresie od początku 2011 r. do początku

2013 r. Od połowy 2013 r. utrzymywała się lekko spadkowa tendencja poziomów wskaźnika, z przewagą okresów, w których uzyskiwane wartości były dodatnie, co zaprezentowano na rysunku 6. Wyższy poziom wskaźnika Sharpe'a dla AKP_MS oznacza wyższą premię za ryzyko tego rodzaju inwestycji.

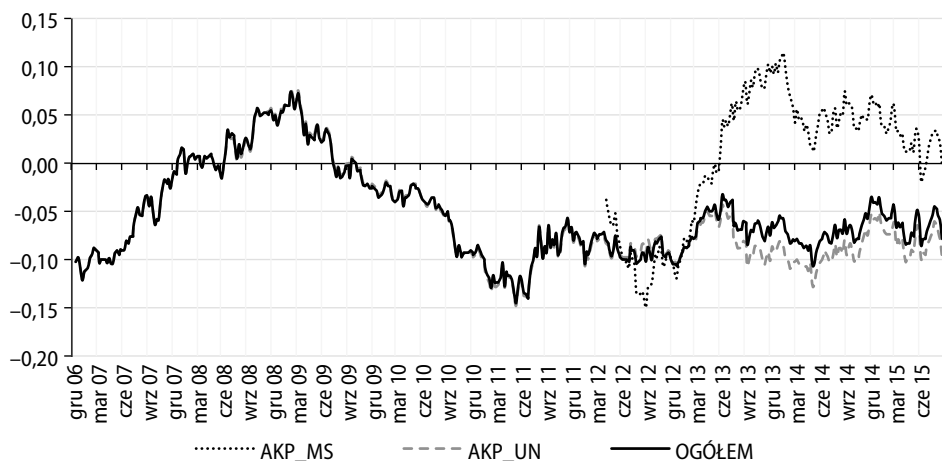
Rysunek 6. Wskaźnik Sharpe'a dla UFK



Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnim etapem przeprowadzonego badania była kalkulacja i wnioskowanie na podstawie wskaźnika informacyjnego obrazującego wyniki funduszy na tle wyników portfela odniesienia. Podobnie jak w przypadku wskaźnika Sharpe'a, uzyskane dodatnie wartości oznaczają wyniki lepsze od benchmarku, natomiast wartości ujemne oznaczają wyniki gorsze. UFK uniwersalne jedynie w krótkim początkowym okresie (lata 2007–2009) przynosiły stopy zwrotu wyższe od zwrotu z benchmarku, co oznacza, że związane z tymi funduszami dodatkowe ryzyko ponad benchmark było źródłem nadwyżkowych stóp zwrotu. W kolejnych latach wskaźnik dla tego typu grupy funduszy przyjmował jedynie wartości ujemne. UFK małych i średnich spółek początkowo radziły sobie słabo w porównaniu z indeksem WIG, jednak od połowy 2013 r. UFK małych i średnich spółek wypracowały wyniki ponad benchmark (tendencja spadkowa). Zauważalne jest wyraźne rozwarstwienie przebiegu krzywych odzwierciedlających wartości wskaźnika dla AKP_MS i dla AKP_UN, co zilustrowano na rysunku 7.

Rysunek 7. Wskaźnik informacyjny dla UFK



Źródło: Opracowanie własne.

6. Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonego badania należy stwierdzić, iż UFK akcji rynku polskiego przez długi okres nie zapewniały inwestorom satysfakcjonującej stopy zwrotu, nie dając im nawet premii ponad stopę wolną od ryzyka. Przebieg wartości wskaźników dobrze odzwierciedla ogólną koniunkturę rynkową. Mianowicie w okresie długotrwałego spadku cen na rynkach kapitałowych (bessy) stopy zwrotu z akcyjnych UFK były ujemne, a poziom ryzyka inwestycyjnego wyższy, natomiast w okresie hossy tendencje te zostały odwrócone.

Zaobserwowano również różnicę w kształtowaniu się wartości miar dla UFK uniwersalnych i UFK akcji małych i średnich przedsiębiorstw. Ubezpieczeniowe fundusze uniwersalne generalnie nie spełniały oczekiwań inwestorów, notując jedynie krótkotrwały początkowy zwrot ponad benchmark, podczas gdy UFK akcji małych i średnich przedsiębiorstw przez większość okresu (od ok. połowy 2013 r.), w którym możliwe było oszacowanie ich efektywności, były źródłem nadwyżkowych stóp zwrotu ponad benchmark.

Bibliografia

- Campbell P.J., *Distribution of the Standard Deviation of Fund Returns*, „UMAP Journal” 2012, June.
- Cogneau P., Hubner G., *The (More Than) 100 Ways to Measure Portfolio Performance*, part 1: *Standardized Risk-Adjusted Measures*, „The Journal of Performance Measurement” 2009, vol. 13, no. 4.
- Dawidowicz D., *Strategie zarządzania funduszami inwestycyjnymi a ich wyniki na przykładzie funduszy inwestycyjnych akcyjnych w 2005 r.*, „Folia Universitatis Agriculturae Stetinensis. Oeconomica” 2007, no. 256(48).
- Dawidowicz D., *Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce a wyniki funduszy*, „Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis. Oeconomica” 2014, no. 308(74)1.
- Dopierała Ł., Wojciechowski L., *Efektywność inwestycji ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych dostępnych w ramach indywidualnych kont emerytalnych w świetle modelu Henrikssona-Mertona*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 41(3).
- Jamróz P., *Efektywność wybranych FIO rynku akcji w latach 2003–2011*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 63(768).
- Markiewicz M., *Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy hedgingowych w czasie kryzysu finansowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2010, z. 4.
- McLeod W., Wuuren Van G., *Interpreting the Sharpe Ratio When Excess Returns Are Negative*, „Investment Analysts Journal” 2010, no. 33(59).
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, no. 19(3).
- Sourd Le V., *Performance Measurement for Traditional Investment*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, January 2007.
- Szczepańska M., *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844.
- Zalewska A., *Spadły składki do polis z UFK*, <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/20396/spadly-skladki-do-polis-z-ufk.html>, 26.06.2016.

THE EFFECTIVENESS AND RISK RELATED TO LONG-TERM INVESTMENT IN INSURANCE CAPITAL FUNDS OF POLISH SHARES

The paper presents the results of the research on the effectiveness and risk of long-term investment in insurance capital funds (UFK) in Poland. The risk-free rate and WIG index levels were established as the reference points for the results obtained by the UFK. The survey covered the period from the end of 2006 to the second half of 2015. For selected groups of insurance capital funds of Polish shares we established the values of key indicators used to assess the effectiveness and risk of investing in this type of financial instruments, such as standard deviation of return rates, Sharpe's ratio, beta ratio, information ratio. The obtained results allowed us to draw a conclusion that for a long period of time the results achieved by insurance capital funds were unsatisfactory.

Keywords: insurance capital funds, effectiveness assessment, investment risk, Sharpe ratio, information ratio.

UBEZPIECZENIA NA ŻYCIE ZWIĄZANE Z UBEZPIECZENIOWYM FUNDUSZEM KAPITAŁOWYM I UBEZPIECZENIA NA ŻYCIE ZWIĄZANE Z SYSTEMEM ZABEZPIECZENIA SPOŁECZNEGO W LATACH 2002–2015

Agnieszka Pobłocka*

Z myślą o zabezpieczeniu emerytalnym niektórzy Polacy decydują się na wykupienie ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym lub ubezpieczeń na życie związanych z systemem zabezpieczenia społecznego. W rozdziale przedstawiono różne aspekty długoterminowego oszczędzania z punktu widzenia gospodarstw domowych, ubezpieczonych i zakładów ubezpieczeń. Analizę przeprowadzono na danych statystycznych z lat 2002–2015 publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego i Główny Urząd Statystyczny.

Słowa kluczowe: długoterminowe oszczędzanie, ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, ubezpieczenia na życie związane z systemem zabezpieczenia społecznego

1. Wprowadzenie

Wiele osób aktywnych zawodowo próbuje odpowiedzieć na pytanie, w jaki sposób długoterminowo oszczędzać, aby na emeryturze nie martwić się o środki finansowe. Niektórzy z nich zastanawiają się także, które z dodatkowych zabezpieczeń emerytalnych są najbardziej efektywne, tj. pozwalają osiągnąć największe

* Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Statystyki; ekoap@univ.gda.pl

zyski z lokowanego kapitału przy minimalnych kosztach i minimalnym ryzyku utraty zainwestowanych środków. Odpowiedzi na te pytania nie są łatwe, gdyż trudno określić, czy lepiej oszczędzać indywidualnie, kupując papiery wartościowe (np. akcje, obligacje lub inne instrumenty finansowe), zakładając lokaty czy otwierając indywidualne konta emerytalne (IKE) lub indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE). Czy też lepiej oszczędzać zbiorowo, poprzez grupowe ubezpieczenia pracownicze w formie Pracowniczych Programów Emerytalnych (PPE)? A może zakupić jakąś nieruchomość, którą będzie można sprzedać na emeryturze? Ale czy za kilkadziesiąt lat znajdzie się popyt na daną nieruchomość? Czy obecnie osoba aktywna zawodowo (urodzona w okresie wyżu demograficznego), gdy będzie przechodzić na emeryturę za kilkadziesiąt lat, znajdzie nowego inwestora (osobę urodzoną w okresie niżu demograficznego), który odkupi daną nieruchomość?

Wybór sposobu długoterminowego oszczędzania jako dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego nie jest łatwy¹. W tym celu pewna część osób aktywnych zawodowo decyduje się na wykupienie ubezpieczeń na życie związanych z funduszem kapitałowym i ubezpieczeń na życie związanych z systemem zabezpieczenia społecznego. Celem rozdziału jest prezentacja ubezpieczeń na życie związanych z systemem zabezpieczenia społecznego, a także ubezpieczeń na życie związanych z funduszem kapitałowym jako jednej z możliwości długoterminowego oszczędzania. Dodatkowo zostanie zaprezentowana analiza dynamiki dochodów rozporządzalnych i wydatków przypadających na 1 osobę w gospodarstwach domowych w latach 2003–2015 w Polsce.

2. Dochód rozporządzalny, wydatki i oszczędności

Oszczędności gospodarstw domowych są definiowane² jako nadwyżka wydatków nad dochodami rozporządzalnymi, które są łącznymi dochodami gospodarstw domowych³ pomniejszonymi o składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz

¹ Niektóre osoby aktywne zawodowo z myślą o długoterminowym oszczędzaniu w celu dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego inwestuje w wychowanie swoich dzieci.

² Zgodnie z definicją GUS.

³ Do łącznego dochodu są zaliczane dochody pieniężne i niepieniężne (np. towary i usługi z prowadzonej działalności gospodarczej na własny rachunek, gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie) oraz towary i usługi otrzymane nieodpłatnie. Do dochodu rozporządzalnego są zaliczane dochody z pracy najemnej, gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie, z pracy na własny rachunek poza gospodarstwem indywidualnym w rolnictwie, z wykonywania wolnego zawodu, z tytułu własności, z wynajmu nieruchomości, ze

zaliczki na podatek dochodowy (m.in. od osób fizycznych, od dochodów z własności, od osób pracujących na własny rachunek i osób użytkujących indywidualne gospodarstwa w rolnictwie). Wydatki dzielą się na wydatki na towary i usługi konsumpcyjne i pozostałe wydatki. Dochody rozporządzalne i wydatki w gospodarstwach domowych są szacowane każdego miesiąca i prezentowane zbiorczo według lat kalendarzowych (tabele 1 i 2).

Tabela 1. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny (w PLN/osobę) w gospodarstwach domowych w latach 2003–2015 (wartości nominalne)

Rok	Gospodarstwa domowe						
	ogółem	pracowników	rolników	pracujących na własny rachunek	emerytów i rencistów	emerytów	rencistów
2003	681	730	474	860	720	814	563
2004	735	782	541	935	779	869	612
2005	761	770	606	977	800	884	622
2006	835	829	690	1 103	873	x	x
2007	929	915	847	1 251	938	999	755
2008	1 046	1 050	887	1 339	1 032	1 097	802
2009	1 114	1 123	884	1 396	1 116	1 181	871
2010	1 193	1 199	1 025	1 468	1 181	1 245	926
2011	1 227	1 244	984	1 497	1 233	1 298	969
2012	1 270	1 280	1 098	1 519	1 288	1 361	994
2013	1 299	x	x	x	x	x	x
2014	1 340	1 349	1 051	1 632	1 382	1 458	1 072
2015	1 386	1 387	1 046	1 739	1 438	1 510	1 114

Uwaga: x – brak danych.

Źródło: GUS, *Sytuacja gospodarstw domowych w latach 2003–2012, 2014 r., 2015 r. w świetle wyników badań budżetów gospodarstw domowych*, Warszawa 2004–2013, 2015, 2016; GUS, *Budżety gospodarstw domowych 2013 r.*, Warszawa 2014.

Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny w gospodarstwach domowych ogółem w 2003 r. kształtował się na poziomie 681 PLN/osobę i wzrósł do poziomu 1386 PLN/osobę w wartościach nominalnych (1041 PLN/osobę w wartościach realnych) w 2015 r. (tabela 1). Największy przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny

świadczeń z ubezpieczeń społecznych i innych świadczeń społecznych oraz innych dochodów (alimentów, darów). Dochód rozporządzalny jest przeznaczony na wydatki i przyrost oszczędności.

według rodzaju grup społeczno-ekonomicznych w 2015 r. odnotowano na poziomie 1739 PLN/osobę w gospodarstwach pracujących na własny rachunek, a najniższy – na poziomie 1046 PLN/osobę w gospodarstwach rolników.

Przeciętne miesięczne wydatki w gospodarstwach domowych ogółem w 2003 r. kształtowały się na poziomie 644 PLN/osobę i wzrosły do poziomu 1091 PLN/osobę w wartościach nominalnych (819 PLN/osobę w wartościach realnych) w 2015 r. (tabela 2). Największe przeciętne miesięczne wydatki według rodzaju grup społeczno-ekonomicznych w 2015 r. odnotowano na poziomie 1311 PLN/osobę w gospodarstwach pracujących na własny rachunek, a najniższy – na poziomie 779 PLN/osobę w gospodarstwach rolników.

Tabela 2. Przeciętne miesięczne wydatki (w PLN/osobę) w gospodarstwach domowych według grup społeczno-ekonomicznych w latach 2003–2015 (wartości nominalne)

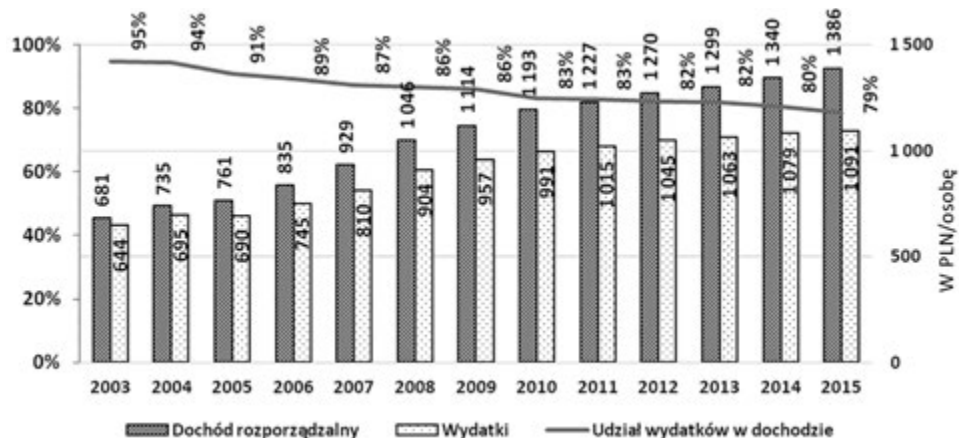
Rok	Gospodarstwa domowe						
	ogółem	pracowników	rolników	pracujących na własny rachunek	emerytów i rencistów	emerytów	rencistów
2003	644	673	461	817	698	777	566
2004	695	718	507	855	761	838	619
2005	690	684	534	870	746	812	605
2006	745	732	574	955	800	x	x
2007	810	791	615	1 094	848	895	709
2008	904	887	694	1 193	935	982	771
2009	957	942	712	1 208	1 003	1 046	839
2010	991	979	757	1 207	1 041	1 085	866
2011	1 015	1 006	736	1 222	1 080	1 125	898
2012	1 045	1 032	790	1 257	1 112	1 159	926
2013	1 063	x	x	x	x	x	x
2014	1 079	1 063	799	1 302	1 157	1 203	966
2015	1 091	1 076	779	1 311	1 181	1 221	997

Uwaga: x – brak danych.

Źródło: GUS, *Sytuacja gospodarstw domowych w latach 2003–2012, 2014 r., 2015 r. w świetle wyników badań budżetów gospodarstw domowych*, Warszawa 2004–2014, 2015, 2016; GUS, *Budżety gospodarstw domowych 2013 r.*, Warszawa 2014.

Udział przeciętnych miesięcznych wydatków przypadających na 1 osobę w przeciętnym miesięcznym dochodzie rozporządzalnym przypadającym na 1 osobę w gospodarstwach domowych ogółem maleje od 95 pkt proc. w 2003 r. do 79 pkt proc. w 2015 r. (rysunek 1)⁴. Oznacza to, że w badanym okresie rosły z roku na rok (w cenach nominalnych) oszczędności gospodarstw domowych ogółem – miesięczna nadwyżka przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego nad przeciętnymi miesięcznymi wydatkami przypadającymi na 1 osobę w 2003 r. kształtowała się na poziomie 37 PLN, a w 2015 r. 295 PLN (rysunek 1). Natomiast roczna nadwyżka przeciętnego rocznego dochodu rozporządzalnego nad przeciętnymi rocznymi wydatkami przypadającymi na 1 osobę w 2003 r. kształtowała się na poziomie 440 PLN, w 2015 r. zaś na poziomie 3540 PLN (tabele 1 i 2, rysunek 2).

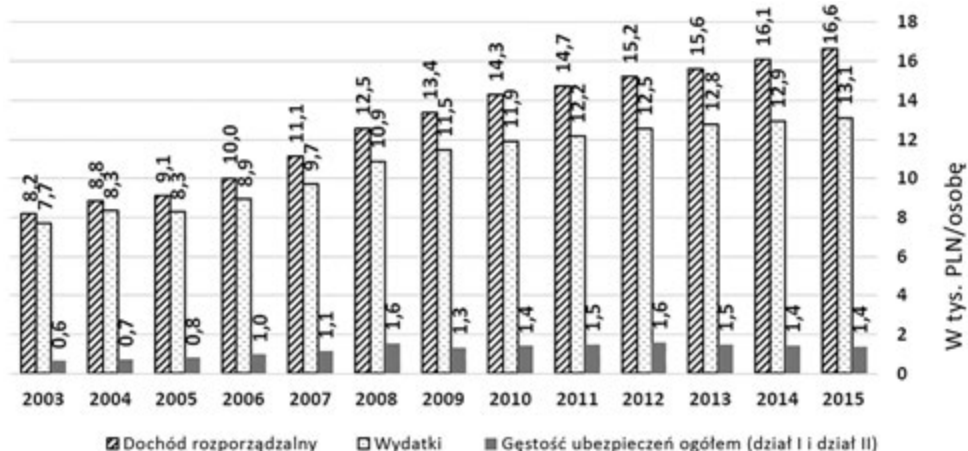
Rysunek 1. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny i przeciętne miesięczne wydatki oraz udział przeciętnych miesięcznych wydatków w przeciętnym miesięcznym dochodzie rozporządzalnym w gospodarstwach domowych ogółem w latach 2003–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabel 1 i 2.

⁴ Stopa oszczędności gospodarstw domowych, obliczana jako udział oszczędności w dochodach do dyspozycji, także wzrasta z roku na rok.

Rysunek 2. Gęstość ubezpieczeń (składka przypisana brutto na 1 osobę), roczny dochód rozporządzalny i roczne wydatki przypadające w gospodarstwach domowych ogółem w latach 2003–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabel 1 i 2.

Ubezpieczenia pełnią ważną rolę w gospodarce narodowej i życiu prywatnym społeczeństw. W zależności od awersji do ryzyka gospodarstwa domowe pewną część swoich oszczędności przeznaczają na ubezpieczenia. Na rysunku 2 przedstawiono dynamikę przeciętnych dochodów rozporządzalnych i przeciętnych wydatków przypadających na 1 osobę w gospodarstwach domowych ogółem oraz wydatków statystycznego Polaka na ubezpieczenia, czyli składki przypisanej brutto przypadającej na 1 mieszkańca w ciągu roku (miary rozwoju gospodarczego ubezpieczeń w danym kraju) w latach 2003–2015. Statystyczny Polak wydał na ubezpieczenia w 2003 r. łącznie 648 PLN (dział I – 292 PLN, dział II – 356 PLN), w 2015 r. zaś 1388 PLN (dział I – 716 PLN, dział II – 672 PLN). Porównując wartość oszczędności z wydatkami na ubezpieczenia gospodarstw domowych, można stwierdzić, że statystyczny Polak w 2015 r. prawie 40% oszczędności przeznaczył na ubezpieczenia⁵.

⁵ $1388/3540 = 39,21\%$.

4. Ubezpieczenia na życie związane z systemem zabezpieczenia społecznego

Reforma emerytalna z 1999 r. wprowadziła 3-filarowy system emerytalny⁶. Pracownicze Programy Emerytalne powstały na mocy ustawy z dnia 22 sierpnia 1997 r.⁷ jako uzupełnienie obowiązkowego ubezpieczenia społecznego. Należą one do III filaru zabezpieczenia emerytalnego, w którym uczestnictwo jest dobrowolne. Są one tworzone przez pracodawców dla pracowników. Obecnie są regulowane ustawą z dnia 20 kwietnia 2004 r., według której (art. 6 ust. 1)⁸ mogą być prowadzone m.in. jako umowa grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń (są to grupowe ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym⁹, tzw. ubezpieczenia na życie związane z systemem zabezpieczenia społecznego, nazywane przez ubezpieczycieli ubezpieczeniami na życie związanymi z funduszem kapitałowym w formie PPE, które należą do grupy 3 ubezpieczeń działu I). W tych ubezpieczeniach składka ubezpieczeniowa dzieli się na składkę podstawową i dodatkową. Składka podstawowa jest w całości opłacana przez pracodawcę¹⁰ i nie może być wyższa niż 7% wynagrodzenia uczestnika programu. Ze składki podstawowej co najmniej 85% jest przeznaczona na ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy i co najmniej 1% na pokrycie kosztów ochrony ubezpieczeniowej. Składka podstawowa jest kosztem uzyskania przychodu pracodawcy, od której podatek dochodowy opłaca uczestnik programu. Składka dodatkowa jest wpłacana przez uczestnika programu, a jej łączna wartość w roku kalendarzowym nie może przekroczyć kwoty odpowiadającej 4,5-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok (np. w 2015 r. była to kwota 17 815 PLN).

⁶ Dobrowolny III filar staje się niezbędny do stworzenia całego systemu emerytalnego, podwyższenia stopy zastąpienia oraz upowszechnienia dodatkowego oszczędzania emerytalnego i ubezpieczenia emerytalnego. Szerzej na ten temat – zob. T. Szumlicz, *Ubezpieczenie w polityce społecznej. Teksty i komentarze*, Fundacja Instytut Zarządzania Ryzykiem Społecznym, Warszawa 2015, s. 320–321; J. Wykowska, *III filar dla początkujących. Poradnik przyszłego emeryta. Poradnik klienta usług finansowych*, KNE, Warszawa 2014, s. 1.

⁷ Ustawa z dnia 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. Nr 139, poz. 932.

⁸ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. Nr 116, poz. 1207 z późn. zm.

⁹ Nazywane także grupowymi ubezpieczeniami na życie z UFK.

¹⁰ J. Wykowska podaje, że w 1999 r. uczestnik programu miał sam opłacać składkę, a pracodawca miał mu to umożliwić (J. Wykowska, op.cit.). Jednak od 2000 r. to pracodawca opłaca składkę podstawową.

Chociaż PPE istnieją od 1997 r., to jednak są rzadko wykorzystywaną formą długoterminowego oszczędzania w celu dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego. Na dzień 31 grudnia 2015 r. jedynie 2,24% osób pracujących, tj. 392,615 tys., uczestniczyło w PPE (tabela 3), których łączna wartość aktywów zgromadzonych wynosiła 10,6 mld PLN, co stanowiło 0,6% PKB według raportu pt. *Dane finansowe o pracowniczych programach emerytalnych w 2015 r.*¹¹.

Tabela 3. Dane o PPE w latach 2012–2015 (stan na dzień 31 grudnia danego roku)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015
Liczba PPE	1 094	1 070	1 064	1 054
Liczba uczestników PPE	358 100	375 000	381 008	392 615
Liczba uczestników PPE jako % pracujących	2,29	2,39	2,38	2,24
Przeciętna wartość rachunku na koniec roku 1 uczestnika PPE (w PLN)	23 767	25 665	27 142	27 500
Składki (w PLN):				
podstawowa (średnia roczna)	3 707	3 643	3 686	3 660
dodatkowa (średnia roczna dla uczestników płacących składkę dodatkową)	1 210	1 030	1 114	1 204

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: UKNF, *Pracownicze Programy Emerytalne 2013*, Warszawa, czerwiec 2014; UKNF, *Pracownicze Programy Emerytalne 2014*, Warszawa, czerwiec 2015; UKNF, *Pracownicze Programy Emerytalne 2015*, Warszawa, czerwiec 2016; UKNF, *Dane finansowe o pracowniczych programach emerytalnych w 2015 r.*, Warszawa 2016.

Indywidualne konta emerytalne (IKE) zostały wprowadzone na mocy ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r.¹² jako dodatkowe zabezpieczenie emerytalne będące uzupełnieniem obowiązkowego ubezpieczenia społecznego. W Polsce należą one do III filaru zabezpieczenia emerytalnego i są tworzone przez oszczędzających na podstawie umowy z bankiem, funduszem inwestycyjnym, podmiotem prowadzącym działalność maklerską lub z zakładem ubezpieczeń (w formie umowy ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym)¹³.

¹¹ UKNF, *Dane finansowe o pracowniczych programach emerytalnych w 2015 r.*, Warszawa 2016.

¹² Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r., op.cit.

¹³ Nową formą oszczędzania w ramach III filaru mają być Indywidualne Plany Kapitałowe i Pracownicze Plany Kapitałowe, na których Polacy mają oszczędzać od stycznia 2018 r. Szerzej na ten temat – zob. Ministerstwo Pracy, *Strategia odpowiedzialnego rozwoju – program budowy kapitału*, https://www.mr.gov.pl/media/21999/PBK_Prezentacja.pdf, 10.10.2016

W Polsce na koniec 2005 r. istniało 428 tys. IKE o łącznej nominalnej wartości środków równej 690 mln PLN (tabela 4, rysunek 3), z czego 268 tys. (63%) prowadziły zakłady ubezpieczeń o nominalnej wartości środków równej 235 mln PLN (34%). Na koniec 2015 roku istniało 859 tys. IKE o łącznej nominalnej wartości środków równej 5,63 mld PLN, z czego 573 tys. (67%) prowadziły zakłady ubezpieczeń o łącznej wartości środków równej 2,06 mld PLN (36%).

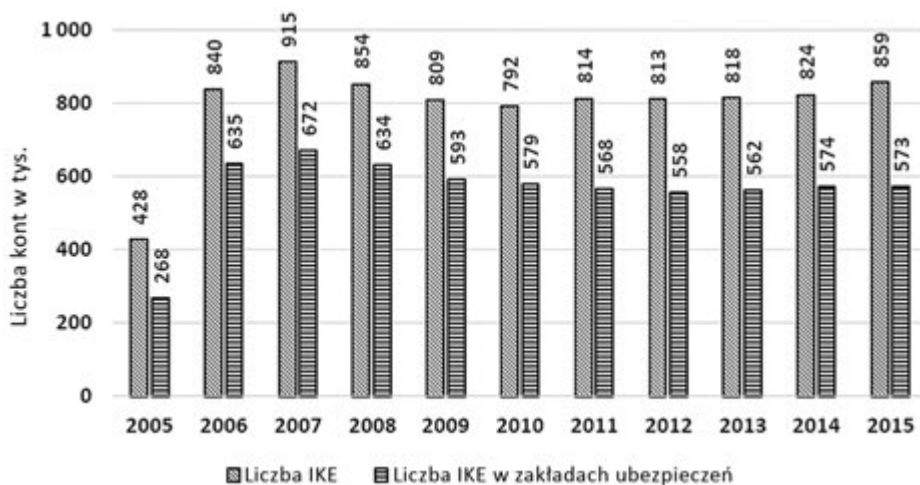
Tabela 4. Liczba indywidualnych kont emerytalnych i wartość środków zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych ogółem i prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń w latach 2005–2015

Lata	Indywidualne konta emerytalne					
	ogółem		w zakładach ubezpieczeń			
	liczba (w tys.)	wartość (w mln PLN)	liczba		wartość	
			w tys.	w %	w mln PLN	w %
2005	428	690	268	63	235	34
2006	840	1 299	635	76	491	38
2007	915	1 865	672	73	723	39
2008	854	1 614	634	74	717	44
2009	809	2 199	593	73	964	44
2010	792	2 726	579	73	1 168	43
2011	814	2 764	568	70	1 147	41
2012	813	3 530	558	69	1 397	40
2013	818	4 271	562	69	1 618	38
2014	824	5 031	574	70	1 904	38
2015	859	5 683	573	67	2 060	36

Źródło: KNF, *Informacje liczbowe o IKE w latach 2005–2015*, Warszawa 2016.

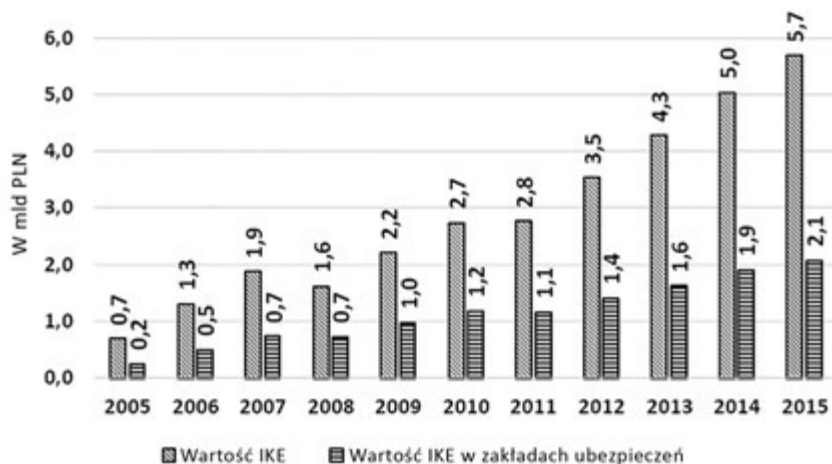
Wpłaty do IKE są limitowane, ich łączna wartość w ciągu roku kalendarzowego nie może przekroczyć kwoty odpowiadającej 3 przeciętnym prognozowanym wynagrodzeniom miesięcznym w gospodarce narodowej na dany rok (np. w 2015 r. była to kwota 11 877 PLN).

Rysunek 3. Liczba indywidualnych kont emerytalnych ogółem i indywidualnych kont emerytalnych prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń na dzień 31 grudnia w latach 2005–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabeli 4.

Rysunek 4. Wartości nominalne środków zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych ogółem i indywidualnych kontach emerytalnych prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń na dzień 31 grudnia w latach 2005–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabeli 4.

Zachętą do oszczędzania w IKE miało być zwolnienie ograniczone limitem z podatku od zysków kapitałowych, które – jak podkreśla D. Maśniak¹⁴ – nie spełniło zamierzonych celów. Liczba IKE w odniesieniu do liczby osób pracujących w 2005 r. stanowiła 2,48%, w 2015 r. zaś – 5,28%¹⁵. Rozszerzeniem IKE miały być wprowadzone z dniem 1 stycznia 2012 r. indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), które są także dodatkowym zabezpieczeniem emerytalnym, będącym uzupełnieniem obowiązkowego ubezpieczenia społecznego. Wpłaty do IKZE są limitowane, ich łączna wartość w ciągu roku kalendarzowego nie może przekroczyć kwoty odpowiadającej 1,2-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok (np. w 2015 r. była to kwota 4750 PLN). Na koniec 2015 r. istniało 597,56 tys. IKZE (3,43% osób pracujących) o łącznej nominalnej wartości środków równej 621,97 mln PLN. Niestety, IKE i IKZE nie cieszą się oczekiwaną popularnością, ponieważ zachęty podatkowe oferowane w naszym kraju do wyboru dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego, jak podkreśla J. Rutecka¹⁶, nie wywołały zakładanego poziomu rozwoju systemu emerytalnego. Stało się tak być może z powodu ograniczeń limitami wpłat czy ograniczeń wieku wypłaty zgromadzonych środków¹⁷. T. Szumlicz zauważa, że „Jeżeli Państwo nie jest w stanie zapewnić odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa socjalnego, w tym przypadku dotyczącego zabezpieczenia emerytalnego, to nie powinno opodatkować wydatków ponoszonych przez gospodarstwa domowe w celu podniesienia tego poziomu”¹⁸. I proponuje: „bezpieczeństwo dzięki różnorodności” oraz podkreśla, że wciąż brakuje dobrych „różnorodnych produktów emerytalnych”, które miałyby charakter oszczędnościowo-ubezpieczeniowy i łączyłyby dożywotnie wypłaty świadczeń z długookresowym oszczędzaniem¹⁹.

¹⁴ D. Maśniak, *Znaczenie Otwartych Funduszy Emerytalnych w kontekście zmian dokonanych w systemie emerytalnym – aspekty prawne*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2011, nr 2, s. 114.

¹⁵ Liczba osób pracujących w IV kwartale 2005 r. to 17 283 tys., w IV kwartale 2015 r. zaś 17 489 tys. (GUS, *Aktywność ekonomiczna ludności Polski. Raport IV kwartał 2015*, Warszawa 2015).

¹⁶ J. Rutecka, *Realokacja czy nowe oszczędności? O efektach zachęt podatkowych w dodatkowym oszczędzaniu na starość w Polsce*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” 2015, nr 18(1), s. 76.

¹⁷ Dla IKZE to 65 lat oraz legitymowanie się wpłatami w 5 różnych latach kalendarzowych w okresie oszczędzania; dla IKE to 60 lat oraz legitymowanie się wpłatami w 5 różnych latach kalendarzowych lub 60 lat oraz wpłacenie większej części środków na 5 lat przed złożeniem wniosku lub 55 lat oraz uzyskanie uprawnień emerytalnych. Szerzej na ten temat – zob. J. Wykowska, op.cit., s. 15–16.

¹⁸ T. Szumlicz, op.cit.

¹⁹ Ibidem.

5. Ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym

Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. dzieli ubezpieczenia na dwa działy: dział I – ubezpieczenia na życie, dział II – ubezpieczenia majątkowe i pozostałe osobowe²⁰. W dziale I grupę 3 tworzą ubezpieczenia na życie związane z funduszem kapitałowym (UFK).

Grupa 3, nazywana także ubezpieczeniami typu *unit-link* (UL), odpowiada za największą składkę przypisaną brutto w dziale I w ostatnich latach (47% w 2015 r. – tabele 5 i 6, rysunki 5 i 6). Tak duży udział wydawałby się wynikać z tego, że w tej grupie ubezpieczeń są zawarte dobrowolne ubezpieczenia w ramach III filaru emerytalnego – ubezpieczenia w formie PPE (ubezpieczenia grupowe) oraz IKE i IKZE (ubezpieczenia indywidualne), a także pozostałe ubezpieczenia na życie nienależące do III filaru systemu emerytalnego (ubezpieczenia indywidualne)²¹. Jednakże porównując dane z tabeli 4 z danymi z tabeli 6, okazuje się, że nieduży jest udział IKE i PPE w ubezpieczeniach z grupy 3. Na przykład składka przypisana brutto w 2015 r. w grupie 3 wynosiła 13 mld PLN, a wartość środków zgromadzonych w IKE stanowiła tylko 2,06 mld PLN (PPE – 0,4 mld PLN). Zatem popularność ubezpieczeń z UFK jest dużo, dużo większa niż popularność IKE, IKZE i PPE w formie ubezpieczeń grupowych łącznie. Skąd bierze się tak duża popularność tego produktu? Zapewne z oczekiwanych zysków i zrozumiałych ogólnych warunków ubezpieczenia.

Tabela 5. Składka przypisana brutto w ubezpieczeniach na życie ogółem oraz według grup ubezpieczenia w latach 2002–2015 (wartości nominalne, w mld PLN)

Rok	Składka przypisana brutto						
	grupa 1	grupa 2	grupa 3	w tym PPE	grupa 4	grupa 5	dział I ogółem
2002	5	0,1	3	-	0,02	2	10
2003	5	0,1	4	0,01	0,02	2	11
2004	6	0,1	4	0,03	0,02	2	13
2005	7	0,2	6	0,22	0,03	3	15
2006	8	0,1	10	0,32	0,04	3	21

²⁰ Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. Nr 124, poz. 1151.

²¹ J. Wykowska podkreśla, że ubezpieczenia na życie połączone z oszczędzaniem (ubezpieczenia z UFK), które nie funkcjonują w ramach PPE, IKE i IKZE, nie należą do III filaru systemu emerytalnego (J. Wykowska, op.cit., s. 8).

Rok	Składka przypisana brutto						
	grupa 1	grupa 2	grupa 3	w tym PPE	grupa 4	grupa 5	dział I ogółem
2007	10	0,1	12	0,26	0,05	3	25
2008	28	0,1	6	0,30	0,06	4	39
2009	19	0,1	6	0,30	0,07	4	30
2010	19	0,1	8	0,33	0,08	4	31
2011	17	0,1	10	0,38	0,10	4	32
2012	19	0,1	12	0,37	0,10	5	36
2013	13	0,1	13	0,40	0,11	5	31
2014	11	0,1	13	0,36	0,11	5	29
2015	9	0,1	13	0,36	0,13	5	28

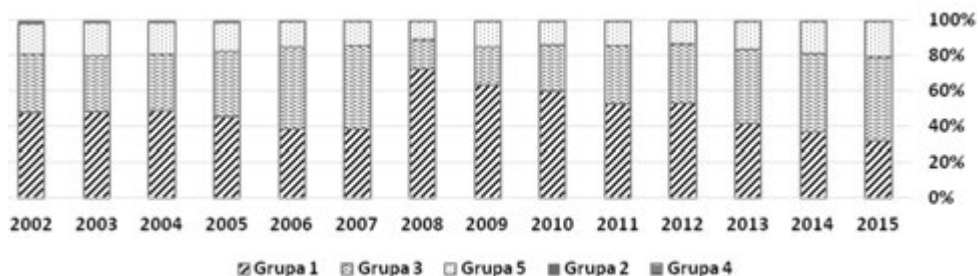
Źródło: Opracowanie własne na podstawie zagregowanych raportów finansowych KNF z lat 2002–2015.

Tabela 6. Składka przypisana brutto oraz odszkodowania i świadczenia wypłacone z ubezpieczeń na życie w latach 2002–2015 (wartości nominalne)

Rok	Składka przypisana brutto						Odszkodowania i świadczenia wypłacone (w mld PLN)		
	w %			w mld PLN			grupa 3	w tym PPE	dział I ogółem
	grupa 3	w tym PPE	dział I ogółem	grupa 3	w tym PPE	dział I ogółem			
2002	32	-	100	3,1	-	9,7	1,1	-	4,3
2003	32	0	100	3,5	0,01	11,0	1,4	0,001	5,1
2004	32	0	100	4,0	0,03	12,6	1,7	0,002	6,1
2005	37	1	100	5,6	0,2	15,2	1,9	0,005	7,4
2006	46	2	100	9,7	0,3	21,0	2,3	0,04	8,4
2007	47	1	100	12,0	0,3	25,5	3,7	0,1	10,4
2008	16	1	100	6,3	0,3	38,9	6,6	0,1	19,4
2009	21	1	100	6,5	0,3	30,2	4,3	0,1	26,9
2010	26	1	100	8,1	0,3	31,3	4,5	0,1	22,0
2011	32	1	100	10,3	0,4	31,8	5,6	0,1	25,6
2012	33	1	100	12,0	0,4	36,3	6,7	0,2	25,4
2013	42	1	100	13,1	0,4	31,2	7,4	0,2	22,7
2014	44	1	100	12,6	0,4	28,6	7,8	0,3	20,0
2015	47	1	100	13,0	0,4	27,5	9,0	0,2	19,3

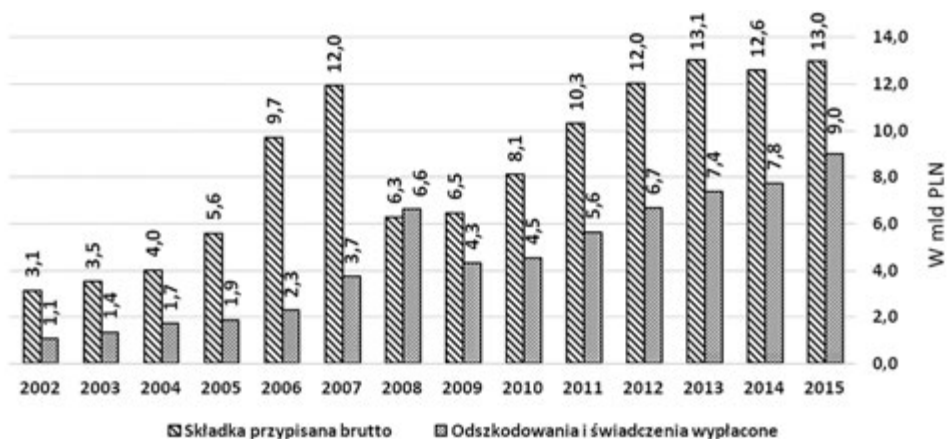
Źródło: Opracowanie własne na podstawie zagregowanych danych finansowych zakładów ubezpieczeń publikowanych przez KNF w latach 2002–2015.

Rysunek 5. Struktura składki przypisanej brutto według grup w ubezpieczeniach na życie (dział I) w latach 2002–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabeli 5.

Rysunek 6. Składka przypisana brutto, odszkodowania i świadczenia wypłacone w grupie 3 ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2002–2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie zagregowanych danych finansowych zakładów ubezpieczeń z KNF.

W roku 2015 w ubezpieczeniach z UFK składka przypisana brutto była równa 13 mld PLN (0,7% PKB), podczas gdy odszkodowania i świadczenia wypłacone kształtowały się na poziomie 9 mld PLN, a wysokość rezerwy ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty (inwestycyjne) ponosi ubezpieczający, na dzień 31 grudnia 2015 r. odnotowano na poziomie 45 mld PLN (3,1% PKB).

6. Zakończenie

W latach 2003–2015 udział wydatków w dochodach rozporządzalnych gospodarstw domowych malał z roku na rok, co powodowało wzrost oszczędności statystycznego Polaka. Część z tych oszczędności osoby aktywne zawodowo przeznaczają na ubezpieczenia oraz długoterminowe oszczędzanie w celu zabezpieczenia emerytalnego. Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym jako ubezpieczenia oszczędnościowo-ochronne cieszą się dużą popularnością (udział ich składki przypisanej brutto w ubezpieczeniach na życie jest największy w ostatnich latach, w 2015 r. zaś stanowił 47%). Chociaż wartość środków zgromadzonych na IKE, IKZE i PPE z roku na rok rośnie, to jednak nadal istnieje niewielka liczba uczestników PPE (w 2015 r. to 392,6 tys. uczestników, co stanowiło 2,24% pracujących), kont IKE (5,25% pracujących) i kont IKZE (3,43% pracujących)²². Należy także pamiętać, że jedna osoba pracująca może być członkiem PPE oraz mieć konto IKE i IKZE jednocześnie. Oznacza to, że aktualnie istniejące na polskim rynku produkty emerytalne w ramach III filaru nie cieszą się zbyt dużą popularnością. Dlaczego? Być może nadal występuje zbyt mała świadomość Polaków o konieczności długookresowego oszczędzania w ramach zabezpieczenia emerytalnego. A być może osoby pracujące nie dostrzegają korzyści w inwestowaniu w istniejące dobrowolne produkty emerytalne, gdyż zachęty do długoterminowego oszczędzania nadal są niewystarczające? Rozwiązaniem problemu może być szukanie nowych produktów, które będą oferować „wyraźne” korzyści dla oszczędzających i do których bez zastanowienia przystąpi duża część lub wszyscy aktywni zawodowo. Idealnym rozwiązaniem wydają się obowiązkowe PPE, w których pracodawcy w ramach wynagrodzenia będą opłacać składki podstawowe, dzięki czemu uzyskiwaliby satysfakcjonujące ulgi podatkowe, a pracownicy czerpaliby korzyści ze środków dopiero na emeryturze (w przypadku wcześniejszej śmierci zgromadzone środki byłyby oczywiście dziedziczone). Poszukiwanie nowych produktów emerytalnych będzie przedmiotem kolejnych badań.

²² Liczba IKE w 2015 r. była ponad 2-krotnie większa niż liczba uczestników PPE, jednak łączna wartość środków jest prawie 2-krotnie niższa niż w PPE. Oznacza to, że osoby indywidualnie odkładają na emeryturę dużo mniej niż pracodawcy.

Bibliografia

- GUS, *Aktywność ekonomiczna ludności Polski. Raport IV kwartał 2015*, Warszawa 2015.
- GUS, *Budżety gospodarstw domowych 2014*, Warszawa 2015.
- Maśniak D., *Znaczenie Otwartych Funduszy Emerytalnych w kontekście zmian dokonanych w systemie emerytalnym – aspekty prawne*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2011, nr 2.
- Ministerstwo Pracy, *Strategia odpowiedzialnego rozwoju – program budowy kapitału*, https://www.mr.gov.pl/media/21999/PBK_Prezentacja.pdf, 10.10.2016.
- Rutecka J., *Realokacja czy nowe oszczędności? O efektach zachęt podatkowych w dodatkowym oszczędzaniu na starość w Polsce*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” 2015, nr 18.
- Szumlicz T., *Ubezpieczenie w polityce społecznej. Teksty i komentarze*, Fundacja Instytut Zarządzania Ryzykiem Społecznym, Warszawa 2015.
- Wykowska J., *III Filar dla początkujących. Poradnik przyszłego emeryta. Poradnik klienta usług finansowych*, KNF, Warszawa 2014.
- UKNF, *Pracownicze Programy Emerytalne 2013*, Warszawa, czerwiec 2014.
- UKNF, *Pracownicze Programy Emerytalne 2014*, Warszawa, czerwiec 2015.
- Ustawa z dnia 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. Nr 139, poz. 932.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. Nr 124, poz. 1151.
- Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. Nr 116, poz. 1207 z późn. zm.

LIFE INSURANCE WITH INSURANCE CAPITAL FUND AND LIFE INSURANCE RELATED TO EMPLOYEE PENSION SCHEMES IN THE YEARS 2002–2015

Securing a pension on their minds, some Poles are choosing to take out life insurance with insurance capital fund or life insurance related to employee pension schemes. The article presents various aspects of long-term saving from the perspective of insurers and the insured (e.g. statistics, opportunities and threats). The analysis has been carried out on the statistical data from the years 2002–2014 published by the Polish Financial Supervision Authority and Central Statistical Office of Poland.

Keywords: long-term saving, unit-linked life insurance, life insurance related to employee pension schemes.

INWESTOWANIE SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNE JAKO STRATEGIA ALOKACJI DŁUGOTERMINOWYCH OSZCZĘDNOŚCI EMERYTALNYCH

Tomasz Jedynak*

W niniejszym rozdziale przedstawiono problematykę stosowania strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI) do alokacji długoterminowych oszczędności gromadzonych w kapitałowej części systemu emerytalnego. W toku przeprowadzonych badań, poszukując odpowiedzi na pytanie: „Czy stosowanie przez instytucje finansowe zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych strategii SRI będzie miało korzystny wpływ na budowę długoterminowych oszczędności w Polsce?”, stwierdzono, że stosowanie strategii SRI oddziałuje na portfel inwestycji na różnych płaszczyznach (m.in. płynność aktywów, horyzont czasowy, koszty zarządzania). Odnotowano również, że kwestie *stricte* finansowe (profil ryzyko-dochód) nie różnicują istotnie klasycznych strategii inwestycyjnych i strategii SRI. Zauważono natomiast, że pewne korzyści ze stosowania strategii SRI przejawiają się w możliwości generowania przez nie pozytywnych efektów zewnętrznych oraz kreowaniu realnej szansy na odbudowę zaufania do instytucji finansowych.

Słowa kluczowe: oszczędności długoterminowe, oszczędności emerytalne, system emerytalny, strategia inwestycyjna, inwestowanie społecznie odpowiedzialne

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów i Prawa, Katedra Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń; tomasz.jedynak@uek.krakow.pl

1. Wprowadzenie

W ostatnim czasie w dyskusji publicznej oraz w rozważaniach akademickich coraz częściej jest podnoszona problematyka budowy oszczędności długoterminowych w Polsce¹. Powszechnie przyjmuje się bowiem, że istnienie krajowych oszczędności długoterminowych jest warunkiem koniecznym dla dalszego wzrostu gospodarczego oraz utrzymania długookresowej stabilności makroekonomicznej. Obszarem nieodłącznie wiążącym się z problematyką długoterminowego oszczędzania jest kapitałowa część powszechnego systemu emerytalnego². Dlatego wydaje się zasadne, aby jednym z podstawowych filarów budowy oszczędności długoterminowych w Polsce były środki gromadzone w ramach systemu emerytalnego.

Z finansowego punktu widzenia, gromadzenie oszczędności jest związane z lokowaniem nieskonsumowanych środków pieniężnych w różnego rodzaju instrumenty finansowe. Dobór konkretnych instrumentów do portfela inwestycyjnego (oszczędnościowego) wymaga stosowania strategii inwestycyjnej, która ma na celu wybór takiej kombinacji tych instrumentów, która zapewni osiągnięcie założonych celów inwestycyjnych. Jedną ze strategii inwestycyjnych, która w ostatnich latach na fali postkryzysowego poszukiwania nowych rozwiązań na rynku finansowym nabiera coraz większego znaczenia, jest inwestowanie społecznie odpowiedzialne (*socially responsible investing*, SRI)³.

Mając na uwadze, z jednej strony, wagę problemu budowy długoterminowych oszczędności krajowych w Polsce, z drugiej zaś liczne kontrowersje związane ze

¹ Zob. np. Ministerstwo Rozwoju, *Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*, Warszawa 2016, https://www.mr.gov.pl/media/14840/Plan_na_rzecz_Odpowiedzialnego_Rozwoju_prezentacja.pdf, 11.03.2016; S. Kawalec, K. Błazuk, M. Kurek, *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa 2015.

² W Polsce kapitałowa część systemu emerytalnego obejmuje będące składową systemu obowiązkowego Otwarte Fundusze Emerytalne oraz stanowiące dobrowolne formy zabezpieczenia emerytalnego IKE, IKZE, PPE. Warto jednak odnotować, że w szerokim rozumieniu jako oszczędności emerytalne mogą być również traktowane inne lokaty dokonywane przez jednostki w celu alokacji osiąganego przez nie dochodu w cyklu życia.

³ O rosnącym znaczeniu inwestycji społecznie odpowiedzialnych świadczą m.in. dane rynkowe przytoczone w raportach: *2014 Global Sustainable Investment Review*, Global Sustainable Investment Alliance, GSIA, 2015, http://www.ussif.org/Files/Publications/GSIA_Review.pdf, 15.06.2016; *European SRI Study 2014*, Eurosif, 2014, <https://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/>, 15.06.2016; *Report on Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014*, The Forum of Sustainable and Responsible Investment, 2014, http://www.ussif.org/files/publications/sif_trends_14.f.es.pdf, 15.06.2016.

stosowaniem strategii SRI⁴, w rozdziale została podjęta problematyka dotycząca stosowania tego typu strategii do alokacji długoterminowych oszczędności emerytalnych. Wyrazem podjętego problemu badawczego jest pytanie: „Czy stosowanie przez instytucje finansowe zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych będzie miało korzystny wpływ na budowę długoterminowych oszczędności w Polsce?”. W celu odniesienia się do tak postawionego pytania badawczego, sformułowano następujące pytania pomocnicze, które były przedmiotem szczegółowych rozważań: „W jaki sposób stosowanie strategii SRI wpływa na portfel inwestycji?”, „Czy stosowanie strategii SRI powoduje spadek efektywności lub/oraz wzrost ryzyka portfela inwestycji?” oraz „Czy stosowanie strategii SRI umożliwia realizację celów inwestycyjnych portfeli emerytalnych?”. Ze względu na ograniczone ramy niniejszego rozdziału odpowiedzi na powyższe pytania ustalono na podstawie analizy teoretyczno-kompilacyjnej, syntezy rezultatów dotychczas przeprowadzonych badań, a także bazując na wynikach własnych badań empirycznych⁵. W efekcie można było przeprowadzić rozumowanie dedukcyjne, które stanowiło podstawę do sformułowania wniosków badawczych.

2. Koncepcja inwestowania społecznie odpowiedzialnego

Koncepcja inwestowania społecznie odpowiedzialnego zakłada, że inwestorzy, dobierając aktywa do portfela, powinni przyjmować szerszą niż wyłącznie finansową perspektywę. Istotą SRI jest uwzględnianie całego kontekstu podejmowanych decyzji inwestycyjnych, a zwłaszcza poszukiwanie konsensusu między ekonomicznym rachunkiem opłacalności inwestycji a odpowiedzialnością za wpływ tych inwestycji na otoczenie oraz za ich długoterminowe skutki⁶. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie zakłada pominięcia w decyzjach inwestycyjnych tradycyjnego, wywodzącego się z nowoczesnej teorii portfelowej, pojęcia efektywności inwestycji,

⁴ Zob. np. M. Statman, D. Glushkov, *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, no 4, s. 33–46; L. Kurtz, *Answer to four questions*, „The Journal of Investing” 2005, vol.14, no. 3, s. 125–140; S. Hellsten, C. Mallin, *Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2006, vol. 66, no. 4, s. 393–406.

⁵ T. Jedynak, *Efektywność i ryzyko funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2015 (praca doktorska).

⁶ T. Czerwińska, *Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku akcji*, „Problemy Zarządzania” 2012, vol. 10, nr 4(39), s. 130.

a raczej uzupełnienie przeprowadzanych analiz o dodatkowe czynniki jakościowe, takie jak aspekty środowiskowe, społeczna odpowiedzialność czy kwestie związane z jakością zarządzania przedsiębiorstwem (tzw. czynniki ESG⁷). Najogólniej zatem ujmując, inwestowanie społecznie odpowiedzialne jest koncepcją inwestycyjną zakładającą lokowanie środków zgodnie z tradycyjnymi, dotychczas stosowanymi kryteriami finansowymi, przy jednoczesnym wkomponowaniu w proces inwestycyjny aspektów społeczno-etycznych, ekologicznych i środowiskowych.

Fundamentów koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego należy szukać w idei społecznej odpowiedzialności biznesu (*corporate social responsibility*, CSR). Idea ta jest oparta na założeniu, że przedsiębiorstwa, poza koncentracją na aspektach ekonomicznych oraz obowiązkach wynikających z przepisów prawa, w swojej działalności powinny mieć na uwadze również kwestie związane z ich funkcjonowaniem w danym środowisku i społeczeństwie. Zasadniczy związek między SRI a CSR wynika z faktu, że inwestowanie społecznie odpowiedzialne jest jednym z instrumentów wdrażania postulatów odpowiedzialności społecznej biznesu. Podczas gdy CSR dotyczy działalności samych przedsiębiorstw, SRI odnosi się do procesów inwestycyjnych, w których inwestor podejmuje decyzje o nabyciu lub zbyciu aktywów tych przedsiębiorstw.

Za podstawowe ogniwo sprzęgające CSR i SRI uznaje się czynniki ESG. Z jednej strony stanowią one bowiem podstawę doboru aktywów do odpowiedzialnego społecznie portfela, z drugiej zaś są elementami będącymi przedmiotem bezpośredniego zainteresowania CSR. Powiązanie SRI oraz CSR można również rozpatrywać przez pryzmat wpływu społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa na jego wyniki finansowe. Jeżeli jest prawdą, że stosowanie CSR wpływa na wyniki finansowe przedsiębiorstwa, to nabywanie walorów emitowanych przez odpowiedzialne społecznie podmioty powinno skutkować poprawą (lub pogorszeniem) parametrów portfela inwestycji. SRI sprowadza się zatem do inwestowania w walory spółek spełniających określone standardy społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR)⁸. Można więc przyjąć, że SRI stanowi swoisty odpowiednik koncepcji CSR dla inwestorów na rynku kapitałowym⁹.

⁷ Wyrażenie ESG jest akronimem angielskich określeń: *environmental* – ochrona środowiska, *social responsibility* – społeczna odpowiedzialność, *corporate governance* – ład korporacyjny (jakość zarządzania przedsiębiorstwem).

⁸ M. Czerwonka, *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013, s. 45.

⁹ Ibidem.

Wyrazem praktycznego urzeczywistnienia koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego są strategie SRI. Stanowią one pewien zbiór reguł, zasad i procedur podejmowania decyzji inwestycyjnych przez społecznie odpowiedzialnych inwestorów. Jednym z kluczowych elementów strategii SRI są stosowane w ich ramach metody doboru instrumentów finansowych do odpowiedzialnego społecznie portfela. Brak jest formalnej klasyfikacji tego typu metod, jednak analiza praktyki rynkowej pozwala na wyróżnienie omówionych w tabeli 1 metod budowy portfela SRI.

Tabela 1. Najważniejsze metody doboru aktywów do odpowiedzialnego społecznie portfela

Strategia (metoda doboru aktywów)	Charakterystyka
Selekcja negatywna	wykluczenie ze spektrum inwestycyjnego waleńw części podmiotów ze względu na profil ich działalności (np. spółki branży zbrojeniowej, tytoniowej, obligacje państw łamiących prawa człowieka); metodami doboru aktywów, zbliżonymi do selekcji negatywnej, są: wykluczenie etyczne, inwestycje spełniające określone standardy oraz proste wyłączenie
Selekcja pozytywna	przeciwieństwo selekcji negatywnej; polega na poszukiwaniu spółek o określonych cechach, np. zobowiązały się do przestrzegania dobrych praktyk odpowiedzialnego biznesu, wytwarzają dobra lub usługi uznawane za mające pozytywny wpływ na społeczeństwo, zredukowały emisję zanieczyszczeń do określonego poziomu
Zaangażowanie	metoda stosowana głównie przez inwestorów instytucjonalnych; polega na bezpośredniej aktywności inwestorów w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem dzięki wykorzystaniu przez nich przysługujących im praw korporacyjnych; ma na celu zachęcić przedsiębiorstwa do stosowania pożądaných odpowiedzialnych praktyk biznesowych
Integracja	koncentruje się na potencjalnym wpływie czynników pozafinansowych na długofalową rentowność przedsiębiorstwa; polega na formalnym włączeniu czynników ESG do klasycznej analizy finansowej opartej na wskaźnikach
Dezinwestycja	polega na wycofaniu się z jakichkolwiek inwestycji; jest traktowana jako wyraz dezaprobaty inwestorów wobec niezgodnej z ich przekonaniami polityki spółki lub braku podjęcia oczekiwanych przez nich działań dokonywanych w danym kraju, branży lub sektorze

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Hellsten, C. Mallin, *Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2006, vol. 66, no. 4, s. 393–406; L. Renneboog, J. Ter Horst, C. Zhang, *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior*, „Journal of Banking and Finance” 2008, vol. 32, no. 9, s. 1723–1742; *Pension Fund Toolkit 2004–2005*, Eurosif, 2005, http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/06/eurosif_pension_toolkit_2004_2005.pdf, 3.06.2016; *European SRI Study 2014*, Eurosif, 2014, <https://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/>, 15.06.2016.

3. Wpływ stosowania strategii SRI na portfel inwestycji

Rozważając problematykę strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych, należy zauważyć, że stosowanie tego typu strategii nie pozostaje bez wpływu na profil oraz parametry portfela inwestycji. W kontekście tym na szczególną uwagę zasługują następujące kwestie:

1. Strategie SRI są strategiami mającymi zastosowanie na rynku kapitałowym przede wszystkim w odniesieniu do będących w obrocie publicznym akcji oraz papierów dłużnych przedsiębiorstw (obligacje korporacyjne). Co istotne, do grona przedsiębiorstw, których papiery wartościowe spełniają kryteria SRI, należy większość największych spółek notowanych na rynku giełdowym. Portfele skonstruowane na podstawie strategii SRI są więc płynne i podobnie jak w przypadku portfeli, których budowa jest oparta na klasycznych strategiach inwestycyjnych, w czasie trwania inwestycji istnieje możliwość spieniężenia zgromadzonych w nich aktywów.
2. Immanentną cechą strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest ich długoterminowość wynikająca wprost z podstawowych założeń koncepcji SRI (odpowiedzialność inwestora za długoterminowe skutki inwestycji). W praktyce, przejawem długofalowości strategii SRI jest uwzględnianie w ich ramach czynników ESG, których pozytywny wpływ na wyniki inwestycji pojawia się w długim horyzoncie czasu.
3. Metody doboru aktywów do odpowiedzialnego społecznie portfela są czasochłonne, kosztowne i wymagają specjalistycznej wiedzy. Powoduje to, że strategie SRI są aktywnie wdrażane głównie przez korzystających z efektu skali inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy indywidualni, chcąc konstruować odpowiedzialny społecznie portfel, muszą na ogół korzystać z produktów oferowanych przez te instytucje.
4. Wbrew formułowanym niekiedy opiniom, zasady konstruowania odpowiedzialnych społecznie portfeli inwestycyjnych nie opierają się wyłącznie na przesłankach moralno-etycznych, ale bazują na klasycznej teorii finansów, wzbogaconej o wnioski płynące z nauk o zarządzaniu. Stąd też, produkty finansowe wykorzystujące strategię SRI powinny być dedykowane przede wszystkim świadomym, dobrze wyedukowanym inwestorom, którzy rozumieją ich istotę.

O ile omówione powyżej kwestie w zasadzie nie budzą większych wątpliwości, o tyle zagadnienie wpływu stosowania strategii SRI na parametry portfela inwestycji

(profil ryzyko–dochód) jest już wysoce kontrowersyjne. W piśmiennictwie jest szeroko dyskutowane występowanie ewentualnych różnic w efektywności oraz ryzyku między inwestycjami dokonywanymi z zastosowaniem strategii SRI a inwestycjami uwzględniającymi tradycyjne (klasyczne) metody selekcji aktywów¹⁰. Modelowym studium nad potencjalnymi kierunkami wpływu stosowania strategii SRI na efektywność inwestycji jest praca M. Statmana i D. Glushkova¹¹, w której sformułowano trzy następujące hipotezy dotyczące relacji stóp zwrotu z portfeli inwestycji społecznie odpowiedzialnych i stóp zwrotu z portfeli tradycyjnych:

- hipoteza 1 – *doing good but not well*, zgodnie z którą stopa zwrotu z inwestycji w portfele społecznie odpowiedzialne jest niższa niż stopa zwrotu z portfeli tradycyjnych;
- hipoteza 2 – *doing good while doing well*, zgodnie z którą stopy z portfeli społecznie odpowiedzialnych są wyższe od stóp zwrotu z portfeli tradycyjnych;
- hipoteza 3 – *no effect*, zgodnie z którą stopy zwrotu z portfeli odpowiedzialnych i portfeli tradycyjnych nie różnią się istotnie od siebie.

Zdaniem M. Statmana i D. Glushkova, hipoteza 1 jest słuszna, o ile w wyniku stosowania polityki CSR spadają zyski przedsiębiorstwa, co wpływa bezpośrednio na rentowność inwestycji w jego akcje. Sytuacja taka może mieć miejsce np. w przypadku, gdy podniesieniu wynagrodzeń pracowników nie towarzyszy wzrost wydajności ich pracy lub gdy stosowanie alternatywnych, droższych, ale przyjaznych środowisku materiałów produkcyjnych nie przekłada się na wzrost sprzedaży. Hipoteza 2 jest prawdziwa wówczas, gdy zarówno zarządzający przedsiębiorstwem, jak i inwestorzy konsekwentnie nie doceniają korzyści wynikających z bycia społecznie odpowiedzialnym lub przeszacowują koszty takiego zachowania. Przy czym potencjalne korzyści ze stosowania polityki CSR mogą wynikać np. z pozytywnych efektów działań B+R, odpowiedzialnej społecznie polityki zatrudnienia bądź redukcji negatywnego oddziaływania przedsiębiorstwa na środowisko. Hipoteza 3 byłaby natomiast słuszna wtedy, kiedy koszty związane z społeczną odpowiedzialnością byłyby rekompensowane przez korzyści z niej osiągnane. Przykładowo, jest możliwe, że lepiej opłacani pracownicy pracują efektywniej,

¹⁰ Obszerny przegląd piśmiennictwa podejmującego tę problematykę przedstawiono m.in. w: T. Jedynak, *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „Zeszyty Naukowe” nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011, s. 237–252.

¹¹ M. Statman, D. Glushkov, op.cit., s. 36.

a tym samym dodatkowy koszt związany ze wzrostem wynagrodzeń jest rekompensowany przez zwiększony przychód¹².

Warto jednak w tym miejscu zauważyć, że z punktu widzenia współczesnej teorii finansów omówiona propozycja klasyfikacji hipotez dotyczących wpływu stosowania strategii SRI na parametry portfela inwestycyjnego nie jest wyczerpująca. Uwzględnia ona bowiem jedynie jeden parametr portfela – stopę zwrotu, podczas gdy teoria portfela wyróżnia dwa podstawowe parametry każdej inwestycji – zysk oraz ryzyko. W celu zachowania poprawności metodologicznej należałoby więc zestawzić ze sobą te dwa parametry, formułując łącznie dziewięć hipotez dotyczących efektywności i ryzyka portfela inwestycji społecznie odpowiedzialnych¹³. Jeżeli jednak, poza kierunkiem, uwzględnić również siłę wpływu stosowania strategii SRI na efektywność i ryzyko portfela, hipotezy te można zredukować do trzech możliwości. Są to hipotezy o: 1) pozytywnym, 2) negatywnym, 3) neutralnym wpływie stosowania SRI na parametry portfela inwestycji.

4. Efektywność i ryzyko portfela inwestycji społecznie odpowiedzialnych

W literaturze przedmiotu wielokrotnie podejmowano próby weryfikacji przedstawionych hipotez dotyczących wpływu stosowania strategii SRI na efektywność i ryzyko portfela inwestycji. Przegląd piśmiennictwa pozwala zauważyć, że w badaniach podejmujących tę problematykę ściera się kilka głównych nurtów badawczych¹⁴. I tak, większość publikacji zawierających empiryczne badania ilościowe można zakwalifikować do nurtu wywodzącego się z nowoczesnej teorii portfela. Część tego typu prac odwołuje się również do nurtu bazującego na koncepcji kosztów selekcji aktywów. Identyfikuje się również nurt badawczy skupiający się na badaniu korelacji między stosowaniem przez przedsiębiorstwa polityki CSR a ich rentownością. Prace teoretyczno-poznawcze dotyczące problematyki efektywności i ryzyka SRI odnoszą się z reguły do nurtu badawczego, w którym akcentuje się

¹² Teoretycznie hipoteza 3 byłaby również prawdziwa wówczas, gdy działania przedsiębiorstwa w zakresie społecznej odpowiedzialności nie generowałyby dodatkowych kosztów. Taki stan rzeczy jest jednak mało prawdopodobny.

¹³ T. Jedynak, op.cit., s. 245–246.

¹⁴ Obszerny przegląd piśmiennictwa wraz z komentarzem przedstawiono w: T. Jedynak, op.cit., s. 91–113.

związek stosowania przez przedsiębiorstwa zasad CSR z ich korzystną pozycją konkurencyjną oraz wysokimi kompetencjami kadr nimi zarządzających. Dodatkowo można również wyróżnić opracowania koncentrujące się na analizie długofalowego wpływu stosowania się przedsiębiorstw do zaleceń koncepcji CSR.

Kwerenda piśmiennictwa prowadzi także do wniosku, że pod względem ostatecznych rezultatów prowadzone na świecie badania dotyczące efektywności i ryzyka strategii SRI można podzielić na trzy grupy odpowiadające wymienionym wcześniej hipotezom, tj. na:

- badania dowodzące, że – w porównaniu do klasycznych metod doboru aktywów do portfela – stosowanie strategii SRI prowadzi do osiągnięcia wyższych stóp zwrotu lub mniejszego ryzyka bądź obu tych efektów jednocześnie;
- badania, których rezultaty świadczą, że stosowanie strategii SRI prowadzi do spadku rentowności portfela lub wzrostu jego ryzyka bądź obu tych efektów jednocześnie;
- badania wskazujące na brak istotnego wpływu stosowania strategii SRI na efektywność oraz ryzyko portfela inwestycji.

W większości poddanych analizie opracowań empirycznych zostały zidentyfikowane pewne różnice w efektywności lub ryzyku inwestycji wykorzystujących tradycyjne strategie inwestycyjne oraz strategię SRI. W zależności od zastosowanej metody badawczej, zakresu podmiotowego, zakresu geograficznego oraz horyzontu czasowego, w poszczególnych badaniach wskazano przesłanki mogące świadczyć zarówno o prawdziwości hipotezy o pozytywnym, jak i hipotezy o negatywnym wpływie stosowania strategii SRI na parametry portfela inwestycji. Należy jednak odnotować, że w zdecydowanej większości badań zaobserwowane różnice, niezależnie od ich kierunku, okazały się być statystycznie nieistotne.

Sformułowane wnioski są zgodne ze spostrzeżeniami S. Rathnera, który wskazuje, że w niemal 75% opublikowanych badań nie znaleziono empirycznego potwierdzenia na występowanie statystycznie istotnych różnic w stopach zwrotu z funduszy SRI i funduszy klasycznych¹⁵. Pozostałe 25% publikacji zawiera natomiast w równym stopniu dowody na większą i mniejszą efektywność funduszy SRI. Do podobnych wniosków doszli również C. Revelli i J.L. Viviani, którzy w okresie 1972–2009 zidentyfikowali 151 empirycznych prób weryfikacji hipotez o kierunku

¹⁵ S. Rathner, *The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis*, „Journal of Business Ethics” 2013, vol. 118, s. 358.

wpływu stosowania strategii SRI na efektywność i ryzyko inwestycji¹⁶. Zgodnie z ich spostrzeżeniami 40 badań wskazuje na pozytywny wpływ stosowania strategii SRI na parametry portfela, 31 sugeruje, że wpływ ten jest negatywny, a konkluzją 80 jest stwierdzenie o braku wpływu stosowania strategii SRI na efektywność i ryzyko portfela.

W Polsce, jak dotąd, stosunkowo niewielu autorów podjęło problematykę efektywności strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Wśród krajowych publikacji, w których badano wpływ stosowania strategii SRI na efektywność i ryzyko portfela, można m.in. wskazać pozycje autorstwa T. Czerwińskiej¹⁷, M. Wolskiej i M. Czerwonki¹⁸, M. Bartkowiaka i B. Janik¹⁹, A. Lulewicz-Sas²⁰ oraz P. Kaźmierkiewicza²¹. Warto również odnotować, że ze względu na występowanie na rynku polskim zaledwie sześciu krajowych funduszy deklarujących stosowanie strategii SRI, jednego indeksu SRI (RESPECT Index), a także krótki okres ich funkcjonowania, zakres podmiotowy oraz czasowy badań dotyczących rynku polskiego był ograniczony.

Wnioski sformułowane przez autorów omawianych publikacji nie są jednoznaczne. T. Czerwińska zauważa, że indeks RESPECT charakteryzuje ponadprzeciętny poziom rentowności i stosunkowo niskie ryzyko, wskazując jednocześnie, że przeprowadzone badanie, ze względu na jego krótki okres, nie upoważnia do formułowania wniosków o dodatnim związku społecznej odpowiedzialności i efektywności inwestycji. M. Wolska i M. Czerwonka wykazały, że 3 na 4 badane fundusze SRI osiągnęły wyniki słabsze od benchmarku, z kolei RESPECT Index okazał się być bardziej efektywny od indeksu WIG. Z badań przeprowadzonych przez M. Bartkowiak i B. Janik wynika, że RESPECT Index miał znacząco wyższe wskaźniki dochodowości i efektywności od analogicznych miar dla indeksów CEERIUS i VONIX. Ponadto, indeks ten miał lepsze parametry od wzorcowych dla GPW

¹⁶ Przy czym cytowani autorzy przeanalizowali 75 publikacji, stwierdzając, że w części z nich przeprowadzono więcej niż jeden eksperyment badawczy. Zob. C. Revelli, J.L. Viviani, *The Link Between SRI and Financial Performance: Effects and Moderators*, „Management International” 2013, vol. 17, no. 2, s. 105–122.

¹⁷ T. Czerwińska, op.cit., s. 129–140.

¹⁸ M. Wolska, M. Czerwonka, *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie – analiza funduszy SRI w Polsce*, „Studia i Prace” Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2013, nr 126, s. 9–22.

¹⁹ M. Bartkowiak, B. Janik, *Analiza porównawcza indeksów akcji spółek społecznie odpowiedzialnych Respect, Ceerius i Vonix*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2013, vol. 1, nr 9(258), s. 5–19.

²⁰ A. Lulewicz-Sas, *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie narzędziem koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu*, „Economics and Management” 2014, vol. 1, s. 142–157.

²¹ P. Kaźmierkiewicz, *Analiza atrakcyjności inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie (SRI) na podstawie rankingu Global100*, „E-Finanse” 2010, vol. 6, s. 28–45.

indeksów. Z analizy A. Lulewicz-Sas, w której autorka porównuje indeks WIG20 oraz RESPECT Index, wynika, że ten drugi ma wyższe stopy zwrotu oraz niższe ryzyko inwestycyjne.

Przeprowadzone przez autora badania empiryczne pozwalają sformułować następujące wnioski dotyczące efektywności i ryzyka inwestycji społecznie odpowiedzialnych²².

1. Pomimo obserwowanych różnic w efektywności funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych i funduszy stosujących klasyczne metody selekcji aktywów, brak jest statystycznych podstaw do odrzucenia hipotezy mówiącej, że efektywność funduszy inwestycyjnych stosujących strategię SRI nie różni się od efektywności funduszy stosujących klasyczne strategię inwestycyjne. Innymi słowy, można stwierdzić, że stosowanie przez fundusze inwestycyjne strategii SRI nie ma wpływu na ich efektywność.
2. Istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy mówiącej, że ryzyko funduszy inwestycyjnych stosujących strategię SRI nie różni się istotnie od ryzyka funduszy stosujących klasyczne strategię inwestycyjne. Co więcej, uzyskane wyniki sugerują, że stosowanie strategii SRI może prowadzić do zmniejszenia ryzyka ponoszonego przez inwestorów. Zauważono zwłaszcza, że:
 - stosowanie przez fundusze inwestycyjne strategii SRI wpływa na zmniejszenie mierzonego odchyleniem standardowym stóp zwrotu ryzyka tych funduszy,
 - mierzone współczynnikiem β ryzyko systematyczne funduszy SRI jest niższe od ryzyka funduszy stosujących klasyczne strategię inwestycyjne,
 - błędy oszacowania współczynników β funduszy SRI są niższe od analogicznych wielkości dla części funduszy stosujących klasyczne strategię inwestycyjne,
 - nie ma różnic w poziomie stabilności współczynników β funduszy SRI oraz funduszy stosujących klasyczne strategię inwestycyjne.

²² Badania zostały przeprowadzone na podstawie notowań jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w USA, Francji oraz Polsce. W badaniach uwzględniono ogółem 14 885 funduszy inwestycyjnych, z czego w skład próby badawczej weszło 455 funduszy. Zakres czasowy badań obejmował 10 lat (od dnia 1 stycznia 2004 r. do dnia 31 grudnia 2013 r.). Metodologia badań opierała się na analizie szeregów czasowych stóp zwrotu z wybranych funduszy inwestycyjnych i indeksów giełdowych. W badaniu uwzględniono klasyczne miary efektywności oraz ryzyka inwestycji (m.in. miary położenia i rozproszenia rozkładów stóp zwrotu), uzupełnione o miary efektywności skorygowane o ryzyko (m.in. wskaźniki Sharpe'a, Treynora i M^2 ; miary α Jensena i α Sharpe'a). Otrzymane rezultaty poddano weryfikacji na podstawie parametrycznych oraz nieparametrycznych procedur testowych (m.in. procedura ANOVA, testy Kruskala-Wallisa, t Welch, U Manna-Whitneya, Fishera, Hartleya, Browna i Forsythe'a). Szczegółowy opis oraz wyniki przeprowadzonych badań – zob. T. Jedynak, op.cit., s. 146–221.

Ostatecznie, biorąc pod uwagę rezultaty przeprowadzonej kwerendy piśmiennictwa oraz wyniki badań empirycznych, można stwierdzić, że stosowanie strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie prowadzi do spadku efektywności bądź wzrostu ryzyka portfela inwestycji.

5. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne a cele inwestycyjne portfeli emerytalnych

Podstawowym i najważniejszym celem budowy portfela oszczędności emerytalnych jest zapewnienie oszczędzającym strumienia dochodów w okresie po zakończeniu przez nich aktywności zawodowej. Cel ten wynika z samej istoty gromadzenia oszczędności emerytalnych i powinien być traktowany jako nadrzędny względem innych celów. Ustalenie sposobu, w jaki cel ten powinien być osiąganym, jest zagadnieniem spornym, wzbudzającym wiele kontrowersji. Dotyczą one m.in. zasad gromadzenia oszczędności, wielkości odprowadzanych okresowo składek, długości okresu oszczędzania, metody wypłaty zgromadzonych środków, instytucji odpowiedzialnych za zarządzanie portfelami oszczędności emerytalnych, istnienia preferencji podatkowych dotyczących oszczędności emerytalnych. Kwestie te wykraczają jednak poza zakres prowadzonych badań i nie były szerzej analizowane. Szczególna uwaga została natomiast poświęcona celom inwestycyjnym stawianym portfelom oszczędności emerytalnych. Co istotne, realizacja tych celów jest w znacznej mierze niezależna od sposobu rozwiązania wskazanych kwestii spornych.

W wymiarze finansowym cele inwestycyjne funkcjonowania portfeli emerytalnych sprowadzają się do trzech podstawowych elementów, tj.: 1) bezpieczeństwa dokonywanych inwestycji, 2) ich rentowności oraz 3) zapewnienia pożądanej płynności lokowanych środków²³. Z punktu widzenia problematyki poruszanej w tym rozdziale, istotne jest stwierdzenie, że strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego umożliwiają realizację tych celów w sposób nie gorszy niż klasyczne strategie inwestycyjne. Rezultaty badań wykazują bowiem, że stosowanie strategii SRI nie prowadzi ani do spadku efektywności, ani do wzrostu ryzyka portfela inwestycji.

²³ Przy czym portfele oszczędności emerytalnych nie muszą mieć bardzo wysokiej płynności. W czasie funkcjonowania portfela zasila go bowiem regularny strumień nowych środków, których wartość – przynajmniej częściowo – rekompensuje dokonywane wypłaty. Ponadto warto również zauważyć, że istnieje bardzo małe prawdopodobieństwo natychmiastowej wymagalności wypłaty wszystkich zgromadzonych w portfelu emerytalnym środków.

Przeciwnie, istnieją nawet podstawy, aby twierdzić, że strategie SRI mogą się przyczyniać do spadku ryzyka inwestycji. W toku analizy zauważono również, że portfele skonstruowane na podstawie strategii SRI są płynne i zasadniczo w każdym czasie trwania inwestycji istnieje możliwość ich spieniężenia.

W kontekście podjętych rozważań dotyczących celów inwestycyjnych portfeli emerytalnych warto również odnotować, że stosowanie strategii SRI może się przyczyniać do osiągnięcia wielu innych celów społeczno-ekonomicznych, których realizacja nie jest możliwa w przypadku klasycznych strategii inwestycyjnych. W pierwszej kolejności należałoby wskazać, że stosowanie przez instytucje finansowe zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych może skutkować wzrostem zainteresowania przedsiębiorstw koncepcją CSR (firmy zgłaszające popyt na kapitał będą się starały spełniać oczekiwania potencjalnych inwestorów). Inkorporacja polityki CSR oraz uwzględnianie przez przedsiębiorstwa czynników ESG może się z kolei przełożyć na wystąpienie korzystnych efektów zewnętrznych dla społeczeństwa, środowiska naturalnego i gospodarki (np. zmniejszenie zanieczyszczenia środowiska naturalnego, rozwój nowoczesnych technologii, poprawa warunków pracy).

Efektem stosowania strategii SRI przez instytucje zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych może być również odbudowa naruszonego na skutek okoliczności towarzyszących minionemu kryzysowi finansowemu zaufania do instytucji finansowych. Odejście od dotychczas stosowanej polityki, w której ramach akcentowano w zasadzie wyłącznie rentowność inwestycji oraz eksponowano nowe, kompleksowe spojrzenie wykraczające poza kwestie czysto finansowe, powinno się przyczynić do poprawy wizerunku tych instytucji. Potencjalnie jedną z konsekwencji stosowania strategii SRI oraz wzrostu zaufania do instytucji finansowych mogłoby być także zwiększenie zainteresowania oszczędzaniem długoterminowym. Stwierdzenie to, bez przeprowadzenia szczegółowych badań dotyczących preferencji oszczędzających, wydaje się jednak zbyt daleko idące.

6. Zakończenie

Mając na uwadze podnoszoną w ostatnim czasie kwestię budowy oszczędności długoterminowych w Polsce, kojarzoną głównie z przebudową systemu emerytalnego (II i III filary), a także rosnące znaczenie koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego oraz związane z nią kontrowersje, w rozdziale podjęto dyskusję

nad możliwością implementacji koncepcji SRI do polityki inwestycyjnej instytucji zajmujących się gromadzeniem oszczędności emerytalnych.

Przeprowadzona w niniejszym rozdziale synteza wyników analiz teoriopoznawczych oraz rezultatów badań empirycznych pozwoliły się odnieść do zadanych we Wprowadzeniu pomocniczych pytań badawczych dotyczących poruszonej problematyki. Sformułowane w kolejnych punktach rozdziału odpowiedzi na te pytania umożliwiły z kolei podjęcie próby odpowiedzi na postawione we Wprowadzeniu podstawowe pytanie badawcze. W moim przekonaniu, jednoznacznie sugerują one udzielenie na nie pozytywnej odpowiedzi. Innymi słowy, w świetle przeprowadzonych rozważań jest zasadne stwierdzenie, że stosowanie przez instytucje finansowe zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych będzie miało korzystny wpływ na budowę długoterminowych oszczędności w Polsce. Przy czym warto w tym miejscu odnotować, że w przypadku kwestii *stricte* finansowych stwierdzono, że nie różnicują one istotnie klasycznych strategii inwestycyjnych i strategii SRI. Znaczące korzyści ze stosowania strategii SRI przejawiają się natomiast w możliwości generowania przez nie pozytywnych efektów zewnętrznych oraz kreowaniu realnej szansy na odbudowę zaufania do instytucji finansowych.

Na zakończenie należy podkreślić, że sformułowane wnioski badawcze w żadnym stopniu nie uprawniają do twierdzenia, że stosowanie strategii SRI przez instytucje zajmujące się gromadzeniem oszczędności emerytalnych powinno być obligatoryjne. Przeciwnie, takie podejście prowadzi do wypaczenia idei odpowiedzialnego inwestowania i w efekcie może przynieść skutki przeciwne do zamierzonych. W obliczu rezultatów przeprowadzonych analiz w pełni jest jednak uzasadnione promowanie koncepcji SRI oraz uświadamianie i edukacja oszczędzających i zarządzających o korzyściach wynikających ze jej wdrażania. Ze względu na ogólnospołeczny charakter instytucji gromadzących oszczędności emerytalne, potencjalnym rozwiązaniem jest również wprowadzenie regulacji, zgodnie z którymi instytucje te miałyby obowiązek informowania w raportach okresowych o uwzględnianiu lub pominięciu stosowania w polityce inwestycyjnej zasad SRI²⁴.

²⁴ Podobne regulacje są obecnie stosowane m.in. w Wielkiej Brytanii, Włoszech, Francji i Belgii. Więcej na temat rozwiązań legislacyjnych dotyczących stosowania strategii SRI na rynku oszczędności emerytalnych – zob. T. Czerwińska, *Společna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3, s. 18–19.

Bibliografia

- 2014 *Global Sustainable Investment Review*, Global Sustainable Investment Alliance, GSIA, 2015, http://www.ussif.org/Files/Publications/GSIA_Review.pdf, 15.06.2016.
- Bartkowiak M., Janik B., *Analiza porównawcza indeksów akcji spółek społecznie odpowiedzialnych Respect, Ceerius i Vonix*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2013, vol. 1, nr 9(258).
- Czerwińska T., *Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku akcji*, „Problemy Zarządzania” 2012, vol. 10, nr 4(39).
- Czerwińska T., *Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.
- Czerwonka M., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013.
- European SRI Study 2014, Eurosif, 2014, <https://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/>, 15.06.2016.
- Hellsten S., Mallin C., *Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2006, vol. 66, no. 4.
- Jedynak T., *Efektywność i ryzyko funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Kraków 2015 (praca doktorska).
- Jedynak T., *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „Zeszyty Naukowe” nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Każmierkiewicz P., *Analiza atrakcyjności inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie (SRI) na podstawie rankingu Global100*, „E-Finanse” 2010, vol. 6.
- Kawalec S., Błażuk K., Kurek M., *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa 2015.
- Kurtz L., *Answer to four questions*, „The Journal of Investing” 2005, vol. 14, no. 3.
- Lulewicz-Sas A., *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie narzędziem koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu*, „Economics and Management” 2014, vol. 1.
- Ministerstwo Rozwoju, *Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*, Warszawa 2016, https://www.mr.gov.pl/media/14840/Plan_na_rzecz_Odpowiedzialnego_Rozwoju_prezentacja.pdf, 11.03.2016.
- Pension Fund Toolkit 2004–2005, Eurosif, 2005, http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/06/eurosif_pension_toolkit_2004_2005.pdf, 3.06.2016.
- Rathner S., *The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis*, „Journal of Business Ethics” 2013, vol. 118.

- Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C., *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior*, „Journal of Banking and Finance” 2008, vol. 32, no. 9.
- Revelli C., Viviani J.L., *The Link Between SRI and Financial Performance: Effects and Moderators*, „Management International” 2013, vol. 17, no. 2.
- Statman M., Glushkov D., *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, no 4.
- Report on Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014*, The Forum of Sustainable and Responsible Investment, 2014, http://www.ussif.org/files/publications/sif_trends_14.f.es.pdf, 15.06.2016.
- Wolska M., Czerwonka M., *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie – analiza funduszy SRI w Polsce*, „Studia i Prace” Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2013, nr 126.

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING AS AN ALLOCATION OF LONG-TERM RETIREMENT SAVINGS STRATEGY

The chapter presents the issue of application of socially responsible investment (SRI) strategies into allocation of long-term savings accumulated in capital part of pension system. The research hypothesis states that using SRI strategies by financial institutions which are involved in accumulation of retirement savings has a positive impact on the construction of long-term savings in Poland. In the article the foundations of the concept of socially responsible investment were characterised. Then it was stated, that application of SRI strategies influences the investment portfolio on various levels (i.e. liquidity of assets, time horizon, cost of management). It was also noted, that the strictly financial matters (risk-income profile) do not differentiate significantly traditional investment strategies and SRI strategies. However, it was noticed that some benefits from application of the SRI strategies may appear in connection to the positive external effects generated by them and a real chance for rebuilding trust to financial institutions. Finally, as a result of conducted analysis, it was established that there are no grounds for rejecting the research hypothesis.

Keywords: long-term savings, retirement savings, pension system, investment strategy, socially responsible investment

MODEL USŁUGI UBEZPIECZENIOWEJ ZWIĄZANEJ Z DŁUGOTRWAŁYM OSZCZĘDZANIEM

Maciej Szczepankiewicz*

W niniejszym rozdziale podjęto zadanie budowy modelu usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem. Poczynając od wskazania najważniejszych ustaleń terminologicznych i koncepcyjnych, ukazano wyraźną lukę badawczą. Następnie skonkretyzowano założenia do budowy modelu i wreszcie określono ostateczną jego postać. Skupiono się na wyraźnym opisanu podejmowanych zagadnień – było to niezbędne w związku z licznymi rozbieżnościami terminologicznymi związanymi z zagadnieniami działalności oszczędnościowej oferowanej przez zakłady ubezpieczeń. Najważniejszym celem rozdziału jest wskazanie przystępnej formy modelu usługi oferowanej przez zakłady ubezpieczeń. Dzięki sformułowaniu ogólnej postaci modelu oraz rozwinięciu jego poszczególnych części składowych możliwe są wnikliwsze rozważania na temat kształtowania usług oszczędnościowych w zakładach ubezpieczeniowych. Ponadto, stosowanie modelu umożliwia uniknięcie błędów i rozbieżności w analizowanym zagadnieniu.

Słowa kluczowe: oszczędzanie, ubezpieczenie, usługa ubezpieczeniowa, model, długoterminowe oszczędzanie

* Politechnika Poznańska, Wydział Inżynierii Zarządzania, Katedra Nauk Ekonomicznych; maciej.szczepankiewicz@put.poznan.pl

1. Wprowadzenie

Problem łączenia funkcji ubezpieczeniowej i oszczędnościowej w usługach oferowanych przez zakłady ubezpieczeń jest znany. W literaturze (często w aspekcie negatywnym) wskazuje się funkcję unikania podatku od zysków kapitałowych¹, przewagę funkcji inwestycyjnej (a nawet spekulacyjnej) nad funkcją ubezpieczeniową² czy wreszcie różnice między interesem klienta-ubezpieczonego a interesem klienta-inwestora, co wciąż stanowi interesujący temat rozważań. W niniejszym rozdziale nacisk został położony nie na samą ideę obecności tych usług na rynku, ale na to, jak taka usługa funkcjonuje czy też powinna funkcjonować. Ubezpieczenia polegają na tworzeniu i utrzymywaniu wspólnej puli środków finansowych (funduszu), które umożliwiają kompensatę następstw niepewnych zdarzeń, i – w razie ich zajścia (określonego zdarzenia) – dokonywanie kompensaty tych następstw³. Do *essentialium negotii* umowy ubezpieczenia zalicza się postanowienia określające zdarzenie losowe oraz interes ubezpieczonego, któremu zdarzenie owo zagraża.

Warto wskazać, jak była rozumiana usługa ubezpieczeniowa – „usługę ubezpieczeniową możemy więc zdefiniować jako spełnienie oczekiwań i wymagań ubezpieczonego poprzez wykonywane czynności składających się na tę usługę”⁴. Umowa ubezpieczenia została uregulowana w ustawie Kodeks cywilny w tytule XXVII (art. 805–834)⁵. Poprzez umowę ubezpieczenia ubezpieczyciel zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, spełnić określone świadczenie w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, a ubezpieczający zobowiązuje się zapłacić składkę⁶. Ponadto, jak wskazano w art. 4 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej: „poprzez działalność ubezpieczeniową rozumie się

¹ R. Pajewska-Kwaśny, I. Tomaszewska, *Wpływ regulacji podatkowych na atrakcyjność produktów finansowych*, „Studia i Prace” Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2012, nr 119, s. 139.

² A. Michór, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym a ochrona konsumenta*, „Bezpieczny Bank” 2015, nr 58, s. 156–182.

³ B. Hadyniak, *Ubezpieczenie jako urządzenie finansowe*, w: *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, PWE, Warszawa 2010, s. 50.

⁴ M. Romanowska, M. Trocki, *Podejście procesowe w zarządzaniu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 388.

⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. Nr 16, poz. 93.

⁶ Ibidem, art. 805 §1.

wykonywanie czynności ubezpieczeniowych związanych z oferowaniem i udzielaniem ochrony na wypadek ryzyka i wystąpienia skutków zdarzeń losowych⁷.

Wydaje się zasadne, by odnieść się do stosowanej w niniejszym rozdziale koncepcji modelu – ma to daleko idące implikacje dla właściwego zrozumienia przekazywanych treści. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na mnogość podejść do konstruowania i interpretowania modeli. W samej ekonomii można znaleźć co najmniej kilka sposobów przedstawienia modelu – za pomocą słów, wykresów czy układów równań matematycznych. W tym rozdziale zostało zastosowane podejście scharakteryzowane przez J. Stiglitz, a odnoszące się do rozumienia modelu jako uproszczenia rzeczywistości do istotnych dla podejmowanej analizy elementów⁸.

Znanym przedmiotem dyskusji jest określenie charakteru oferowanych na rynku instrumentów finansowych – czy należy wspominać o usługach finansowych czy może o produktach finansowych. W literaturze można znaleźć pozycje stosujące oba podejścia⁹, ale dostrzega się różnice w zależności od charakteru analizy – w podejściach marketingowych i sprzedażowych częściej wspomina się o produktach finansowych, natomiast autorzy analizujący aspekty finansowe mówią o usługach ubezpieczeniowych¹⁰. Wydaje się, że w przypadku niniejszej analizy właściwsze jest traktowanie ubezpieczeń jako usług. Przede wszystkim wskazuje na to niejednorodność, jednoczesna produkcja i konsumpcja – bez udziału klienta nic nie jest tworzone, a także nietrwałość – usługi ubezpieczeniowe nie mogą być zwrócone czy powtórnie sprzedane¹¹. Ponadto, przy opracowywaniu modelu rozróżniono pojęcia oszczędzania i inwestowania (analogicznie oszczędności i inwestycji). Oszczędzanie rozumie się zatem przez kryterium celu (motywu) – sfinansowanie nieprzewidzianych, nagłych, ale koniecznych wydatków w przyszłości lub zapewnienie odpowiedniego poziomu dochodów na emeryturze¹².

⁷ Art. 4. pkt 1 ustawy z dnia 11 września 2015r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844.

⁸ J.E. Stiglitz, *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, „The American Economic Review” 2002, no. 92(3), s. 460–501.

⁹ Zob. A. Kowalkowski, *Rola doradcy w sprzedaży produktu finansowego*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2016, nr 45(1), s. 475–486; A. Nosowski, *Rola projektowania w tworzeniu usług finansowych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia” 2014, nr 48(4), s. 165–175.

¹⁰ Shibo Li, Baohong Sun, R.T. Wilcox, *Cross-selling sequentially ordered products: An application to consumer services*, „Journal of Marketing Research” 2005, no. 42(2), s. 233–239.

¹¹ M.R. Solomon, *Consumer behavior: Buying, having, and being*, Prentice Hall, Englewood Cliffs–New York 2014, s. 172–175.

¹² B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 13–135.

Należy zwrócić uwagę na stosowanie pojęć: długotrwały i długoterminowy w literaturze ekonomicznej. Wspomina się o inwestycjach długoterminowych, długoterminowych decyzjach¹³, ale o długotrwałym bezrobociu¹⁴ czy długotrwałym oszczędzaniu¹⁵ (lub długotrwałym procesie oszczędzania¹⁶). W języku polskim określenia „długotrwały” i „długoterminowy” traktuje się często jako bliskie synonimy¹⁷. Można jednak zauważyć, że słowa te powinny być rozumiane w sposób odmienny – określenie „długoterminowy” kładzie większy nacisk na termin, natomiast „długotrwały” – na trwałość pewnej sytuacji. W języku angielskim ta różnica jest jeszcze czytelniejsza i zwraca się na nią uwagę w literaturze. Otóż „długoterminowy” tłumaczy się jako *long-dated* – podkreśla się określony moment w przyszłości (datę), natomiast „długotrwały” jako *long-term* (podkreśleniu ulega czas), a nawet *sustained* – tu jest akcentowana stabilność, ciągłość.

W niniejszym rozdziale zwrócono uwagę na trwałość oszczędzania, utrzymywanie tej działalności w czasie i ciągłość podejmowanych działań, dlatego uznano, że należy mówić o długotrwałym oszczędzaniu. Dzięki takiemu doborowi terminologii staje się czytelniejsze, w jaki sposób autor odnosi się do tematyki oszczędzania z zastosowaniem usług ubezpieczeniowych. Konieczne jest wskazanie, że nie podlega analizie, jaki jest cel oferowania takiej usługi ubezpieczeniowej czy korzystania z niej, choć oczywiście powinno to mieć kluczowy wpływ na wnioskowanie na podstawie ukazanego modelu. Autor rozumie przez to, że interpretacja modelu – jego praktyczne wykorzystanie – powinna przebiegać w kontekście celu usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem.

¹³ P. Kania, *Amortyzacja podatkowa a długoterminowe decyzje finansowe przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, vol. 2, t. 300: *Future of Finance*, część II: *Przyszłość finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, s. 135–144.

¹⁴ M. Maksim, M. Wojdyło-Preisner, *Determinanty długotrwałego bezrobocia w Polsce – perspektywa lokalna*, „Gospodarka Narodowa” 2015, nr 4, s. 119–120.

¹⁵ E. Węgrzyn, *Długotrwałe lokaty systematycznego oszczędzania i lokaty rentierskie*, „Bankier” 2014, nr 10, s. 6–7.

¹⁶ A.M. Kłopotka, *Kierunki zmian w procesach oszczędzania gospodarstw domowych w Japonii*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, nr 1(29), s. 226.

¹⁷ M. Bańko, *Wielki słownik wyrazów bliskoznacznych PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 387.

2. Założenia modelu

Wcześniejsze rozważania zostały sprowadzone do syntetycznej formy modelu usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem. Przy odpowiednich założeniach zostaną wskazane kluczowe elementy budowy takiej usługi finansowej, związane ze spełnianymi funkcjami (ubezpieczeniowymi i oszczędnościowymi), kosztami jej funkcjonowania i wreszcie korzyściami płynącymi z ich funkcjonowania. Rozważania były prowadzone z pozycji odbiorcy takiej usługi – wydaje się to wskazane z uwagi na jej konsumpcyjny charakter. Rozumie się przez to, że jedynie skonsumowana usługa jest nośnikiem wartości, choć może właściwszym byłoby wspomnieć o użyteczności¹⁸.

Oferta zakładów ubezpieczeń zależy, z jednej strony, od zakresu zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej (co jest także związane z potencjałem finansowym zakładu), z drugiej zaś zarówno od potrzeb klientów, jak i opłacalności (przy uwzględnieniu kosztów wytworzenia i wysokości cen) prowadzenia poszczególnych grup i rodzajów ubezpieczeń¹⁹.

W modelu została uwzględniona struktura przedmiotowa usługi ubezpieczeniowej o ogólnym składzie²⁰:

- potrzeby + fundusz nabywczy,
- potrzeby podstawowe, np. bezpieczeństwo, ochrona,
- potrzeby dodatkowe, np. inwestycje,
- potrzeby uzupełniające, np. oszczędności.

Z uwagi na wcześniejsze założenia, analizie w modelu zostaną poddane przede wszystkim potrzeby podstawowe odnoszące się do ochrony ubezpieczeniowej oraz potrzeby uzupełniające, w tym przypadku oszczędnościowe (choć jak pokazuje

¹⁸ Wskazywanym w literaturze dylematem jest rozbieżność między rozumieniem pojęć „wartość” a „użyteczność” (czy wreszcie „wartość użyteczności”). Wydaje się to tym trudniejsze, im więcej funkcji spełnia dane dobro/usługa. W przypadku usług ubezpieczeniowych wskazuje się funkcję ochrony ubezpieczeniowej na płaszczyźnie świadomości istnienia ochrony ubezpieczeniowej, poczucia bezpieczeństwa oraz pewności ochrony także w sytuacji, gdy kompensacja strat nie miała miejsca, której wartość jest trudna w ocenie, a użyteczność niewątpliwa. Zob. M. Kawiński, *Ubezpieczenia publiczne i prywatne w polityce społecznej. Skuteczność i efektywność*, C.H. Beck, Warszawa 2011; *Społeczne aspekty rozwoju rynku ubezpieczeniowego*, red. T. Szumlicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

¹⁹ B. Nowotarska-Romaniak, *Zachowania klientów indywidualnych w procesie zakupu usługi ubezpieczeniowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 21.

²⁰ Ibidem, s. 24.

praktyka rynkowa, w ofercie niektórych usług ubezpieczeniowych zaspokajanie potrzeb uzupełniających czy dodatkowych jest wysuwane na pierwszy plan²¹).

Usługa ubezpieczeniowa, sprzedawana przez zakłady ubezpieczeń, należy do grupy usług przedpłaconych – z tą zasadniczą różnicą, że w przypadku usługi ubezpieczeniowej konsumpcja tej usługi nie jest pewna (częstotliwość szkód zależy od specyfiki usługi, ale może się ona kształtować na poziomie np. do 20%). Wynika z tego, że klient, kupując usługi ubezpieczeniowe, przez wiele lat może nie zrealizować (skonsumować) zakupionej usługi. Każdy klient *de facto* kupuje obietnice realizacji danego typu świadczenia. Wybór danego zakładu ubezpieczeń jest podejmowany przez klienta często tylko na podstawie ceny – bez szczegółowego porównania produktów poszczególnych firm²².

Jak wcześniej zostało wspomniane, w celu budowy modelu trzeba ograniczyć rzeczywistość do elementów koniecznych w analizie. W tym przypadku należy wybrać elementy, które mają wpływ na usługę ubezpieczeniową z długoterminowym oszczędzaniem. W polskiej rzeczywistości prawnej elementy takiej usługi są niejako narzucone przez prawodawcę. W ustawie z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej reasekuracyjnej zostały wymienione elementy, które musi zawierać usługa ubezpieczeniowa (musi być zawarta w formie umowy, której elementy zostały ustalone przez ustawodawcę)²³. Do tych elementów zalicza się m.in. definicje poszczególnych świadczeń, wysokość składek odpowiadających poszczególnym świadczeniom podstawowym i dodatkowym czy zasady ustalania świadczeń należnych z tytułu umowy (art. 22)²⁴. Dokładna lista zapisanych, obowiązkowych elementów umowy ubezpieczenia na życie zawiera²⁵:

- 1) cel i charakter umowy,
- 2) wykaz przysługujących świadczeń z umowy oraz wykaz oferowanych ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych w ramach umowy,
- 3) tytuły oraz wysokość opłat pobieranych przez zakład ubezpieczeń,
- 4) określenie profilu ryzyka ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych,

²¹ Być może zasadne jest zastanowienie, czy usługa o takiej strukturze nosi znamiona wcześniej zdefiniowanej usługi ubezpieczeniowej.

²² B. Nowotarska-Romaniak, op.cit., s. 11.

²³ Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844.

²⁴ Ibidem.

²⁵ Ibidem, art. 22.

- 5) rekomendowany minimalny okres trwania umowy wraz z uzasadnieniem rekomendacji uwzględniającym horyzont inwestycyjny ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
- 6) informację o ryzyku inwestycyjnym ubezpieczającego lub ubezpieczonego, o ile takie ryzyko występuje.

Ponadto, w związku ze stosowaniem ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego są także podane²⁶:

- wykaz oferowanych w ramach umowy ubezpieczenia ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych,
- zasady ustalania wartości świadczeń z umowy ubezpieczenia z tytułu śmierci ubezpieczonego i dożycia ubezpieczonego do końca okresu ochrony ubezpieczeniowej, a także zasady ustalania wartości całkowitego i częściowego wykupu ubezpieczenia,
- regulamin lokowania środków ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
- zasady i terminy wyceny jednostek uczestnictwa ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
- tytuły i wysokość opłat pobieranych ze składek ubezpieczeniowych, z aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych lub przez umorzenie jednostek uczestnictwa ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych,
- zasady alokacji środków pochodzących ze składek ubezpieczeniowych w jednostki uczestnictwa ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego, terminy zamiany składek ubezpieczeniowych na jednostki uczestnictwa oraz zasady umorzenia jednostek uczestnictwa ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego i ich zamiany na środki pieniężne.

Regulamin lokowania środków ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego określa:

- 1) cel inwestycyjny ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
 - 2) typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
 - 3) charakterystykę aktywów wchodzących w skład ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego, kryteria doboru aktywów oraz zasady ich dywersyfikacji i inne ograniczenia inwestycyjne,
 - 4) informację o ryzyku inwestycyjnym ubezpieczającego lub ubezpieczonego.
- Założenia do budowy modelu przedstawiono w tabeli 1.

²⁶ Ibidem, art. 23.

Tabela 1. Elementy i części składowe modelu usługi ubezpieczeniowej

Elementy modelu							
funkcje usługi	wysokość składki	wysokość świadczeń	wysokość kosztów oraz innych obciążeń	czynniki wpływające na zmianę wysokości świadczenia	stosowane instrumenty inwestycyjne	zasady alokacji składek ubezpieczeniowych	wypłata świadczeń
Ochronna: • na wypadek śmierci w następstwie nieszczerśliwego wypadku • na wypadek śmierci w następstwie wypadku komunikacyjnego • na wypadek pobytu w szpitalu • na następstwie nieszczerśliwego wypadku • na wypadek trwałej utraty zdrowia w następstwie nieszczerśliwego wypadku • na wypadek całkowitej niezdolności ubezpieczonego do pracy z przejęciem opłacania składek • na wypadek poważnego zachorowania • na wypadek nowotworu złośliwego • na wypadek leczenia nowotworu złośliwego • na wypadek śmierci ubezpieczającego z przejęciem opłacania składek • na życie ubezpieczającego	• jednorazowa wypłata • regularne oszczędzanie • wypłata + dopłacanie	czynniki wpływające na wysokość świadczeń	opłaty (dys-trybucyjna, za prowadzenie umowy, transakcyjna konwersji jednostek, transakcyjna alokacji składek, za częściowy/całkowity wykup ubezpieczenia, z tytułu odstąpienia od umowy, za ryzyko)	występujące ograniczenia w wypłacie, dodatkowe opłaty i ponoszone koszty	• akcje • obligacje • waluty • instrumenty pochodne • inne inwestycje	• alokacja według wyboru ubezpieczonego • alokacja według procedur ubezpieczyciela • brak decyzji ubezpieczonego o alokacji składek	wypłata świadczenia z części ochronnej
Części składowe Oszczędnościowa – fundusze inwestycyjne	składka ochronna/składka funduszowa (oszczędnościowa)	• w części ochronnej zdarzenia ubezpieczeniowe • w części oszczędnościowej wyniki finansowe funduszu					wypłata świadczenia z części oszczędnościowej (funduszowej)

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wymienionych założeń został opracowany model usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem.

3. Model usług ubezpieczeniowych związanych z długotrwałym oszczędzaniem

W poprzednim punkcie rozdziału zostały wskazane założenia do opracowania modelu. Na ich podstawie określono poszczególne składowe modelu, a w końcowej części tego punktu zamieszczono ogólną postać modelu usługi ubezpieczeniowej.

W pierwszej kolejności należy wskazać rozwinięcie dla funkcji spełnianych przed usługę. W przypadku opisywanej usługi ubezpieczeniowej można wskazać dwie podstawowe funkcje – ochronną (ochrony ubezpieczeniowej) i oszczędnościową (fundusзовą). Jak już wspomniano, usługa może spełniać te funkcje w równym stopniu lub z przewagą jednej z nich. Funkcje usługi ubezpieczeniowej przedstawia następujący wzór:

$$SV = fSi_1 + fSi_2 + \dots + fOs_1 + fOs_2 + \dots,$$

przy czym:

$$i = 1 - s,$$

zatem:

$$s = 1 - i,$$

gdzie:

SV – funkcje spełniane przez usługę ubezpieczeniową,

S – funkcja ochronna,

O – funkcja oszczędnościowa,

s, i – preferencja oszczędności, ochrony.

Ten element modelu interpretuje się następująco: funkcje spełniane przez usługę ubezpieczeniową związaną z długoterminowym oszczędzaniem zależą od udziału elementów (oszczędnościowych, ochronnych) w składzie usługi. Przewaga jednej z funkcji zależy od preferencji (interpretacja z poziomu konsumenta) co do ochrony ubezpieczeniowej lub oszczędzania.

Następnym elementem modelu jest wysokość składki, obliczana według wzoru:

$$Pw = (r)PS_1 + (r)PS_2 + (r)PS_{\dots} + (WJ)PO_1 + (WJ)PO_2 + (WJ)PO_{\dots},$$

gdzie:

Pw – wysokość składki,

PS – składka ochronna,

PO – składka oszczędnościowa (funduszowa),

r – ryzyko, które wpływa na wysokość składki ochronnej (im wyższe ryzyko, tym wyższa składka),

WJ – wycena jednostki uczestnictwa w funduszu ubezpieczeniowym.

Ten element modelu można interpretować następująco: składka za usługę ubezpieczeniową zależy od wysokości składki za ochronę ubezpieczeniową oraz wysokości składki za część oszczędnościową. Składka w części ochronnej zależy od ryzyka, którym jest obarczone wystąpienie zdarzenia ubezpieczeniowego, a składka oszczędnościowa – od wyceny jednostek uczestnictwa w funduszu ubezpieczeniowym.

Kolejnym elementem jest wysokość wypłacanego świadczenia. Należy zauważyć, że świadczenie będzie się składało z dwóch elementów – świadczenia ochronnego i oszczędnościowego:

$$SW = SS + (-)SO,$$

przy czym:

$$SS = kSU_1 + kSU_2 + kSU_{\dots},$$

natomiast:

$$SO = WJ_1 + WJ_2 + WJ_{\dots},$$

gdzie:

SW – wysokość świadczenia,

SS – świadczenie ochronne,

SO – świadczenie oszczędnościowe,

SU – suma ubezpieczenia,

k – współczynnik wypłaty (jaka część SU zostanie wypłacona przy zaszłym zdarzeniu ubezpieczeniowym),

WJ – wycena jednostek funduszu inwestycyjnego.

Następnym ważnym elementem jest wysokość kosztów w opisywanej usłudze ubezpieczeniowej:

$$KS = KA_1 + KA_2 + KA_{\dots} + KU_1 + KU_2 + KU_{\dots} + KR_1 + KR_2 + KR_{\dots} + KI,$$

gdzie:

KS – koszty usługi ubezpieczeniowej (związane z opłatami),

KA – koszty związane z alokacją lub wykupem jednostek uczestnictwa,

KU – koszty związane z prowadzeniem umowy ubezpieczenia,

KR – koszty związane z wcześniejszym częściowym lub całkowitym wykupem ubezpieczenia,

KI – inne koszty (rozszerzony katalog kosztów znajduje się w sekcji poświęconej założeniom do modelu).

Kolejnym elementem prezentowanego modelu są zasady alokacji składki w jednostki funduszy inwestycyjnych. Należy przy tym zauważyć, że nie została wskazana różnica między alokacją dokonaną przez ubezpieczonego a alokacją dokonaną przez ubezpieczyciela (choć praktyka pokazuje, że alokacja dokonana przez ubezpieczyciela przebiega inaczej, ale efekt sumaryczny jest taki sam – 100% składki jest alokowane):

$$APw = d_1 Pw(WJ_1) + d_2 Pw(WJ_2) + d_{\dots} Pw(WJ_{\dots}),$$

przy czym:

$$d_1 + d_2 + d_{\dots} = 1,$$

gdzie:

APw – wartość alokowanej składki,

d – współczynnik alokacji informujący, jaka część składki została alokowana w danym funduszu inwestycyjnym.

Należy zauważyć, że suma współczynników alokacji jest równa 1 – dotyczy to sytuacji, gdy całość składki zostanie alokowana w jednostki funduszy inwestycyjnych (100%).

Ostatnim elementem modelu jest wypłata świadczenia:

$$WS = qSW - zKS,$$

gdzie:

WS – wypłacone świadczenie,

q – współczynnik wysokości świadczenia, które obowiązuje w danej sytuacji,

z – współczynnik kosztów, które obowiązuja w danej sytuacji.

Wypłacone świadczenie zależy od części wysokości świadczenia, która przysługuje ubezpieczonemu w danej sytuacji (zależnej od czasu oszczędzania oraz zdarzeń, które wystąpiły), pomniejszonej o koszty dotyczące wypłacanego świadczenia (w części, która obowiązuje w tej sytuacji).

Pozostałe elementy modelu nie będą rozwijane zgodnie z założeniami, a jedynie ukazane w postaci ogólnej. Pomiędzy elementami modelu w postaci ogólnej zostały umieszczone znaki „+”, jednak wartość dodatnia/ujemna powinna być przyjmowana w zależności od interpretacji modelu (z punktu widzenia wartości finansowej, użytkowej, spełnianych funkcji, ponoszonych kosztów, ryzyka itp.).

Postać ogólna modelu, opracowana przy uwzględnieniu wymienionych założeń i ograniczeń, jest następująca:

$$U_{udo} = SV + Pw + SW + KS + APw + IF + OW + WS,$$

gdzie:

IF – stosowane instrumenty finansowe,

OW – ograniczenia w wypłacie.

Przedstawiony model zawiera następujące elementy usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem: funkcje usługi, wysokość składki, wysokość świadczeń, wysokość kosztów oraz innych obciążeń, zasady alokacji składek ubezpieczeniowych, czynniki wpływające na zmianę wysokości świadczenia, stosowane instrumenty finansowe i wypłata świadczeń.

4. Zakończenie

W niniejszym rozdziale ukazano budowę modelu usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem. Poczynając od wybrania i prezentacji najważniejszych ustaleń terminologicznych i koncepcyjnych, podkreślono istniejącą lukę badawczą. Ważnym elementem są założenia do budowy modelu oraz ograniczenia, którym model będzie podlegał. W końcowej części przedstawiono ostateczną postać modelu, wraz z elementami na niego się składającymi. W rozdziale nacisk położono na skrupulatne argumentowanie podejmowanych zadań – było to niezbędne w związku z licznymi rozbieżnościami terminologicznymi, związanymi z zagadnieniami działalności oszczędnościowej oferowanej przez zakłady ubezpieczeń.

Do mocnych stron modelu można zaliczyć względną prostotę zastosowanej formuły matematycznej i ograniczoną liczbę elementów. Dodatkowo, dzięki wprowadzonym założeniom można było wskazać najważniejsze elementy usługi ubezpieczeniowej.

Słabymi stronami modelu jest konieczność dostosowania elementów formuły do każdej zmiany warunków funkcjonowania usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem, np. obowiązującego prawa, regulacji przyjętych przez zakład ubezpieczeń czy wymagań rynku.

Cel rozdziału, jakim było przedstawienie przystępnej formy modelu usługi ubezpieczeniowej związanej z długotrwałym oszczędzaniem oferowanej przez zakłady ubezpieczeń, był realizowany na podstawie przyjętych założeń. Dzięki sformułowaniu ogólnej postaci modelu oraz rozwinięciu jego poszczególnych części składowych są możliwe wnikliwsze rozważania na temat kształtowania usług oszczędnościowych w zakładach ubezpieczeniowych. Ponadto, stosowanie modelu umożliwia uniknięcie błędów i rozbieżności w analizowanym zagadnieniu.

W toku dalszych badań warto byłoby rozwinąć elementy składowe modelu. Byłoby ciekawe sprawdzenie, jak usługi ubezpieczeniowe oferowane na rynku polskim i światowym korespondują z elementami modelu ukazanego w tym rozdziale.

Bibliografia

- Bańko M., *Wielki słownik wyrazów bliskoznacznych PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.
- Hadyniak B., *Ubezpieczenie jako urządzenie finansowe*, w: *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, PWE, Warszawa 2010.
- Kania P., *Amortyzacja podatkowa a długoterminowe decyzje finansowe przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, vol. 2, t. 300: *Future of Finance*, część II: *Przyszłość finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*.
- Karwiński M., *Ubezpieczenia publiczne i prywatne w polityce społecznej. Skuteczność i efektywność*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Kłopotcka A.M., *Kierunki zmian w procesach oszczędzania gospodarstw domowych w Japonii*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, nr 1(29).
- Kowalkowski A., *Rola doradcy w sprzedaży produktu finansowego*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2016, nr 45(1).

- Li Shibo, Sun Baohong, Wilcox R.T., *Cross-selling sequentially ordered products: An application to consumer services*, „Journal of Marketing Research” 2005, no. 42(2).
- Maksim M., Wojdyło-Preisner M., *Determinanty długotrwałego bezrobocia w Polsce – perspektywa lokalna*, „Gospodarka Narodowa” 2015, nr 4.
- Michór A., *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym a ochrona konsumenta*, „Bezpieczny Bank” 2015, nr 58.
- Nosowski A., *Rola projektowania w tworzeniu usług finansowych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2014, nr 48(4).
- Nowotarska-Romania B., *Zachowania klientów indywidualnych w procesie zakupu usługi ubezpieczeniowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.
- Pajewska-Kwaśny R., Tomaszewska I., *Wpływ regulacji podatkowych na atrakcyjność produktów finansowych*, „Studia i Prace” Kolegium Zarządzania i Finansów 2012, nr 119.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Romanowska M., Trocki M., *Podejście procesowe w zarządzaniu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Solomon M.R., *Consumer behavior: Buying, having, and being*, Prentice Hall, Englewood Cliffs–New York 2014.
- Stiglitz J.E., *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, „The American Economic Review” 2002, no. 92(3).
- Szumlicz T., *Społeczne aspekty rozwoju rynku ubezpieczeniowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. Nr 16, poz. 93.
- Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844.
- Węgrzyn E., *Długotrwałe lokaty systematycznego oszczędzania i lokaty rentierskie*, „Bankier” 2014, nr 10.

THE MODEL OF INSURANCE SERVICE CONNECTED WITH LONG-TERM SAVING

In this chapter I undertook the task of building a model of an insurance service related to long-term saving. Starting from indicating the main terminological and conceptual findings, a clear research gap has been presented. Then, one has specified foundations for building the model, and finally its final form has been determined. The study was focused on a precise description of the covered issues – it was necessary due to the numerous terminological discrepancies related to the different aspects of saving services provided by insurance companies. The main aim of this chapter was to identify the convenient service model form offered by insurance companies. Thanks to the creation of the general description of the model and expanding its particular components, the deeper discussions on the development of saving services provided by insurance companies possible. In addition, the application of the model allows avoiding errors and discrepancies in the analysed issue.

Keywords: saving, insurance, insurance service, model, long-term saving

REAL ESTATE INVESTMENT TRUST JAKO INSTRUMENT DŁUGOTERMINOWEGO INWESTOWANIA

Robert Matusiak*

Przedmiotem rozdziału jest przedstawienie *Real Estate Investment Trust* jako instrumentu, który może służyć do zachęcania inwestorów do długoterminowego inwestowania. Fundusze te, ze względu na swoją konstrukcję, są idealnym narzędziem inwestycyjnym, który łączy korzyści długoterminowego inwestowania w nieruchomości z korzyściami podatkowymi. Fundusze REIT działają już od kilkudziesięciu lat na rynku amerykańskim, inwestując na wszystkich rynkach kapitałowych. Także kilka europejskich krajów wdrożyło tego typu struktury, zwiększając dostęp do efektywnych i długoterminowych inwestycji dla indywidualnych klientów.

Słowa kluczowe: REIT, inwestycje, nieruchomości

1. Wprowadzenie

W ostatnich dwóch dekadach można zauważyć na globalnym rynku finansowym i rynku nieruchomości wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi nazywanymi *Real Estate Investment Trust* (REIT). Jedną z barier inwestycji w rynek nieruchomości jest wysoka kapitałochłonność inwestycji. Od lat 90. XX w. REIT zaczęły działać najpierw w USA, a następnie w innych regionach świata, co spowodowało, że rynek nieruchomości stał się osiągalny dla niższych kwotowo inwestycji

* Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Inwestycji i Nieruchomości; matusiakk.robert@gmail.com

długoterminowych, zyskał wysoką płynność i można było przeprowadzać na nim częstą wycenę aktywów. Przyczyniło się to do wzrostu aktywności inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, którzy szukali relatywnie bezpiecznej długoterminowej inwestycji.

Z analizy doświadczeń krajów, które wprowadziły struktury typu REIT wynika, że nastąpił rozwój rynku nieruchomości, który potrzebuje stabilnego systemu finansowania, nieobarczonego dużym ryzykiem. Obecnie w Polsce brak jest rozwiązań regulacyjnych dotyczących tego typu funduszy inwestycyjnych.

Celem rozdziału jest przedstawienie tego typu funduszy inwestycyjnych, klasyfikacji i historii ich funkcjonowania w USA i Europie, a także możliwości wprowadzenia ich w Polsce.

2. Istota *Real Estate Investment Trust*

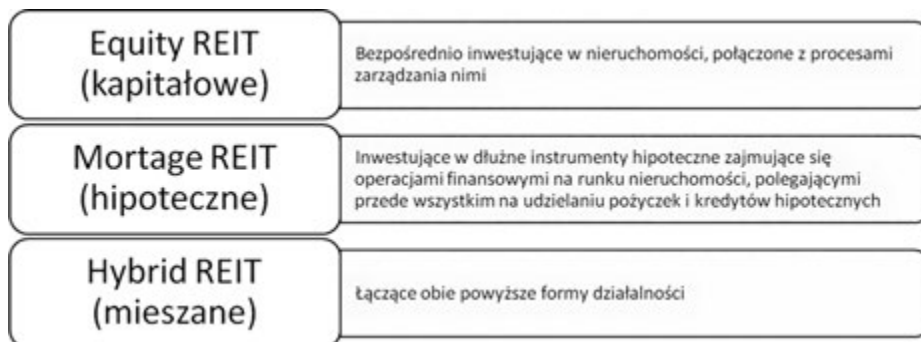
Nie istnieje jedna uniwersalna definicja funduszy typu REIT. Jest to najczęściej spółka akcyjna notowana na giełdzie, która zajmuje się pozyskiwaniem kapitału od indywidualnych lub instytucjonalnych inwestorów, a następnie lokuje je w sposób pośredni w nieruchomościach, najczęściej komercyjnych. W klasycznej formie REIT, poprzez inwestycje na rynku nieruchomości, zapewnia inwestorom regularne dochody i długoterminowy wzrost wartości kapitału. Po spełnieniu określonych warunków, ich dochody pochodzące z wynajmu nieruchomości lub innych aktywów, a także z inwestycji związanych z rynkiem nieruchomości, mogą być zwolnione z podatku dochodowego. Dokładna charakterystyka REIT zależy od przepisów prawnych stosowanych w danym kraju. Można wyróżnić trzy podstawowe rodzaje funduszy REIT: kapitałowe, hipoteczne i mieszane¹ (rysunek 1).

REIT jako formę inwestycji można zakwalifikować na pograniczu rynku finansowego i rynku nieruchomości (rysunek 2). Z tego powodu ten typ funduszy jest adresowany do szerokiego grona inwestorów chcących zainwestować swój kapitał na jednym lub drugim rynku. Powoduje to, że REIT, poprzez swoją konstrukcję oraz przedmiot inwestycji, są interesującą alternatywą dla inwestycji długoterminowych².

¹ S.H. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance an opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 16.

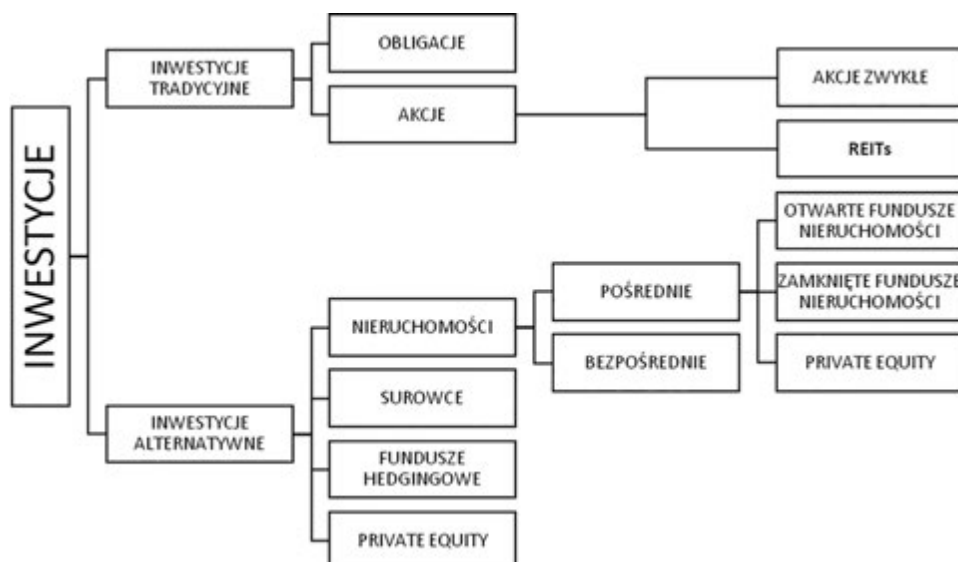
² J. Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, C.H. Beck, München 2007, s. 23.

Rysunek 1. Podstawowe rodzaje funduszy REIT



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: W. Pelka, *Fundusze REIT – brakujący czy zbędny instrument finansowania rynku nieruchomości w Polsce?*, „Rynek Finansowania Nieruchomości” 2014, nr 40, wrzesień, s. 11.

Rysunek 2. REIT jako forma inwestycji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, C.H. Beck, München 2007, s. 23.

Dzięki takim powiązaniom z rynkiem finansowym i nieruchomości fundusze te mają liczne zalety, tj. zapewniają:

- konkurencyjne długoterminowe stopy zwrotu w odniesieniu do akcji i obligacji,
- wysoki poziom wypłacanych dywidend,

- łatwy dostęp inwestorów indywidualnych do pośredniego inwestowania w nieruchomości,
- zdywersyfikowane inwestycje pod względem geograficznym,
- dużą płynność (udziały można łatwo spieniężyć, gdyż fundusze te są notowane na giełdach papierów wartościowych),
- jako spółki giełdowe dużą transparentność.

3. Geneza i rozwój funduszy REIT w USA

Rozwój amerykańskich REIT był związany z poszukiwaniem formy pozwalającej detalicznym inwestorom efektywnie lokować swoje oszczędności w celu rozwoju rodzimego rynku nieruchomości. Z racji swoich cech, rynek nieruchomości powodował, że musiały to być inwestycje długoterminowe. W tym celu musiały powstać instytucje finansowe dające dostęp tym inwestorom do tego rynku. Ich powstanie umożliwiło minimalizowanie ryzyka inwestycyjnego w celu ochrony interesów inwestorów indywidualnych. Koncepcja tego typu funduszy narodziła się już w XIX w., a jednym z pierwszych instytucji był fundusz *The Boston Personal Property Trust* (1893 r.). Powodzenie tego typu funduszy było związane z odpowiednim uregulowaniami prawnymi: zwolnieniem z płacenia podatków federalnych, ochroną prawną inwestorów, prawami korporacyjnymi inwestorów, łatwością w dostępie do rentownych inwestycji rynku nieruchomości, wypłacaniem regularnie dywidend co roku³.

Prawdziwy rozwój tego typu funduszu zaczął się jednak dopiero od 1960 r., gdy Kongres USA – na mocy *The Real Estate Investment Trust Act* – ustanowił ramy prawne dla tworzenia REIT. Dodatkowo, dokonano nowelizacji amerykańskich przepisów podatkowych dotyczących zwolnień podatkowych dla tych instytucji. Regulacje te miały na celu stworzenie szerokiego dostępu do inwestycji w zyskowne nieruchomości komercyjne.

Przyjęto konstrukcję podatkową, która zapewniała uprzywilejowany status podatkowy tylko po spełnieniu m.in. następujących warunków⁴:

- wypłata akcjonariuszom co roku minimum 90% dochodów w formie dywidend;
- inwestowanie tylko na rynku nieruchomości,

³ D.J. Valachi, *REITs: A Historical Perspective*, „The Appraisal Journal” 1977, no. 45, s. 450–451.

⁴ S.H. Chan, J. Erickson, K. Wang, op.cit., s. 16.

- minimum 100 udziałowców, z czego maksymalnie 5 mogło posiadać nie więcej niż 50% ogółu udziałów,
- minimum 75% dochodów brutto powinno pochodzić z najmu nieruchomości, zysku ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w innych funduszach oraz innych źródeł związanych z nieruchomościami,
- minimum 75% ogółu aktywów ulokowanych w nieruchomości, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką, gotówką lub obligacjami skarbowe.

Uregulowania te były wielokrotnie nowelizowane pod wpływem przemian związanych z liberalizacją zasad swobody przepływu kapitału, z których najważniejsze to⁵:

- *The Revenue Reconciliation Act* (1993 r.) – inwestorzy instytucjonalni, tacy jak: fundusze emerytalne, którzy byli dotychczas traktowani jako udziałowcy indywidualni, otrzymali status udziałowców grupowych, a REIT, które miały niską kapitalizację i składały się z maksymalnie z 5 udziałowców, którzy kontrolowali nie więcej niż 50% ogółu udziałów, otrzymały szansę na gwałtowny dopływ kapitału,
- *REIT Modernization Act* (1997 r.) – dzięki tej nowelizacji REIT mogły świadczyć nowe usługi związane z rynkiem nieruchomości poprzez swoje spółki zależne, a działalność ta podlegała opodatkowaniu.

W roku 1999 poprzez *REIT Modernization Act* przywrócono podstawowe zasady kwalifikujące fundusze jako REIT z uchwały *REIT Act* pochodzącej z 1960 r.

Wszystkie te zmiany prawne przełoży się na działalność funduszy REIT. Świadczy o tym wartość kapitalizacji w poszczególnych latach (rysunek 3). W latach 1995–2015 można było zauważyć ożywienie rynku, gdyż kapitalizacja wzrosła z 57 mld USD w 1995 r. do 938 mld USD w 2015 r. Ogólna liczba funduszy publicznych wzrosła z 219 na koniec 1995 r. do 233 na koniec 2015 r. W tym okresie najpopularniejsze były kapitałowe REIT, których liczba zwiększyła się odpowiednio z 178 do 182. Liczba funduszy hipotecznych REIT wzrosła w tym okresie z 24 do 41. Natomiast funduszy mieszanych REIT w 1995 r. było 17, a już w 2009 r. tylko 4 (dla późniejszych lat brak danych)⁶.

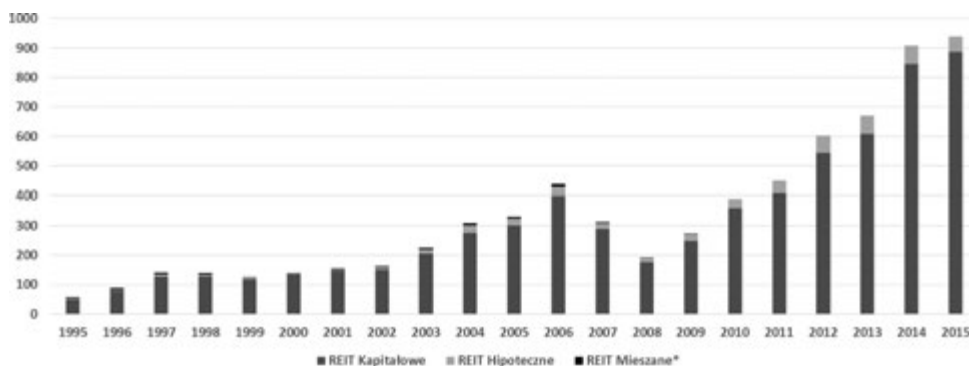
Popularność kapitałowych REIT na rynku amerykańskim jest wynikiem najdłuższej obecności tego typu funduszy na rynku amerykańskim. Ich aktywa stanowią

⁵ T.M. Edwards, *REITs Modernized 1999*, <https://www.reit.com/sites/default/files/media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/policy/government/RMA-2.pdf>, 7.06.2016.

⁶ NAREIT, *Equity Market Capitalization Outstanding*, <https://www.reit.com/data-research/data/us-reit-industry-equity-market-cap>, 7.06.2016.

znaczący udział w rynku nieruchomości, z którego czerpią regularne strumienie płatności z czynszów. Wysoka kapitalizacja wynika ze zwolnień podatkowych i specjalistycznej wiedzy zarządzających. Hipoteczne REIT mają głównie w swoich portfelach instrumenty finansowe powiązane z rynkiem nieruchomości. Szczególną rolę odgrywają tutaj kredyty i pożyczki hipoteczne, a także papiery wartościowe i dochody odsetkowe w wyniku nabycia cudzych kredytów zabezpieczonych hipoteką. Mieszane REIT z racji swego charakteru teoretycznie powinny mieć największe możliwości rozwoju. Jednak ten rodzaj funduszy, biorąc pod uwagę przedstawione dane, nie cieszy się uznaniem i jako jedyny notuje spadek zainteresowania.

Rysunek 3. Kapitalizacja poszczególnych rodzajów REITs w USA w latach 1995–2015 (w mln USD)



Uwaga: * brak danych dla REIT mieszane w latach 2010–2015.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT.

4. Geneza i rozwój funduszy REIT w Europie

W Europie fundusze REIT zaczęły działać dużo później niż w USA. Jako pierwszy kraj w Europie już w 1969 r. Holandia wprowadziła przepisy umożliwiające tworzenie podobnych struktur do tych, które działały za oceanem. Fundusze te podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych o stawce podatkowej 0% (co *de facto* jest zwolnieniem)⁷. Szczególny czas dla tego typu struktur to lata 90. XX w. i początek XXI w. (tabela 1).

⁷ EPRA, *Global REIT Survey 2014*, Brussels 2015, http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_2014_GLOBAL_1417773403962.pdf, 7.06.2016.

Tabela 1. Data wprowadzenia regulacji typu REIT w wybranych krajach europejskich

Kraj	Rok wprowadzenia regulacji	Nazwa struktury
Holandia	1969/2007	Fiscale Beleggingsinstelling
Włochy	1994/2006	Fondi di Investimento Immobiliare
Belgia	1995	Societe d'Investissement a capital fixe
Turcja	1998	Gayrimenkul Yat
Grecja	1999	-
Francja	2003	Societe d'Investissements Immobiliers Cotees
Bułgaria	2003	BG-REIT
Wielka Brytania	2007	UK Real Estate Investment Trust
Niemcy	2007	German Real Estate Investment Trust
Luxemburg	2007	-
Litwa	2008	-
Hiszpania	2009	Sociedades Anónmas Cotizadas de Inversion en el Mercado Immobiliario
Finlandia	2010	FIN-REIT ACT
Węgry	2011	-
Irlandia	2013	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Compare and contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes*, <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-2015.pdf>, 7.06.2016.

W krajach Europy działają zarówno otwarte, jak i zamknięte fundusze związane z rynkiem nieruchomości. Są one regulowane przez przepisy krajowe, dlatego istnieją między nimi różnice. Z punktu widzenia inwestorów, istotne są przede wszystkim regulacje dotyczące zasad opodatkowania dywidend oraz działalności kwalifikowanej. Inwestycje w fundusze REIT są dobrym sposobem na długoterminowe inwestowanie, dlatego blisko 75% funduszy emerytalnych z całego świata inwestuje w REIT, co stanowi ok. 10% ich aktywów⁸. Analizując stopy zwrotu, można zauważyć, że w dłuższym okresie są efektywnym sposobem na długoterminowe zyski. Potwierdza to analiza stóp zwrotu inwestycji w nieruchomości w dłuższym horyzoncie czasowym. Według aktualnych trendów, europejski rynek nieruchomości odnotował wzrost o 0,2% w kwietniu 2016 r. W Europie według FTSE EPRA/NAREIT Real Estate Index Series (tabela 2) 3-letnie inwestycje w nieruchomości charakteryzuje zwrot w wysokości 15,2%, 5-letnie – 12,1%, a 20-letnie – 9,4%. Natomiast zwrot

⁸ H. Kozieł, *REIT, czyli wielka szansa dla rynku*, <http://www.parkiet.com/artykul/1432860.html?print=tak>, 7.06.2016.

z 10-letnich inwestycji w nieruchomości był równy tylko 3,2%. Kapitalizacja rynkowa wynosiła pod koniec kwietnia 2016 r. ponad 1186 mld EUR⁹.

Tabela 2. FTSE EPRA/NAREIT Real Estate Index Series (kwiecień 2016 r., w %)

Fundusze	Całkowity zwrot					
	YTD	1-letnie	3-letnie	5-letnie	10-letnie	20-letnie
Global Real Estate	0,0	0,6	8,8	13,1	5,6	8,9
Global Equities (FTSE)	-1,1	-5,5	8,0	7,7	4,8	6,6
Global Bonds (JP Morgan)	3,7	3,5	3,7	4,6	4,4	5,0
Europe Real Estate	-2,4	-1,2	15,2	12,1	3,2	9,4
Asia Real Estate	-2,4	-6,3	1,7	10,3	4,4	6,1
North America Real Estate	-1,5	4,7	11,4	15,0	7,4	11,9

Źródło: FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, Monthly Market Review, April 2016, s. 1, http://www.epra.com/media/EPRA_Monthly_Market_Review_-_April_2016_1462011461944.pdf, 7.06.2016.

5. Perspektywy wprowadzenia REIT w Polsce

Polski rynek nieruchomości komercyjnych jest największym w Europie Środkowo-Wschodniej (43% wolumenu transakcji dokonuje się na terytorium polskim)¹⁰. Według raportu firmy Knight Frank, rekordowym okresem pod względem inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych był 2015 r., a wolumen inwestycyjny wyniósł ponad 4 mld EUR i wzrósł o 35% w porównaniu z 2014 r. Także duże wzrosty odnotowano w przypadku transakcji na rynku powierzchni handlowych, gdzie wolumen transakcji osiągnął poziom 2,2 mld EUR (co stanowiło 54% wartości sfinalizowanych umów kupna/sprzedaży na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce). Stopy kapitalizacji w tym sektorze dla najlepszych obiektów handlowych kształtowały się na poziomie 5,5%¹¹. Właścicielami ok. 90% nieruchomości handlowych w Polsce (licząc według powierzchni handlowej) są inwestorzy zagraniczni, a wśród nich fundusze emerytalne oraz REIT¹².

⁹ FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, „Monthly Market Review” 2016, April, s. 1, http://www.epra.com/media/EPRA_Monthly_Market_Review_-_April_2016_1462011461944.pdf, 7.06.2016.

¹⁰ EY Polska, *The Polish Real Estate Guide 2016*, s. 36, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Polska/\\$FILE/RE_Guide_2016_final.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Polska/$FILE/RE_Guide_2016_final.pdf)

¹¹ Knight Frank Polska, *Raport Polska Rynek Komercyjny 2015/2016*, s. 12, <http://content.knightfrank.com/research/735/documents/en/rynek-komercyjny-w-polsce-2015-3552.pdf>, 7.06.2016.

¹² H. Kozieł, op.cit.

W Polsce obecnie nie istnieją przepisy pozwalające utworzyć klasyczne fundusze typu REIT. Jako jeden z niewielu krajów w Europie Polska nie wprowadziła takich regulacji prawnych. Według przepisów dotyczących funduszy inwestycyjnych (ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych¹³) możliwe jest tworzenie funduszy inwestycyjnych, które inwestują w rynek nieruchomości. Dlatego w Polsce występują struktury określane mianem funduszy REIT-like, czyli instytucji bardzo zbliżonych do wzorca REIT.

Pierwszy pomysł stworzenia w Polsce klasycznych struktur REIT powstał w 2007 r., a odpowiedzialne za to było Ministerstwo Budownictwa. W założeniach fundusze te miały służyć do pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania na budownictwo mieszkaniowe. Założeń tych nigdy jednak nie zrealizowano. Pod koniec kwietnia 2015 r. Giełda Papierów Wartościowych i Związek Banków Polskich przedstawiły opracowanie pt. *Polski REIT* (którego współautorami są również: Jones Lang Lasalle, Deloitte Polska, Global Trade Centre, Greenberg Traurig oraz Weil, Gotshal & Mandes), pokazujące korzyści z ewentualnego wprowadzenia REIT w Polsce oraz zawierające konkretne propozycje rozwiązań prawnych pozwalających na wprowadzenie REIT¹⁴ (tabela 3).

W uzasadnieniu projektu podaje się, że w większości zyski z wynajmu nieruchomości komercyjnych w Polsce podlegają optymalizacji podatkowej, w czego wyniku szacowana wartość utraconych podatków wynosi ok. 1 mld PLN. Dodatkowo zakłada się, że 30% akcjonariuszy SWRN powinni stanowić inwestorzy indywidualni, którzy co roku powinni otrzymywać ok. 120–240 mln PLN jako dywidendę. W efekcie budżet państwa powinien uzyskać wpływy w wysokości 25–50 mln PLN rocznie z tytułu opodatkowania wypłacanych dywidend. Zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych tych instytucji mogą zmniejszyć wpływy do budżetu państwa z tego źródła, ale w wyniku powstania tego typu podmiotów jest spodziewane przyspieszenie rozwoju rynku nieruchomości, czyli wzrost wpływów z innych źródeł¹⁵.

¹³ Dz.U. Nr 146 poz. 1546.

¹⁴ H. Kozieł, op.cit.

¹⁵ T. Szpyt, *Nowe zwierzę idzie na rynek, GREIT idea?*, „Eurobuild Central & Eastern Europe: Construction & Property” 2016, no. 4(209), http://eurobuildcee.com/?page=edition&id=1299&id_article=2669, 7.06.2016.

Tabela 3. Główne założenia do projektu pt. *Polski REIT*

Wyszczególnienie	Opis
Status prawny	• tego typu fundusze będą nazywane spółką rynku wynajmu nieruchomości (SRWN) • jest to spółka akcyjna będąca jednocześnie spółką publiczną, która zostanie dopuszczona do obrotu publicznego • musi być polskim rezydentem podatkowym • kapitał zakładowy powinien wynosić minimum 60 mln PLN • nieoznaczony czas trwania
Majątek	• powinien się składać z co najmniej w 70% z nieruchomości, udziałów lub akcji w spółkach zależnych oraz akcji innych spółek rynku wynajmu nieruchomości • zobowiązania spółki rynku wynajmu nieruchomości nie mogą przekroczyć 70% wartości godziwej jej aktywów
Możliwości inwestycyjne	• wyłącznie nieruchomości na terytorium Polski • będzie mogła inwestować w biurowce, obiekty handlowe czy magazyny, z wyłączeniem jednak budynków i lokali mieszkalnych oraz gruntów • będzie musiała osiągać nie mniej niż 70% zysku brutto z wynajmu nieruchomości lub ich części (tytułem czynszu) albo odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części • co najmniej 80% zysku ma być wypłacane akcjonariuszom
Zwolnienia podatkowe	• zwolnienie z opodatkowania dochodów SRWN uzyskanych z najmu nieruchomości lub ich części, a także z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części • dochody SRWN uzyskane z odpłatnego zbycia udziałów w spółkach zależnych mają być zwolnione z opodatkowania • podatków nie trzeba będzie płacić od przychodów SRWN z dywidend wypłaconych przez ich spółki zależne • spółką zależną od SRWN ma być: spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna, której majątkiem w określonej części są nieruchomości i w której SRWN ma nie mniej niż 95% udziałów lub akcji w kapitale zakładowym
Okres przejściowy	• 3-letni okres przejściowy, podczas którego SRWN nie będą musiały spełniać wszystkich wymogów ustawowych • po tym czasie w razie niespełnienia warunków SRWN będzie musiał uiścić należny podatek wraz z odsetkami za zwłokę

Źródło: Opracowane własne na podstawie: T. Szpyt, *Nowe zwierzę idzie na rynek, GREIT idea?*, „Eurobuild Central & Eastern Europe: Construction & Property” 2016, no. 4(209), http://eurobuildcee.com/?page=edition&id=1299&id_article=2669, 7.06.2016.

Rozwiązania te mają bazować na koncepcjach REIT działających we Francji, Belgii, Irlandii i Hiszpanii. Obecnie projekt trafił do Ministerstwa Finansów, które będzie prowadziło dalsze prace. Resort ten wystąpił już z wnioskiem o wpisanie projektu ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych do wykazu prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów¹⁶. Trudno stwierdzić, ile potrwają pracę legislacyjną.

¹⁶ Ibidem.

Przedstawione okoliczności pozwalają jednak zakładać, że w najbliższej przyszłości rozwiązania tego typu pojawią się na polskim rynku w celu pobudzenia inwestorów indywidualnych, a także instytucjonalnych. Dzięki tej formie inwestycji pojawiłoby się efektywne, stabilne, długoterminowe narzędzie do lokowania kapitału. Stworzyłoby to szansę do szybszego rozwoju polskich firm deweloperskim lub inwestycyjnym.

6. Zakończenie

Fundusze typu REIT działają na rynkach wysoko rozwiniętych i są już pewnym standardem rynkowym. Dzięki korzyściom związanym głównie z opodatkowaniem i osiąganymi wynikami finansowymi są one dobrym narzędziem do długoterminowych inwestycji dla różnych grup inwestorów. Tego typu rozwiązania pobudzają rozwój sektora nieruchomości w danym kraju, a także inne sektory związane z tym rynkiem. Oprócz tego fundusze te są notowane na giełdzie papierów wartościowych jako wysoko dywidendowe spółki, które wpływają na rozwój rynku finansowego danego kraju.

Kraje europejskie stosunkowo późno wprowadziły do swoich systemów prawnych rozwiązania dla tworzenia tych struktur. REIT z krajów europejskich i USA inwestują na polskim rynku, osiągając wymierne korzyści finansowe w wyniku konkurencji podatkowej dla swoich gospodarek. Obecnie w Polsce brakuje tego typu rozwiązań, co opóźnia rozwój rynku nieruchomości i pozbawia polskich inwestorów efektywnego, stabilnego, długoterminowego narzędzia do lokowania kapitału na terytorium naszego kraju.

Wprowadzenie rozwiązań przedstawionych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Polsce w projekcie pt. *Polski REIT* przyspieszyłoby i ustabilizowało napływ funduszy na rynek nieruchomości oraz ogólny rozwój infrastruktury w Polsce. Stanowiłoby także impuls do stworzenia transparentnego mechanizmu długoterminowych inwestycji na rynku nieruchomości, powiązanego z giełdą papierów wartościowych w Warszawie.

Bibliografia

- Chan S.H., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trust. Structure, performance an opportunities*, Oxford University Press, New York 2003.
- Compare and contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes*, <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-2015.pdf>, 7.06.2016.
- Edwards T.M., *REITs Modernized 1999*, <https://www.reit.com/sites/default/files/media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/policy/government/RMA-2.pdf>, 7.06.2016.
- EPRA, *Global REIT Survey 2014*, Brussels 2015, http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_2014_GLOBAL_1417773403962.pdf, 7.06.2016.
- EY Polska, *The Polish Real Estate Guide 2016*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Polska/\\$FILE/RE_Guide_2016_final.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Polska/$FILE/RE_Guide_2016_final.pdf), 7.06.2016.
- FTSE EPRA/NAREIT Developed Index*, „Monthly Market Review” 2016, April. http://www.epra.com/media/EPRA_Monthly_Market_Review_-_April_2016_1462011461944.pdf, 7.06.2016.
- Knight Frank Polska, *Raport Polska Rynek Komercyjny 2015/2016*, <http://content.knight-frank.com/research/735/documents/en/rynek-komercyjny-w-polsce-2015-3552.pdf>, 7.06.2016.
- Kozieł H., *REIT, czyli wielka szansa dla rynku*, <http://www.parkiet.com/artykul/1432860.html?print=tak>, 7.06.2016.
- NAREIT, *Equity Market Capitalization Outstanding*, <https://www.reit.com/data-research/data/us-reit-industry-equity-market-cap>, 7.06.2016.
- Pełka W., *Fundusze REIT – brakujący czy zbędny instrument finansowania rynku nieruchomości w Polsce?*, „Rynek Finansowania Nieruchomości” 2014, nr 40, wrzesień.
- Schäfer J., *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, C.H. Beck, München 2007.
- Szpyt T., *Nowe zwierzę idzie na rynek, GREIT idea?*, „Eurobuild Central & Eastern Europe: Construction & Property” 2016, no. 4(209), http://eurobuildcee.com/?page=edition&id=1299&id_article=2669, 7.06.2016.
- Valachi D.J., *REITs: A Historical Perspective*, „The Appraisal Journal” 1977, no. 45.

REAL ESTATE INVESTMENT TRUST AS AN INSTRUMENT OF THE LONG-TERM INVESTING

This chapter is about the Real Estate Investment Trust (REIT) business model. REITs distributing over most of their profits can obtain tax concessions for their shareholders, which means the REIT funds are tax transparent. Due to tax advantages REITs are interesting and effective long term investment vehicles. The concept of REIT funds expanded from the US market to all main capital markets around the world. Several main European capital markets have implemented REIT structures, but the question of the future of the Polish REIT market is still open.

Keywords: REIT, investment, real estate

CZYNNIKI ROZWOJU PRYWATNYCH PLANÓW EMERYTALNYCH¹

Mariusz Dybał*

Celem rozdziału jest analiza czynników wpływających na rozwój prywatnych planów emerytalnych w krajach OECD. Na podstawie badań stwierdzono, że do najważniejszych czynników należą: obowiązkowe uczestnictwo, automatyczna rejestracja, tworzenie zachęt finansowych, opracowanie programów edukacji finansowej, ułatwienie i uproszczenie warunków wyboru oraz działania prywatnych planów emerytalnych, interakcje między publicznymi i prywatnymi planami emerytalnymi. Zaobserwowano, że średnia stopa zastąpienia dla osoby przeciętnie zarabiającej w planach publicznych wynosi 41%, w porównaniu do 53%, kiedy zostaną uwzględnione obowiązkowe plany emerytalne. W przypadku gdy zostanie dodane uczestnictwo w dobrowolnych prywatnych planach emerytalnych, to średnia stopa zastąpienia wzrasta do 58%. Z porównań różnych prywatnych planów emerytalnych wynika, że najwyższe wskaźniki zasięgu prywatnych planów emerytalnych (ok. 70% lub powyżej) istnieją w krajach o obowiązkowym lub quasi-obowiązkowym uczestnictwie w prywatnych planach emerytalnych. Natomiast w krajach, gdzie prywatne plany emerytalne są dobrowolne, wskaźniki zasięgu wynoszą od ok. 13% do 50% populacji w wieku produkcyjnym, tj. w wieku 15–64 lata.

Słowa kluczowe: prywatne plany emerytalne, system emerytalny

¹ Projekt badawczy finansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji DEC-2014/15/D/HS4/01238.

* Uniwersytet Wrocławski, Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii, Instytut Nauk Ekonomicznych; mariusz.dybal@uwr.edu.pl

1. Wprowadzenie

W wyniku rosnącej długowieczności oraz niskiego współczynnika dzietności następuje starzenie się populacji, które stanowi poważne wyzwanie w sensie ekonomicznym, społecznym i politycznym. Prognozuje się, że na świecie udział osób w wieku 65 lat i powyżej wzrośnie z 8% w 2015 r. do prawie 18% do 2050 r., w krajach Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) zaś z 16% do 27%. W OECD udział ludności w wieku powyżej 75 lat w 2050 r. będzie podobny do udziału ludności w wieku powyżej 65 lat obecnie².

Proces starzenia społeczeństwa wpływa bezpośrednio na finansowanie emerytalnych programów *pay-as-you-go* (PAYG), ponieważ malejąca liczba osób w wieku produkcyjnym musi utrzymać poziom świadczeń emerytalnych dla coraz większej liczby osób starszych³.

Kolejną cegiełkę wzmacniającą presję na finanse publiczne dołożył globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 oraz jego następstwa: spowolnienie wzrostu gospodarczego, wysokie poziomy długu publicznego w wielu krajach OECD, wysokie bezrobocie, rekordowo niskie stopy procentowe oraz inflacja⁴.

W efekcie stabilność finansów publicznych stała się problemem teraźniejszości, a nie przyszłości. Dla przykładu, we wszystkich krajach OECD rządowe zobowiązania finansowe brutto wzrosły średnio z 55% produktu krajowego brutto (PKB) w 2007 r. do 88% PKB w 2014 r. Biorąc pod uwagę, że wydatki publicznych systemów emerytalnych stanowiły średnio 18% całkowitych wydatków publicznych w poszczególnych krajach OECD, reforma emerytalna jest zazwyczaj częścią strategii konsolidacji finansów publicznych i zmniejszenia wskaźników zadłużenia⁵.

Kraje, chcąc pogodzić adekwatność dochodową ze stabilnością finansową systemów emerytalnych, reformują swoje systemy emerytalne m.in. w takich obszarach,

² United Nations, *World Population Prospects: The 2012 Revision*, New York 2013, <http://dx.doi.org/10.1787/888933300213>, 25.07.2016.

³ M. Dybał, *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008, s.16.

⁴ OECD, *Interim Economic Assessment – 18 March 2015: Tailwinds driving a modest acceleration... but storm clouds on the horizon?*, Paris 2015, www.oecd.org/eco/outlook/Interim-Assessment-Handout-Mar-2015.pdf, 25.07.2016.

⁵ OECD, *Economic Outlook 97 Database*, Paris 2015, <http://dx.doi.org/10.1787/eo-data-en>, 25.07.2016.

jak: wymogi kwalifikacji, składka emerytalna, świadczenie emerytalne, metoda finansowania, sposób zarządzania, struktura systemu⁶.

Wydaje się, że jednym z instrumentów umożliwiających uzyskanie dodatkowych środków finansowych w okresie starości może być wprowadzenie prywatnych planów emerytalnych. Tym samym ujawnia się motywacja powstania niniejszego rozdziału, a jest nią próba odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- P1: jakie czynniki wpływają na rozwój prywatnych planów emerytalnych,
- P2: w jakim stopniu wprowadzenie prywatnych planów emerytalnych umożliwi uzyskanie dodatkowych dochodów w okresie starości,
- P3: czy głównym czynnikiem determinującym rozwój prywatnych planów emerytalnych jest przymusowe uczestnictwo.

Na przedstawione pytania badawcze autor poszuka odpowiedzi w wyniku realizacji celu badawczego, którym była analiza czynników wpływających na rozwój prywatnych planów emerytalnych w krajach OECD. Wymieniony cel został osiągnięty w niniejszym rozdziale, który oprócz Wprowadzenia i Zakończenia składa się z następujących punktów:

- zasięg prywatnych planów emerytalnych,
- wpływ prywatnych planów emerytalnych na stopę zastąpienia,
- elementy rozwoju prywatnych planów emerytalnych.

Można zatem stwierdzić, iż podmiotem badań będą obywatele, instytucje, państwa i organizacje, a przedmiotem badań – relacje między wymienionymi podmiotami, służące rozwojowi prywatnych planów emerytalnych. Jako źródło danych wykorzystano literaturę przedmiotu udostępnioną przez zarówno praktyków, jak i badaczy z wiodących ośrodków naukowych, źródła internetowe oraz raporty takich organizacji, jak OECD, Bank Światowy, Komisja Europejska. Badaniu poddano głównie lata 1995–2016, a autor wykorzystał następujące metody badawcze:

- badania dokumentów,
- monograficzną,
- analizy i konstrukcji logicznej,
- analizy i krytyki piśmiennictwa,
- statystyczną.

⁶ M. Dybał, *Funded Pensions – A Remedy for an Ageing Society*, „Wrocław Review of Law, Administration & Economics” 2012, vol. 2, no. 2, issue 2, s. 118, <http://wrlae.prawo.uni.wroc.pl/index.php/wrlae/article/view/41/81>, 25.07.2016.

2. Zasięg prywatnych planów emerytalnych

W roku 2013 w 17 spośród 34 krajów OECD istniały formy obowiązkowego lub quasi-obowiązkowego prywatnego planu emerytalnego (tabela 1). W efekcie przymusu uczestnictwa osiągnięto wysoki udział populacji w wieku produkcyjnym. W Finlandii, Islandii, Norwegii i Szwajcarii pracownicze programy emerytalne są obowiązkowe i obejmują prawie lub ponad 70% populacji w wieku produkcyjnym: pracodawcy muszą obsługiwać system, a wysokość składki jest ustalana przez rząd. Islandia jest jednym z krajów o najwyższym wskaźniku pokrycia spośród wszystkich krajów OECD, osiągając udział zakładowych planów emerytalnych w 87,9% populacji w wieku produkcyjnym⁷.

Tabela 1. Zasięg prywatnych planów emerytalnych według typu w 2013 r. (w % populacji w wieku produkcyjnym, tj. 15–64 lata)

Kraj	Obowiązkowe/quasi-obowiązkowe	Dobrowolne		
		zakładowe	indywidualne	ogółem
Australia	68,5	x	19,9	19,9
Austria	x	15,1	18,0	•
Belgia	x	57,3	•	•
Chile	78,9	•	•	•
Czechy	x	x	66,2	66,2
Dania	ATP: 83,3; QMO: 62,3	x	22,4	22,4
Estonia	74,3	x	5,1	5,1
Finlandia	84,1	9,2	20,9	29,1
Francja	x	20,2	5,3	•
Hiszpania	x	3,3	15,7	18,6
Holandia	88,0	x	28,3	28,3
Grecja	x	0,2	•	•
Irlandia	x	31,0	12,0	41,3
Islandia	87,9	x	52,2	52,2
Izrael	94,2	x	x	x
Japonia	x	•	•	•

⁷ OECD, *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, Paris 2015, s. 186, <http://dx.doi.org/10.1787/888933301275>, 25.07.2016.

Kraj	Obowiązkowe/quasi-obowiązkowe	Dobrowolne		
		zakładowe	indywidualne	ogółem
Kanada	x	25,7	24,7	•
Korea Południowa	13,9	x	23,4	23,4
Luksemburg	x	5,2	•	•
Meksyk	57,8	1,7	x	1,7
Niemcy	x	56,4	35,2	71,3
Norwegia	68,6	•	22,3	•
Nowa Zelandia	x	7,2	72,9	•
Polska	60,3	1,4	•	•
Portugalia	x	3,2	4,0	•
Słowacja	55,3	x	•	•
Słowenia	x	•	•	36,3
Szwajcaria	72,6	x	•	•
Szwecja	PPS: ~100; QMO: ~90	x	36,0	36,0
Turcja	1,4	0,5	6,9	•
Węgry	x	•	18,5	•
Wielka Brytania	x	30,0	11,1	43,3
Włochy	x	7,4	8,9	15,7
USA	x	41,6	22,0	47,1

Uwaga: x – wypełnienie pozycji jest niemożliwe lub niecelowe, • – zupełny brak informacji albo brak informacji wiarygodnych.

Źródło: OECD, *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, Paris 2015, s. 187, <http://dx.doi.org/10.1787/888933301275>, 25.07.2016.

Inne zakładowe systemy emerytalne mogą być sklasyfikowane jako quasi-obowiązkowe, ponieważ ogólnokrajowe lub branżowe układy zbiorowe wymuszają na pracodawcy udostępnienie programu, do którego pracownicy muszą dołączyć. Ponieważ nie wszystkie sektory gospodarcze mogą zostać objęte takimi umowami, systemy te nie są sklasyfikowane jako obowiązkowe. Jako przykłady mogą posłużyć zakładowe plany emerytalne w Danii, Holandii i Szwecji. W tych krajach zasięg tych planów jest zbliżony do zasięgu w państwach z planami obowiązkowymi, osiągając wskaźnik pokrycia liczby ludności w wieku produkcyjnym w wysokości 60% lub wyższej⁸.

⁸ Ibidem, s. 186.

Obowiązkowe prywatne konta osobiste są powszechne w Ameryce Łacińskiej i Europie Środkowo-Wschodniej, gdzie częściowo zastąpiły świadczenia państwowe⁹. Takie plany można znaleźć w Chile, Estonii, Meksyku, na Słowacji, a od niedawna i w Polsce, gdzie uczestnictwo w otwartych funduszy emerytalnych w 2014 r. stało się dobrowolne. Inne kraje OECD z obowiązkowymi planami osobistymi to Dania, Izrael i Szwecja. Choć zasięg wspomnianych planów jest niemal powszechny w Danii, Estonii, Izraelu i Szwecji, to w innych krajach tak nie jest, gdyż starsi pracownicy nie są objęci nowymi obowiązkowymi planami indywidualnymi. Zatem współczynnik pokrycia w pozostałych krajach, wynoszący 40–60%, będzie wzrastał w miarę upływu czasu, wraz z wejściem nowych kohort na rynek pracy.

Zasięg dobrowolnych zakładowych programów emerytalnych różni się w poszczególnych krajach. Plany te są nazywane dobrowolnymi, ponieważ pracodawcy wspólnie z pracownikami mogą, ale nie muszą tworzyć takich planów. Indywidualne plany emerytalne są dobrowolne wówczas, gdy ludzie mogą swobodnie decydować, czy przyłączyć się do nich, czy nie. Zasięg dobrowolnych planów emerytalnych (zakładowych lub indywidualnych) wynosi powyżej 50% w Belgii, Czechach, Niemczech, Islandii i Nowej Zelandii, a blisko 50% w USA. Z drugiej strony, zasięg dobrowolnych planów emerytalnych jest bardzo niski (poniżej 5%) w takich krajach, jak Grecja i Portugalia, w których hojność emerytur publicznych może tłumaczyć niski zasięg prywatnych planów emerytalnych¹⁰. Zasięg dobrowolnych planów emerytalnych jest również niski w Meksyku (1,7%), w którym istnieje obowiązkowy prywatny plan emerytalny.

Trzy kraje: Włochy, Nowa Zelandia i Wielka Brytania wprowadziły automatyczne rejestrowanie (z klauzulą *opt-out*) do prywatnych planów emerytalnych na poziomie krajowym. Wyniki były różne. Nowa Zelandia osiągnęła wskaźnik zasięgu równy 73% w planie *KiwiSaver* (wprowadzonym w 2007 r.). We Włoszech od 2007 r. odprawa pieniężna (tzw. *Trattamento di fine Rapporto*, TFR) pracowników sektora prywatnego jest automatycznie przelewana na zakładowy plan emerytalny, chyba że pracownik dokonuje wyraźnego wyboru pozostania w TFR. Pomimo tej zasady, tylko 16% populacji w wieku produkcyjnym jest objętych dobrowolnym planem emerytalnym w tym kraju. W przypadku Wielkiej Brytanii wstępne dane z 2013 r. wykazują pierwszy wzrost zasięgu od 2006 r. Automatyczne jest również rejestrowanie wspierane przez akty prawne w Kanadzie i USA¹¹.

⁹ M. Dybał, *Efektywność...*, op. cit., s. 34–35.

¹⁰ OECD, *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators*, Paris 2013, s. 188.

¹¹ OECD, *Pensions at a Glance 2015...*, op.cit., s. 187.

3. Wpływ prywatnych planów emerytalnych na stopę zastąpienia

Dla 15 krajów OECD, gdzie obliczenia uprawnień emerytalnych obejmują wyłącznie obowiązkowe plany emerytalne zarządzane publicznie, przeciętna stopa zastąpienia dla przeciętnego pracownika wynosi 60% (tabela 2). Co ciekawe, dla wszystkich 34 krajów OECD stopa zastąpienia z obowiązkowych planów emerytalnych zarządzanych publicznie wynosi już tylko 41%. Dla 12 krajów OECD, w których występują obowiązkowe zarówno publiczne, jak i prywatne plany emerytalne, średnia stopa zastąpienia wzrasta do 53%. Dla wszystkich 34 krajów OECD stopa zastąpienia z planów obowiązkowych i dobrowolnych rośnie do 58%.

Tabela 2. Stopa zastąpienia z planów emerytalnych zarządzanych publicznie i prywatnie, obowiązkowych i dobrowolnych (w %)

Kraj	Obowiązkowe			Dobrowolne prywatne (DC)	Obowiązkowe i dobrowolne ogółem
	publiczne	prywatne (DB & DC)	ogółem		
Australia	13,5	30,9	44,5		44,5
Austria	78,1		78,1		78,1
Belgia	46,6		46,6	13,3	59,9
Chile	0,0	32,8	32,8		32,8
Czechy	49,0		49,0		49,0
Dania	21,5	46,3	67,8		67,8
Estonia	28,5	22,0	50,5		50,5
Finlandia	55,8		55,8		55,8
Francja	55,4		55,4		55,4
Grecja	66,7		66,7		66,7
Hiszpania	82,1		82,1		82,1
Holandia	27,1	63,4	90,5		90,5
Irlandia	34,7		34,7	30,3	65,1
Islandia	3,4	65,8	69,2		69,2
Izrael	11,8	49,3	61,0		61,0
Japonia	35,1		35,1		35,1
Kanada	36,7		36,7	29,3	66,0
Korea Południowa	39,3		39,3		39,3
Luksemburg	76,8		76,8		76,8

Kraj	Obowiązkowe			Dobrowolne prywatne (DC)	Obowiązkowe i dobrowolne ogółem
	publiczne	prywatne (DB & DC)	ogółem		
Meksyk	3,9	21,6	25,5		25,5
Niemcy	37,5		37,5	12,5	50,0
Norwegia	44,0	5,9	49,8		49,8
Nowa Zelandia	40,1		40,1	12,4	52,5
Polska	43,1		43,1		43,1
Portugalia	73,8		73,8		73,8
Słowacja	38,9	23,1	62,1		62,1
Słowenia	38,4		38,4		38,4
Szwajcaria	23,3	16,9	40,2		40,2
Szwecja	37,0	19,0	56,0		56,0
Turcja	75,7		75,7		75,7
USA	35,2		35,2	32,6	67,8
Węgry	58,7		58,7		58,7
Wielka Brytania	21,6		21,6	29,8	51,4
Włochy	69,5		69,5		69,5
OECD34	41,3		52,9		57,6

Uwaga: DB – system zdefiniowanego świadczenia, DC – system zdefiniowanej składki. Puste miejsca oznaczają, że w tych krajach dane plany emerytalne nie występują.

Źródło: OECD, *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, Paris 2015, s. 141, <http://dx.doi.org/10.1787/888933301119>, 25.07.2016.

Australia, Dania, Islandia i Izrael mają bardzo ukierunkowane plany publiczne, w których stopy zastąpienia z publicznych planów emerytalnych są często uzupełniane obowiązkowymi prywatnymi planami emerytalnymi. W Chile, Meksyku, na Słowacji i w Szwecji część planów publicznych została zastąpiona w wyniku reform obowiązkowymi prywatnymi planami. Z kolei w Kanadzie, Irlandii, Wielkiej Brytanii i USA od dawna istnieją stosunkowo niskie emerytury z planów publicznych i szeroko rozpowszechnione dobrowolne plany emerytalne.

Według danych z tabeli 2 obowiązkowe prywatne plany emerytalne występują w 12 krajach. W Danii, Holandii i Szwecji prywatne plany emerytalne, które mają powszechny zasięg, są opisane jako „quasi-obowiązkowe”. W Holandii, Islandii, i Szwajcarii prywatne plany emerytalne są oparte na modelu zdefiniowanego świadczenia (DB), podczas gdy w innych krajach – na modelu zdefiniowanej składki (DC)¹².

¹² OECD, *Pensions at a Glance 2013...*, op.cit., s. 121.

Stopy zastąpienia z obowiązkowych planów prywatnych wahają się od 22% do 33% w 6 z 12 omawianych krajów, przy czym są znacznie powyżej tego zakresu w Danii, Islandii, Izraelu i Holandii, niższe w Szwajcarii i dużo niższe w Norwegii. Jednak niektóre kraje mają prywatne plany emerytalne przeznaczone na pokrycie zarobków powyżej pułapu ustanowionego w planie publicznym. To dlatego stopy zastąpienia z planów prywatnych wzrastają wraz z zarobkami w Holandii i Szwecji, a także w mniejszym stopniu w Norwegii.

W tabeli 2 dane dla dobrowolnych prywatnych planów emerytalnych są pokazane w 7 krajach (Belgia, Kanada, Niemcy, Irlandia, Nowa Zelandia, USA), gdzie dobrowolne prywatne plany emerytalne są szeroko rozpowszechnione. Dobrowolne prywatne plany emerytalne obejmują plany zarówno zakładowe, jak i indywidualne. We wszystkich 7 krajach dobrowolne prywatne plany emerytalne są oparte na modelu zdefiniowanej składki. Gdyby rozpatrywać zarówno obowiązkowe, jak i dobrowolne prywatne plany emerytalne, to w przypadku Belgii, Kanady, Niemiec, Islandii, Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii i USA przeciętna stopa zastąpienia dla tych krajów wynosi 60% w porównaniu z 37%, jeżeli są brane pod uwagę tylko obowiązkowe plany emerytalne.

4. Elementy rozwoju prywatnych planów emerytalnych

Zarówno zakres występowania, jak i wysokość stóp zastąpienia z prywatnych planów emerytalnych dosyć istotnie się różnią w omawianych krajach. Nierówności mogą być wynikiem różnic zarówno w dostępie pracowników do prywatnych planów emerytalnych, jak i zachęt i alternatyw napotykanym przez uprawnione osoby. Warto zatem poszukać odpowiedzi na pytanie, co wpływa na rozwój prywatnych planów emerytalnych. Wydaje się, że wśród najważniejszych czynników należy wymienić:

- obowiązkowe uczestnictwo,
- automatyczną rejestrację,
- tworzenie zachęt finansowych,
- opracowanie programów edukacji finansowej,
- ułatwienie i uproszczenie warunków wyboru oraz działania prywatnych planów emerytalnych,
- interakcje między publicznymi i prywatnymi planami emerytalnymi.

Według danych z tabeli 1, obowiązkowe uczestnictwo w prywatnych planach emerytalnych jest najbardziej skutecznym działaniem podnoszącym wysokość zasięgu prywatnych planów emerytalnych w społeczeństwie. W krajach OECD o wysokim poziomie dochodów, różnica w zasięgu obowiązkowych i dobrowolnych planów emerytalnych wynosi aż 30 pkt proc. Stąd wniosek, że zarówno obowiązkowe (Australia), jak i quasi-obowiązkowe rozwiązania (np. Holandia) mogą zapewnić wysoki wskaźnik zasięgu prywatnych planów emerytalnych.

Podparciem dla obowiązkowego uczestnictwa może być literatura z zakresu ekonomii behawioralnej i psychologii, która ukazuje niemoc w samodzielnym odkładaniu na okres starości. Zwlekanie, krótkowzroczność i inercja dotychczasowych działań doprowadzają wiele osób do odroczenia lub nawet odrzucenia zaangażowania w prywatne plany emerytalne, nawet jeśli wiedzą, że to jest w ich najlepszym interesie¹³. Ponadto, obowiązkowe uczestnictwo sprawia, że wszelkie ulgi podatkowe oraz inne zachęty oferowane przez państwo uczestnikom prywatnych planów emerytalnych obowiązują bardziej równomiernie w społeczeństwie.

Głównym ograniczeniem obowiązkowego uczestnictwa jest struktura zatrudnienia w gospodarce. Bardzo trudno jest przekonać pracowników poza formalną strukturą zatrudnienia (szara strefa) oraz osoby nieaktywne zawodowo do jakiegokolwiek formy opłacania planu emerytalnego (publicznego lub prywatnego). To wyjaśnia, dlaczego obowiązkowe uczestnictwo na ogół działa dobrze w krajach OECD o wysokim dochodzie, a jest mniej skuteczne w takich krajach, jak Chile czy Meksyk.

Oprócz zalet, istnieją także potencjalne wady obowiązkowego uczestnictwa, które muszą być brane pod uwagę. Po pierwsze, obowiązkowe uczestnictwo wymaga określonej stawki składek emerytalnych, która może być nieskuteczna w przypadku niektórych pracowników, zwłaszcza gdy prowadzi to do ich zadłużenia lub transferu środków z innych celów, takich jak kształcenie dzieci, inwestowanie w nieruchomości lub we własny biznes. Wydaje się jednak, że ten problem może być przynajmniej częściowo rozwiązany przez ustanowienie składek emerytalnych zależnych od wieku¹⁴. Po drugie, obowiązkowe składki emerytalne mogą być postrzegane jako podatek, zniechęcając ludzi do pracy. Po trzecie, obowiązkowe uczestnictwo może prowadzić do efektu obniżenia stopy zastąpienia z prywatnych planów

¹³ CBOS, *Polacy o dodatkowym oszczędzaniu na emeryturę*, Warszawa 2010, s. 6.

¹⁴ D. Blake, D. Wright, Y. Zhang, *Age-Dependent Investing: Optimal Funding and Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans when Members are Rational Life Cycle Financial Planners*, Pensions Institute Working Paper no. 1111, London 2011.

emerytalnych w sytuacji, gdy wysokość składki wyznaczonej przez rząd jest niższa niż obowiązujące dotąd standardy. Po czwarte, obowiązkowe uczestnictwo nie musi być niezbędne dla wszystkich osób. Pracownicy o niskich dochodach mogą nie być zainteresowani prywatnymi planami emerytalnymi, jeśli już korzystają z wysokich stóp zastąpienia z publicznych planów emerytalnych.

Alternatywą dla obowiązkowego uczestnictwa może być automatyczna rejestracja, która polega na automatycznym zapisie ludzi do prywatnych planów emerytalnych, ale daje im możliwość zrezygnowania z różnymi stopniami trudności. W tym przypadku rządy, wprowadzając automatyczną rejestrację, liczą na indywidualne cechy behawioralne, takie jak bezwład, zwlekanie i kunktatorstwo. W efekcie, osoby pozostają w prywatnych planach emerytalnych, gdyż ich opuszczenie wiąże się z działaniem. Automatyczna rejestracja od dawna jest wykorzystywana przez pracodawców w Wielkiej Brytanii i USA na zasadzie dobrowolności i udowodnienia pozytywny wpływ na zwiększenie zasięgu prywatnych planów emerytalnych w przedsiębiorstwach – wzrost o 35% w USA¹⁵ oraz o 33% w Wielkiej Brytanii¹⁶.

Na poziomie krajowym automatyczna rejestracja została wprowadzona w 2007 roku we Włoszech i Nowej Zelandii, w 2012 r. zaś w Chile i Wielkiej Brytanii. Wnioski z wprowadzenia tej metody w tych krajach się różnią.

Podczas gdy wzrost zasięgu prywatnych planów emerytalnych był istotny we Włoszech po reformie *Trattamento di fine rapporto*, TFR (z 8,5% do 11,9% ludności w wieku produkcyjnym w ciągu jednego roku), to sam wynik był jednak poniżej oczekiwań i sprzeczny z doświadczeniami w innych krajach¹⁷. Nowa Zelandia z planem *KiwiSaver* osiągnęła jeden z najwyższych wskaźników zasięgu dobrowolnych planów emerytalnych – ok. 55% populacji w wieku produkcyjnym – w ciągu 4 lat¹⁸.

Dzięki *KiwiSaver* znamy również znaczenie domyślnej stawki składki emerytalnej. Uczestnicy przystępujący do *KiwiSaver* przed dniem 1 kwietnia 2009 r. byli objęci domyślną składką w wysokości 4%. Od kwietnia 2009 r. domyślna wysokość składki

¹⁵ J. Beshears, J.J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian, *The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 12009, Cambridge 2006.

¹⁶ S. Horack, A. Wood, *An Evaluation of Scheme Joining Techniques in Workplace Pension Schemes with an Employer Contribution*, Department for Work and Pensions, Research Report no. 292, London 2005.

¹⁷ A. Rinaldi, *Auto-Enrolment in Private, Supplementary Pensions in Italy*, Improving Financial Education Efficiency: OECD–Bank of Italy Symposium on Financial Literacy, OECD Publishing, Paris 2011.

¹⁸ G. Rashbrooke, *Automatic Enrolment: KiwiSaver in New Zealand*, The Changing Pensions Landscape in Asia and the Pacific, OECD, Paris 2009.

została obniżona do 2%. Według danych na koniec czerwca 2011 r. 80% osób, które przystąpiły do *KiwiSaver* po kwietniu 2009 r., odprowadzało wartość domyślną, czyli 2%, podczas gdy 62% z tych, którzy przystąpili do planu, gdy domyślna wysokość składki była 4%, nadal odprowadzało 4%. Dane te potwierdzają znaczenie bezwładności oraz poprawnej kalkulacji domyślnej składki emerytalnej. Od dnia 1 kwietnia 2013 r. domyślna wysokość składki emerytalnej wzrosła do 3%¹⁹.

Kolejną metodą służącą rozwojowi prywatnych planów emerytalnych są zachęty podatkowe. W ramach tej grupy wyróżnia się: ulgi podatkowe, dotacje, obowiązkowe dopłaty do składek. Historycznie rzecz biorąc, zachęty podatkowe były głównym rodzajem bodźca finansowego wykorzystywanym przez rządy do wspierania prywatnych planów emerytalnych. Z takich ulg skorzystają jednak najczęściej gospodarstwa domowe o wyższych dochodach, a więc nie ci, którzy najbardziej potrzebują zabezpieczenia w okresie starości, tj. gospodarstwa domowe o niższych i średnich dochodach. W celu zwiększenia wartości zachęt finansowych dla takich gospodarstw niektóre kraje (Czechy, Niemcy, Meksyk, Nowa Zelandia) wprowadziły dopłaty w jednej kwocie do prywatnych planów emerytalnych.

Obowiązkowe dopłaty do składek (*matching contribution*) wnoszone przez pracodawcę lub państwo mogą również pomóc w zwiększeniu zasięgu oraz aktywów prywatnych planów emerytalnych. Zaletą tej metody jest to, że rządy mogą subsydiować składki wybranym grupom społecznym, np. tylko kobietom, młodym (jak w Chile) lub o niskich dochodach (np. w Australii). Z kolei w Nowej Zelandii dopłaty do składek wnoszone zarówno przez rząd, jak i pracodawców są dostępne dla wszystkich pracowników.

Z doświadczeń Australii, Niemiec i Nowej Zelandii wynika, że istnieje duży wpływ obowiązkowej dopłaty do składki na zasięg prywatnych planów emerytalnych i wysokość składek emerytalnych. Doświadczenia niemieckie wskazują, że dotacje w jednej kwocie (płaskie) mają pozytywny wpływ na wskaźnik zasięgu prywatnych planów emerytalnych dla osób o niskich dochodach. Z kolei australijski przypadek pokazuje, że dopłaty do składki zachęcają do odprowadzania wyższej składki emerytalnej, ale nie zawsze są skuteczne w zwiększaniu zasięgu prywatnych planów emerytalnych wśród grup o niskich dochodach. Nowa Zelandia, która wprowadziła zarówno dotacje w jednej kwocie, jak i dopłaty proporcjonalne do składek wnoszonych przez oszczędzających, osiąga najwyższe wskaźniki zasięgu

¹⁹ OECD, *Pensions Outlook 2012*, Paris 2012, s. 118, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264169401-en>, 25.07.2016.

prywatnych planów emerytalnych w grupach pracowników o niskich dochodach w porównaniu z innymi krajami.

Również programy edukacji finansowej mogą być wykorzystane do promowania prywatnych planów emerytalnych. Jednak dowody na skuteczność tych planów – przede wszystkim w USA – są niejednoznaczne. Na przykład, z jednej strony nie ma dowodów na to, że media drukowane wpływają na podwyższenie poziomu uczestnictwa lub stopy oszczędzania w prywatnych planach emerytalnych²⁰. Z drugiej strony natomiast istnieją dowody, że seminaria na temat oszczędzania na okres starości prowadzone w godzinach pracy pomagają podwyższyć poziom uczestnictwa lub stopy oszczędzania w prywatnych planach emerytalnych wśród pracowników o niskich dochodach²¹.

W krajach z dobrowolnymi zakładowymi planami emerytalnymi małe firmy często są zniechęcone do ustanowienia planu emerytalnego ze względu na związane z tym koszty administracyjne oraz obciążenia regulacyjne. Dlatego tak ważne dla rozwoju prywatnych planów emerytalnych są ułatwienia i uproszczenia warunków wyboru oraz działania prywatnych planów emerytalnych. Niektóre kraje, takie jak USA, Kanada czy Wielka Brytania, rozwiązały ten problem poprzez stworzenie ram dla prostszej aranżacji planu emerytalnego. USA mają uproszczony *Simplified Employee Pension* (SEP), natomiast Kanada wprowadziła w 2014 r. *Pooled Registered Pension Plan* (PRPP). W obu przypadkach plany charakteryzuje zdefiniowana składka i są one administrowane przez instytucje finansowe. Z reguły są to plany o niskich kosztach, atrakcyjne dla małych i średnich przedsiębiorców oraz pracujących na własny rachunek. Również Wielka Brytania podjęła wysiłek utworzenia planu o niskich kosztach. W efekcie powstał NEST, pobierający 1,8% od składki i 0,3% za zarządzanie aktywami. Głównym celem NEST są pracownicy o niskich dochodach, w przypadku których wskaźnik zasięgu prywatnych planów emerytalnych jest obecnie najniższy. Omówione uproszczenia skutkują poszerzeniem zasięgu prywatnych planów emerytalnych poprzez jego podwojenie, a nawet potrojenie w przypadku planów 401(k)²².

²⁰ D. Bernheim, D. Garrett, *The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households*, „Journal of Public Economics” 2003, No. 87, s. 1487–1519.

²¹ A. Lusardi, *Savings and the Effectiveness of Financial Education*, w: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*, eds O.S. Mitchell, S. Utkus, Oxford University Press, Oxford 2003, s. 157–184.

²² J.J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian, *Reducing the Complexity Costs of 401(k) Participation Through Quick Enrollment (TM)*, w: *Development in the Economics of Aging*, ed. D. Wise, University of Chicago Press, Chicago 2009, s. 57–88.

Głównym zmartwieniem osób fizycznych, w przypadku udziału w prywatnym planie emerytalnym zarówno obowiązkowym, jak i dobrowolnym, jest brak możliwości skorzystania z aktywów przed momentem przejścia na emeryturę. Zawsze przecież mogą się pojawić nieprzewidziane i poważne wydatki związane z opieką zdrowotną, zakupem nieruchomości, edukacją dzieci itd. Z tego powodu niektóre kraje dopuszczają wypłaty oszczędności z planów emerytalnych w przypadku wystąpienia wyjątkowych okoliczności. Wprowadzenie takich przepisów może uspokoić potencjalnych oszczędzających z myślą o emeryturze i zwiększyć atrakcyjność prywatnych planów emerytalnych.

Niektóre kraje mają dość liberalne podejście do wypłat zgromadzonych środków. W Nowej Zelandii plan *Kiwisaver* umożliwia automatycznie rejestrowanym członkom wzięcie „urlopu” od opłacania składek przez co najmniej 3 miesiące aż do 5 lat z dowolnego powodu. Warunkiem jest wcześniejsze minimum 12-miesięczne uczestnictwo w planie. Uczestnicy mogą również wycofać wszystkie swoje środki w dowolnym momencie w następujących przypadkach: w razie poważnej choroby lub trwałego inwalidztwa, jeśli mają znaczące trudności finansowe (wydatki na opiekę medyczną i edukację), chcą wpłacić zaliczkę na zakup pierwszego domu. Warunkiem wycofania aktywów jest uprzednie co najmniej 3-letnie oszczędzanie w *KiwiSaver*. Podobne przepisy dotyczące tzw. wypłat na trudne czasy stosuje się w USA w stosunku do planów 401(k), IRA i innych. Ponadto, środki te mogą zostać w każdej chwili wycofane przed osiągnięciem wieku 59,5 lat, ale są obciążone podatkiem w wysokości 10% i wliczane do obliczenia wysokości podatku dochodowego²³. Nie mniej jednak możliwość wcześniejszej wypłaty zgromadzonych środków, nawet wtedy, kiedy podlega karze w postaci podatku, może konsumować zbyt wiele pieniędzy pierwotnie przeznaczonych na finansowanie emerytury i stwarzać problemy adekwatności dochodowej planów emerytalnych.

Ostatnim z wymienionych czynników wpływających na rozwój prywatnych planów emerytalnych są interakcje między publicznymi i prywatnymi planami emerytalnymi. W wielu krajach podstawowe, publiczne świadczenia emerytalne, a zwłaszcza pomoc społeczna, zależą od testu dochodowego. W efekcie, świadczenia publiczne zostają wycofane szybciej lub wolniej w zależności od wysokości dochodów danej osoby z innych źródeł (lub jej bogactwa). W konsekwencji, zachęta do oszczędzania na emeryturę za pośrednictwem komplementarnych rozwiązań może

²³ J. Beshears, J.J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian, *The Impact of 401(k) Loans on Saving*, Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2010.

być poważnie zagrożona, przynajmniej w odniesieniu do pracowników o niskich i średnich dochodach. W ostatnich latach niektóre kraje rozwiązały ten problem poprzez zmniejszenie tzw. stopy wycofania (*withdrawal rate*), czyli proporcji, w jakiej emerytury publiczne są zmniejszane w wyniku rosnącego dochodu z prywatnych planów emerytalnych. Przykładowo, w Chile reforma emerytalna z 2008 r. wprowadziła uniwersalny, podstawowy zasiłek emerytalny, który obniżył stopę wycofania do ok. 30%. W Wielkiej Brytanii stopa wycofania była bliska 100% do 2003 r., w którym została obniżona do ok. 40%²⁴.

Ze względu na występowanie efektu zarówno substytucyjnego, jak i dochodowego ostateczny efekt wpływu testu dochodowego na oszczędności i podaż pracy jest niejednoznaczny. Jednak, ponieważ generalnie wpływ ten jest negatywny, zwłaszcza dla osób o niższych zarobkach, jest to silnym argumentem, aby utrzymać stopę wycofania na niskim poziomie. Co więcej, niektóre kraje poszły dalej, jednocześnie eliminując test dochodowy oraz wprowadzając powszechne emerytury ryczałtowe, gdzie jedynymi warunkami kwalifikacji są wiek i fakt bycia mieszkańcem danego kraju. Takie powszechne emerytury istnieją w Holandii oraz Nowej Zelandii.

5. Zakończenie

Celem badawczym rozdziału była analiza czynników wpływających na rozwój prywatnych planów emerytalnych w krajach OECD. Autor, dążąc do osiągnięcia celu, podjął próbę odpowiedzi na trzy pytania badawcze.

P1: jakie czynniki wpływają na rozwój prywatnych planów emerytalnych? Na podstawie badań stwierdzono, że wśród najważniejszych czynników należy wymienić: obowiązkowe uczestnictwo, automatyczną rejestrację, tworzenie zachęt finansowych, opracowanie programów edukacji finansowej, ułatwienie i uproszczenie warunków wyboru oraz działania prywatnych planów emerytalnych, interakcje między publicznymi i prywatnymi planami emerytalnymi. Należy jednak zauważyć, że skuteczność tych działań mających na celu zwiększenie zasięgu prywatnych planów emerytalnych jest w dużej mierze ograniczona do pracowników w gospodarce formalnej. W krajach o dużej szarej strefie osiągnięcie wysokiego wskaźnika zasięgu oraz regularnego wpłacania składki do prywatnych systemów emerytalnych jest znacznie większym wyzwaniem. Automatyczna rejestracja, zachęty finansowe

²⁴ OECD, *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*, Paris 2011.

i inne polityki mogą pomóc, ale osiągnięcie wysokiego wskaźnika zasięgu jest mało prawdopodobne. Aby to osiągnąć, należy zwiększyć poziom dochodów oraz wielkość zatrudnienia w sektorze formalnym.

Wreszcie, należy pamiętać, że promowanie prywatnych planów emerytalnych jest tylko częścią rozwiązania w celu zapewnienia adekwatności wypłacanych świadczeń emerytalnych. Decydenci muszą sprostać także innym wyzwaniom, takim jak koszty zarządzania czy ryzyko inwestycyjne. Kryzys finansowy z lat 2007–2009 pokazał, że ramy regulacyjne i nadzorcze muszą być zweryfikowane i dostosowane, tak aby lepiej promować bezpieczeństwo i korzyści z prywatnych planów emerytalnych.

P2: w jakim stopniu wprowadzenie prywatnych planów emerytalnych umożliwi uzyskanie dodatkowych dochodów w okresie starości? Na podstawie badań stwierdzono, że uzupełniająca rola prywatnych planów emerytalnych ma zasadnicze znaczenie w sytuacji, gdy w wielu krajach OECD stopa zastąpienia z publicznego PAYG planu emerytalnego spowoduje znaczne obniżenie standardu życia na emeryturze. Aż w 22 z 34 krajów OECD stopa zastąpienia z publicznych PAYG planów emerytalnych dla pracowników wchodzących na rynek pracy nie będzie wyższa niż 60%. W związku z tym, we wszystkich tych krajach są potrzebne prywatne plany emerytalne w celu zapewnienia odpowiedniej adekwatności dochodowej w systemie emerytalnym. Stąd wniosek, że prywatne plany emerytalne odgrywają dużą i rosnącą rolę w zapewnieniu dochodów w okresie starości. W planach publicznych średnia stopa zastąpienia dla osoby przeciętnie zarabiającej wynosi 41% w krajach OECD, w porównaniu do 53%, gdy dodamy do tego obowiązkowe plany emerytalne. Jeżeli dołożymy do tego uczestnictwo w dobrowolnych prywatnych planach emerytalnych, to średnia stopa zastąpienia w krajach OECD wzrasta do 58%. Gdyby rozpatrywać zarówno obowiązkowe, jak i dobrowolne prywatne plany emerytalne, to w przypadku Belgii, Kanady, Niemiec, Irlandii, Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii i USA przeciętna stopa zastąpienia dla tych krajów wynosi 60% w porównaniu z 37%, gdy są brane pod uwagę tylko obowiązkowe plany emerytalne.

P3: czy głównym czynnikiem determinującym rozwój prywatnych planów emerytalnych jest przymusowe uczestnictwo? Na podstawie badań stwierdzono, że z porównań różnych prywatnych planów emerytalnych w krajach OECD wynika, iż najwyższe wskaźniki zasięgu prywatnych planów emerytalnych występują w krajach o obowiązkowym lub quasi-obowiązkowym uczestnictwie w prywatnych planach emerytalnych (w 13 na 32 kraje OECD). W krajach, gdzie prywatne plany emerytalne są dobrowolne, wskaźniki zasięgu wynoszą od ok. 13% do 50% populacji w wieku produkcyjnym. Z kolei w krajach o obowiązkowym uczestnictwie w prywatnych

planach emerytalnych wskaźniki zasięgu wynoszą do lub powyżej 70%. Wysoki wskaźnik zasięgu nie wystarcza do zapewnienia adekwatności dochodowej z prywatnych planów emerytalnych, a składki emerytalne oraz efektywność inwestycyjna również muszą być wysokie – jest to warunek konieczny, aby ją osiągnąć.

Bibliografia

- Bernheim D., Garrett D., *The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households*, „Journal of Public Economics” 2003, no. 87.
- Beshears J., Choi J.J., Laibson D., Madrian B.C., *The Impact of 401(k) Loans on Saving*, Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2010.
- Beshears J., Choi J.J., Laibson D., Madrian B.C., *The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 12009, Cambridge 2006.
- Blake D., Wright D., Zhang Y., *Age-Dependent Investing: Optimal Funding and Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans when Members are Rational Life Cycle Financial Planners*, Pensions Institute Working Paper no 1111, London 2011.
- CBOS, *Polacy o dodatkowym oszczędzaniu na emeryturę*, Warszawa 2010.
- Choi J.J., Laibson D., Madrian B.C., *Reducing the Complexity Costs of 401(k) Participation Through Quick Enrollment (TM)*, w: *Development in the Economics of Aging*, ed. D. Wise, University of Chicago Press, Chicago 2009.
- Dybał M., *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Dybał M., *Funded Pensions – A Remedy for an Ageing Society*, „Wrocław Review of Law, Administration & Economics” 2012, vol 2, no. 2, issue 2, <http://wrlae.prawo.uni.wroc.pl/index.php/wrlae/article/view/41/81>, 25.07.2016.
- Horack S., Wood A., *An Evaluation of Scheme Joining Techniques in Workplace Pension Schemes with an Employer Contribution*, Department for Work and Pensions, Research Report No. 292, London 2005.
- Lusardi A., *Savings and the Effectiveness of Financial Education*, w: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*, eds O.S. Mitchell, S. Utkus, Oxford University Press, Oxford 2003.
- OECD, *Economic Outlook 97 Database*, Paris 2015, <http://dx.doi.org/10.1787/eo-data-en>, 25.07.2016.
- OECD, *Interim Economic Assessment – 18 March 2015: Tailwinds driving a modest acceleration... but storm clouds on the horizon?*, Paris 2015, www.oecd.org/eo/outlook/Interim-Assessment-Handout-Mar-2015.pdf, 25.07.2016.
- OECD, *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators*, Paris 2013.

OECD, *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, Paris 2015.

OECD, *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*, Paris 2011.

OECD, *Pensions Outlook 2012*, Paris. 2012, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264169401-en>, 25.07.2016.

Rashbrooke G., *Automatic Enrolment: KiwiSaver in New Zealand*, The Changing Pensions Landscape in Asia and the Pacific, OECD, Paris 2009.

Rinaldi A., *Auto-Enrolment in Private, Supplementary Pensions in Italy*, Improving Financial Education Efficiency: OECD–Bank of Italy Symposium on Financial Literacy, OECD Publishing, Paris 2011.

United Nations, *World Population Prospects: The 2012 Revision*, New York 2013, <http://dx.doi.org/10.1787/888933300213>, 25.07.2016.

DEVELOPMENT FACTORS OF PRIVATE PENSION PLANS

The aim of the chapter is to analyse the factors affecting the development of private pension plans in OECD countries. On the basis of the conducted studies it was found that:

- among the most important factors one may include: mandatory participation, automatic enrolment, financial incentives, financial education, facilitating and simplifying the selection and operation of private pension plans, the interaction between public and private pension plans;
- the average replacement rate for a person earning an average amounts to 41% from public PAYG, compared to 53% when we add the obligatory pension plans. When we add to this the participation in voluntary private pension plans, the average replacement rate increases to 58%;
- comparisons of various private pension plans show that the highest rates of coverage of private pension plans exist in countries with mandatory or quasi-mandatory participation in private pension plans. In countries where private pension plans are voluntary, coverage ratios are ranging from about 13% to 50% of the population of working age. On the other hand, in countries with compulsory participation in private pension plans coverage indicators are around or above 70%.

Keywords: private pension plans, the pension system

ROLA I ZAKRES UDZIAŁU PRACODAWCÓW WE WSPIERANIU DŁUGOTERMINOWYCH OSZCZĘDNOŚCI EMERYTALNYCH – PRZYKŁAD PROGRAMÓW AUTOMATYCZNEGO ZAPISU

Sylvia Pieńkowska-Kamieniecka*

W ostatnich latach coraz więcej krajów nie tylko wprowadziło, lecz także jest zainteresowanych automatycznym włączaniem pracowników do programów emerytalnych. Włączanie to, w zależności od przyjętej koncepcji, może mieć dla pracodawców charakter zarówno obligatoryjny, jak i dobrowolny. Badania wskazują, że w przypadku obu rozwiązań istotnie zwiększa się wskaźnik uczestnictwa społeczeństwa danego kraju w rynku dodatkowych programów emerytalnych. Celem rozdziału jest ukazanie podstawowych zasad działania automatycznych programów emerytalnych na przykładzie państw, w których one funkcjonują, oraz roli i zakresu pracodawcy we wspieraniu długoterminowych oszczędności emerytalnych pracowników.

Słowa kluczowe: automatyzm zapisu, pracodawca, składka, koszty

1. Wprowadzenie

Obecnie rządy wielu państw na świecie poszukują sposobów zwiększenia stopnia uczestnictwa swych obywateli w prywatnych, dodatkowych planach emerytalnych w celu uzupełnienia świadczeń z publicznych systemów emerytalnych. Rozwój dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego zależy od wielu czynników. Wśród nich

* Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Polityki Społecznej i Ubezpieczeń; sylwia.pienkowska@uwm.edu.pl

wyróżnia się: poziom świadczeń z systemu bazowego, zamożność obywateli, świadomość emerytalną, przejrzystość, prostotę i efektywność oferowanych produktów, zachęty podatkowe, jak również zaangażowanie pracodawców¹.

Pracodawcy mogą w różny sposób uczestniczyć w tworzeniu dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego dla pracowników. Mogą spełniać funkcje czysto organizacyjne, jak inicjowanie, informowanie, administrowanie i częściowo nadzorowanie programów emerytalnych, jak również partycypować finansowo w zapewnieniu dodatkowych dochodów na starość poprzez opłacanie lub dopłacanie do składek pracowników w ramach programów indywidualnych bądź zakładowych².

W ostatnich latach coraz częściej praktykowane (i rozważane przez kolejne państwa) jest automatyczne zapisywanie pracowników do programów prowadzonych przez pracodawców, zwiększające skutecznie poziom partycypacji społeczeństwa w systemie dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego. Tym samym zwiększa się również rola pracodawców w tworzeniu dodatkowych oszczędności emerytalnych wśród pracowników, które stanowią coraz większą część oszczędności ogółem gospodarstw domowych³.

Automatyczne programy emerytalne wydają się być coraz powszechniejszą formułą funkcjonowania dodatkowych planów emerytalnych w przyszłości⁴. T. Crossley, C. Emmerson i C. Leicester wskazują, że na decyzje oszczędnościowe podejmowane przez społeczeństwo wpływają czynniki fiskalne, edukacja finansowa i sposób przekazywania informacji, marketing społeczny oraz czynniki behawioralne, w tym architektura wyboru⁵. Przy jej stosowaniu wychodzi się z założenia, że skoro ludzie mają problemy z rozwiązywaniem problemów optymalizacyjnych, to ustawodawca powinien zaproponować odpowiednie rozwiązania i ustawić system w taki sposób, aby ułatwić dokonywanie „dobrych” wyborów⁶. Jak wskazuje N. Barr i P. Diamond,

¹ J. Rutecka, K. Bielawska, R. Petru, S. Pieńkowska-Kamieniecka, M. Szczepański, M. Żukowski, *Dodatkowy system emerytalny – diagnoza i rekomendacje zmian*, TEP, Warszawa, grudzień 2014, s. 8.

² J. Rutecka, *Analiza źródeł finansowania dodatkowych oszczędności emerytalnych*, analiza przygotowana dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich w ramach projektu pt. *Dodatkowy System Emerytalny (DSE)*, Warszawa, czerwiec 2016, s. 10.

³ T. Ghiralducci, *The Changing Role of Employer Pensions: Tax Expenditures, Costs, and Implications for Middle-Class Elderly*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 469, New York, August 2006, s. 1.

⁴ M.A. Orenstein, *Pension Privatization in Crisis: Death or Rebirth of a Global Policy Trend?*, „International Social Security Review” 2011, vol. 64, no. 3, s. 77.

⁵ T. Crossley, C. Emmerson, C. Leicester, *Raising Household Saving*, Institute for Fiscal Studies, London, February 2012.

⁶ C. Sustain, R.H. Thaler, *Libertarian Paternalism*, „The American Economics Review” 2003, no. 93(2), s. 175–179 (cyt. za: W. Sieczkowski, *Decyzje oszczędnościowe w systemie zabezpieczenia emerytalnego*,

zasadniczym celem zabezpieczenia emerytalnego jest tzw. wygładzanie konsumpcji w cyklu życia⁷. W ujęciu ekonomicznym jest to proces, który umożliwia osobom przesunięcie konsumpcji z okresu produkcyjnego na okres emerytalny. W warunkach i sytuacji, gdy jednostki zachowują się racjonalnie i podejmują działania służące ich dobru, poprzez wygładzanie konsumpcji wybierają taki poziom zabezpieczenia finansowego na starość, który zapewni im odpowiedni, tj. pożądany lub optymalny poziom konsumpcji. Jednakże, ponieważ w większości ludzie pozostawieni sami sobie przy podejmowaniu decyzji nie zachowują się w sposób racjonalny i optymalny, uzasadnienie znajduje zastosowanie automatyzmu w prywatnych programach emerytalnych⁸.

Celem rozdziału jest ukazanie roli i zakresu pracodawców we wspieraniu długoterminowych oszczędności emerytalnych pracowników w stosowanych i dyskutowanych coraz częściej na świecie programach automatycznego zapisu (tzw. *auto-enrolment*).

2. Uzasadnienie dla zastosowania automatycznych programów emerytalnych i zaangażowania pracodawców w ich tworzenie

Programy automatycznego zapisu do zakładowego programu emerytalnego są zwane planami „zaprzeczonego wyboru” (*negative election*)⁹, co oznacza, że pracownicy spełniający określone kryteria (np. wieku i/lub osiągniętych dochodów) są obowiązkowo włączani do programu i pozostają w nim dopóty, dopóki nie odmówią uczestnictwa (w określonym czasie). Oczywiście, większość włączonych, przejawiając inercję (bierność), nie robi nic i dlatego domyślnie pozostaje uczestnikami programu.

w: *Doubezpieczenie społeczne. Idea i kontynuacja*, red. M. Kawiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 90).

⁷ N. Barr, P. Diamond, *The economics of pensions*, „Oxford Review of Economic Policy” 2006, no. 22(1), s. 15–39.

⁸ P. Johnson, D. Yeandle, A. Boulding, *Making automatic enrolment work. A review for the Department for Work and Pensions*, October 2010, s. 27, www.dwp.gov.uk/automatic-enrolment, 22.07.2016.

⁹ B.A. Butrica, N.S. Karamcheva, *The Relationship between Automatic Enrollment and DC Plan Contributions: Evidence from a National Survey of Older Workers*, Center for Retirement Research at Boston College, CRP WP 2015–14, Massachusetts, July 2015, s. 17.

Jak twierdzi A. Rinaldi¹⁰, programy automatyczne stanowią pewnego rodzaju rozwiązanie „pośrednie” między w pełni dobrowolnymi planami emerytalnymi, w których jednostki nie są w stanie samodzielnie podejmować odpowiednich decyzji (gdzie niesamodzielność ta wynika z braku odpowiedniej wiedzy), a programami w pełni obowiązkowymi, gdzie ograniczenie tej samodzielności wynika z regulacji prawnoorganizacyjnych i które ze względów politycznych są trudne do wprowadzenia. Według B.C. Madrian i D.F. Shea¹¹ oraz Choi i in.¹², programy automatycznego zapisu mają największy wpływ na partycypację w nich tych pracowników, którzy mają najmniejszą wiedzę i świadomość finansową. Tego rodzaju opcja domyślna może być przez nich postrzegana jako uzasadniona i ukierunkowująca do określonego działania oraz jako ta, która leży w ich interesie.

Kluczowa we wprowadzeniu i funkcjonowaniu automatycznych zakładowych programów emerytalnych jest niewątpliwie rola pracodawców. Ich działania dotyczące dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego pracowników będą też odgrywać coraz większą rolę w zachowaniach oszczędnościowych zatrudnionych i mieć wpływ na saldo ich rachunków emerytalnych¹³. Pracodawcy mają bowiem do spełnienia kilka zadań informacyjno-decyzyjnych. Informują pracowników o zasadach prowadzenia programu, wybierają dostawcę programu, klasyfikują pracowników według kryterium uprawnień włączenia do programu, włączają uprawnionych pracowników, reagują na żądania pracowników w zakresie wejścia (*opt-in*) i wyjścia (*opt-out*) z programu, jak również naliczają i/lub opłacają składki, kalkulują, potrącają i przekazują składki pracowników oraz prowadzą ewidencję i rejestr rozliczeń związanych z programem.

Zaangażowanie pracodawców w tworzenie automatycznych programów emerytalnych może być obligatoryjne bądź dobrowolne. Automatyczne i obowiązkowe dla pracodawców programy emerytalne na poziomie ogólnopaństwowym funkcjonują w Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii, we Włoszech i dla osób samozatrudnionych w Chile. W Kanadzie i USA zastosowanie automatyzmu w programach

¹⁰ A. Rinaldi, *Pension Awareness and Nationwide Auto-Enrolment: The Italian Experience*, „CERP Working Paper” 2011, no. 104/11, s. 2.

¹¹ B.C. Madrian, D.F. Shea, *The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and saving behavior*, „Quarterly Journal of Economics” 2011, vol. 116, no. 4, s. 1149–1187.

¹² J. Choi, D. Laibson, B. Madrian, *Reducing the Complexity Costs of 401(k) Participation Through Quick Enrollment (TM)*, „NBER Working Paper” 2006, no. 11979, <http://www.nber.org/papers/w11979.pdf>

¹³ B.A. Butrica, N.S. Karamcheva, op.cit., s. 2.

zakładowych jest dla pracodawców dobrowolne¹⁴. Mają oni swobodę decyzji co do wprowadzenia ich na szczeblu przedsiębiorstwa.

Wielu pracodawców zakładowy program emerytalny oferowało jeszcze przed zastosowaniem automatyzmu, jednakże wskaźnik uczestnictwa w programach dobrowolnych pozostawał wówczas na ogół na niskim lub zdecydowanie niższym poziomie. Jeden z najwyższych na świecie wskaźników uczestnictwa w rynku dodatkowych programów emerytalnych ma obecnie Nowa Zelandia. Wysoki poziom powszechności jest wynikiem przede wszystkim zastosowania automatycznych zapisów i dopłat do planów stosowanych przez to państwo¹⁵. Po wprowadzeniu w 2007 r. formuły *auto-enrolment* do zakładowych programów emerytalnych *KiwiSaver*, wskaźnik uczestnictwa w nich wzrósł z 15,8% w 2007 r. do 23,7% w 2008 r. oraz aż do 76,5% w 2015 r. Na uwagę zasługuje również wysoki odsetek osób uczestniczących w programie z dochodami poniżej przeciętnych zarobków (20–60 tys. NZD/rok), a niski z kolei wskaźnik wyjść (*opt-out*) z programu (tabela 1).

Tabela 1. Wybrane dane dotyczące automatycznego programu emerytalnego *KiwiSaver* w Nowej Zelandii

Data	Liczba członków	Członkowie w wieku powyżej 18 lat w populacji 18–64 lata (w %)	Liczba członków o dochodach w przedziale 20–60 tys. NZD	% wyjść (<i>opt-out</i>)
VI.2008	716 600	23,7	293 875	19,2
VI.2009	1 100 500	34,5	429 381	20,1
VI.2010	1 459 900	44,4	551 690	16,8
VI.2011	1 755 900	53,6	634 693	14,2
VI.2012	1 966 400	60,8	708 821	13,0
VI.2013	2 146 800	66,7	765 044	11,6
VI.2014	2 350 600	72,3	825 422	10,3
V.2015	2 519 814	76,5	bd.	9,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Drew, *KiwiSaver and the wealth of New Zealanders*, NZIER perspective on the joint agency evaluation report, „NZIER Report to the Financial Services Council” 2015, August, s. 3.

¹⁴ OECD, *OECD Pension Outlook 2014*, Paris 2014, s. 151.

¹⁵ S. Pieńkowska-Kamieniecka, *Automatyczne plany emerytalne w systemie dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego – przesłanki tworzenia i funkcjonowania*, w: *Dobre zabezpieczenie społeczne. Idea i kontynuacja*, red. M. Kawiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 111.

3. Reguły funkcjonowania automatycznych zakładowych programów emerytalnych – dla pracownika i pracodawcy

Funkcjonowanie automatycznych programów emerytalnych różni się w poszczególnych krajach w wielu aspektach, tj. nie tylko stopniem swobody w zakresie zastosowania automatyzmu, lecz także m.in. kryteriami obejmowania nimi pracowników, limitem czasowym wyjścia z programu czy poziomem składek minimalnych (domyślnych) uiszczanych przez pracodawców i zatrudnionych. Pracodawcy odgrywają zasadniczą rolę w organizowaniu i pokrywaniu kosztów funkcjonowania automatycznych programów emerytalnych. Koszty ponoszone przez państwo sprowadzają się na ogół do subsydiowania programów w postaci ulg podatkowych czy dopłat do składek pracowników (tabela 2).

Opłacanie składek zarówno przez pracownika, jak i pracodawcę w programach automatycznych jest obowiązkowe w Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii i w niektórych rodzajach planów w USA (w przypadku planów EACA i QACA, które – jak wskazano w tabeli 2 – różnią się obowiązkiem i zakresem finansowania przez pracodawcę).

Finansowanie automatycznych programów emerytalnych może być oparte na składkach uniwersalnych (w Chile) czy też na składkach w różnej wysokości, w tym z ustaloną składką domyślną dla osób niezdecydowanych lub tych, które w tym zakresie nie dokonały żadnego wyboru (np. poziom składki domyślnej w programach automatycznych w Nowej Zelandii został ustalony na poziomie 3%, choć może być wybrana również składka na poziomie 4% lub 8%¹⁶).

W Wielkiej Brytanii poziom minimalnej składki do automatycznego zakładowego programu emerytalnego został ustalony ogółem dla pracownika i dla pracodawcy, ale od składki pracodawcy zależy minimalna wysokość składki pracownika. Jeśli biorąc pod uwagę poziom docelowy składki, który od 6 kwietnia 2019 r. będzie wynosił ogółem 8% (w tym minimalnie 4 pkt proc. powinna wynieść składka pracodawcy, 3 pkt proc. – składka pracownika, a 1 pkt proc. – ulga podatkowa), pracodawca zdecyduje się na odprowadzanie składki na poziomie 6 pkt proc., składka pracownika wyniesie wówczas minimalnie jedynie 1 pkt proc. Można zatem stwierdzić, że wystarczy, iż pracownik dopłaci różnicę między ogólną wysokością składki minimalnej a składką pracodawcy i ulgą podatkową wynoszącą 1% podstawy wymiaru.

¹⁶ OECD, *OECD Pension Outlook 2014*, op.cit., s. 160.

Tabela 2. Charakterystyka programów *auto-enrolment*

Kraj (rok wprowadzenia)	Stopień swobody tworzenia	Grupa odniesienia	Składka – pracodawca	Składka – pracownik	Dopłata – państwo
Chile (2012)	obowiązkowe (od 2015 r.)	- pracujący na własny rachunek (<i>self-employed workers</i>) - wylączenia: - osoby w wieku 55 lat (mężczyźni) i 50 lat (kobiety) oraz oszczędzające w innym programie emerytalnym	-	10% podstawy wymiaru (od 2018 r. 7% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie zdrowotne)	-
Kanada (2012)	dobrowolne	zatrudnieni na cały i część etatu od co najmniej 24 miesięcy	dobrowolna	wysokość składki wybierana przez pracownika (może być 0%)	-
Nowa Zelandia (2007)	obowiązkowe	nowo zatrudnieni pracownicy w wieku 18–64 lata	do wyboru 3% (stawka <i>default</i>), 4%, 8%	do wyboru 3% (stawka <i>default</i>), 4%, 8%	wpłata powitalna (<i>kick-start</i>) 1000 NZD – do 2015 r.; dopłaty do składek pracowników 50 centów do każdego 1 NZD – maksymalnie 521,43 NZD/rok
USA (1998/2000)	dobrowolne (automatyzm może wystąpić w planach 401(k), 403(b) i 457(b))	- od 1998 r. nowo zatrudnieni pracownicy - od 2000 r. pracownicy dotychczas zatrudnieni co najmniej rok; w wieku co najmniej 21 lat	plany podstawowe 401(k), ACA i EACA – dobrowolnie; dopłaty do składek pracowników lub określony procent składek pracownika	plany podstawowe 401(k), ACA – składka w dobrowolnej wysokości (w ramach ustawowego limitu)	-

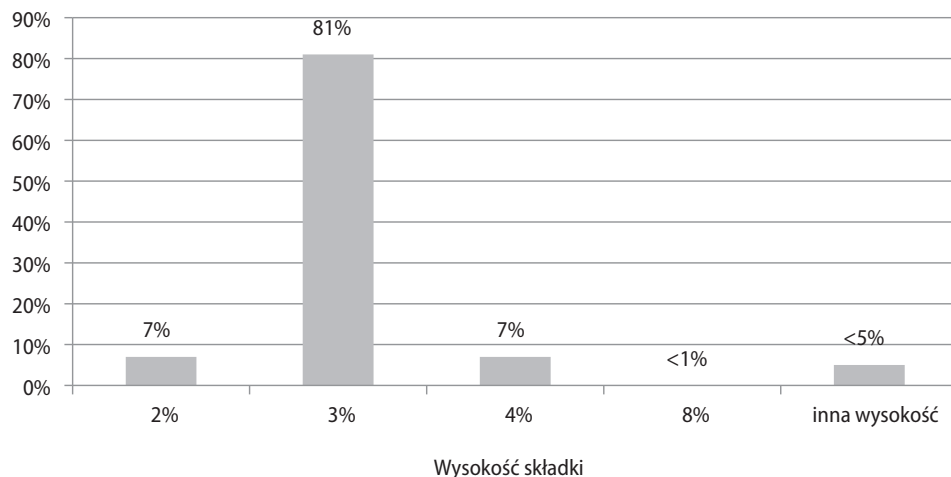
Kraj (rok wprowadzenia)	Stopień swobody tworzenia	Grupa odniesienia	Składka – pracodawca	Składka – pracownik	Dopłata – państwo
USA (1998/2000)			plany QACA – 100% dopłaty do składki pracownika nieprzekraczającej 1% jego wynagrodzenia plus 50% za składki pracownika wynoszące 1–6% wynagrodzenia lub składka jednokowa w wysokości 3% wynagrodzenia za wszystkich uczestników planu	- plany EACA – jednakowa, automatyczna wysokość składki (w ramach ustawowego limitu) - plany QACA – minimum 3% miesięcznej płacy z automatycznym wzrostem po 5 latach do 6% miesięcznej płacy - roczny ustawowy limit składki pracownika – 10% jego rocznego wynagrodzenia	-
Wielka Brytania (2012)	obowiązkowe	zatrudnieni na cały lub część etatu, jak również na umowy terminowe; niebędący członkami innego zakładowego planu emerytalnego, w wieku co najmniej 22 lata, mający dochody pow. 10 tys. GBP/rocznie (2016/2017)	- minimum 1% wynagrodzenia brutto pracownika do kwietnia 2018 r.; 2% do 5 kwietnia 2019 r.; a w kolejnych latach 3% - maksymalny limit podstawy wymiaru składki 43 tys. GBP (2016/2017)	- minimum 0,8% wynagrodzenia pracownika do kwietnia 2018 r.; 2,4% do dnia 5 kwietnia 2019 r., a w kolejnych latach 4% - maksymalny limit podstawy wymiaru składki 43 tys. GBP (2016/2017)	- minimalna ulga podatkowa w wysokości 0,2% do kwietnia 2018 r.; 0,6% do kwietnia 2019 r., a w kolejnych latach 1,0% - maksymalny limit podstawy wymiaru składki 43 tys. GBP (2016/2017)

Uwaga: ACA – Automatic Contribution Arrangement, EACA – Eligible Automatic Contribution Arrangements, QACA – Qualified Automatic Contribution Arrangements.

Źródło: OECD, OECD Pension Outlook 2014, Paris 2014, s. 160; OECD, OECD Economic Survey 2016 – Germany, Paris 2016, s. 101; N. Paklina, Role of Pension Supervisory Authorities in Automatic Enrolment, „IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision” 2014, no. 22, December.

Choć programy automatycznego zapisu wiążą się z większym odsetkiem pracowników w nich uczestniczących, to jednak nie przesądza to o właściwym zabezpieczeniu finansowym pracowników na starość. Problemem jest niski poziom i wartość składek odprowadzanych do programu, bowiem nie tylko pracownicy, lecz także pracodawcy ustalają je najczęściej w domyślnej, najniższej wysokości. Tak jest np. w Nowej Zelandii, gdzie ponad 80% pracodawców odprowadza składkę w najniższej wysokości, tj. 3% wynagrodzenia pracownika (rysunek 1). Sytuacji tej nie zmienił fakt, gdy w kwietniu 2013 r. stopa składki wzrosła z 2% do 3%. Wówczas pracodawcy jedynie dostosowali poziom minimalnej składki domyślnej na rzecz pracowników do nowej wysokości.

Rysunek 1. Stopy procentowe składek pracodawców do programu *KiwiSaver* w Nowej Zelandii w 2013 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Annual Report July 2012 to July 2013. KiwiSaver Evaluation*, Inland Revenue, Te Tari Taake, October 2013, s. 24.

W sytuacji gdy organizowanie i prowadzenie automatycznych programów emerytalnych dla pracodawców jest obowiązkowe, oczywisty jest fakt, że osiąga się wysoki poziom uczestnictwa w systemie zarówno pracodawców, jak i pracowników. Jednak, gdy tak jak w Kanadzie i USA programy typu *auto-enrolment* są dobrowolne, ważną kwestią jest skuteczność systemu zachęt dla pracodawców do angażowania ich w tworzenie dla pracowników tego rodzaju zabezpieczenia emerytalnego. W USA zainteresowanie pracodawców automatycznym włączeniem pracowników do pracowniczego programu emerytalnego wzrosło po wejściu w życie ustawy o ochronie

emerytur z 2006 r. (*Pension Protection Act of 2006*), który ułatwiał automatyczność zapisów¹⁷ i upraszczał procedury¹⁸ prowadzenia tych programów w porównaniu do innych dobrowolnych programów emerytalnych. Choć na poziomie zagregowanym wzrost stopnia uczestnictwa pracowników w systemie emerytur prywatnych (tzw. wskaźnik *coverage*) nie wydaje się wyraźny, ponieważ wyniósł 29,1% w 2006 r. w porównaniu do 27,5% w 2005 r.¹⁹, to w przypadku poszczególnych pracowniczych programów emerytalnych osiągnął poziom nawet 95%²⁰. Ponadto, jedną z przyczyn, dla której efekt automatycznego zapisu na poziomie ogólnokrajowym nie jest większy, jest fakt, że wielu pracodawców po uruchomieniu programu włączało do niego tylko nowo zatrudnianych pracowników, pozostawiając poza systemem dotychczasowych pracowników²¹. Niemniej jednak z wielu badań przeprowadzanych przez różne agencje badawcze na rynku amerykańskim wynika, że wielu pracodawców nie tylko oferuje pracownicze programy emerytalne, ale wiele z tych programów ma charakter automatycznego zapisu. Szacunki PSCA (*Plan Sponsor Council of America*)²² wskazują, że ok. 80% pełnoetatowych pracowników ma dostęp do pracowniczych programów emerytalnych, zaś ok. 47% pracodawców stosuje zasadę automatycznego zapisu do programu. Z badań WorldatWork i American Benefit Institute wynika z kolei, że w niemal połowie automatycznych programów emerytalnych pracodawcy przewidują automatyczny, coroczny wzrost (tzw. eskalację) składki (najczęściej na poziomie 1,00–1,99% rocznie). Jest to o tyle istotne, że wprawdzie – jak potwierdza Komisja Europejska – automatyczne włączanie pracowników do programu emerytalnego jest skuteczną opcją dla niskiego stopnia pokrycia dodatkowym zabezpieczeniem emerytalnym, to problemem pozostaje

¹⁷ P. Pisarewicz, *Udogodnienia podatkowe a dobrowolne oszczędności emerytalne na przykładzie USA*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2010, nr 2, s. 110.

¹⁸ Zwalniał z konieczności sprostania tzw. rocznemu testowi antydyskryminacyjnemu, występującemu w innych dobrowolnych pracowniczych programach emerytalnych, który miał zapewnić, że z uczestnictwa w programie w większym stopniu nie korzystają pracownicy z wyższymi zarobkami (w stosunku do pracowników z niższymi zarobkami) – zob. http://online.wsj.com/ad/employeebenefits-pension-protection_act.html, 21.07.2016.

¹⁹ OECD, *OECD Pension Outlook 2014*, op.cit., s. 153.

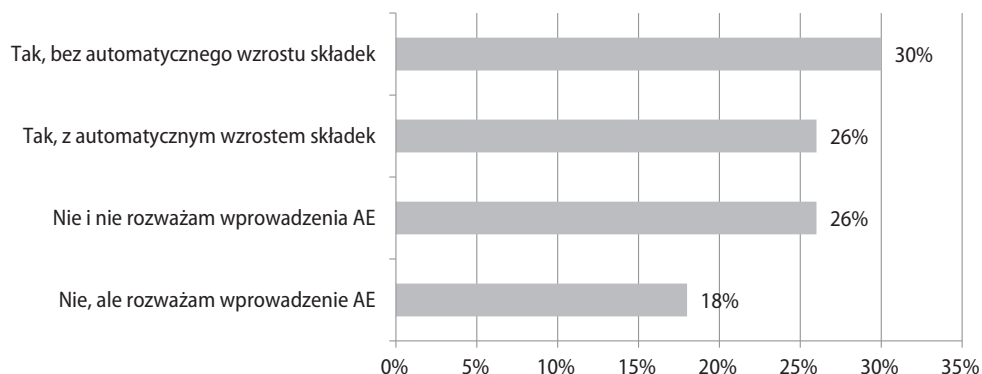
²⁰ GAO, *Retirement Savings: Automatic Enrollment Shows Promise for Some Workers, but Proposals to Broaden Retirement Savings for Other Workers Could Face Challenges*, GAO-10-31, US Government Accountability Office, Washington, October 2009.

²¹ Plan Sponsor Council of America, *54th Annual Survey. PSCA's Annual Survey of Profit Sharing and 401(k) Plans*, Chicago 2011.

²² Plan Sponsor Council of America, *56th Annual Profit Sharing and 401(k) Survey*, Chicago, October 2013.

jednak opłacanie składek na minimalnym poziomie i w niezmienionej wysokości przez wiele lat (rysunek 2).

Rysunek 2. Dostępność *auto-enrolment* w zakładowych programach emerytalnych 401(k)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: WorldatWork and the American Benefits Institute, *Trends in 401(k) Plans and Retirement Rewards*, Scottsdale, March 2013, s. 18–19.

Wysokie wskaźniki uczestnictwa w automatycznych programach emerytalnych wcale nie muszą świadczyć o dobrym przygotowaniu finansowym ich uczestników na okres starości. Problematiczna pozostaje kwestia, czy środki gromadzone w programie automatycznego zapisu są wyższe niż w planie dobrowolnym. Analizując wyniki badań Center for Retirement Research w Boston College, przeprowadzonych na rynku amerykańskim, okazuje się, że przeciętne składki do programu automatycznego są niższe (składka wynosi przeciętnie 3,4%) niż do planu fakultatywnego (składka wynosi przeciętnie 6,0%)²³. Można zatem stwierdzić, że istnieje obawa, iż wprowadzenie przez pracodawcę automatycznego programu emerytalnego spowoduje wprawdzie włączenie do niego osób, które nie oszczędzałyby dodatkowo na emeryturę poza planem, jednakże w stosunku do osób, które już oszczędzały w funkcjonującym pracowniczym programie emerytalnym, składka wpłacana do programu byłaby niższa niż dotychczas. Pracodawcy mający możliwość odprowadzania niższych składek w programie automatycznym (w stosunku do dotychczas opłacanej składki w programie dobrowolnym) prawdopodobnie skorzystaliby z tej możliwości.

²³ <http://crr.bc.edu/category/briefs/page/2/>, 25.07.2016.

4. Dodatkowe koszty dla pracodawcy funkcjonowania automatycznych programów emerytalnych

Wprowadzenie obowiązku automatycznych zakładowych programów emerytalnych może następować etapami, jak to ma miejsce (w zależności od wielkości przedsiębiorstwa) w Wielkiej Brytanii. Proces ten został rozłożony na lata 2012–2018. Wcześniej pracodawcy mieli wprowadzić możliwość zastosowania automatyzmu w programach emerytalnych, ale z tej opcji skorzystało tylko ok. 32% z nich²⁴. Zatem dla pracodawców, którzy wcześniej nie oferowali programu *auto-enrolment*, taka sytuacja musi generować dodatkowe koszty, jak koszty założenia i prowadzenia programu oraz opłacania składek na rzecz pracowników.

Powołując się na dane brytyjskiego Departamentu Emerytur i Rent, w tabeli 3 pokazano szacunkowe dane prowadzenia automatycznego programu emerytalnego w pierwszym roku i kolejnych latach. Przyjęto obliczenia dla scenariusza średniego (bazowego), w którym roczny koszt samych składek minimalnych płaconych przez pracodawców skalkulowano na poziomie 4033 mln GBP. Ponieważ jednak w momencie wprowadzania automatyzmu do programów emerytalnych i w przyszłych latach nie jest znany wskaźnik wyjścia (*opt-out*) pracowników z programu, to koszt ten według prognoz może się wahać od 2929 mln GBP (w scenariuszu niskim) do nawet 4446 mln GBP (w scenariuszu wysokim)²⁵.

W Nowej Zelandii oszacowano z kolei koszty zgodności (*costs of compliance*) prowadzenia programu z przepisami prawa. Ustalono, że dla pracodawcy z sektora małych i średnich przedsiębiorstw wynoszą one rocznie przeciętnie ok. 705 NZD. Obejmują one koszty czasu spędzonego nad przepisami podatkowymi (14,5 h rocznie, tj. 660 NZD) i koszt doradcy podatkowego, który wynosi jednak zaledwie około 47 NZD ze względu na fakt, że większość pracodawców w Nowej Zelandii nie korzysta z tego typu usług doradczych. Do tego dochodzi koszt psychologiczny pracodawców związany z troską o zapewnienie środków na składki na rzecz pracowników, choć koszt ten, w porównaniu do spraw związanych np. z podatkiem dochodowym, jest akurat stosunkowo niski i oszacowany na poziomie 3,1 w 7-punktowej skali²⁶.

²⁴ PNC Institutional Investments, *The Impact of Auto Enrollment*, <http://pnc.com/vestedinterest>, 25.07.2016.

²⁵ Department for Work and Pensions, *Workplace Pension Reform: Digest of Key Analysis*, London, July 2012, s. 4–5.

²⁶ OECD, *OECD Pension Outlook 2014*, op.cit., s. 169.

Tabela 3. Szacunkowe roczne koszty prowadzenia automatycznych programów emerytalnych w Wielkiej Brytanii w zależności od wielkości przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Przedsiębiorstwa				
	mikro (1–4 osoby)	małe (5–49 osób)	średnie (50–249 osób)	duże (250 i więcej osób)	ogółem
Liczba firm (w tys.)	735	410	32	6	1 183
Roczny koszt minimalnych składek ogółem (w mln GBP)	388	1 249	717	1 679	4 033
Roczny koszt minimalnych składek/przedsiębiorstwo (w GBP)	500	3 000	22 000	250 000	3 500
Koszty administracyjne w pierwszym roku (w mln GBP)	190	140	60	100	480
Przeciętne koszty administracyjne w pierwszym roku/przedsiębiorstwo (w GBP)	250	350	1 500	16 000	400
Roczne koszty administracyjne w kolejnych latach (w mln GBP)	80	40	10	20	150
Roczne koszty administracyjne/przedsiębiorstwo (w GBP)	100	100	350	2 500	150

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Department for Work and Pensions, *Workplace Pension Reform: Digest of Key Analysis*, London, July 2012, s. 4–5.

5. Zakończenie

W ostatnich latach wzrasta rola i zakres pracodawców w zapewnieniu dodatkowych dochodów na starość swoim pracownikom. Angażowanie to coraz częściej przybiera formułę określonego przez ustawodawcę automatycznego zapisu do programu, który dla pracodawcy może być obowiązkowy (np. Wielka Brytania, Nowa Zelandia) lub dobrowolny (Kanada, USA). Tym samym finansowanie dodatkowych emerytur na rzecz pracowników w postaci składek może wynikać z dobrovolności pracodawcy czy też być narzucone przez państwo w ramach ustalonych limitów. Choć programy automatycznego zapisu mogą być skutecznym narzędziem w wypracowywaniu nawyków oszczędnościowych włączonej do programów części społeczeństwa, to wciąż mogą one jednak nie rozwiązywać problemu długoterminowego bezpieczeństwa emerytalnego. Składki pracowników i pracodawców są najczęściej opłacane w wysokości ustalonej dla opcji domyślnej, a więc najniższej, jaka

jest możliwa, jak również stosowane domyślne strategie inwestycyjne są zbyt konserwatywne, aby zapewnić adekwatne oszczędności na starość²⁷.

Z doświadczeń krajów, które wprowadziły automatyzm w zakładowych programach emerytalnych, niewątpliwie mogą i powinny korzystać inne kraje i wyciągać wnioski na temat, czy i które elementy oraz zasady funkcjonowania tego typu programów faktycznie mogą wpływać na wyższy poziom zabezpieczenia emerytalnego ich obywateli, tym bardziej że zainteresowanie nimi i dyskusja nad ich wprowadzeniem toczy się obecnie m.in. w Niemczech, Irlandii oraz Polsce.

Bibliografia

- Andersen M., Atlee S., Cardamone D., Danaher B., Utkus S., *Automatic Enrollment: Benefits and Costs of Adoption*, The Vanguard Center for Retirement Research, May 2001, https://institutional.vanguard.com/pdf/automatic_enrollment.pdf
- Annual Report July 2012 to July 2013. KiwiSaver Evaluation*, Inland Revenue, Te Tari Taake, October 2013.
- Barr N., Diamond P., *The economics of pensions*, „Oxford Review of Economic Policy” 2006, no. 22(1).
- Crossley T., Emmerson C., Leicester C., *Raising Household Saving*, Institute for Fiscal Studies, London, February 2012.
- Butrica B.A., Karamcheva N.S., *The Relationship between Automatic Enrollment and DC Plan Contributions: Evidence from a National Survey of Older Workers*, Center for Retirement Research at Boston College, CRP WP 2015–14, Massachusetts, July 2015.
- Choi J., Laibson D., Madrian B., *Reducing the Complexity Costs of 401(k) Participation Through Quick Enrollment (TM)*, „NBER Working Paper” 2006, no. 11979, <http://www.nber.org/papers/w11979.pdf>
- Department for Work and Pensions, *Workplace Pension Reform: Digest of Key Analysis*, London, July 2012.
- Drew A., *KiwiSaver and the wealth of New Zealanders, NZIER perspective on the joint agency evaluation report*, „NZIER Report to the Financial Services Council” 2015, August.
- GAO, *Retirement Savings: Automatic Enrollment Shows Promise for Some Workers, but Proposals to Broaden Retirement Savings for Other Workers Could Face Challenges*, GAO-10–31, US Government Accountability Office, Washington, October 2009.

²⁷ M. Andersen, S. Atlee, D. Cardamone, B. Danaher, S. Utkus, *Automatic Enrollment: Benefits and Costs of Adoption*, The Vanguard Center for Retirement Research, May 2001, s. 1, https://institutional.vanguard.com/pdf/automatic_enrollment.pdf

- Ghiralducci T., *The Changing Role of Employer Pensions: Tax Expenditures, Costs, and Implications for Middle-Class Elderly*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 469, New York, August 2006.
- Johnson P., Yeandle D., Boulding A., *Making automatic enrolment work. A review for the Department for Work and Pensions*, October 2010, www.dwp.gov.uk/automatic-enrolment, 22.07.2016.
- Madrian B.C., Shea D.F., *The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and saving behavior*, „Quarterly Journal of Economics” 2011, vol. 116, no. 4.
- OECD, *OECD Pension Outlook 2014*, Paris 2014.
- OECD, *OECD Economic Survey 2016 – Germany*, Paris 2016.
- Orenstein M.A., *Pension Privatization in Crisis: Death or Rebirth of a Global Policy Trend?*, „International Social Security Review” 2011, vol. 64, no. 3.
- Paklina N., *Role of Pension Supervisory Authorities in Automatic Enrolment*, „IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision” 2014, no. 22, December.
- Pieńkowska-Kamieniecka S., *Automatyczne plany emerytalne w systemie dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego – przesłanki tworzenia i funkcjonowania*, w: *Dobezpieczenie społeczne. Idea i kontynuacja*, red. M. Kawiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.
- Pisarewicz P., *Udogodnienia podatkowe a dobrowolne oszczędności emerytalne na przykładzie USA*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2010, nr 2.
- Plan Sponsor Council of America (2011), *54th Annual Survey. PSCA's Annual Survey of Profit Sharing and 401(k) Plans*, Chicago 2011.
- Plan Sponsor Council of America, *56th Annual Profit Sharing and 401(k) Survey*, Chicago, October 2013.
- PNC Institutional Investments, *The Impact of Auto Enrollment*, pnc.com/vestedinterest, 25.07.2016.
- Rinaldi A., *Pension Awareness and Nationwide Auto-Enrolment: The Italian Experience*, „CERP Working Paper” 2011, no. 104/11.
- Rutecka J., *Analiza źródeł finansowania dodatkowych oszczędności emerytalnych*, Analiza przygotowana dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich w ramach projektu pt. *Dodatkowy System Emerytalny (DSE)*, PTE, Warszawa, czerwiec 2016.
- Rutecka J., Bielawska K., Petru R., Pieńkowska-Kamieniecka S., Szczepański M., Żukowski M., *Dodatkowy system emerytalny – diagnoza i rekomendacje zmian*, TEP, Warszawa, grudzień 2014.
- Sieczkowski W., *Decyzje oszczędnościowe w systemie zabezpieczenia emerytalnego*, w: *Dobezpieczenie społeczne. Idea i kontynuacja*, red. M. Kawiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.

Sustain C., Thaler R.H., *Libertarian Paternalism*, „The American Economics Review” 2003, no. 93(2).

WorldatWork and the American Benefits Institute, *Trends in 401(k) Plans and Retirement Rewards*, Scottsdale, March 2013.

THE ROLE AND THE SCOPE OF EMPLOYERS' PARTICIPATION IN LONG-TERM RETIREMENT SAVINGS – AN EXAMPLE OF AUTO-ENROLMENT PROGRAMMES

In the last few years, an increasing number of countries have not only implemented, but is also interested in including employees into auto-enrolment programmes. Depending on adopted conception, an auto-enrolment programme can be obligatory or voluntary for employers. In either of these cases, studies show that the given's country society's participation rate in the market of supplementary pension schemes is relevantly higher. The aim of this chapter is to present the main mechanisms in automatic pension schemes, with regard to the countries, in which they function, and the role and the scope of employers in supporting their employees' long-term retirement savings.

Keywords: auto-enrolment, employer, pension contribution, costs

PROPOZYCJE DOTYCZĄCE KSZTAŁTU III FILARU SYSTEMU EMERYTALNEGO W KONTEKŚCIE OCZEKIWANEJ MOBILIZACJI DOBROWOLNYCH OSZCZĘDNOŚCI EMERYTALNYCH POLAKÓW

Magdalena Swacha-Lech*

Analiza wydolności systemu emerytalnego w Polsce w kontekście bieżącej i prognozowanej sytuacji demograficznej skłania do refleksji nad koniecznością gromadzenia dodatkowych oszczędności emerytalnych. Dnia 4 lipca 2016 r. Wicepremier Mateusz Morawiecki zaprezentował główne założenia *Programu Budowy Kapitału* – kompleksowego planu tworzenia dobrowolnego kapitałowego systemu oszczędzania w Polsce oraz długoterminowych produktów inwestycyjnych. Jedno z założeń programu stanowi, iż Pracownicze Programy Kapitałowe (PPK) oraz Indywidualne Programy Kapitałowe (IPK) zostaną zaoferowane pracownikom w ramach systemu *opt-out*. Celem niniejszego rozdziału jest prezentacja zmian w konstrukcji systemu emerytalnego proponowanych przez rząd oraz ocena zamierzonych działań w kontekście zapewnienia większej liczby osób korzystających z III filaru i skutecznej mobilizacji dobrowolnych oszczędności emerytalnych Polaków.

Słowa kluczowe: system emerytalny, gromadzenie dobrowolnych oszczędności emerytalnych, Program Budowy Kapitału, Pracownicze Programy Kapitałowe (PPK), Indywidualne Programy Kapitałowe (IPK)

* Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów i Rachunkowości; m.swachalech@gmail.com

1. Wprowadzenie

Konieczność wprowadzenia zmian w obecnym kształcie systemu emerytalnego w Polsce wydaje się bezdyskusyjna. Zarówno występujące już, jak i prognozowane niekorzystne zmiany demograficzne wywołują poważne ograniczenia w efektywnym funkcjonowaniu obecnego systemu emerytalnego oraz obawy o jego wydolność w przyszłości. Do wymienionych zmian należy zaliczyć przede wszystkim tendencję do zmniejszania się liczby urodzeń oraz wydłużanie się długości trwania życia, przyczyniające się w konsekwencji do zjawiska starzenia się społeczeństwa.

Analiza ludności według grup ekonomicznych wykazuje, iż w ostatnich latach (2004–2015) udział Polaków w wieku przedprodukcyjnym stale maleje, przy jednoczesnym wzroście odsetka osób w wieku poprodukcyjnym. W roku 2004 udział osób należących do przedziału wiekowego do 17 lat wynosił 21,2%, podczas gdy w 2014 r. wielkość ta kształtowała się na poziomie 17,2%. Odsetek osób będących w wieku poprodukcyjnym (65 lat dla mężczyzn i 60 lat dla kobiet) w 2004 r. był równy 15,3%, w 2014 r. zaś – 25,34%. Dla porównania można dodać, iż wielkości te w 1990 r. wynosiły odpowiednio 29% i 12,8%¹.

Według prognoz demograficznych Eurostatu, struktura wiekowa Polaków nadal będzie podlegała niekorzystnym zmianom. W roku 2030 populacja w wieku przedprodukcyjnym będzie stanowiła 16,6% ogółu Polaków i do 2060 r. udział najmłodszej części społeczeństwa zmniejszy się do poziomu 14,6%. Prognozowany udział osób w wieku poprodukcyjnym wykazuje natomiast tendencję wzrostową – 25,8% w 2030 r. wobec 37,6% w 2060 r.²

Zmniejszanie się liczby Polaków należących do najmłodszych grup wiekowych oraz ich udziału w całości populacji, przy jednoczesnym wzroście udziału i liczby osób najstarszych, nie pozostanie bez wpływu na wysokość emerytur wypłacanych w przyszłości. Bieżące wpływy składkowe do funduszu emerytalnego już w chwili obecnej nie pokrywają wydatków na emerytury i, jak wskazują prognozy dokonane przez Departament Statystyki i Prognoz Aktuariatycznych ZUS, do 2060 r. fundusz emerytalny będzie miał stale ujemne saldo roczne³.

¹ GUS, *Rocznik Demograficzny 2015*, Warszawa 2015, s. 164.

² ZUS, *Prognoza wpływów i wydatków Funduszu Emerytalnego do 2060 r.*, Warszawa, maj 2013, s. 12.

³ Ibidem, s. 18–19.

W tym kontekście niezwykle istotne wydaje się uświadomienie Polakom konieczności gromadzenia dobrowolnych funduszy emerytalnych, które pomogą zapewnić oczekiwaną jakość życia na emeryturze, a przede wszystkim podjęcia działań w kierunku modyfikacji obecnego kształtu systemu emerytalnego w taki sposób, by umożliwił on w przyszłości skuteczną mobilizację dodatkowych oszczędności emerytalnych. Waga problemu oraz konieczność zmian w tym zakresie jest dostrzegana przez wiele środowisk, w wyniku czego w ostatnich latach w Polsce trwa ożywiona dyskusja wokół zagadnień związanych z wydolnością systemu emerytalnego w przyszłości.

Celem niniejszego rozdziału jest prezentacja zmian w konstrukcji systemu emerytalnego proponowanych przez rząd oraz ocena zamierzonych działań w kontekście zapewnienia większej liczby osób korzystających z III filaru i skutecznej mobilizacji dobrowolnych oszczędności emerytalnych Polaków. Na podstawie przeglądu doświadczeń systemów emerytalnych na świecie wyłoniono pewne cechy niezbędne do istotnej poprawy wskaźnika uczestnictwa w dobrowolnych programach emerytalnych oraz skutecznej aktywizacji długoterminowych oszczędności gromadzonych z przeznaczeniem na przyszłą emeryturę.

Zgodnie z zamierzeniem autorki, niniejszy rozdział może stanowić głos w trwającej obecnie debacie nad pożądanymi kierunkami zmian w obecnie funkcjonującym systemie emerytalnym.

2. Propozycja zmian w systemie emerytalnym przedstawiona przez rząd – Program Budowy Kapitału

Przyjęty przez Rząd w dniu 16 lutego 2016 r. *Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju Polski* opiera się na pięciu filarach, z których jeden stanowi zapewnienie kapitału dla rozwoju. Jako jedna z podstaw realizacji planu jest zatem wskazana mobilizacja krajowych oszczędności długoterminowych. W tym celu opracowano *Program Budowy Kapitału Polaków*, którego główne założenia zostały przedstawione w dniu 4 lipca 2016 r. przez Wicepremiera Mateusza Morawieckiego. Zgodnie z treścią informacji prasowej⁴ *Program Budowy Kapitału* to kompleksowy plan tworzenia dobrowolnego kapitałowego systemu oszczędzania w Polsce oraz długoterminowych

⁴ Ministerstwo Rozwoju, *Rusza Program Budowy Kapitału Polaków. Informacja prasowa*, Warszawa, 4 lipca 2016, <https://www.mr.gov.pl/media/21998/ProgramBudowyKapitalu.pdf>, 7.07.2016.

produktów inwestycyjnych. Główne cele realizacji programu stanowią: zwiększenie bezpieczeństwa finansowego Polaków, przyspieszenie rozwoju społeczno-gospodarczego, zagwarantowanie długoterminowej stabilności finansów publicznych i bilansu płatniczego, a także stworzenie efektywnego, dobrowolnego kapitałowego systemu emerytalnego. Działania, które mają zostać podjęte w ramach realizacji programu, będą skoncentrowane wokół następujących zagadnień⁵:

- 1) utworzenie efektywnego III filaru systemu emerytalnego w postaci Pracowniczych Programów Kapitałowych (PPK) oraz Indywidualnych Programów Kapitałowych (IPK),
- 2) powołanie publicznych funduszy nieruchomości,
- 3) wypuszczenie nowego typu obligacji Skarbu Państwa w formie obligacji premiowych i infrastrukturalnych,
- 4) obniżenie podatku od dochodów z długoterminowych inwestycji kapitałowych (powyżej 12 miesięcy).

Oprócz działających obecnie w ramach III filaru PPE, IKE oraz IKZE (które mają zostać uproszczone i odbiurokratyzowane), jest planowane wdrożenie Pracowniczych Programów Kapitałowych (PPK) oraz Indywidualnych Programów Kapitałowych (IPK). Programy te zostaną zaoferowane pracownikom zgodnie z następującymi zasadami:

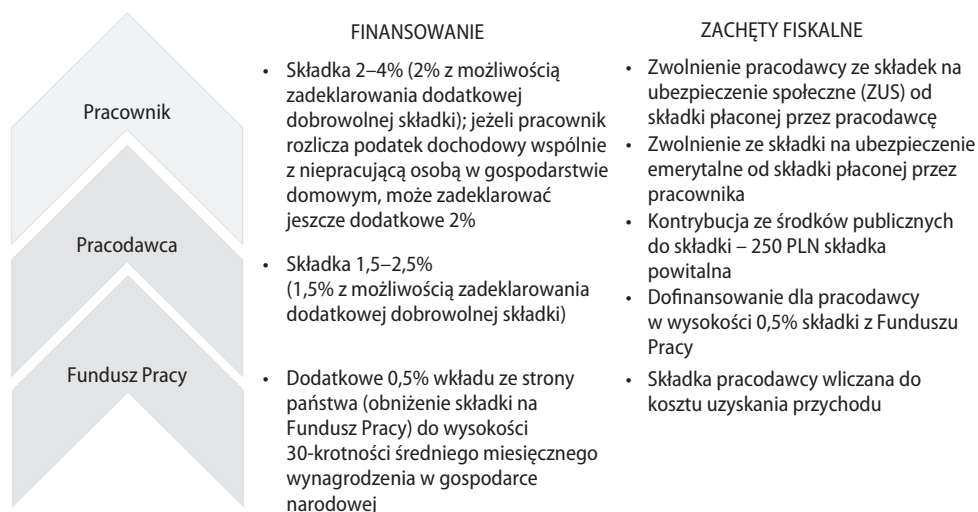
- przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 19 pracowników będą tworzyły pracownicze programy emerytalne oparte na Pracowniczym Planie Kapitałowym, natomiast mikro i małe przedsiębiorstwa, zatrudniające do 19 pracowników, będą wybierały między Pracowniczym Programem Kapitałowym a zaoferowaniem pracownikom Indywidualnych Programów Kapitałowych wybranej instytucji finansowej;
- automatyczny zapis osób zatrudnionych w wieku 19–55 lat – obowiązek zaoferowania programu przez pracodawcę, chyba że ma on już utworzone PPE (udział w programie osób powyżej 55 roku życia będzie dobrowolny);
- charakter dobrowolności – możliwość rezygnacji z udziału w programie poprzez złożenie oświadczenia przez pracownika o odstąpieniu w terminie do 3 miesięcy od jego utworzenia;
- na I etapie (od dnia 1 stycznia 2018 r.) PPK i IPK będą oferowane wyłącznie pracownikom dużych przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 250 osób;

⁵ Ministerstwo Rozwoju, *Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju – Program Budowy Kapitału*, https://www.mr.gov.pl/media/22008/ProgramBudowyKapitalu_prezentacja.pdf, 7.07.2016.

- na II etapie (od 1 dnia lipca 2018 r.) PPK i IPK będą oferowane pracownikom przedsiębiorstw średnim, zatrudniających 50–249 pracowników;
- na III etapie (od dnia 1 stycznia 2019 r.) PPK i IPK będą oferowane małym przedsiębiorstwom, zatrudniającym 20–49 pracowników, oraz mikroprzedsiębiorstwom, zatrudniającym do 19 pracowników.

Rozłożenie wdrożenia programów na poszczególne etapy zostało uzasadnione potrzebą zagwarantowania czasu niezbędnego do przygotowania się zarówno instytucji obsługujących programy, jak i pracodawców. Zgodnie z założeniami opracowanymi przez rząd, zasady uczestnictwa oraz zachęt fiskalnych będą jednakowe dla Pracowniczych Programów Kapitałowych oraz Indywidualnych Programów Kapitałowych (rysunek 1). W ramach programów pracownik może zadeklarować składkę w wysokości 2–4% wynagrodzenia, pracodawca zaś – 2–3%. Ponieważ pracodawca otrzyma dofinansowanie składki w wysokości 0,5% z Funduszu Pracy (poprzez obniżenie składki na Fundusz Pracy do wysokości 30-krotności przeciętnego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej), na rysunku 1 wysokość składki wnoszonej przez pracodawcę została ustalona na poziomie 1,5–2,5%. Część składki pochodząca z Funduszu Pracy będzie doliczana do emerytury minimalnej.

Rysunek 1. Pracownicze Plany Kapitałowe oraz Indywidualne Plany Kapitałowe – składki i zachęty



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, *Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju – Program Budowy Kapitału*, https://www.mr.gov.pl/media/22008/ProgramBudowyKapitału_prezentacja.pdf, 7.07.2016.

Każdy pracownik przystępujący do programu otrzyma tzw. składkę powitalną w kwocie 250 PLN. Zgodnie z deklaracjami rządu, udział zachęt ze strony państwa w łącznej składce będzie wynosić nawet ok. 30%. Szacowany łączny koszt zachęt fiskalnych Pracowniczych Planów Kapitałowych oraz Indywidualnych Planów Kapitałowych będzie wynosił ok. 2,2 mld PLN (0,11% PKB) w pierwszych 2 latach oraz 1,7 mld PLN (0,08% PKB) w kolejnych latach.

Zgodnie z założeniami zaprezentowanymi przez rząd, przez pierwsze 24 miesiące, tj. na etapie tworzenia PPK, będą one obsługiwane wyłącznie przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR TFI S.A.) w ramach funduszy inwestycyjnych o ściśle określonej polityce inwestycyjnej, dostosowanej do profilu ryzyka uczestników – tzw. zdefiniowanej daty cyklu życia (np. Polski Fundusz Emerytalny 2035). Dopiero po tym okresie obsługa PPK będzie mogła być prowadzona przez inne instytucje finansowe działające na polskim rynku. Limit kosztów całkowitych obsługi PPK i IPK nie może przekraczać 0,6% wartości aktywów.

Zasady wykorzystania środków zgromadzonych w programach przedstawiają się następująco:

- po osiągnięciu wieku emerytalnego 25% zgromadzonych środków może podlegać wypłacie jednorazowej, podczas gdy pozostałe 75% środków ma służyć wykupie emerytury terminowej lub dożywotniej;
- zgromadzone środki mogą być wykorzystane na pokrycie wkładu własnego przy zakupie pierwszego mieszkania (po 5 latach karencji rozpocznie się 5-letni okres spłaty wykorzystanych środków);
- do 15% środków może być wypłacone jednorazowo w przypadku poważnych problemów zdrowotnych, skutkujących orzeczeniem o niezdolności do pracy;
- w przypadku wcześniejszej likwidacji PPK/IPK lub innego rozdysponowania środków nastąpi konieczność zwrotu uzyskanych korzyści fiskalnych.

Według deklaracji rządu, informacja o wszystkich 5 formach planów emerytalnych prowadzonych w ramach III filaru będzie gromadzona w jednym miejscu – za pomocą centralnej elektronicznej ewidencji kapitałowych programów emerytalnych w ZUS. E-platforma ZUS będzie oferowała ponadto możliwość integracji z rachunkiem bankowym.

Jak wspomniano, oprócz utworzenia efektywnego III filaru systemu emerytalnego w postaci Pracowniczych Programów Kapitałowych oraz Indywidualnych Programów Kapitałowych, realizacja Programu Budowy Kapitału będzie się ponadto wiązała z utworzeniem publicznych funduszy nieruchomości oraz nowego typu obligacji skarbowych dla inwestorów indywidualnych. Jak wskazują autorzy raportu

pt. *Miejsce funduszy emerytalnych w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*⁶, od kilku już lat w Polsce toczy się debata o potrzebie stworzenia odpowiedników *Real Estate Investment Trust*, które mogłyby się przyczynić do powstania synergii z OFE i potrzebami rynku nieruchomości. Wychodząc naprzeciw tym potrzebom, rząd planuje zapewnić powszechny dostęp do inwestycji na rynku nieruchomości poprzez Publiczne Fundusze Nieruchomości. Zgodnie z zamierzeniami, spółka akcyjna, z minimalnym początkowym kapitałem zakładowym o wartości ponad 25 mln PLN, będzie dokonywała inwestycji wyłącznie w nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe, głównie gotowe obiekty przynoszące stały dochód, a większość zysku (min. 80%) będzie wypłacana inwestorom na bieżąco⁷.

Nowy typ obligacji emitowanych przez Skarb Państwa będą stanowić obligacje premiarowe i infrastrukturalne. Pierwsze z nich to obligacje o kuponie zerowym, dające nie tylko gwarancję nominału, lecz także uczestnictwo w loterii kuponowej, która umożliwia uzyskanie znaczącej premii w ramach ustalonej przez Skarb Państwa kwoty (ekwiwalent oprocentowania). Obligacje infrastrukturalne będą to długoterminowe obligacje, emitowane w celu sfinansowania projektów z katalogu projektów strategicznych.

4. Czynniki zapewniające skuteczną aktywizację dobrowolnych oszczędności emerytalnych

Na podstawie przeglądu doświadczeń systemów emerytalnych na świecie można wyłonić pewne cechy, które są charakterystyczne dla istotnej poprawy wskaźnika uczestnictwa w dobrowolnych programach emerytalnych oraz skutecznej aktywizacji długoterminowych oszczędności gromadzonych z przeznaczeniem na przyszłą emeryturę. Kraje objęte analizą to: USA, Kanada, Rosja, Australia, Nowa Zelandia, Chile, Szwecja, Niemcy, Dania, Włochy, Francja, Holandia oraz Wielka Brytania.

Z przeglądu doświadczeń wymienionych państw wynika, iż do zapewnienia powszechności pracowniczych programów emerytalnych przyczynia się pewien zespół cech, które są skuteczne, gdy występują razem. Do tych cech należy zaliczyć:

⁶ PwC, *Miejsce funduszy emerytalnych w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*, Warszawa, 10 maja 2016, s. 6.

⁷ Szerzej o możliwościach, jakie niosą za sobą inwestycje funduszy emerytalnych w nieruchomości – zob. ibidem, s. 28–33.

- 1) trzy strony finansowania składki: pracownik, pracodawca, państwo,
- 2) stworzenie systemu zachęt fiskalnych dla uczestników i pracodawców – w tym przesunięcie opodatkowania środków z momentu wpłaty do momentu ich wypłaty (system TEE),
- 3) wsparcie finansowe dla pracodawców,
- 4) *opt-out* system,
- 5) określenie prawa własności zgromadzonych środków,
- 6) stworzenie instrumentów finansowych z jednej strony umożliwiających efektywne pomnażanie środków, z drugiej zaś gwarantujących określony poziom ich bezpieczeństwa (możliwość dywersyfikacji środków, uwzględniająca różne preferencje uczestników dotyczące ryzyka),
- 7) stworzenie instrumentów finansowych ułatwiających skuteczne zarządzanie środkami osobom o przeciętnym i niskim poziomie wiedzy finansowej,
- 8) zapewnienie bieżącego dostępu do klarownych, zrozumiałych, właściwie wyselekcjonowanych informacji i analiz niezbędnych do zarządzania zgromadzonymi środkami, zwłaszcza w przypadku złożonych instrumentów i dynamicznych zmian występujących na rynkach finansowych,
- 9) właściwe określenie limitu kosztów zarządzania aktywami przez instytucje finansowe,
- 10) zagwarantowanie stabilności prawnej systemu,
- 11) stworzenie programu edukacji finansowej trwającej przez cały cykl życia jednostki, dostosowanej do wieku, aktualnej sytuacji życiowej jednostki, przynależności do grupy społecznej.

Taki zestaw zasad użytych do konstrukcji tej części systemu emerytalnego, która odpowiada za aktywizację dobrowolnych oszczędności emerytalnych, pozwala – w opinii autorki – nie tylko na uwzględnienie ekonomicznych determinantów budowania kapitału na starość, lecz także na pokonanie pewnych psychologicznych destymulant oszczędzania. Najważniejsze skłonności behawioralne wykazywane przez jednostki, które wpływają na zachowania oszczędnościowe w obszarze gromadzenia oszczędności emerytalnych, zostały zawarte w tabeli 1.

Wskazane w tabeli 1 psychologiczne determinanty oszczędzania mają niezwykle istotne znaczenie, odpowiadając za różne podejście do gromadzenia środków z przeznaczeniem na emeryturę osób znajdujących się w tej samej sytuacji materialnej, zdrowotnej i życiowej. Wielu Polaków tłumaczy brak udziału w III filarze względami ekonomicznymi, przy czym należy zauważyć, iż pewne cechy psychologiczne wzmacniają wskazywany przez Polaków brak środków umożliwiających

oszczędzanie (np. krótkowzroczność, niecierpliwość, impulsywność), podczas gdy inne pomagają im zdecydować się na oszczędzanie drobnych kwot (nawyk oszczędzania, samokontrola i siła woli).

Tabela 1. Najważniejsze inklinacje behawioralne wpływające na dobrowolne oszczędzanie na emeryturę

Inklinacje behawioralne wpływające na:	
Fakt, że jednostki nie podejmują decyzji o rozpoczęciu gromadzenia dobrowolnych oszczędności emerytalnych (przesuwają w czasie moment podjęcia decyzji oraz rezygnują z dodatkowych oszczędności)	• odraczanie momentu wyboru (<i>procrastination</i>) • niechęć do podejmowania ważnych decyzji związanych ze złożonym wyborem (efekt przeciążenia decyzyjnego – <i>choice overload</i>) • chciwość • preferencję czasu teraźniejszego (<i>present bias</i>) • impulsywność • niecierpliwość • nadmierną koncentrację na stratach i niedocenianie potencjalnych zysków (<i>myopic loss aversion</i>) • zjawisko wpływu zmiany formy prezentacji problemu na rezultat decyzyjny (<i>decision framing</i>) • inercję
Występowanie błędów w zarządzaniu środkami (zbyt niski poziom wnoszonej kwoty bądź też niewłaściwy, nieoptymalny sposób alokacji)	• błąd siły opcji domyślnej (<i>power of the default option</i>) • heurystykę zakotwiczenia (<i>anchoring heuristic</i>) • błąd <i>status quo</i> (akcentujący nadmierną koncentrację na stratach) • efekt naśladowania (<i>peer effect</i>) • efekt księgowania mentalnego (<i>mental accounting</i>), w tym efekt źródła (<i>windfall</i>), • efekt poparcia (<i>endorsement effect</i>) • efekt znajomości firmy (<i>familiarity bias</i>)
Brak podejmowania działań ukierunkowanych na realizację planów	• brak samokontroli • brak siły woli • nawyk oszczędzania • skłonność do dyskontowania hiperbolicznego (<i>hyperbolic discounting</i>)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Swacha-Lech, *Wpływ skłonności behawioralnych na decyzje dotyczące dobrowolnego gromadzenia oszczędności emerytalnych*, „Nauki o Finansach” nr 3(12), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 126–140.

Występowanie pewnych heurystyk, czyli uproszczonych sposobów podejmowania decyzji, jest nieuniknione. Jednakże poprzez świadomość ich występowania i wpływu wywieranego na decyzje oszczędnościowe można się starać wyposażyć dobrowolne programy emerytalne w pewne właściwości i mechanizmy, które umożliwią konwersję cech wpływających negatywnie na proces budowania oszczędności na atrybuty o wymiarze pozytywnym. Dostosowywanie programów emerytalnych do rzeczywistych zachowań jednostek może się bowiem przyczynić w konsekwencji do znaczącego zwiększenia poziomu kapitału gromadzonego na starość.

Jak dowodzą doświadczenia światowe, skuteczne programy emerytalne powinny zawierać bodźce ekonomiczne w postaci trójstronnego udziału w finansowaniu składek: pracownika, pracodawcy oraz państwa, a ponadto odpowiednio skonstruowany system zachęt fiskalnych dla pracownika i pracodawcy. Niezwykle skuteczny bodziec do działania stanowi możliwość otrzymania przez uczestnika programu konkretnej kwoty – dopłaty z budżetu państwa, która bezpośrednio będzie zasilala zgromadzone środki. E. Duflo i E. Saez przeprowadzili badanie, w którym potwierdzili wpływ niewielkiej nagrody (20 USD) na wzrost liczby osób przystępujących do programu⁸.

J. Czapiński oraz M. Góra w raporcie pt. *Świadomość „emerytalna” Polaków* zbadali wpływ trójstronnego systemu finansowania składki na wzrost skłonności do oszczędzania na emeryturę⁹. Sposób sformułowania pytania eksponował możliwe do uzyskania korzyści. Badani odpowiadali bowiem na pytanie, jaką kwotę byliby w stanie przeznaczyć miesięcznie, gdyby został wprowadzony system długoterminowego oszczędzania na emeryturę, w którym do składki pracownika dopłacałaby reszta społeczeństwa i/lub pracodawca. Tylko 12,8% badanych zadeklarowało, iż nie przeznaczyłoby żadnej kwoty – nie wchodząc tym samym do systemu, podczas gdy 68% respondentów wskazało, iż byliby gotowi oszczędzać w tak skonstruowanym systemie (19,2% nie miało zdania). Najwięcej z osób zadeklarowało, iż miesięcznie byliby skłonni przeznaczyć 51–100 PLN.

Autorzy raportu poprosili ponadto Polaków o ujawnienie dokładnych preferencji dotyczących strony współfinansującej wnoszoną do systemu składkę pracownika. Najwięcej badanych – 36,4% – wskazało, iż dodatkowe oszczędzanie powinno być współfinansowane zarówno przez budżet (z podatków), jak i przez pracodawcę¹⁰.

Jak wskazują S. Kawalec, K. Błażuk i M. Kurek, obecne zachęty fiskalne stosowane dla osób oszczędzającym w III filarze nie są skuteczne¹¹. Autorzy ci zauważają, iż w przypadku IKE i IKZE trudno jest jednoznacznie stwierdzić, do kogo są one adresowane. Zgodnie z doświadczeniami pochodzącymi z innych krajów, takie zachęty podatkowe nie są atrakcyjne dla osób mniej zamożnych, natomiast

⁸ E. Duflo, E. Saez, *The Role of Information and Social Interactions in Retirement Plan Decisions: Evidence from a Randomized Experiment*, „National Bureau of Economic Research Working Paper” 2002, no. 8885.

⁹ J. Czapiński, M. Góra, *Świadomość „emerytalna” Polaków*, Warszawa, maj 2016.

¹⁰ Ibidem, s. 12–16.

¹¹ S. Kawalec, K. Błażuk, M. Kurek, *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa, 17 lutego 2015.

potencjalną atrakcyjność tych produktów dla osób zamożnych osłabiają niskie limity wpłat¹².

Jednym z warunków skutecznej mobilizacji oszczędności emerytalnych jest wbudowanie korzyści podatkowych, jednakże realny wpływ na oszczędzanie będzie miał tylko odpowiednio skonstruowany system zachęt fiskalnych, poparty ponadto występowaniem pozostałych czynników zapewniających skuteczność systemów emerytalnych. Zachęty podatkowe powinny dotyczyć zarówno pracownika, jak i pracodawcy. Rekomendowaną przez autorów opracowania pt. *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?* konstrukcję ulgi podatkowej dla pracowników stanowi system TEE (*Tax-Extemp-Exempt*), oznaczający brak ulgi w momencie wpłaty, zwolnienie ze składek na ubezpieczenia społeczne w okresie inwestowania oraz z podatku od zysków kapitałowych w okresie wypłaty¹³. Autorzy ci formułują ponadto opinię, iż w porównaniu z ulgą podatkową, bardziej zrozumiałą i skuteczną formą zachęty pracownika jest dopłata budżetowa, zwłaszcza dla osób o niskim poziomie wiedzy ekonomicznej¹⁴. Dopłata z budżetu państwa zapewnia ponadto konstrukcję programu zapewniającą największy poziom atrakcyjności w przypadku osób o najniższych dochodach, ponieważ w ich przypadku relacja korzyści uzyskanych z uczestnictwa w systemie do kosztów wynikających z rezygnacji z części bieżącego wynagrodzenia będzie najwyższa.

Na podstawie analizy doświadczeń światowych można zauważyć, iż jednym z kluczowych elementów zapewnienia istotnego wzrostu poziomu uczestnictwa w programach emerytalnych jest konstrukcja systemu na zasadzie *opt-out*. Znaczenie zastosowania tego rozwiązania dla skuteczności mobilizacji dodatkowych oszczędności emerytalnych oraz rola psychologicznych aspektów oszczędzania były już niejednokrotnie opisane przez autorkę niniejszego rozdziału¹⁵. Za skuteczność zmiany formy uczestnictwa z dobrowolnej (*opt-in*) na automatyczną (*opt-out*) odpowiada *framing* decyzyjny (*decision framing*). Behawioralne podejście do analizy zachowań finansowych, pozwalające na ukazanie rzeczywistych zachowań jednostek, umożliwiło m.in. identyfikację i analizę wpływu zjawiska kadrowania na oszczędzanie długoterminowe. *Framing*, ukazujący wpływ zmiany formy prezentacji problemu na rezultat decyzyjny, dowodzi, iż jednostki nie definiują precyzyjnie

¹² Ibidem, s. 25.

¹³ Ibidem.

¹⁴ Ibidem, s. 32–33.

¹⁵ M. Swacha-Lech, op.cit., s. 126–140.

swoich preferencji, zatem trudno uznać za słuszne założenie o ich stałości, ciągłości i niezależności, charakterystyczne dla *homo oeconomicus*.

Jak wskazują B.C. Madrian i D. Shea, skłonność jednostek do inercji spowodowała, że w USA konwersja planu emerytalnego z *opt-in* na automatyczny wywołała wzrost uczestnictwa wśród pracowników w ciągu 3–15 miesięcy od daty zatrudnienia z 37,4% do 85,9%¹⁶. Analizując rozwiązania światowe w tej materii, należałoby się także odnieść do Nowej Zelandii, ponieważ doświadczenia pochodzące z tego kraju stanowią inspirację do pakietu rządowych zmian proponowanych w polskim systemie emerytalnym. Wdrożenie planów emerytalnych, opartych na automatycznym uczestnictwie w nowozelandzkim systemie (*KiwiSaver*), przyniosło pozytywne rezultaty.

Jak wskazuje D. Samoń¹⁷, w ankiecie przeprowadzonej przez nowozelandzkiego regulatora aż 45% respondentów, którzy zostali automatycznie zapisani do planu stwierdziło, iż nie uczestniczyłoby w nim, gdyby nie zostali automatycznie zapisani, podczas gdy 15% nie pozostałoby w nim, gdyby nie 2-tygodniowy okres przejściowy, w którym istnieje możliwość wypisania się. Rezultaty badań uczestników systemu dowodzą ponadto istotnej roli tzw. jednorazowej dopłaty startowej – w przypadku *KiwiSaver* 1000 NZD, co stanowiło ok. 2% średniego wynagrodzenia. Aż 90% ankietowanych stwierdziło bowiem, iż dopłata rządowa była ważnym czynnikiem decydującym o przystąpieniu do programu¹⁸.

Przykład Nowej Zelandii ukazuje, iż połączenie pewnych elementów konstrukcji programów emerytalnych: trzy strony finansowania składki, dopłata startowa, ulgi podatkowe oraz automatyczny zapis może przynieść bardzo pozytywne rezultaty. Dzięki wprowadzonym zmianom poziom partycypacji w *KiwiSaver* osiągnął blisko 80%.

Doświadczenia Włoch dowodzą z kolei, iż odizolowane występowanie wskazanych cech nie przynosi oczekiwanych rezultatów. Jak wskazują autorzy raportu pt. *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne*¹⁹, rozwiązanie automatycznego zapisu, niepołączone z odpowiednio silnymi zachętami do pozostania w systemie, nie gwarantuje wysokiego poziomu partycypacji. We Włoszech, pomimo wprowadzenia systemu *opt-out* w 2007 r., uczestnikami dodatkowych kapitałowych

¹⁶ B.C. Madrian, D. Shea, *The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior*, „The Quarterly Journal of Economics” 2001, vol. CXVI, November, s. 1158–1160.

¹⁷ D. Samoń, *Kiwi na emeryturze poleci wyżej niż orzełek*, „Analiza FOR” 2012, nr 27.

¹⁸ Ibidem, s. 22.

¹⁹ S. Kawalec, K. Błażuk, M. Kurek, op.cit.

programów emerytalnych pozostało tylko 27% pracowników z sektora prywatnego – pozostali zrezygnowali z udziału²⁰.

5. Zakończenie

Zwieńczenie rozważań zawartych w niniejszym rozdziale stanowi ocena założeń *Programu Budowy Kapitału* w kontekście elementów mających zapewnić większą liczbę uczestników III filaru oraz skuteczną mobilizację dobrowolnych oszczędności emerytalnych Polaków. W prezentacji dotyczącej głównych założeń *Programu Budowy Kapitału* nie zabrakło odniesień do oczekiwanych efektów wynikających z wdrożenia deklarowanych inicjatyw. Zakładane przez rząd efekty programu to m.in.²¹:

- wzrost o 5,5 mln uczestników III filaru systemu emerytalnego przy zakładanej partycypacji na poziomie 75% pracowników,
- ponad 12 mld PLN rocznie nowych oszczędności w III filarze przy średniej składce 4% lub 22 mld PLN przy średniej składce 7%,
- ponad 120 mld PLN (ok. 5% PKB) napływu nowych środków na polski rynek kapitałowy po 10 latach funkcjonowania *Programu Budowy Kapitału* przy składce 4% lub 208 mld PLN (ok. 8% PKB) przy średniej składce 7%,
- wzrost aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych – szacowana wysokość oszczędności zgromadzonych przez uczestnika III filaru, otrzymującego średnie wynagrodzenie w kwocie 4300 PLN miesięcznie, wynosi 233 tys. PLN po okresie 40 lat oszczędzania przy składce 4% i 408 tys. PLN przy składce 7%,
- stworzenie realnego i efektywnego zabezpieczenia emerytalnego, gdzie szacowane świadczenie emerytalne z III filaru wynosiłoby 1400 PLN miesięcznie przy składce 4% (podniesienie o 15 pkt proc. stopy zastąpienia) oraz 2400 PLN przy składce 7% (podniesienie o 26 pkt proc. stopy zastąpienia).

Zgodnie z koncepcją rządu, działania podjęte w ramach *Programu Budowy Kapitału* mają skutecznie przeciwdziałać m.in. nieefektywności obecnego modelu funkcjonowania OFE, wyrażającej się przede wszystkim w niskim poziomie emerytur z II filaru, braku nowych przepływów finansowych na lokalny rynek kapitałowy i odpływie środków na rynki zagraniczne oraz w niskim poziomie konkurencji.

²⁰ Ibidem, s. 23.

²¹ Ministerstwo Rozwoju, *Rusza Program...*, op.cit., s. 4–5.

Wśród założeń programu, które mają na celu zapewnienie większej liczny uczestników III filaru systemu emerytalnego, na pozytywną ocenę zasługują bez wątpienia: finansowanie składki przez trzy strony, dopłata początkowa z budżetu państwa, propozycja wdrożenia zachęt fiskalnych zarówno dla pracowników, jak i pracodawców oraz system *opt-out*. Brak niektórych szczegółowych rozwiązań i wstępny zarys niektórych koncepcji uniemożliwia jeszcze pełne odniesienie się do instrumentów finansowych i ich wpływu na możliwości w kontekście zapewnienia efektywnego i bezpiecznego zarządzania finansami długoterminowymi Polaków. Słabym elementem proponowanych zmian jest natomiast brak zapewnienia bieżącego dostępu do klarownych, zrozumiałych, właściwie wyselekcjonowanych informacji i analiz niezbędnych do zarządzania zgromadzonymi środkami oraz brak deklaracji w zakresie wsparcia proponowanych inicjatyw poprzez działania ukierunkowane na edukację finansową całego społeczeństwa.

Sposób przekazywania informacji uczestnikom programów emerytalnych wyróżnia szwedzki system emerytalny, czyniąc go tym samym przyjaznym dla osób niewykazujących wysokiego poziomu wiedzy finansowej. Dzięki naciskowi na publiczne dostarczanie informacji jednostki automatycznie, za pomocą maili, otrzymują przydatne informacje dotyczące funkcjonowania rynków finansowych oraz roczne prognozy na temat indywidualnych korzyści emerytalnych, wyrażane w bardzo prosty, zrozumiały sposób²².

Zgodnie z wynikami przeprowadzonych badań, w większości analizowanych przez autorkę krajów²³ dowiedziono występowanie pozytywnego wpływu wiedzy finansowej na zachowania finansowe w odniesieniu do oszczędności emerytalnych. Czas poprzedzający wdrażanie zmian w systemie emerytalnym w Polsce należy zatem wykorzystać na rozpoczęcie skutecznej kampanii edukacyjnej, która następnie powinna się stać trwałym elementem współtworzącym efektywny system emerytalny. Edukacja finansowa powinna nie tylko trwać przez całe życie, lecz także tworzyć całość w cyklu życia, zawierając stosowne treści odpowiednie do wieku edukowanej jednostki, jej bieżących i przyszłych potrzeb, aktualnej sytuacji życiowej czy przynależności do danej grupy społecznej. Inicjatywy edukacyjne powinny się odnosić do najważniejszych elementów związanych z decyzjami finansowymi, w tym do zarządzania finansami osobistymi w długim horyzoncie czasu,

²² J. Almenberg, J. Säve-Söderbergh, *Financial Literacy and Retirement Planning in Sweden*, „Netspar Discussion Paper” 2011, no. 01/2011–018.

²³ M. Swacha-Lech, *Wpływ wiedzy finansowej na gromadzenie oszczędności emerytalnych* (w druku).

stymulując Polaków do podejmowania odpowiedzialnych zachowań finansowych. Należy przy tym zwrócić szczególną uwagę na edukację finansową osób z najniższą świadomością finansową: powyżej 55 roku życia, mieszkających na wsi, mających wykształcenie podstawowe, oraz tych z najniższymi dochodami.

Należy podkreślić ponadto, iż jako istotny problem, który należy uwzględnić przy skuteczności planowanych działań, ukierunkowanych na aktywizację oszczędności emerytalnych, jawi się bariera psychologiczna wynikająca z doświadczeń Polaków, związana z nieefektywnością systemu, brakiem stabilności zasad OFE oraz brakiem poczucia w społeczeństwie jednoznacznie określonego prawa własności uczestników do zgromadzonych środków. Do złagodzenia tego problemu przyczyni się z pewnością implementacja rekomendacji Europejskiego Kongresu Finansowego z czerwca 2016 r., która wskazuje m.in., iż jest niezbędne, by przebudowany system dodatkowego oszczędzania na emeryturę był systemem²⁴:

- trwałym – tj. musi istnieć gwarancja, że nie będzie podlegał częstym zmianom, a warunki ustalone początkowo nie mogą się zmienić na gorsze,
- bezpiecznym – instytucje zarządzające aktywami powinny podlegać nadzorowi,
- prostym i przejrzystym – zasady muszą być jasne, kwoty limitów być zaokrąglone itp.,
- efektywnym – obciążonym niskimi kosztami dla uczestników i skutecznie zachęcającym do gromadzenia w nim środków,
- relatywnie tanim dla budżetu państwa – państwo też będzie musiało ponieść pewne koszty, ponieważ samo pełni rolę pracodawcy,
- koherentnym – spójnym z obowiązkowym powszechnym systemem emerytalnym.

Obecnie z III filaru w postaci IKE, IKZE czy PPE korzysta zaledwie ok. 650 tys. Polaków, co stanowi mniej niż 5% osób pracujących. Mobilizacja dodatkowych oszczędności emerytalnych Polaków jest zatem konieczna. Zwiększenie poziomu oszczędności ogółem, w tym zmiana ich struktury (wzrost udziału oszczędności długoterminowych), będzie służyło nie tylko państwu, ale i jednostkom – w tym także przyszłym pokoleniom.

²⁴ <http://www.efcongress.com/pl/zwiekszenie-dlugoterminowych-oszczednosci-krajowych>, 1.07.2016.

Bibliografia

- Almenberg J., S  ve-S  derbergh J., *Financial Literacy and Retirement Planning in Sweden*, „Netspar Discussion Paper” 2011, no. 01/2011–018.
- Czapi  ski J., Góra M., *  wiadomo     merytalna” Polaków*, Warszawa, maj 2016.
- Du  lo E., Saez E., *The Role of Information and Social Interactions in Retirement Plan Decisions: Evidence from a Randomized Experiment*, „National Bureau of Economic Research Working Paper” 2002, no 8885.
- GUS, *Rocznik Demograficzny 2015*, Warszawa 2015.
- Kawalec S., B    uk K., Kurek M., *Jak mobilizowa   dodatkowe oszcz  dno  ci emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa, 17 lutego 2015.
- Madrian B.C., Shea D., *The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior*, „The Quarterly Journal of Economics” 2001, vol. CXVI, November.
- Ministerstwo Rozwoju, *Rusza Program Budowy Kapita  u Polaków. Informacja prasowa*, Warszawa, 4 lipca 2016, <https://www.mr.gov.pl/media/21998/ProgramBudowyKapitalu.pdf>
- Ministerstwo Rozwoju, *Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju – Program Budowy Kapitału*, https://www.mr.gov.pl/media/22008/ProgramBudowyKapitalu_prezentacja.pdf
- PwC, *Miejsce funduszy emerytalnych w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*, Warszawa, 10 maja 2016.
- Samon   D., *Kiwi na emeryturze poleci wy  zej ni   orze  lek*, „Analiza FOR” 2012, nr 27.
- Swacha-Lech M., *Wpływ sk  lono  ci behawioralnych na decyzje dotyczące dobrowolnego gromadzenia oszczędności emerytalnych*, „Nauki o Finansach” nr 3(12), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
- ZUS, *Prognoza wpływów i wydatków Funduszu Emerytalnego do 2060 r.*, Warszawa, maj 2013.

THE PROPOSALS RELATING TO THE 3RD PILLAR OF THE PENSION SYSTEM IN THE CONTEXT OF EXPECTED MOBILISATION OF POLES' RETIREMENT SAVINGS

The analysis of pension system efficiency in Poland in the context of current and forecasted demographic situation provokes thoughts on the necessity for additional retirement savings. On the 4th July 2016 the Prime Minister Mateusz Morawiecki presented the main assumptions of The Capital Development Programme – a comprehensive plan to build a voluntary capital saving system in Poland and the long-term investment products under the Responsible Development Plan. It has been assumed that Employees Capital Plans and Individual Capital Plans will be offered to employees under the auto-enrolment system. The aim of this paper is to show the changes in the retirement system proposed by government and the assessment of this initiative in the context of ensuring a growth in the number of 3rd pillar participants and an effective mobilisation of Poles' voluntary retirement savings.

Keywords: pension system, additional retirement savings, The Capital Development Programme, Employees Capital Plans (PPK), Individual Capital Plans (IPK)

WYBRANE DETERMINANTY ROZWOJU RYNKU DŁUGOTERMINOWEGO OSZCZĘDZANIA W POLSCE

Ewa Cichowicz*

Agnieszka K. Nowak**

Głównym celem rozdziału jest próba odpowiedzi na pytanie dotyczące wybranych determinant kształtujących podaż i popyt na oszczędności długoterminowe w Polsce. Analiza powinna umożliwić ustalenie czynników rozwoju rynku oszczędności długoterminowych i ewentualne wyjaśnienie stanu rozwoju tego rynku, jaki został osiągnięty w Polsce. Poprzedzają ją rozważania na temat poziomu i struktury oszczędności Polaków, a na ich tle będą przedstawione cele oszczędzania, w tym zwłaszcza w długim okresie. Pozwoli to na ustalenie podstawowych przyczyn, które determinują zmiany m.in. w obszarze skłonności społeczeństwa polskiego do korzystania z produktów długoterminowego oszczędzania. Jako uzupełnienie zostaną wskazane przykładowe czynniki, które mogłyby wywołać wzrost poziomu oszczędności Polaków w długim okresie, przy zachowaniu ich właściwej struktury. Główną metodą badawczą będzie analiza raportów i badań z ostatnich lat w zakresie długoterminowego oszczędzania w Polsce.

Słowa kluczowe: długoterminowe oszczędzanie, edukacja finansowa, świadomość ekonomiczna, bezpieczeństwo emerytalne

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Instytut Gospodarstwa Społecznego; ecicho1@sgh.waw.pl

** Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Instytut Finansów; anowak1@sgh.waw.pl

1. Wprowadzenie

Polska należy do grupy krajów, w których, w świetle zachodzących procesów demograficznych oraz ekonomicznych, systematycznie wzrasta znaczenie długoterminowego oszczędzania¹. Przyczynia się do tego zwłaszcza sytuacja ludnościowa, w tym – niekorzystne kształtowanie się struktury ludności według wieku². W związku z tym wysokość świadczeń emerytalnych wypłacanych w Polsce w ramach I oraz II filara systemu ubezpieczeń społecznych będzie ulegała sukcesywnemu obniżeniu, a zagwarantowanie oczekiwanej minimalnej wysokości dochodu po zakończeniu okresu aktywności zawodowej jednostek będzie wymagało uzupełnienia tych świadczeń o środki zgromadzone w ramach III filara lub zgromadzone w ramach innych produktów³.

Zatem jeszcze bardziej niepokojąco jawią się odpowiedzi Polaków uczestniczących w badaniach na temat oszczędzania na emeryturę. Przykładowo, zgodnie z wynikami badania przeprowadzonego dla NBP w 2015 r., 54% badanych uważa, że za sytuację finansową osób po zakończeniu okresu aktywności zawodowej powinno odpowiadać przede wszystkim państwo (w 2009 r. takiego zdania było 37% badanych)⁴. Opinia ta bardzo często jest powtarzana przez osoby, w których domu w dzieciństwie rozmowy o ekonomii i finansach nigdy nie były prowadzone (62%, w porównaniu do osób, gdzie rozmowy na te tematy były prowadzone regularnie – 42% osób z tej grupy). Natomiast w badaniu zrealizowanym w grudniu 2014 r. dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami tylko 4% respondentów deklarowało oszczędzanie indywidualnych środków na emeryturę, a 54% ankietowanych Polaków przyznało, że nie wie, jaką miesięcznie kwotę powinno odkładać

¹ Oszczędności długoterminowe są w przeważającym stopniu utożsamiane z oszczędnościami przeznaczanymi na zapewnienie bezpieczeństwa emerytalnego.

² M. Góra, *Cele reformy emerytalnej i rola Zakładu Ubezpieczeń Społecznych w ich realizacji w XXI w.*, w: *Ubezpieczenia społeczne w procesie zmian*, red. K.W. Frieske, E. Przychodaj, IPiSS–ZUS, Warszawa 2014, s. 113–115.

³ J. Adamska-Mieruszevska, M. Mosionek-Schweda, *Rozwój indywidualnych oszczędności emerytalnych w kontekście skłonności Polaków do oszczędzania*, „Praca i Zabezpieczenie Społeczne” 2015, nr 8, s. 4–5.

⁴ *Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015*, raport Konsorcjum Pracowni Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupy IQS dla Departamentu Edukacji i Wydawnictw NBP, Warszawa 2015, https://www.nbportal.pl/_data/assets/pdf_file/0006/54528/Diagnoza-stanu-wiedzy-i-swiadomosci-ekonomicznej-Polakow-2015.pdf, 23.06.2016.

poza ZUS i OFE⁵. Jednocześnie niemal 12% badanych nie wiedziało, czy będzie w 2015 r. oszczędzać na emeryturę, co oznacza pewien potencjał wzrostu liczby osób oszczędzających na ten cel. Zestawiając te dane np. z wynikiem, że tylko 8% respondentów miało świadomość uzyskania ulgi podatkowej dla środków gromadzonych w IKZE, można domniemywać, że odpowiednie działania informacyjne mogłyby wywołać wzrost zainteresowania takimi produktami.

Istniejąca w XXI w. sytuacja geopolityczna, zmiany zachodzące na rynkach finansowych (w tym – wzrost konkurencji), a także tempo rozwoju nowoczesnych technologii stanowią czynniki warunkujące pojawianie się nowych rozwiązań oraz rozszerzanie oferty w zakresie oszczędzania i inwestowania. Dochodzi nie tylko do rozwoju całego systemu finansowego, lecz również do reorganizacji i wzrostu możliwości przepływu środków pieniężnych⁶. W Polsce należy ponadto uwzględnić wpływ, jaki miała transformacja społeczno-gospodarcza, związana ze zmianą ustroju w państwie, oraz liczne i głębokie zmiany prawnoregulacyjne. Jednocześnie warto nadmienić, że dotychczasowy niski poziom popytu na produkty długoterminowego oszczędzania w Polsce ogranicza ich podaż. Zdaniem zaś K. Pietraszkiewicza, Prezesa Związku Banków Polskich, obecna konstrukcja III filara emerytalnego jest niewystarczająca, a jego produkty nie zachęcają do skorzystania z nich.

Chociaż problem gromadzenia oszczędności w długim okresie nie jest zagadnieniem nowym, to można zaobserwować występowanie zjawisk i procesów, które prowadzą przede wszystkim do zmian znaczenia, wielkości oraz formy środków finansowych przeznaczanych na ten cel. Aby zmiany te mogły przebiegać w sposób pożądaný przez jednostki i korzystny dla całego społeczeństwa, istotną kwestią pozostaje ustalenie, które czynniki je powodują. Jako główny cel rozdziału przyjęto zatem próbę znalezienia odpowiedzi na pytanie, jakie są główne determinanty kształtujące popyt i podaż na rynku oszczędności długoterminowych w Polsce. Została przeprowadzona analiza wybranych czynników pozwalających na jego rozwój. Jest ona poprzedzona rozważaniami na temat poziomu i struktury oszczędności Polaków, a na ich tle przedstawiono cele oszczędzania, w tym przede wszystkim oszczędzania długoterminowego. Pozwoli to na ustalenie podstawowych czynników warunkujących wzrost skłonności społeczeństwa polskiego do

⁵ *Polacy wobec oszczędzania na emeryturę*, raport z badania omnibusowego TNS Polska dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa, styczeń 2015, www.izfa.pl/download/file/id/645/n/polacy-wobec-oszczedzania-na-emeryture.pdf, 23.06.2016.

⁶ M. Szponarowicz, *Zmiany poziomu i struktury aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2008, nr 72, s. 181–187.

korzystania z produktów długoterminowego oszczędzania. Jako zaś uzupełnienie wskazano przykładowe kierunki zmian, które mogłyby wywołać wzrost poziomu oszczędności Polaków w długim horyzoncie czasu, przy zachowaniu ich właściwej struktury. Główną metodą badawczą jest analiza raportów i badań przeprowadzonych w ostatnich latach na temat długoterminowego oszczędzania w Polsce.

2. Analiza oszczędności oraz sposoby i cele oszczędzania Polaków

Z danych udostępnionych przez portal finansowy Analizy Online S.A. wynika, że na koniec 2015 r. oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wynosiły 1,166 mld PLN⁷. W tabeli 1 została przedstawiona struktura oszczędności społeczeństwa polskiego według stanu na dzień 31 grudnia 2015 r. Na podstawie informacji w niej zawartych można przyjąć założenie o wyraźnie niskim poziomie oszczędności o długim horyzoncie czasu, zwłaszcza gromadzonych w ramach produktów dedykowanych tej formie oszczędzania. Dominują bowiem środki w bankach i SKOK-ach oraz w postaci gotówki w obiegu (łącznie stanowią 70% oszczędności). Widać, że najbardziej preferowane przez Polaków sposoby zarządzania nadwyżkami finansowymi to te, które umożliwiają natychmiastowe dysponowanie środkami lub łatwe ich wycofanie i jednocześnie są uznawane za najbezpieczniejsze. Są to więc głównie depozyty krótko- i średnioterminowe (do 2 lat)⁸.

Jednocześnie, według badań zrealizowanych w październiku 2014 r. dla ZBP⁹, 80% Polaków uważa, że warto oszczędzać. Zgodnie z otrzymanymi opiniami respondentów, oszczędzanie daje poczucie bezpieczeństwa, a 80% ankietowanych uważa, że można być z siebie dumnym, jeśli zaoszczędzi się na jakiś ważny cel. Inne badania również potwierdzają pozytywne nastawienie Polaków do oszczędzania, a także rosnącą świadomość potrzeby oszczędzania. Przykładowo, według badań z 2014 r.

⁷ *Struktura oszczędności gospodarstw domowych*, portal finansowy Analizy Online, [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(grudzien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(grudzien-2015).html), 20.06.2016.

⁸ CBOS, *Polacy o swoich długach i oszczędnościach. Komunikat z badań*, Warszawa, kwiecień 2014, http://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2014/K_041_14.PDF, 22.06.2016.

⁹ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy i oczekiwania polskiego społeczeństwa*, badanie TNS Polska, listopad 2014, https://zbp.pl/public/repozytorium/wydarzenia/images/listopad_2014/konferencja_prasowa/Raport_2014_11_oszczedzanie_dlugoterminowe_pelny.pdf, 22.06.2016.

Tabela 1. Struktura oszczędności Polaków według stanu na dzień 31.12.2015 r.

Rodzaj oszczędności	W %
Środki w bankach i SKOK-ach, w tym:	57,0
środki na ROR	29,0
depozyty bankowe	28,0
Gotówka	13,0
OFE	12,0
Fundusze inwestycyjne	9,0
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	5,0
Akcje	4,0
Obligacje skarbowe	1,0
Zagraniczne fundusze inwestycyjne	0,4
Ogółem	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Struktura oszczędności gospodarstw domowych*, portal finansowy Analizy Online, [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(grudzien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(grudzien-2015).html), 20.06.2016.

Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowym¹⁰, 75% Polaków jest zdania, że warto oszczędzać (dla porównania – w 2008 r. taką opinię wyraziło 62% badanych). Deklaracje uczestników badań w znacznym jednak stopniu nie znajdują odzwierciedlenia w rzeczywistych działaniach podejmowanych przez Polaków. Wyniki badań pokazują, że Polacy nie potrafią oszczędzać (zwłaszcza systematycznie i w długim okresie), co więcej, 12% ankietowanych uważa, że oszczędzanie zupełnie nie ma sensu, 59% deklaruje chęć oszczędzania tylko w sytuacji, gdy nie wiąże się to z żadnymi wyrzeczeniami, a tylko 1/3 uważa, że zawsze należy odkładać pewną część dochodów, niezależnie od poziomu zarobków. Problematiczna pozostaje także zbyt niska wiedza dotycząca możliwości długoterminowego oszczędzania. Częste jest także przekonanie, że łatwiej zaciągnąć kredyt (48% badanych), niż oszczędzać (24% badanych)¹¹.

Kolejną cechą charakterystyczną, która ma przełożenie na proces gromadzenia oszczędności długoterminowych, jest brak wyznaczonego celu oszczędzania. Z badania przeprowadzonego w 2014 r. dla ZBP wynika, że prawie połowa Polaków

¹⁰ PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport z badań Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, październik 2014, s. 23, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/fk_oszcz_2014.pdf, 27.06.2016.

¹¹ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe...*, op.cit.

(46%) oszczędza na tzw. czarną godzinę. Pozostałe w kolejności wybrane cele to m.in.: emerytura/starość (34%), leczenie/rehabilitacja (25%), zabezpieczenie przyszłości dzieci (25%)¹². Podział ten potwierdza również badanie przeprowadzone w 2015 r. przez Deutsche Bank¹³. Zgodnie z jego wynikami, 55% respondentów oszczędzało na tzw. czarną godzinę, aby jedynie zbudować bufor wolnych środków. Liczba takich odpowiedzi (równoznacznych z brakiem konkretnego celu oszczędzania) wzrosła, ponieważ w 2014 r. deklarowało taki cel oszczędzania tylko 34% badanych. Tym samym odsetek ankietowanych, którzy w 2015 r. wybrali inne cele, obniżył się w porównaniu do wyników z 2014 r., np. edukacja dzieci – 17% (25% w 2014 r.), a dostateczna emerytura – 5,7% (17% w 2014 r.). Również badania z września 2015 r. przeprowadzone przez Fundację Kronenberga przy Citi Handlowym pokazują, że wśród przyczyn gromadzenia przez Polaków oszczędności wzrasta udział oszczędzania bez wyznaczonego celu (2013 r. – 26%, 2014 r. – 24%, 2015 r. – 29%), ale systematycznie wzrasta udział Polaków, którzy oszczędzają z myślą o zabezpieczeniu przyszłości swojej i swoich najbliższych (2013 r. – 18%, 2014 r. – 22%, 2015 r. – 28%). Z badań dotyczących wskazanego przez Polaków oszczędzania z myślą o emeryturze wynika, że ten cel systematycznie wybiera coraz większa grupa respondentów, ponieważ w 2013 r. cel ten zadeklarowało 13% Polaków¹⁴, w 2014 r. – 15%¹⁵, w 2015 r. zaś – ponad 21%¹⁶.

W przypadku długoterminowych celów oszczędzania Polaków (tj. na emeryturę, mieszkanie, edukację i zdrowie) preferowaną formą oszczędzania są długoterminowe lokaty bankowe (tę formę dla wymienionych celów wybrało odpowiednio: 45%, 42%, 51% i 52% badanych), dopiero na drugim i trzecim miejscu znalazły się fundusze inwestycyjne oraz obligacje skarbowe (16–14%), a na czwartym – inwestycje w nieruchomości (14–10%)¹⁷. Struktura ta jest o tyle niepokojąca, gdyż istotnie odbiega od średniej struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych w krajach UE, gdzie aż 45% środków jest utrzymywanych w funduszach emerytalnych

¹² Respondenci mogli wybrać trzy odpowiedzi, dlatego odsetki nie sumują się do 100%.

¹³ Deutsche Bank, *Portret finansowy Polaków 2015. Plany na 2016 r.*, 25.01.2016, <https://www.deutsche-bank.pl/file-12320768.bdoc>, 20.06.2016.

¹⁴ *Polacy o dodatkowym oszczędzaniu na emeryturę*, komunikat z badań CBOS oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, BS/77/2010, Warszawa, czerwiec 2010, http://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2010/K_077_10.PDF, 26.06.2016.

¹⁵ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe...*, op.cit.

¹⁶ Zob. PBS, *Portret finansowy Polaków 2015...*, op.cit.; *Postawy Polaków wobec finansów*, raport z badań Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, wrzesień 2015, s. 33, http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/postawy_polakow_wobec_finansow_2015.pdf, 20.06.2016.

¹⁷ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe...*, op.cit.

i 21% w obligacjach oraz akcjach, a tylko 34% w gotówce i depozytach bankowych (z których część ma charakter długoterminowy)¹⁸.

3. Czynniki makroekonomiczne i podażowe determinujące oszczędzanie długoterminowe

W literaturze przedmiotu czynniki wpływające na długoterminowe oszczędzanie najczęściej są dzielone na: czynniki makroekonomiczne, czynniki podażowe i czynniki konsumenckie, określane też pozaekonomicznymi czy subiektywnymi¹⁹. Można również zastosować typologię uwzględniającą udział podmiotów publicznych (państwa), które tworzą otoczenie prawnoinstytucjonalne rynku, aktywność instytucji oferujących produkty oszczędnościowe oraz gospodarstwa domowe, które korzystają (lub nie) z możliwości gromadzenia środków finansowych i powierzania ich instytucjom finansowym.

Czynniki makroekonomiczne, wpływające na skłonność do oszczędzania (w tym – w długim terminie) i możliwości rozwoju rynku produktów długoterminowego oszczędzania dzieli się na dwie podgrupy: czynniki zewnętrzne, niezależne od działań społeczeństwa, i czynniki wewnętrzne. Do makroekonomicznych czynników wewnętrznych najczęściej zalicza się: dochody do dyspozycji (w tym konieczność przeznaczenia ich na inny cel niż długoterminowy) oraz przewidywane zmiany ich poziomu w przyszłości, dotychczasowy poziom konsumpcji, osiągnięty standard życia. Z kolei makroekonomicznymi czynnikami zewnętrznymi, w największym stopniu wpływającymi na poziom oszczędzania, są przede wszystkim: tempo wzrostu PKB, poziom inflacji, wysokość realnych stóp procentowych, czynniki fiskalne, sytuacja gospodarcza i polityczna w kraju, stabilność systemu finansowego, stopień rozwoju instrumentów, instytucji oraz rynków finansowych, a także atrakcyjność

¹⁸ Czy oszczędności krajowe będą w stanie finansować długoterminowy wzrost gospodarczy w Polsce?, raport Deloitte, 8.07.2015, s. 19, <http://www.igte.pl/publikacje/Czy%20oszczednosci%20krajowe%20beda%20w%20stanie%20finansowac%20długoterminowy%20wzrost%20gospodarczy%20w%20Polsce.pdf>, 15.06.2016.

¹⁹ Czynniki te są m.in. opisane w: *Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, red. J. Harasim, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Katowice 2010; B. Frączek, *Analiza czynników wpływających na oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych*, „Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze – Wybrane Podmioty i Procesy Gospodarki Światowej” 2012, nr 122, s. 87–98; P. Bańbuła, *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, „Materiały i Studia” 2006, nr 208; B. Szopa, P. Kawa, J. Kulty, *Oszczędności i rozpiętości dochodowe a dynamika gospodarcza. Interakcje na przykładzie Polski*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2007.

produktów. Warto podkreślić, że w przypadku stóp procentowych mowa przede wszystkim o długoterminowych rzeczywistych stopach procentowych, których poziom powinien chronić zgromadzony kapitał przed utratą wartości realnej, a nie o możliwość osiągnięcia wysokich zysków wynikających m.in. ze związanego z nimi poziomu ryzyka. Niestety, Polacy zdają się nie zauważać tej różnicy i oszczędzanie długoterminowe postrzegają w tych samych kategoriach, co oszczędzanie w krótkim terminie. Prowadzi to następnie m.in. do nierzeczywistych oczekiwań i zniechęcania się jednostek do tego rodzaju oszczędzania. Jest to kolejna przyczyna ograniczająca rozwój analizowanego rynku. Jeszcze inne trudności wiążą się z określeniem wpływu sytuacji w kraju na oszczędności długoterminowe. Z jednej bowiem strony obserwacje pokazują, że stabilizacja w sferze gospodarczej i politycznej warunkuje bezpieczeństwo zgromadzonych środków i sprzyja oszczędzaniu, z drugiej zaś – w okresie recesji poziom oszczędności wzrasta, a w fazie depresji osiąga najwyższy poziom²⁰. W Polsce, dodatkowo, rozwojowi rynku długoterminowego oszczędzania nie sprzyjają zwłaszcza ostatnie poważne zmiany w systemie ubezpieczeń społecznych, które nie dość, że są wprowadzane bez odpowiedniej kampanii informacyjnej, to można je postrzegać nawet jako sprzeczne z poprzednimi celami reformy i stanowiące przyczynek do kolejnych niekorzystnych zmian dla oszczędzających w długim okresie.

Analizując czynniki podażowe, należy przede wszystkim podkreślić ich zależność od czynników zarówno makroekonomicznych, jak i konsumenckich. Oferta instytucji finansowych jest mianowicie dostosowana z jednej strony do uwarunkowań, jakie są stwarzane przez otoczenie prawnoinstytucjonalne, z drugiej zaś – do oczekiwań, potrzeb i preferencji jednostek. Kolejnym ważnym aspektem przekładającym się na dywersyfikację produktów oszczędzania długoterminowego jest poziom rozwoju rynku finansowego i konkurencja w sektorze. Zależność w tym względzie jest dodatnia. Jeszcze innym, oczywistym czynnikiem determinującym rodzaj oferowanych produktów w zakresie oszczędzania w długim horyzoncie czasu jest potrzeba pozyskania przez instytucje finansowe kapitału długoterminowego oraz możliwość odnotowania zysku ze sprzedaży konkretnych produktów.

²⁰ T. Barghini, V. Pasquali, *Household Savings Rates 2015*, „Global Finance”, 24.11.2015, <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10396-household-saving-rates.html#ixzzlVq60eGNp>, 25.06.2016.

4. Czynniki pozaekonomiczne determinujące oszczędzanie długoterminowe

Do czynników pozaekonomicznych zalicza się w literaturze przedmiotu czynniki demograficzne, społeczne, kulturowe i psychologiczne. Przeobrażenia demograficzne mają przy tym silne przełożenie na skłonność do oszczędzania i jej wielkość. Wysokość oszczędności natomiast bezpośrednio zależy od skłonności do oszczędzania, czyli zdolności jednostki do odkładania konsumpcji w czasie. Jest to kategoria psychologiczna, związana z odroczonej w czasie gratyfikacją. Polega na preferowaniu nagród przyszłych i rezygnacji z nagród teraźniejszych. Zależy również od norm społecznych oraz ogólnej postawy wobec konsumpcji²¹. Jednocześnie należy pamiętać, że zachowania społeczeństwa dotyczące inwestowania zgromadzonych nadwyżek finansowych często są nieracjonalne, wynikają z emocji, relacji międzyludzkich i zachowań obserwowanych w danej zbiorowości. Ponadto, polskie społeczeństwo charakteryzuje się niską skłonnością do oszczędzania (zwłaszcza w długim okresie, a zatem wymagającego utrzymania systematyczności), a sam proces gromadzenia oszczędności jest postrzegany przez pryzmat licznych trudności, oraz brakiem umiejętności planowania, kontroli i koncentracji na wytyczonych celach. Częściowo cechy te można również zaliczyć do czynników społecznych, jakkolwiek w ramach tej kategorii w przypadku Polski podkreśla się przejmowanie zachowań konsumpcyjnych, także w zakresie oszczędzania długoterminowego, od innych, wyżej rozwiniętych społeczeństw krajów Unii Europejskiej. Wśród czynników kulturowych natomiast podkreśla się zwłaszcza wpływ wybranego modelu rodziny (nie tylko liczby dzieci, ale i np. poziomu aktywności zawodowej kobiet), który kształtuje wielkość i podział dochodów rozporządzalnych.

Czynniki konsumenckie wydają się być najbardziej złożoną kategorią spośród wymienionych w niniejszym rozdziale. Oprócz już wskazanych, zalicza się do nich także poziom świadomości ekonomicznej, poziom wiedzy na temat szeroko pojętego oszczędzania długoterminowego i zagadnień dotyczących zabezpieczenia na starość oraz powiązane z nimi nawyki własne, postawy innych członków rodziny, stereotypy przekazywane w środkach masowego przekazu, a także zaufanie do rynków finansowych i jego instytucji (czynnik ten nabrał szczególnego

²¹ K. Migdał, *Psychologia w praktyce społecznej*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Warszawie, Warszawa 2001, s. 274.

znaczenia po globalnym kryzysie finansowym), oczekiwania wobec długoterminowych produktów oszczędnościowych oraz oczekiwania wobec systemu emerytalnego. Odrębnym zagadnieniem, również mającym wpływ na postawy związane z oszczędzaniem długoterminowym, jest występujący w Polsce wysoki poziom wykluczenia finansowego.

Jak można zauważyć na podstawie dotychczasowych rozważań, zaklasyfikowanie determinant rynku oszczędności długoterminowych do poszczególnych kategorii nie zawsze jest możliwe. Główną tego przyczyną jest fakt występowania między nimi współzależności, a nawet częściowo nakładają się one na siebie. Ponadto, niektóre z czynników wynikają z innych (np. skłonność do oszczędzania a zakorzenione społecznie normy społeczne), co także się przekłada na trudności w ich oddzieleniu. Niemniej jednak zarówno wyniki badań, jak i literatura przedmiotu jednoznacznie pokazują, że czynnikom konsumenckim powinno się przypisać coraz większe znaczenie w kształtowaniu rynku oszczędności długoterminowych.

5. Wybrane uwarunkowania zmian w zakresie rozwoju rynku oszczędzania w długim okresie

Identyfikacja najbardziej istotnych determinant kształtujących rynek oszczędzania długoterminowego jest konieczna m.in. z uwagi na późniejszą możliwość podjęcia działań mających na celu rozwój tego rynku, co zaś jest newralgiczne z punktu widzenia potrzeby zmian dotyczących poziomu i charakteru dokonywanych oszczędności (w tym zwłaszcza oszczędności na cele emerytalne). Z komunikatu z badań CBOS oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami wynika, że 59% Polaków twierdzi, iż nie stać ich na odkładanie dodatkowych środków na emeryturę²². Jednocześnie Polacy zapytani w 2014 r. w badaniu dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami²³, dlaczego nie odkładają środków na przyszłą emeryturę, chociaż w większości (53% badanych) odpowiedzieli, że nie mają na ten cel środków, to co piąty pytany stwierdził, że jeszcze o tym nie myśli, 18% respondentów uznało, że wystarczy, że płaci do ZUS i OFE, a 8% – nie wiedziało, jak miałyby oszczędzać. Na pytanie zadane w badaniu ZBP: „Co musiałoby się zmienić, aby zaczął/zaczęła Pan(i) oszczędzać długoterminowo?” 59% badanych odpowiedziało, że wyższe

²² Polacy o dodatkowym oszczędzaniu..., op.cit.

²³ Polacy wobec oszczędzania..., op.cit.

zarobki, 15% – konieczność ograniczenia wydatków, a 10% – konieczność znalezienia pracy. Z badań także wynika, że Polacy nie mają świadomości, iż odkładanie nawet małych kwot w długim horyzoncie czasowym i z wykorzystaniem właściwych do tego celu produktów przekłada się na zgromadzenie kapitału zbliżonego lub odpowiadającego wysokości wystarczającej do zaspokojenia potrzeb w okresie starości. Dlatego tak ważne stają się działania informacyjne i edukacyjne na rzecz zwiększenia świadomości zasadności oszczędzania oraz rozwoju rynku długoterminowych produktów oszczędnościowych. O ile, jak wcześniej zostało to zauważone, efekty ukierunkowanej edukacji mogą być widoczne dopiero za kilkadziesiąt lat, o tyle zmiana oferty produktowej może szybciej zachęcić Polaków do oszczędzania na bardziej odległy cel.

Na podstawie deklaracji uzyskanych od respondentów w badaniach, do czynników determinujących rozwój rynku i wpływających na sposób długoterminowego oszczędzania Polaków można przede wszystkim zaliczyć: poprawę opłacalności rozwiązań (w tym m.in. możliwość wycofania wpłaconych środków w dowolnym momencie), brak konieczności systematycznych wpłat, brak podatku od zysków kapitałowych, poziom ryzyka postrzegany przez jednostki, a tym samym – gwarancję kapitału i bezpieczeństwa środków. Dodatkowe zachęty stanowiłyby: łatwość dostępu, zrozumiałość oferty czy pomoc ze strony pracownika w wyborze odpowiedniego produktu.

Wymienione czynniki pokrywają się z wynikami przytoczonego badania ZBP z 2014 r.²⁴, w którego ramach do czynników warunkujących oszczędzanie długoterminowe Polacy zaliczyli zwłaszcza czynniki makroekonomiczne wewnętrzne, tj. wysokość wydatków w gospodarstwie domowym (65% wskazań) i możliwości finansowe gospodarstwa domowego (64%), a w następnej kolejności czynniki pozaekonomiczne, tzn. nawyki oszczędzania wyniesione z domu (21%), wiedzę o zarządzaniu domowym budżetem (15%) oraz dostępność atrakcyjnych ofert produktów oszczędnościowych (13%). Znacznie rzadziej wskazywano natomiast makroekonomiczne czynniki zewnętrzne, tj. koniunkturę gospodarczą (8%).

²⁴ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe...*, op.cit.

6. Zakończenie

Oszczędności gospodarstw domowych to zakumulowana część dochodu, jaka pozostaje po zaspokojeniu bieżących potrzeb konsumpcyjnych²⁵. Niestety, niejednokrotnie oszczędności dla Polaków są tylko pozostałością po konsumpcji, a więc nieukierunkowanym i nieświadomym procesem akumulacji kapitału, co dodatkowo niekorzystnie przekłada się na oszczędzanie w długim okresie. Jest to także pośrednio odzwierciedlone w strukturze oszczędności. W przeważającym stopniu Polacy nie mają bowiem długoterminowych oszczędności, zwłaszcza zakumulowanych w produktach do tego celu przeznaczonych. Jednocześnie odłożone środki nie są zbierane na określony cel, tylko na tzw. czarną godzinę. Brak celu oszczędzania coraz częściej wypiera cele długoterminowe, takie jak emerytura czy edukacja dzieci. A przecież z wielu badań wynika, że jasno postawiony cel sprzyja oszczędzaniu (zwłaszcza w dłuższym horyzoncie czasu), a tym samym wpływa na wybór sposobu oraz ustalenie czasu oszczędzania.

Wśród uwarunkowań oszczędzania długoterminowego wzrasta znaczenie czynników subiektywnych, konsumenckich, oprócz makroekonomicznych i podażowych. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że skłonność polskiego społeczeństwa do oszczędzania (wyrażana w rzeczywiście podejmowanych działaniach) jest niska, przy jednoczesnym zakorzenieniu stereotypów. Oszczędzanie długoterminowe bardzo rzadko jest przedmiotem zainteresowania Polaków, często ocenia się je jako nieopłacalne, wymagające wiedzy specjalistycznej. Brakuje motywacji i umiejętności oszczędzania w długim terminie. Społeczeństwo polskie charakteryzuje się też brakiem wyrobionego nawyku oszczędzania, co przynajmniej częściowo jest wyjaśnione przez tzw. pozostałości poprzedniego ustroju.

Jedną z podstawowych przyczyn braku zainteresowania długoterminowymi formami oszczędzania jest niski poziom wiedzy na ich temat. Wzrost wiedzy jest możliwy dzięki edukacji finansowej, prowadzonej nie tylko przez państwo, lecz także przez pracodawców, przy czym jej efekty mogą być widoczne dopiero za kilkadziesiąt lat²⁶. To, jak dużo należy zmienić w edukacji finansowej, pokazują bada-

²⁵ J. Perek-Białas, M. Rószkiewicz, *Skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w celu zabezpieczenia okresu starości*, Wydawnictwo PONT info, Warszawa 1999, s. 19.

²⁶ *Jak przekonać Polaków do długoterminowego oszczędzania?*, debata w redakcji „Rzeczpospolitej”, 5.02.2016, <http://centrumprasowe.pap.pl/cp/pl/news/info/48103,3,eksperci-mamy-za-malo-dlugoterminowych-oszczednosci->, 15.06.2016.

nia ZBP²⁷, zgodnie z którymi 45% uczestników badania uważa, że aby oszczędzać długoterminowo, trzeba się na tym znać, 34% respondentów jest zdania, że bardziej opłaca się oszczędzanie krótkoterminowe, a 36% nie potrafi oszczędzić na coś, na co trzeba oszczędzać przynajmniej przez pół roku.

Brak wiedzy determinuje nie tylko popyt, lecz także podaż, dlatego oferta oszczędnościowych produktów długoterminowych jest relatywnie ograniczona. Zjawisko to jest niekorzystne zwłaszcza dla banków, które udzielane kredyty długoterminowe muszą finansować krótkoterminowymi środkami klientów, w związku z czym są narażone na ryzyko płynności. W celu ograniczenia tego niedopasowania muszą tak konstruować oferty depozytów krótkoterminowych, aby zapewnić ciągłość finansowania długoterminowych kredytów. Wydaje się więc, że działania państwa zwiększające atrakcyjność produktów na cele długoterminowego oszczędzania (np. poprzez ulgi podatkowe) spotkałaby się z szybką, pozytywną reakcją ze strony banków.

Bibliografia

- Adamska-Mieruszevska J., Mosionek-Schweda M., *Rozwój indywidualnych oszczędności emerytalnych w kontekście skłonności Polaków do oszczędzania*, „Praca i Zabezpieczenie Społeczne” 2015, nr 8.
- Bańbuła P., *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, „Materiały i Studia” 2006, nr 208.
- Barghini T., Pasquali V., *Household Savings Rates 2015*, „Global Finance”, 24.11.2015, <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10396-household-saving-rates.html#ixzz1Vq60eGNp>
- CBOS, *Polacy o swoich długach i oszczędnościach*, komunikat z badań, Warszawa, kwiecień 2014.
- Czy oszczędności krajowe będą w stanie finansować długoterminowy wzrost gospodarczy w Polsce?*, raport Deloitte, 8.07.2015, <http://www.igte.pl/publikacje/Czy%20oszczednosci%20krajowe%20beda%20w%20stanie%20finansowac%20dlugoterminowy%20wzrost%20gospodarczy%20w%20Polsce.pdf>
- Deutsche Bank, *Portret finansowy Polaków 2015. Plany na 2016 r.*, 25.01.2016.

²⁷ ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe...*, op.cit.

- Frączek B., *Analiza czynników wpływających na oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych*, „Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze – Wybrane Podmioty i Procesy Gospodarki Światowej” 2012, nr 122.
- Góra M., *Cele reformy emerytalnej i rola Zakładu Ubezpieczeń Społecznych w ich realizacji w XXI w.*, w: *Ubezpieczenia społeczne w procesie zmian*, red. K.W. Frieske, E. Przycho-daj, IPiSS–ZUS, Warszawa 2014.
- Jak przekonać Polaków do długoterminowego oszczędzania?*, Debata w redakcji „Rzecz-pospolitej”, 5.02.2016, <http://centrumprasowe.pap.pl/cp/pl/news/info/48103,3,eksperci-mamy-za-malo-dlugoterminowych-oszczednosci->
- Migdał K., *Psychologia w praktyce społecznej*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Warszawie, Warszawa 2001.
- Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, red. J. Harasim, Polskie Towarzystwo Eko-nomiczne, Katowice 2010.
- Struktura oszczędności gospodarstw domowych*, portal finansowy Analizy Online, [https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-\(grudzien-2015\).html](https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/19871/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-(grudzien-2015).html)
- PBS, *Postawy Polaków wobec finansów*, raport z badań Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy, wrzesień 2015.
- PBS, *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, raport Fundacji Kronenberga przy Citi Han-dlowy, październik 2014.
- Perek-Białas J., Rószkiewicz M., *Sklonność gospodarstw domowych do oszczędzania w celu zabezpieczenia okresu starości*, Wydawnictwo PONT info, Warszawa 1999.
- Polacy o dodatkowym oszczędzaniu na emeryturę*, komunikat z badań CBOS oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, BS/77/2010, Warszawa, czerwiec 2010.
- Polacy wobec oszczędzania na emeryturę*, raport z badania omnibusowego TNS Polska dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa, styczeń 2015.
- Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015*, raport Konsorcjum Pracowni Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupy IQS dla Departamentu Edukacji i Wydaw-nictw NBP, Warszawa 2015.
- Szopa B., Kawa P., Kulty J., *Oszczędności i rozpiętości dochodowe a dynamika gospodarcza. Interakcje na przykładzie Polski*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2007.
- Szponarowicz M., *Zmiany poziomu i struktury aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żyw-nościowej” 2008, nr 72.
- ZBP, *Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy i oczekiwania polskiego społeczeństwa*, badanie TNS Polska, 12–14.10.2014.

SELECTED DETERMINANTS OF THE LONG-TERM SAVING MARKET DEVELOPMENT IN POLAND

The main purpose of this paper is an attempt to answer the question on selected determinants influencing supply and demand of long-term savings in Poland. The analysis should allow the identification of long-term savings market development factors and a possible explanation of development level of this market, which has been achieved in Poland. It is preceded by the reflections on the level and structure of Poles' savings, and on this background there are presented the aims of saving, especially in the long term. This will help to specify the main causes that determine changes especially in the area of the tendency of Polish society to make use of long-term saving products. Additionally, examples of factors that could cause an increase in the level of Poles' savings in the long term with maintaining their proper structure will be shown. The main research method would be to analyse the reports and studies from the recent years on the subject of long-term saving in Poland.

Keywords: long-term saving, financial education, economic awareness, security of the pension system

PRAWNE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA DŁUGOTERMINOWYCH PRODUKTÓW OSZCZĘDZANIA Z PERSPEKTYWY DZIAŁALNOŚCI RZECZNIKA FINANSOWEGO¹

Bartosz Wyżykowski*

Celem rozdziału jest zaprezentowanie wybranych aspektów prawnych z zakresu prawa ochrony konsumentów związanych z problematyką długoterminowego oszczędzania, biorąc zwłaszcza pod uwagę doświadczenia wynikające z analizy wniosków klientów podmiotów rynku finansowego wpływających do Rzecznika Finansowego. Szczególny nacisk położono na kwestie związane z nieprawidłowościami w sposobach oferowania i sprzedaży niektórych produktów oraz usług finansowych (przede wszystkim ubezpieczeń z UFK), czyli tzw. *missellingiem*. W rozdziale wskazano konieczność przekazywania konsumentom na etapie przedkontraktowym pełnej, rzetelnej i prawdziwej informacji na temat nabywanych usług, co stanowi warunek dokonywania przez nich racjonalnych i przemyślanych wyborów.

Słowa kluczowe: *misselling*, nieuczciwe praktyki rynkowe, ubezpieczenie z UFK, ochrona konsumenta

¹ Artykuł odzwierciedla poglądy autora i nie powinien być traktowany jako stanowisko Rzecznika Finansowego.

* Radca Prawny, Biuro Rzecznika Finansowego w Warszawie.

1. Wprowadzenie

Celem rozdziału jest syntetyczne zaprezentowanie wybranych aspektów prawnych z zakresu szeroko rozumianego prawa ochrony konsumentów, związanych z problematyką długoterminowego oszczędzania, zwłaszcza biorąc pod uwagę doświadczenia wynikające z analizy wniosków klientów podmiotów rynku finansowego wpływających do Rzecznika Finansowego. Szczególny nacisk położono na kwestie związane z zaobserwowanymi przez Rzecznika Finansowego nieprawidłowościami w sposobach oferowania i sprzedaży niektórych produktów oraz usług finansowych, czyli tzw. *missellingiem*. Wydaje się, że m.in. to zjawisko może być istotnym – choć oczywiście tylko jednym z wielu – czynnikiem determinującym zachowania społeczne odnośnie do materii oszczędzania tak krótko-, jak i długoterminowego. Niniejszy rozdział ma na celu przybliżenie związanych z tym kwestii prawnych.

2. Pojęcie *missellingu*

Polskiemu ustawodawstwu zasadniczo nie jest znane pojęcie *missellingu*. Brak jest zatem definicji legalnej² tego terminu. Mówiąc ogólnie, poprzez *misselling* rozumie się wątpliwą etycznie praktykę pracowników (doradców klienta, sprzedawców, pośredników, agentów itp.) przedsiębiorcy, którzy w sposób niezgodny z rzeczywistymi warunkami umowy lub cechami danego dobra (usługi) wprowadzają klienta w błąd co do jego właściwości. Takie zachowania są najczęściej spowodowane chęcią realizacji postawionych celów sprzedażowych oraz zdobycia większych zysków. Zjawisko to może również polegać na wywoływaniu u konsumentów przeświadczenia o konieczności nabycia nieodpowiedniego z punktu widzenia zgłaszanych przez nich rzeczywistych potrzeb produktu, który będzie jednak bardziej opłacalny z punktu widzenia sprzedającego, ale jednocześnie może być bardziej ryzykowny dla konsumenta.

² Definicja legalna – definicja zawarta w przepisie prawnym, która wiążąco ustala znaczenie określonego pojęcia (zwrotu) na użytek danego aktu normatywnego.

Uregulowań w zakresie szeroko pojętego *missellingu* można poszukiwać m.in. w:

- ustawie z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (dalej: k.c.)³;
- ustawie z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (dalej: ustawa p.n.p.r.)⁴;
- ustawie z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (dalej: ustawa uokik)⁵;
- ustawie z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji⁶.

W przypadku usług finansowych, pewnych uregulowań w tym zakresie można również poszukiwać w tzw. miękkich aktach prawnych (*soft law*). Są to różnego rodzaju zalecenia, rekomendacje czy kodeksy dobrych praktyk, które jakkolwiek nie stanowią aktów prawa powszechnie obowiązujących⁷, to mogą stanowić wyznacznik dobrych obyczajów, w konsekwencji zaś również pewnych obowiązków po stronie przedsiębiorców. Przykładowo można wymienić:

- rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego (wcześniej Komisji Nadzoru Bankowego)⁸,
- zalecenia Komisji Europejskiej,
- *Kodeks Etyki Bankowej (Zasady dobrej praktyki bankowej)* Związku Banków Polskich⁹,
- *Zasady Dobrych Praktyk Ubezpieczeniowych*¹⁰,
- *Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego*¹¹.

³ Dz.U. z 2016 r. poz. 380. Zob. np. art. 72, art. 84–88, art. 353¹, art. 354 oraz art. 385¹ k.c.

⁴ Dz.U. z 2016 r. poz. 3. Ustawa stanowi implementację dyrektywy 2005/29/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 maja 2005 r. dotyczącej nieuczciwych praktyk handlowych stosowanych przez przedsiębiorstwa wobec konsumentów na rynku wewnętrznym oraz zmieniającej dyrektywę Rady 84/450/EWG, dyrektywy 97/7/WE, 98/27/WE i 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, a także rozporządzenie (WE) nr 2006/2004 Parlamentu Europejskiego i Rady („Dyrektywa o nieuczciwych praktykach handlowych”).

⁵ Dz.U. z 2015 r. poz. 184.

⁶ Dz.U. z 2003 r. Nr 153, poz. 1503.

⁷ Zgodnie z art. 87 Konstytucji RP, źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są: Konstytucja, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe oraz rozporządzenia. Ponadto, źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są na obszarze działania organów, które je ustanowiły, akty prawa miejscowego.

⁸ <https://www.knf.gov.pl/regulacje/praktyka/>

⁹ ZBP, *Kodeks Etyki Bankowej (Zasady dobrej praktyki bankowej)*, Warszawa 2013, https://zbp.pl/public/repozytorium/dla_konsumentow/rekomendacje/KEB_final_WZ.pdf

¹⁰ <https://piu.org.pl/zasady-dobrych-praktyk/project/132/pagination/1>

¹¹ https://rf.gov.pl/z-prac-biura/Kanon_Dobrych_Praktyk_Rynku_Finansowego__442

Warto też dodać, że zgodnie z art. 5 ust. 1 i ust. 2 pkt 4 ustawy p.n.p.r., wprowadzającym w błąd działaniem – a co za tym idzie, nieuczciwą praktyką rynkową – jest m.in. nieprzestrzeganie kodeksu dobrych praktyk, do którego przedsiębiorca dobrowolnie przystąpił, jeżeli przedsiębiorca ten informuje w ramach praktyki rynkowej, że jest związany kodeksem dobrych praktyk.

3. *Misselling* na przykładzie ubezpieczeń z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK)

Z działalności Rzecznika Finansowego wynika, że problematyka związana z nieuczciwym lub etycznie wątpliwym sposobem oferowania i sprzedawania produktów czy usług (zwłaszcza finansowych) może powodować daleko idące skutki prawne, społeczne, a nawet polityczne, które nie pozostają bez wpływu na system długoterminowego oszczędzania. Przykład mogą stanowić niektóre praktyki „sprzedażowe” dotyczące ubezpieczeń na życie z UFK¹². Innym przykładem może być także problematyka związana z oferowaniem i zawieraniem umów kredytów zwanych potocznie „walutowymi” (czyli kredytów waloryzowanych, indeksowanych lub denominowanych do walut obcych – najczęściej do waluty CHF)¹³.

W roku 2012 (wówczas jeszcze) Rzecznik Ubezpieczonych zauważył niepokojący wzrost liczby skarg klientów banków oraz doradców finansowych na oferowane im tzw. ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne zamiast tradycyjnej lokaty. Skargi te zawierały budzące niepokój historie, z których wynika, iż klienci wpłacali swoje pieniądze (czasem nawet setki tysięcy PLN) na inwestycje, których do końca nie rozumieli i które, jak się okazywało, mogły być dla nich bardzo niekorzystne w skutkach i prowadzić do utraty znacznej części, a nawet całości wpłaconych środków¹⁴.

¹² Rzecznik Ubezpieczonych, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2012, http://rf.gov.pl/pdf/Raport_UFK.pdf; Rzecznik Finansowy, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, część II*, Warszawa 2016, <http://rf.gov.pl/pdf/RAPORT%20UFK-CZ%202-WERSJA%20OST-30-03-2016%20pop.pdf>

¹³ Rzecznik Finansowy, *Analiza prawna wybranych postanowień umownych stosowanych przez banki w umowach kredytów indeksowanych do waluty obcej lub denominowanych w walucie obcej zawieranych z konsumentami*, Warszawa 2016, https://rf.gov.pl/sprawy-biezace/Raport_Rzecznika_Finansowego_Klauzule_niedozwolone_w_umowach_kredytow_walutowych_22351

¹⁴ „Klienci czuli się oszukani i wprowadzeni w błąd poprzez przekazanie im nieprawdziwych informacji na temat umowy, do której przystępują. Byli oni informowani, że umowa jest bezpieczną formą oszczędzania, gwarantującą zysk wyższy niż wynikający z tradycyjnej lokaty, umożliwiającą wypłatę wpłaconych pieniędzy w dowolnym momencie. Konsumenci wręcz błagają w swoich pismach o pomoc, ponieważ

Nieprawidłowości w procesie sprzedażowym tych produktów potwierdzają również wnioski i skargi na podmioty rynku finansowego (które wpłynęły do Rzecznika Finansowego w latach 2015 i 2016), oferujące klientom możliwość przystąpienia do ubezpieczenia z UFK. W pismach skierowanych do Rzecznika Finansowego klienci często wskazywali, iż zostali wprowadzeni w błąd podczas przystępowania do umowy ubezpieczenia z UFK, gdyż prezentowany i oferowany im produkt był przedstawiany jako „lokata bankowa”, a także byli zapewniani, iż po krótkim okresie „oszczędzania” będzie istniała możliwość wypłaty zainwestowanych środków bez żadnych kosztów likwidacyjnych.

Poniżej przytoczono fragmenty wybranych wniosków skierowanych w tego typu sprawach do Rzecznika Finansowego:

- „Spór dotyczy sposobu, w jaki bank przedstawił mi produkt «[...]». Pracownica banku, prezentując «[...]» przedstawiła mi nieprawdziwe informacje, podkreślając, że jest to inwestycja w pełni bezpieczna, ze 100% wpłaconej kwoty. [...] Z całą pewnością nie poinformowano mnie o żadnym ryzyku, możliwości utraty środków, ani o tym, że jest to produkt typowo inwestycyjny. Na taki nigdy bym się nie zdecydowała.”;
- „Pracownik oddziału zaproponował powyższy produkt i poinformował mnie w sposób jednoznaczny, że po upływie 6 miesięcy mogę wycofać zainwestowane pieniądze bez strat [...]. Przedstawił mi powyższy produkt jako lokatę, ani słowem nie wspomniał, że przez pierwsze 6 miesięcy będzie pobierana opłata do zarządzania inwestycyjnego i to w tak olbrzymiej wysokości, że po 6-ciu miesiącach ubyło prawie [...] złotych. Brak było informacji ze strony pracownika, że opłata będzie się odbywać poprzez umorzenie jednostek inwestycyjnych.”;
- „Pracownik Banku zapewniał mnie, że zyski roczne będą sięgały od 9% do 18%, a ja po 5 latach oszczędności będę mogła zrezygnować z ubezpieczenia, nie ponosząc żadnych strat, a jedynie jeszcze sporo zyskam. Na dowód rzetelności

najczęściej wpłacone pieniądze to wieloletnie i jedyne oszczędności rodzinne. Analizując takie sprawy, okazuje się, iż klienci przystąpili do grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym – umowy wieloletniej (10–15 lat), wymagającej stałych wpłat, z której wcześniejsza rezygnacja jest o tyle niekorzystna, że wiąże się z utratą znacznej części bądź całości wpłaconych środków. Nawet w sytuacji, gdy klienci byli świadomi, że przystępują do ubezpieczenia, a nie wpłacają pieniądze na lokatę, w skargach pojawia się zarzut wprowadzenia w błąd poprzez nie poinformowanie o wysokich opłatach, jakie wiążą się z inwestycją w tego typu produkt, zaczynając od comiesięcznych opłat administracyjnych i za zarządzanie, po wysokie opłaty likwidacyjne. Przy oferowaniu tego typu produktów są bowiem chętnie przedstawiane ich zalety i korzystne perspektywy, zapomina się jednak o przekazaniu klientowi rzetelnej informacji o kosztach tej inwestycji”, https://rf.gov.pl/raporty-i-opracowania/Raport_Rzecznika_Ubezpieczonych___Ubezpieczenia_na_zycie_z_ubezpieczeniowym_funduszem_kapitalowym__21129

jej słów pracownica banku dała mi kserokopie wyliczenia zysków po każdym roku oszczędzania. [...] Pracownik Banku nie wspomniał nawet jednym słowem, że nie będę mogła wycofać swojego kapitału, że poniosę jakąkolwiek stratę. Odwrotnie, zapewniał mnie o dużych zyskach.”;

- „Wpłacając pieniądze w oddziale [...] Bank byłam zapewniana przez pracownika, że lokuję pieniądze na lokacie, do której będę miała całkowity dostęp i będę mogła ją zlikwidować w każdej chwili. [...] Zdecydowałam się na zawarcie tej umowy, ponieważ przedstawiciel [...] Banku zapewnił mnie, że to bezpieczna lokata, przynosząca w każdym kwartale zyski, oraz że w każdej chwili mogę wycofać zainwestowane pieniądze.”;
- „Mama posiadała w [...] kilka lokat. Przyszła do Banku, aby założyć następną. Tym razem jednak pracownik Banku przedstawił jej «świetną ofertę» dla «stałych klientów» na warunkach jw. Według zapewnień pracownika miała to być lokata z połączeniem systematycznego oszczędzania, która przyniesie większy zysk jak na zwykłej lokacie («Nie można na tym stracić»). Mama od razu zapytała się, czy w razie czego można się z tego wycofać w trakcie wpłat i odzyskać wpłacone środki, mając na uwadze swój wiek. Uzyskała odpowiedź, że oczywiście tak, w dowolnym momencie można odzyskać wkład. Po takim zapewnieniu sprzedawcy matka bez wahania zgodziła się podpisać przedstawiony stos dokumentów, bez wnikliwego zapoznania się z OWU, ufając pracownicy banku.”;
- „Sformułowania używane przez pracownika banku określały ten produkt jako lokatę. Na moje pytania odnośnie do tego, czy «ten produkt» jest bezpieczny i rentowny, otrzymałem informacje potwierdzające oraz zostały mi pokazane wykresy obrazujące rentowność przedmiotowego produktu. Z uwagi na fakt, iż interesowały mnie wyłącznie lokaty bankowe na okres do roku, zwróciłem uwagę pracownikowi banku, iż w proponowanym produkcie finansowym długość okresu odpowiedzialności wynosi 15 lat, na co uzyskałem informację, iż już po upływie kilku lat będę mógł wycofać 100% zainwestowanej kwoty, nie ponosząc żadnych opłat i kosztów związanych z wcześniejszym rozwiązaniem umowy, gdyż oprocentowanie składki zainwestowanej będzie tak wysokie, że pokryje wszystkie koszty związane z jej zerwaniem. [...] Celowo nie poinformowała mnie, jak duże ryzyko niesie ze sobą ten produkt, zataiła informacje o wysokości opłat za zarządzanie oraz wprowadziła mnie w błąd, iż ryzyko dotyczy jedynie wysokości potencjalnych zysków, a nie dotyczy zainwestowanych środków, oraz nie poinformowała o sytuacji, iż zainwestowana kwota może ulec zmniejszeniu.”

Zaprezentowane fragmenty stanowią tylko niewielką część spośród wszystkich wniosków skierowanych do Rzecznika Finansowego w zakresie dotyczącym ubezpieczeń z UFK. Na marginesie warto dodać, że zarzut *missellingu* stanowi tylko jeden z wielu zarzutów kierowanych pod adresem podmiotów rynku finansowego w tym zakresie. Inną kwestią, choć w pewnym stopniu również związaną z procesem sprzedaży, było stosowanie przez niektórych przedsiębiorców wzorców umownych, które zawierały klauzule pozwalające na pomniejszanie środków zgromadzonych w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym o określone kwoty w przypadku przedterminowego zakończenia ochrony ubezpieczeniowej, zwłaszcza w postaci opłaty likwidacyjnej. Niektóre z takich klauzul zostały uznane w trybie tzw. abstrakcyjnej kontroli wzorców umów za abuzywne¹⁵.

Również Prezes UOKiK w uzasadnieniu do (nieprawomocnej) decyzji z dnia 31 grudnia 2013 r. nr RKT-55/2013 przytoczył liczne skargi konsumentów na działalność banku w zakresie dotyczącym oferowania możliwości przystąpienia do grupowego ubezpieczenia na życie i dożycie z UFK¹⁶. Konsumenci w kierowanych do Urzędu pismach zamieszczali m.in. następujące informacje:

- „Pani długo zachwalała ww. produkt jako zupełnie bezpieczny, pozbawiony ryzyka finansowego”;
- „zapropoNOWAŁ mi możliwość 6-miesięcznej lokaty w [...] i zdecydowanie zapewniał, że jest to świetna dla mnie lokata, a po 6 miesiącach będę mogła wypłacić cały kapitał wraz z odsetkami, bez żadnych opłat i bez podatku Belki [...]”;
- „W dniu ... zgodnie z terminem umowy zlikwidowałam kilka 4-miesięcznych lokat terminowych. Środki te zamierzaliśmy z mężem ulokować na tych samych zasadach na kolejne 4 miesiące, ale tzw. opiekun (doradca) klienta, świadomie (jak się okazało) wprowadzając nas w błąd, zasugerował nam produkt, który, jak się później dowiedzieliśmy, generuje nam jedynie straty”;
- „W szczególności pracownik Banku oświadczył, że cała wpłacona kwota jest na koniec umowy gwarantowana przez Bank, czyli będzie w najgorszym razie odzyskana przeze mnie w całości, a nie powiedział, że będzie pomniejszona o jakieś koszty, np. o prowizję za administrowanie”;

¹⁵ Zob. wyrok Sądu Apelacyjnego z dnia 14 maja 2010 r., sygn. akt VI ACa 1175/09 oraz wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie – Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z dnia 4 czerwca 2012 r., sygn. akt XVII AmC 974/11.

¹⁶ Decyzja z dnia 31 grudnia 2013 r. nr RKT-55/2013, s. 15–19.

- „Pan ... udzielił mi błędnych informacji na temat produktu, który, jak mówił, jest lokatą o zysku na pewno wyższym, niż gdybym ulokowała pieniądze na tradycyjnej lokacie bankowej”.

Z przedstawionych skarg wynika, że okoliczności, w jakich dochodziło do przystąpienia do umów ubezpieczenia z UFK, mogły niekiedy wynikać z nieprawidłowego (nieuczciwego) przebiegu procedury prezentacji istotnych cech produktu, jakim jest ubezpieczenie z UFK. Warto dodać, że wielu konsumentów, decydując się na przystąpienie do umowy i podpisując deklarację, zapewne sugerowało się jedynie informacjami przekazanymi przez pracowników przedsiębiorców, często właśnie kierując się chęcią zawarcia lokaty bankowej (umowy rachunku terminowej lokaty oszczędnościowej), przy ochronie wpłaconego kapitału w 100% i możliwości wycofania pieniędzy po krótkim okresie, nie zaś przystąpieniem jako ubezpieczeni do umów ubezpieczeń, które dodatkowo zawierały elementy inwestycyjne.

Jest oczywiste, że twierdzenia zawarte w skargach konsumentów prezentują ich subiektywny punkt widzenia i zbyt daleko idącym wydaje się przyjęcie, że tego rodzaju praktyki stanowiły regułę na polskim rynku. Tym niemniej, biorąc pod uwagę skalę wniosków i fakt, iż zarzuty wskazujące liczne nieprawidłowości na etapie przedkontraktowym się powtarzają, jest prawdopodobne, że część konsumentów mogła być właśnie w taki sposób wprowadzona w błąd podczas przystępowania do umów ubezpieczenia z UFK.

W tym kontekście warto również wskazać, że umowa rachunku terminowej lokaty oszczędnościowej jest zawierana między bankiem a posiadaczem rachunku. Posiadacz rachunku jest zatem stroną umowy, z czym wiążą się określone obowiązki, ale także uprawnienia. Nie wchodząc w szczegółową analizę ubezpieczeń z UFK, warto jednak zasygnalizować, że bardzo często umowa ta jest postrzegana jako forma umowy „na cudzy rachunek”¹⁷, uregulowana w art. 808 § 1 k.c.¹⁸ Stronami takiej umowy są zatem bank jako ubezpieczający i ubezpieczyciel. Tymczasem, konsument przystępuje do takiej umowy w charakterze ubezpieczonego, na podstawie podpisanej deklaracji przystąpienia. Tym samym nie jest on stroną umowy ubezpieczenia z UFK w rozumieniu cywilistycznym. Ubezpieczenie z UFK różni się zatem znacząco pod kątem konstrukcji prawnej od tradycyjnej „lokaty bankowej”.

¹⁷ KNF, *Rekomendacja U dotycząca dobrych praktyk w zakresie bancassurance*, Warszawa, czerwiec 2014, rekomendacja 15, s. 30, https://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja_U_tcm75-38338.pdf

¹⁸ Rzecznik Ubezpieczonych, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 30 i dalsze, http://rf.gov.pl/pdf/Raport_UFK.pdf

Wydaje się też, że pomimo podpisania deklaracji przystąpienia i różnego rodzaju oświadczeń, w tym o zrozumieniu i akceptacji warunków przystąpienia do ubezpieczenia z UFK, wielu konsumentów prawdopodobnie nie przeanalizowało szczegółowo zapisów dokumentów dotyczących tych produktów. Jednakowoż, ze względu na stopień ich skomplikowania prawdopodobnie często i tak nie byłoby oni w stanie zweryfikować ich z ofertą i zapewnieniami przekazywanymi w formie ustnej. Nawet w przypadku doręczenia treści ogólnych warunków ubezpieczenia i innych dokumentów, w praktyce osobom, które nie mają wiedzy z zakresu prawa ubezpieczeniowego i ekonomii, będzie niezwykle trudno poprawnie zrozumieć skomplikowane zapisy w tym zakresie, w konsekwencji zaś podjąć trafne decyzje inwestycyjne. Wydaje się więc, iż przeciętny konsument nie ma możliwości podjęcia w pełni świadomej decyzji o przystąpieniu do umowy ubezpieczenia z UFK i musi w tym zakresie polegać na ustnych zapewnieniach przedsiębiorcy lub doradcy, którzy jako profesjonaliści mają (a przynajmniej powinni mieć) szczegółową wiedzę na temat oferowanych przez nich produktów. W tym kontekście ukazuje się również szczególnie walor – zwłaszcza w zakresie wiarygodności – informacji udzielanych przez podmioty rynku finansowego, które przez niektórych konsumentów są postrzegane jako podmioty szczególnego zaufania.

4. Regulacje prawne dotyczące *missellingu*

Sposób oferowania konsumentom grupowych ubezpieczeń na życie i dożycie z UFK był przedmiotem postępowań prowadzonych przez Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (Prezes UOKiK)¹⁹. Także Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) wydała opracowania i rekomendacje w zakresie *bancassurance*, w tym zwłaszcza *Rekomendację U dotyczącą dobrych praktyk w zakresie bancassurance*²⁰. Jak wynika ze wstępu do *Rekomendacji U*: „W Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego przeprowadzone zostały na przełomie 2011 r. i 2012 r. analizy mające na celu dokonanie wstępnej oceny zidentyfikowanych podczas bieżących działań nadzorczych praktyk stosowanych przez banki w zakresie oferowania produktów ubezpieczeniowych powiązanych z produktami bankowymi (ang. *bancassurance*). Analizy

¹⁹ W zakresie problematyki *missellingu* warto zwrócić uwagę na dwie (nieprawomocne) decyzje administracyjne wydane przez Prezesa UOKiK, tj. na decyzję z dnia 31 grudnia 2013 r. nr RKT-54/2013 oraz decyzję z dnia 31 grudnia 2013 r. nr RKT-55/2013.

²⁰ KNF, op.cit.

te ujawniły występowanie nieprawidłowości w postępowaniu banków. Równolegle, artykuły prasowe traktujące o relacjach bank–klient w zakresie *bancassurance* wskazywały szereg negatywnych przykładów, w których stroną pokrzywdzoną był klient banku²¹.

Wreszcie, skutkiem stwierdzonych przez regulatorów na rynku nieprawidłowości w zakresie *bancassurance* była również dokonana w 2015 r. nowelizacja ustawy uokik²².

W uzasadnieniu do tej nowelizacji²³ stwierdzono m.in., że: „W ostatnich kilku latach zaobserwować można narastanie w Polsce problemu tzw. *missellingu*, czyli sprzedaży produktów niedopasowanych do potrzeb konsumenta. Dotyczy on w największym stopniu niektórych produktów finansowych, których stopień skomplikowania (naturalny lub celowy) wyklucza możliwości oceny ich odpowiedniości przez przeciętnego konsumenta. Przykładem takiego typu produktu są ubezpieczenia na życie i dożycie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK) lub tzw. polisolokaty [...] Jako *misselling* można również zakwalifikować powszechne udzielanie kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych”.

W efekcie, do ustawy uokik wprowadzono nową praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów, polegającą na proponowaniu konsumentom nabycie usług finansowych, które nie odpowiadają potrzebom tych konsumentów, ustalonym z uwzględnieniem dostępnych przedsiębiorcy informacji w zakresie cech tych konsumentów, lub proponowaniu nabycia tych usług w sposób nieadekwatny do ich charakteru²⁴. Przez praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów rozumie się godzące w nie sprzeczne z prawem lub dobrymi obyczajami zachowanie przedsiębiorcy²⁵.

Nie wchodząc w szczegółową analizę prawną nowej praktyki, a także zasadność jej wprowadzenia w takiej formie, warto zasygnalizować jej potencjalne skutki w odniesieniu do produktów długoterminowego oszczędzania. Po pierwsze, wprowadzenie rygorystycznych mechanizmów w tym zakresie rodzi pewne ryzyko spadku liczby oferowanych i sprzedawanych produktów finansowych, choć oczywiście

²¹ Ibidem.

²² Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o zmianie ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. poz. 1634.

²³ Uzasadnienie do projektu ustawy o zmianie ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oraz ustawy – Kodeks postępowania cywilnego z dnia 10 kwietnia 2015 r., s. 2, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12271401/12284085/12284086/dokument158552>. PDF

²⁴ Art. 24 ust. 2 pkt 4 ustawy uokik.

²⁵ Art. 24 ust. 2 *in principio* ustawy uokik.

skutki rynkowe w tym zakresie będzie można ocenić dopiero po określonym czasie obowiązywania nowych przepisów, które weszły w życie dopiero w dniu 17 kwietnia 2016 r. Po drugie, warto zwrócić uwagę na bardzo ogólny sposób zdefiniowania nowej praktyki, który w przyszłości może budzić wątpliwości interpretacyjne. Nieostro ujęte przesłanki – w istocie mające charakter klauzul generalnych – uznania, iż mamy do czynienia z praktyką naruszającą zbiorowe interesy konsumenta, pozwalają na duży luz decyzyjny prezesa UOKiK w tym zakresie. Oczywiście, decyzje prezesa UOKiK podlegają następcej kontroli sądowej²⁶. Z kolei kierunek wykładni, a także skala i sposób zastosowania przez prezesa UOKiK nowych przepisów nie pozostanie bez znaczenia z punktu widzenia konsumentów, którzy nabyli produkty lub usługi, które mocą decyzji prezesa UOKiK zostaną uznane za nieodpowiadające potrzebom tych konsumentów lub też proponowanie ich nabycia nastąpiło w sposób nieadekwatny do ich charakteru. Należy bowiem pamiętać, że prawomocne decyzje prezesa UOKiK będą miały niebagatelne znaczenie i zapewne będą stanowić kluczową podstawę i uzasadnienie prawne ewentualnych powództw konsumentów kierowanych przeciwko podmiotom rynku finansowego, będących adresatami takich decyzji. A należy pamiętać, że to właśnie wszelkiego rodzaju produkty długoterminowe generują ryzyko, iż w przypadku niespełnienia oczekiwań konsumentów będą oni poszukiwali sposobów na rezygnację lub rozwiązanie tego rodzaju umów.

Wreszcie należy wspomnieć o obowiązujących już od blisko 10 lat przepisach ustawy p.n.p.r.²⁷, która zakazuje stosowania nieuczciwych praktyk rynkowych²⁸. Ustawa ta opiera zwalczanie nieuczciwych praktyk rynkowych na klauzuli generalnej, uzupełnionej o nazwane nieuczciwymi praktyki rynkowe w niej wymienione.

Przez praktykę rynkową rozumie się działanie lub zaniechanie przedsiębiorcy, sposób postępowania, oświadczenie lub informację handlową, a zwłaszcza reklamę i marketing, bezpośrednio związane z promocją lub nabyciem produktu przez konsumenta²⁹. Pojęcie produktu ma szeroki zakres i obejmuje także usługę³⁰.

I tak, zgodnie z ustawą p.n.p.r., praktyka rynkowa stosowana przez przedsiębiorców wobec konsumentów będzie nieuczciwa, jeżeli będzie sprzeczna z dobrymi

²⁶ Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, Dz.U. z 2014 r. poz. 101 z późn. zm., art. 479²⁸ i następne.

²⁷ Ustawa p.n.p.r. weszła w życie w dniu 21 grudnia 2007 r.

²⁸ Ustawa p.n.p.r., art. 3.

²⁹ Ibidem, art. 2 pkt 4.

³⁰ Ibidem, art. 2 pkt 3.

obyczajami i w istotny sposób będzie zniekształcać lub może zniekształcić zachowanie rynkowe przeciętnego konsumenta przed zawarciem umowy dotyczącej produktu³¹.

Za przeciętnego uznaje konsumenta, który jest dostatecznie dobrze poinformowany, uważny i ostrożny. Oceny dokonuje się z uwzględnieniem czynników społecznych, kulturowych, językowych i przynależności danego konsumenta do szczególnej grupy konsumentów, przez którą rozumie się dającą się jednoznacznie zidentyfikować grupę konsumentów szczególnie podatną na oddziaływanie praktyki rynkowej lub na produkt, którego praktyka rynkowa dotyczy, ze względu na szczególne cechy, takie jak wiek oraz niepełnosprawność fizyczna lub umysłowa³².

Za nieuczciwą zostanie zwłaszcza uznana praktyka rynkowa wprowadzająca w błąd, agresywna praktyka rynkowa³³, a także stosowanie sprzecznego z prawem kodeksu dobrych praktyk. W świetle ustawy p.n.p.r. takie praktyki uznaje się z mocy prawa za nieuczciwe, a zatem nie jest konieczne badanie, czy są sprzeczne z dobrymi obyczajami lub zniekształcają zachowanie konsumenta³⁴.

Praktykę rynkową uznaje się za działanie wprowadzające w błąd, jeżeli działanie to w jakikolwiek sposób powoduje lub może powodować podjęcie przez przeciętnego konsumenta decyzji dotyczącej umowy, której inaczej by nie podjął³⁵. Wprowadzającym w błąd działaniem będzie zwłaszcza rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji lub rozpowszechnianie prawdziwych informacji w sposób mogący wprowadzać w błąd³⁶ (ustawa wymienia jeszcze inne przesłanki).

Ponadto, zgodnie z ustawą p.n.p.r., przy ocenie, czy praktyka rynkowa wprowadza w błąd przez działanie, należy uwzględnić wszystkie jej elementy oraz okoliczności wprowadzenia produktu na rynek, w tym sposób jego prezentacji³⁷.

Uznanie, że przedsiębiorca (np. podmiot rynku finansowego) dopuścił się względem konsumenta nieuczciwej praktyki rynkowej, powoduje szczególną ochronę konsumenta. Zgodnie z art. 12 ust. 1 ustawy p.n.p.r., w przypadku dokonania nieuczciwej praktyki rynkowej konsument, którego interes został zagrożony lub naruszony, może żądać:

- 1) zaniechania tej praktyki,
- 2) usunięcia skutków tej praktyki,

³¹ Ibidem, art. 4 ust. 1.

³² Ibidem, art. 2 pkt 8.

³³ Ibidem, art. 4 ust. 2.

³⁴ Ibidem, art. 4 ust. 2 zd. 2.

³⁵ Ibidem, art. 5 ust. 1.

³⁶ Ibidem, art. 5 ust. 2 pkt 1 i 2.

³⁷ Ibidem, art. 5 ust. 4.

- 3) złożenia jednokrotnego lub wielokrotnego oświadczenia odpowiedniej treści i w odpowiedniej formie,
- 4) naprawienia wyrządzonej szkody na zasadach ogólnych, a zwłaszcza zażądać unieważnienia umowy z obowiązkiem wzajemnego zwrotu świadczeń oraz zwrotu przez przedsiębiorcę kosztów związanych z nabyciem produktu,
- 5) zasądzenia odpowiedniej sumy pieniężnej na określony cel społeczny związany ze wspieraniem kultury polskiej, ochroną dziedzictwa narodowego lub ochroną konsumentów.

Za szczególnie istotne należy uznać uprawnienie konsumenta do żądania unieważnienia całej umowy, jeżeli jej zawarcie było efektem stosowania nieuczciwej praktyki rynkowej przez przedsiębiorcę, choć należy zaznaczyć, że interpretacja tego przepisu budzi wątpliwości w doktrynie. Przede wszystkim został wyrażony pogląd, iż uprawnienie konsumenta w tym zakresie nie ma charakteru materialno-prawnego i należy je czytać w ten sposób, iż konsument może się domagać ustalenia nieważności umowy, jeżeli nieważność tej umowy wynika z innego przepisu prawa, np. wtedy, kiedy umowa zostaje zawarta pod wpływem nieuczciwej praktyki rynkowej wyłączającej świadome lub swobodne wyrażenie woli przez konsumenta³⁸. Taka wykładnia powoduje jednak osłabienie sytuacji prawnej konsumenta chcącego dochodzić roszczeń na podstawie art. 12 ust. 1 pkt 4 ustawy p.n.p.r.

Co również istotne, ustawa p.n.p.r. nadaje konsumentowi szczególne „uprawnienie” w sferze dowodowej w postępowaniu sądowym. Otóż ciężar dowodu, że dana praktyka rynkowa nie stanowi nieuczciwej praktyki wprowadzającej w błąd, spoczywa na przedsiębiorcy, któremu zarzuca się stosowanie nieuczciwej praktyki rynkowej³⁹. W rezultacie więc konsument domagający się ochrony powinien wykazać istnienie i stosowanie nieuczciwej praktyki rynkowej, wskazując, jakie przepisy ustawy p.n.p.r. zdaniem konsumenta narusza dana praktyka, przedsiębiorca zaś jest zobligowany do wykazania, że zarzucona w pozwie praktyka nie wprowadza w błąd⁴⁰.

³⁸ A. Michalak, *Przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2008, komentarz do art. 12.

³⁹ Ustawa p.n.p.r., art. 13.

⁴⁰ A. Michalak, op.cit., komentarz do art. 13.

Podsumowując, w świetle ustawy p.n.p.r. i zgodnie z orzecznictwem⁴¹, konsumentowi przysługuje roszczenie o naprawienie wyrządzonej szkody w razie dokonania nieuczciwej praktyki rynkowej wówczas, gdy:

- dokonano nieuczciwej praktyki rynkowej,
- wystąpiła szkoda majątkowa lub niemajątkowa,
- zdarzeniem warunkującym odpowiedzialność za powstałą szkodę jest stosowana przez pozwanego przedsiębiorcę nieuczciwa praktyka rynkowa,
- zachodzi związek przyczynowy między zdarzeniem wyrządzającym szkodę a zaistnieniem szkody,
- sprawcy nieuczciwej praktyki rynkowej można przypisać winę.

5. Zakończenie

Przykład ubezpieczeń z UFK, które w założeniu stanowią instrumenty długoterminowego oszczędzania czy też inwestowania, pokazuje, że tylko rzetelne informowanie konsumentów, zapewniające im pełnię wiedzy na temat nabywanej usługi i jej właściwości, może stanowić fundament do budowania długoterminowych oszczędności.

Przyjmuje się, że konsument ma prawo do kompletnej i jednoznacznej informacji w sprawach mających istotne znaczenie dla ochrony jego interesu prawnego w warunkach globalizacji (masowości) obrotu prawnego i wielości ofert na rynku, które nie zawsze posługują się prawdziwymi i pełnymi informacjami, a niekiedy wprowadzają w błąd lub w sposób ukryty godzą w indywidualny i zbiorowy interes konsumentów⁴². Tylko zrozumiała, jasna i dostępna informacja dla konsumenta spełnia niezbędne wymagania warunkujące możliwość dokonywania przez niego niezakłóconego i racjonalnego wyboru⁴³, co z kolei sprzyja prawidłowemu funkcjonowaniu rynku⁴⁴. W ten sposób będzie również realizowany postulat ochrony konsumenta przez prawo do pełnej, rzetelnej i prawdziwej informacji.

⁴¹ Zob. np. orzeczenie wydane przez Sąd Okręgowy w Warszawie w dniu 27 marca 2015 r., sygn. akt III C 1453/13

⁴² Wyrok SN z dnia 20.06.2006 r., III SK 7/06, OSNP 2007, Nr 13–14, poz. 207.

⁴³ Wyrok SN z dnia 11.07.2002 r., I CKN 1319/00, OSNC 2003, Nr 5, poz. 73.

⁴⁴ *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, red. T. Skoczny, C.H. Beck, Warszawa 2014, komentarz do art. 24.

Bibliografia

- Decyzja administracyjna Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów nr RKT-54/2013.
- Decyzja administracyjna Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów nr RKT-55/2013.
- Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego*, https://rf.gov.pl/z-prac-biura/Kanon_Dobrych_Praktyk_Rynku_Finansowego__442
- KNF, *Rekomendacja U dotycząca dobrych praktyk w zakresie bancassurance*, Warszawa, czerwiec 2014, https://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja_U_tcm75-38338.pdf
- Michalak A., *Przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Orzeczenie Sądu Okręgowego w Warszawie w dniu 27 marca 2015 r., sygn. akt III C 1453/13.
- Polska Izba Ubezpieczeń, *Zasady Dobrych Praktyk Ubezpieczeniowych*, <https://piu.org.pl/zasady-dobrych-praktyk/project/132/pagination/1>
- Rzecznik Finansowy, *Analiza prawna wybranych postanowień umownych stosowanych przez banki w umowach kredytów indeksowanych do waluty obcej lub denominowanych w walucie obcej zawieranych z konsumentami*, Warszawa 2016, https://rf.gov.pl/sprawy-biezace/Raport_Rzecznika_Finansowego__Klauzule_niedozwolone_w_umowach_kredytow____walutowych____22351
- Rzecznik Finansowy, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, część II, Warszawa 2016, <http://rf.gov.pl/pdf/RAPORT%20UFK-CZ%202-WERSJA%20OST-30-03-2016%20pop.pdf>
- Rzecznik Ubezpieczonych, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2012, http://rf.gov.pl/pdf/Raport_UFK.pdf
- Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, red. T. Skoczny, C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Uzasadnienie do projektu ustawy o zmianie ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oraz ustawy – Kodeks postępowania cywilnego z dnia 10 kwietnia 2015 r.*, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs/2/12271401/12284085/12284086/dokument158552.PDF>
- Wyrok Sądu Apelacyjnego z dnia 14 maja 2010 r., sygn. akt VI ACa 1175/09.
- Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie – Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z dnia 4 czerwca 2012 r., sygn. akt. XVII AmC 974/11.
- Wyrok SN z dnia 11 lipca 2002 r., I CKN 1319/00, OSNC 2003, Nr 5, poz. 73.
- Wyrok SN z dnia 20 czerwca 2006 r., III SK 7/06, OSNP 2007, Nr 13–14, poz. 207.
- ZBP, *Kodeks Etyki Bankowej (Zasady dobrej praktyki bankowej)*, Warszawa 2013, https://zbp.pl/public/repozytorium/dla_konsumentow/rekomendacje/KEB_final_WZ.pdf

LEGAL ASPECTS REGARDING LONG-TERM SAVING PRODUCTS IN THE FINANCIAL OMBUDSMAN'S PRACTICE

The chapter presents the most important legal aspects concerning consumer protection regulations in regard to long-term saving products, based on the experience and practice of the Polish Financial Ombudsman. In particular, it deals with unfair pre-contractual commercial practices regarding certain financial products – especially unit-linked insurances (financial misselling). The chapter accentuates the necessity to provide consumers with complete, honest and genuine information which is the condition for them to make a considered and wise decision as whether to acquire a product or not.

Keywords: misselling, unfair business-to-consumer commercial practices, unit-linked insurance, consumer protection

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

