

Anna ZĄBKOWICZ\*

## Reforma systemu emerytalnego i wzrost gospodarczy Chile

Chilijska reforma systemu emerytalnego z 1981 roku stała się wzorem dla innych krajów. Nie przez przypadek naśladownictwo znalazła wyłącznie we wschodzących gospodarkach rynkowych<sup>1</sup>. Chodzi bowiem o zmianę radykalną, o wprowadzenie nowej logiki zabezpieczeń emerytalnych. Polega ona na stopniowym zamieraniu systemu, opartego na solidarności międzypokoleniowej i administrowanego przez państwo na rzecz systemu, opartego na kapitale przypisanym osobiście do każdego członka, zarządzanym przez firmy prywatne na zasadach rynkowych. Kapitał ten, tak samo jak fundusze zgromadzone w państwowym systemie, powstaje z *przymusowych oszczędności*. Radykalna zmiana potencjalnie rodzi opór proporcjonalny do zmiany. W niektórych dojrzałych demokracjach niechęć społeczeństwa przyczyniła się do zablokowania reformy, dzięki temu że instytucje konstytucyjne i silna tradycja korporacjonistyczna uniemożliwiają rewolucję, zmuszają do mozolnego budowania kompromisu [patrz Bonoli G., 2000]<sup>2</sup>. Dla społeczeństw Ameryki Łacińskiej i Europy Środkowo-Wschodniej ograniczenie roli państwa w wielu jego tradycyjnych funkcjach stanowiło w okresie ogłoszenia reformy świeże antidotum na niesprawność państwa rozwojowego i socjalistycznego w jego ekonomicznej i społecznej roli, dlatego opór przed zmianą w tym przypadku był znacznie mniejszy. Demokratyczny system polityczny jeszcze nie zdążył w tych krajach okrzepnąć, dlatego radykalną reformę, na przykład w Polsce, udało się wprowadzić unikając meandrów i rozterek, nieodłącznie związanych z publiczną debatą.

Powyższe uwagi o różnicach ekonomii politycznej reform emerytalnych wskazują na przyczyny, dla których radykalna reforma stała się faktem między innymi w Polsce i nie przesądzają, czy to dobrze czy źle. Podjęcie reformy miało racjonalne przesłanki, a osądzenie czy były one realistyczne na obecnym etapie, jak się wydaje musi polegać głównie na obserwacji uruchomionych w Polsce procesów i na śledzeniu doświadczeń w innych krajach grupy. Wyciągnięcie pewnych nauk z najdłuższego doświadczenia chilijskiego jest zadaniem tego artykułu.

\* Autorka jest pracownikiem naukowym Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN w Warszawie.

<sup>1</sup> Chilijskie podejście znalazło do pewnego stopnia naśladownictwo w reformach systemu emerytalnego w Argentynie, Peru, Kolumbii i Meksyku oraz w Polsce, na Węgrzech i na Litwie. W perspektywie dwóch lat do grupy mają dołączyć Czechy.

<sup>2</sup> W krajach wysoko rozwiniętych zwolennicy starego solidarnościowego systemu stanowią większość, wobec czego reforma ograniczyła się do wprowadzenia w niektórych z nich filara opartego o *dobrowolne oszczędności* z opcją emerytalną (który w Polsce nazywa się „trzecim filarem”).

Najbardziej eksponowane bywają społeczno-ekonomiczne przesłanki reformy. Jej „naturalny” cel to zapewnienie bardziej zadowolających i bardziej „sprawiedliwych” emerytur dzięki wprowadzeniu do sfery zabezpieczeń społecznych logiki rynku. Składki członkowskie w postaci przymusowych odpisów od wynagrodzeń tworzą w nowym systemie fundusze emerytalne pod zarządem specjalnie w tym celu powołanych prywatnych spółek. Tym sposobem wpływ na gospodarowanie środkami ze składek tracą politycy i działające za ich pośrednictwem branżowe grupy nacisku. Wysokość emerytury zostaje uzależniona przede wszystkim od zgromadzonego na indywidualnym koncie członka kapitału i od rentowności inwestycji, dokonanych przez firmę zarządzającą. Zakłada się, że prywatne firmy działające na rynku funduszy emerytalnych są znacznie efektywniejszym niż urzędnicy państwowi zarządcą powierzonych im pieniędzy przyszłych emerytów.

Praktyka funkcjonowania funduszy emerytalnych w Chile, a ostatnio także sygnały w Polsce, wskazują, że system nie działa w sposób tak oczywisty na rzecz przyszłych emerytów. Dość powiedzieć, że tworzy nową grupę interesu prywatnych towarzystw emerytalnych, dysponującą ogromnymi środkami zgromadzonymi przez członków funduszy emerytalnych, i ważącą na rynku. Sytuacja ta rodzi w praktyce problemy regulowania aktywności firm zarządzających przez państwowe organy nadzoru i prowadzi do zniekształcenia zasady konkurencji [patrz Ząbkowicz, 2000].

Mimo to reforma w tym kształcie wydaje się warta wprowadzenia i upowszechniania ze względów ekonomicznych. Co najmniej tak samo jak szansa naprawy starych systemów emerytalnych przez rynek przekonujące dla polityków i ekonomistów wydają się argumenty na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarki. Tak pomyślana reforma zabezpieczeń społecznych służy przyspieszeniu rozwoju rynków finansowych. Firmy zarządzające, dokonując depozytów bankowych oraz inwestycji w obligacje, papiery skarbowe i akcje przedsiębiorstw wprowadzają znaczące fundusze pochodzące ze składek emerytalnych na krajowe rynki finansowe. Rozwój rynków finansowych z kolei sprzyja poprawie alokacji zasobów, wzrostowi oszczędności, akumulacji kapitału, i w ostatecznym efekcie – wzrostowi gospodarki. Na tej grupie przesłanek chcę skoncentrować się w tym artykule<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Trzecia grupa argumentów, które przesądziły o wdrożeniu reformy w krajach przeżywających gospodarczą i polityczną transformację, a o których słyhać najmniej, to przesłanki polityczne. Włączenie systemu zabezpieczeń społecznych do domeny rynku i uzależnienie ich od dochodów osiąganych przez członków systemu miało się przyczynić i faktycznie przyczyniło się do osłabienia potężnych grup nacisku, związanych ze starymi układami politycznymi – przede wszystkim związków zawodowych, do odwrócenia społeczeństwa od polityki ku pracy zarobkowej, i w ten sposób – do ograniczenia oporu wobec przeprowadzanych reform gospodarczych i politycznych [Ząbkowicz, 2002].

## Rynki finansowe i wzrost gospodarczy

Związek przyczynowy między rynkami finansowymi i wzrostem jest dwustronny. Joseph Schumpeter wskazywał, że rozwój sektora finansów poprawia ilość i jakość projektów inwestycyjnych, co sprzyja wzrostowi gospodarki. Ten pozytywny związek potwierdzają badania empiryczne [Eyzaguirre, Lefort, 1999, s. 119]. Rozwój rynków finansowych ma pozytywny wpływ na koszt kapitału. Rozwój usług finansowych ogranicza transakcyjne koszty oszczędzania i inwestowania oraz koszty negatywnej selekcji i pokusy nadużycia dla firm. Dzięki temu wzrasta prawdopodobieństwo, że przedsiębiorcy podejmą rentowne inwestycje, za sprawą których wzrośnie produkt. Z drugiej strony, według opinii Joan Robinson, wzrost gospodarczy prowadzi do pogłębienia rynków finansowych z tego względu, że wraz ze wzrostem aktywności gospodarczej wzrasta zapotrzebowanie na usługi finansowe.

Te ogólne ustalenia potwierdzają wstępne testy ekonometryczne dla Chile [Holzmann, 1997, s. 167-169]. Wynika z nich, że rozwój rynków finansowych, jaki miał miejsce w Chile w latach 80. i 90., ma pozytywny wpływ na łączną efektywność czynników produkcji. Znaczący jest również wpływ rozwoju rynków finansowych na akumulację kapitału. Przyczyniając się do zwiększenia tego podstawowego czynnika wzrostu i do efektywnego wykorzystania wszystkich czynników produkcji, rozwój rynków finansowych miał swój udział w dynamicznym wzroście gospodarki chilijskiej. Wzrostowi produktu krajowego towarzyszyło malejące tempo wzrostu rynku kredytu i dynamiczny rozwój rynku kapitałowego (patrz tablica 1).

Tablica 1

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne 1980-1995

Lata	Wzrost realnego PKB	Inflacja (a)	Stopa bezrobocia(b)	Oszczędności prywatne(c)	Papiery wartościowe(c)	Kredyt krajowy(c)
1980	7,7	31,2	10,4	6,5	67,7	44,6
1981	6,7	9,5	11,3	2,7	59,6	51,0
1982	-13,4	20,7	19,6	4,1	80,7	87,9
1983	-3,5	23,1	14,6	7,2	56,7	87,4
1984	6,1	23,0	13,9	4,9	59,2	108,6
1985	3,5	26,4	12,0	8,7	63,8	118,9
1986	5,6	17,4	8,8	10,7	75,6	114,4
1987	6,6	21,5	7,9	15,2	80,0	107,1
1988	7,3	12,7	6,3	17,2	85,0	92,5
1989	9,9	21,4	5,3	16,5	97,6	82,2
1990	3,3	27,3	5,7	19,4	118,6	79,1
1991	7,3	18,7	5,3	19,9	159,9	70,0
1992	11,0	12,7	4,4	19,4	148,7	66,8
1993	6,3	12,2	4,5	19,2	183,4	.
1994	4,2	8,9	5,9	20,7	208,5	.
1995	8,5	8,2	4,7	20,8	192,9	.

(a) Wskaźnik cen konsumpcyjnych.

(b) Dane za okres od października do grudnia.

(c) Wartość wyrażona jako udział procentowy w PKB.

Źródło: [Elbadawi, Soto, 1994, s. 27, tab. A1]; [Eyzaguirre, Lefort, 1999, s. 110, tab. 3-1]; [Holzmann, 1997, s. 151, tab. 1]

W rozwoju rynku kapitałowego miały udział fundusze emerytalne. Reforma chilijska zwiększyła efektywność rynku kapitałowego. Fundusze dostarczały inwestorom średnio większy zysk przy mniej więcej tym samym ryzyku. Gromadzenie funduszy emerytalnych i poszukiwanie przez nie nowych możliwości lokat miało ścisły związek z rozwojem instrumentów rynku kapitałowego. Reforma pogłębiła rynek kapitałowy. Z punktu widzenia emitentów papierów wartościowych (rząd, spółki i instytucje finansowe) fundusze emerytalne stanowiły cenne źródło funduszy. Firmy znajdowały w nich nabywcę instrumentów dłużnych w okresie, kiedy kapitał akcyjny był zbyt drogi (tj. przed 1990), a potem – stabilne źródło tańszego już kapitału akcyjnego. W połowie lat 90. fundusze emerytalne były głównym inwestorem instytucjonalnym na rynku kapitałowym. W końcu 1990 roku na fundusze przypadało 44,6% nowych inwestycji w całym systemie finansowym, podczas gdy w końcu 1982 roku zaledwie 4,4%. Ich waga w gospodarce narodowej znacząco wzrosła (patrz tabela 2).

Tabela 2

## Wyniki funduszy emerytalnych, 1981-1995

Lata	Aktywa funduszy emerytalnych (a)	Realna stopa zwrotu	Obligacje przedsiębiorstw i papiery komercyjne (b)	Akcje (b)
1981	0,9	21,3	0,4	-
1982	3,6	28,8	0,9	-
1983	6,4	21,3	8,4	-
1984	8,6	3,5	10,2	-
1985	10,6	13,4	7,7	-
1986	12,7	12,3	11,1	2,0
1987	14,2	5,4	27,1	3,2
1988	15,1	6,4	46,0	4,2
1989	17,7	6,9	47,5	4,8
1990	24,3	11,5	58,2	5,5
1991	30,4	29,7	60,8	8,3
1992	30,6	3,1	61,0	10,1
1993	37,3	16,2	56,7	11,4
1994	41,1	18,2	57,2	10,6
1995	38,8	-2,5	55,3	10,3

(a) Wartość wyrażona jako udział procentowy w PKB.

(b) Wartość wyrażona jako udział procentowy w aktywach na rynku.

Źródło: [Holzmann, 1997, s. 151, tab. 1]; [Meller, Lehman, Cifuentes, 1993, s. 140 i 144]

Przedstawione dotychczas związki i fakty świadczą na korzyść dość popularnego poglądu, że reforma emerytalna z 1981 roku przyczyniła się pośrednio do boomu gospodarczego w Chile, jaki nastąpił po załamaniu produkcji i dochodu w latach 1982-1983 i trwa (z wyjątkiem zwolnienia w 1999 roku) po dziś dzień.

## Reforma i oszczędności narodowe

W wielu krajach Europy Centralnej i Wschodniej – w ślad za argumentacją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF, 1995) – z reformą systemu emerytalnego wiąże się nadzieje na łatwe zwiększenie narodowych oszczędności, i w konsekwencji – na zwiększenie akumulacji kapitału i pobudzenie gospodarki. Na pierwszy rzut oka procesy w Chile zdają się ten pogląd jak najbardziej potwierdzać. Po przezwyciężeniu kryzysu zadłużenia zagranicznego i wewnętrznego kryzysu bankowego, które nastąpiły wkrótce po utworzeniu funduszy emerytalnych, stopa oszczędności prywatnych wyraźnie rosła, równoległe do akumulacji kapitału. Dezagregacja oszczędności narodowych Chile pokazuje jednak, że działa się tak nie za sprawą funduszy emerytalnych.

Oszczędności związane z reformą emerytalną pokazuje tablica 3. Wynika z niej, że przez okres pierwszych 8 lat reforma powodowała straty a nie przyrost oszczędności. Działo się tak przede wszystkim za sprawą znacznego fiskalnego kosztu reformy, który miał się utrzymać co najmniej przez okres 30 lat<sup>4</sup>.

Tablica 3

Efekt oszczędnościowy reformy emerytalnej, 1981-1994 (w % PKB)

Lata	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Łączny efekt netto	-0,2	-2,2	-1,8	-1,1	-0,2	-0,9	-0,2	-0,9	1,6	3,4	3,2	2,6	2,8	2,0
Łączny koszt fiskalny:														
- Bony rekompensacyjne	-	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
- Deficyt fiskalny (a)	-1,5	-4,7	-4,6	-4,6	-4,3	-4,3	-4,4	-4,2	-4,1	-4,8	-4,8	-4,6	-4,8	-5,0
Oszczędności prywatne:														
- Składki emerytalne netto (b)	0,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,9	1,9	2,4	2,8	2,4	2,2
- Zmiany w aktywach (c)	0,4	0,9	1,5	2,2	2,9	2,3	3,1	2,2	4,2	6,7	6,1	4,9	5,7	5,4

(a) Deficyt, który powstał w rezultacie utraty składek na rzecz nowego systemu, czyli w przybliżeniu wkład państwa do starego systemu zabezpieczeń społecznych.

(b) Składki emerytalne do funduszy emerytalnych plus inne wpływy minus wypłaty świadczeń.

(c) Przepływy, pozostałe zmiany w aktywach z wyłączeniem zysków z obrotu akcjami (*capital gains*), czyli zwrot z inwestycji.

Źródło: [Holzmann, 1997, s. 172, tab. 6]

<sup>4</sup> Według przewidywań z 1988 roku, w 2010 roku deficyt fiskalny miał jeszcze przewyższać psychologiczną granicę 1% potencjalnego PKB [Diamond, Vald'es-Prieto, 1994, s. 280, tab. 6-7].

Finanse państwa zostały obciążone zobowiązaniami wynikłymi z przejścia 75% pracujących w Chile ze starego repartycyjnego systemu do nowego kapitałowego systemu emerytalnego. Państwo zobowiązało się, w formie bonów rekompensacyjnych, do wypłaty wkładów zgromadzonych w starym systemie przez te osoby. Bony służyć będą jako podstawa płatności w momencie osiągnięcia przez ubezpieczonego wieku emerytalnego (przejścia na rentę inwalidzką, zgonu), po rewaloryzacji wg stopy realnej 4% w okresie od przystąpienia do funduszu aż do wypłaty. Ponieważ liczba członków spełniających te warunki jak dotąd jest niewielka, przyjęcie tego zobowiązania stanowi na razie marginalny wydatek. Szczyt wypłat przypadnie, według różnych ocen, w dwóch pierwszych dekadach bieżącego stulecia. Oprócz zobowiązań wobec utraconych członków starego systemu emerytalnego państwo zachowało zobowiązania wobec tych, którzy w nim pozostali<sup>5</sup>. Bieżące wypłaty emerytom i luka, jaka pozostała po środkach pracującego pokolenia, które odplynęły z repartycyjnego systemu, są przyczyną deficytu systemu repartycyjnego i głównym źródłem ujemnych oszczędności publicznych związanych z reformą. Dodatkowo deficyt fiskalny z tytułu reformy powiększają wydatki z tytułu gwarancji państwowych dla członków nowego systemu emerytalnego, które obejmują minimalny poziom świadczenia emerytalnego oraz minimalny poziom dochodów funduszy, gdy zostanie wyczerpany specjalny fundusz rezerwowy na dopłaty w przypadku złej sytuacji finansowej funduszu. W sytuacji gdy liczba tytułów zobowiązań państwa wobec emerytów nie zmalała, a liczba płacących składki do systemu solidarnościowego drastycznie stopniała, państwowy pion systemu emerytalnego musi pokrywać swój deficyt z dobrowolnych bądź przymusowych oszczędności innych segmentów gospodarki.

Oszczędności generowane w sektorze prywatnym przez fundusze emerytalne były od początku dodatnie. Większość odpisów (w sumie średnio ok. 14%) od zarobków miesięcznych lub dochodów (w przypadku samozatrudnienia) została przesunięta wskutek reformy do sektora prywatnego i płynęła teraz na konta prywatnych towarzystw zarządzających – AFP (*Administradoras de Fondos de Pensiones*). Suma składek emerytalnych po odliczeniu opłat dla AFP oraz pomniejszona o kapitał stopniowo wycofywany z funduszy, głównie w formie wypłacanych comiesięcznie emerytur, tworzy nadwyżkę, która jest lokowana przez firmy zarządzające w inwestycje na rynku papierów wartościowych. W początkowym okresie funkcjonowania reformy przewaga wpływów ze składek nad wypłatami jest wysoka, gdyż do nowego systemu dołączają wszyscy młodzi ludzie wkraczający na rynek pracy, podczas gdy ludzie starsi mieli możliwość pozostania w starym systemie<sup>6</sup>. Jak widać w tablicy 3 składki emerytalne netto od początku reformy są dodatnie i nawet rosną w relacji do

<sup>5</sup> Do 1983 roku Chilijczycy mogli wybierać, do którego systemu emerytalnego chcą przynależeć. Tej możliwości nie dano służbom mundurowym, które do dziś pozostają w repartycyjnym (solidarnościowym) systemie.

<sup>6</sup> Do nowego systemu masowo przechodzili Chilijczycy poniżej 45 roku życia. Wszyscy wkraczający na rynek pracy po 1983 roku obowiązkowo należą do nowego systemu.

produktu krajowego brutto (PKB). Łączny efekt inwestowania funduszy emerytalnych w papiery wartościowe odzwierciedlają zmiany w ich aktywach. Jeden ze składników – zysk z kapitału akcyjnego<sup>7</sup> (patrz tablica 3 i odnośnik c), stał się głównym źródłem wzrostu oszczędności generowanych przez sektor prywatny w branży zabezpieczeń emerytalnych. W sumie jednak oszczędności generowane przez ten nowy segment sektora prywatnego (tj. składki emerytalne netto i zmiany w aktywach) były do roku 1989 mniejsze niż fiskalny koszt reformy.

Dopiero po ośmiu latach funkcjonowania zreformowany system zabezpieczeń emerytalnych zaczął przyczyniać się do wzrostu oszczędności narodowych. Przekształcenie ujemnego salda ogółem w dodatnie nastąpiło w 1989 roku wskutek znacznego wzrostu oszczędności generowanych przez prywatny sektor branży zabezpieczeń emerytalnych. Na relatywny (w stosunku do PKB) wzrost oszczędności funduszy emerytalnych na przełomie lat 80. i 90. miała wpływ wyższa rentowność ich inwestycji, czyli stopa zwrotu (patrz tablica 2). Tym tłumaczy się znaczny wzrost pozycji „zmiany w aktywach”. Wzrost średniej stopy zwrotu z inwestycji funduszy emerytalnych od początku lat 90. przesądził o przekształceniu deficytu w nadwyżkę oszczędności związanych z reformą emerytalną.

Zjawisko wysokich oszczędności wypracowanych w przedsiębiorstwach inwestycyjnych funduszy, które przesądziły o tym, że cały bilans reformy emerytalnej wyszedł na plus, może być tłumaczone na co najmniej dwa sposoby. Zwolennicy podejścia, nazwijmy to, „dedukcyjnego”, przywiązani do neoliberalnego modelu gospodarczego, będą skłonni przypisać je wyższej efektywności działań nowych prywatnych zarządców i podawać jako argument, że prywatyzacja zarządzania funduszami emerytalnymi sprzyja zwiększaniu oszczędności narodowych. Zwolennicy indukcji, badań empirycznych wskażą na cechy otoczenia prawnego i rynkowego, na które prywatne firmy zarządzające funduszami w Chile raczej nie miały wpływu, a które wywarły istotny wpływ na ich wyniki. Chodzi o rundę prywatyzacji rozpoczętą w 1985 roku i raptowny wzrost cen na rynku akcji, między innymi tych akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw, które w drugiej połowie lat 80. weszły do portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych (patrz tablica 4). Fundusze wzięły udział w prywatyzacji dużych państwowych przedsiębiorstw z sektora energetycznego i telekomunikacyjnego, z których liczne pod publiczną kontrolą przez lata przynosiły zyski i były dobrze zarządzane. Przedsiębiorstwa nabyte w procesie pospiesznej, subsydiowanej, kierowanej do pewnego stopnia względami ideologicznymi prywatyzacji później wielokrotnie zyskały na wartości. W rezultacie towarzystwom emerytalnym udało się osiągnąć w latach 90. wysokie

<sup>7</sup> Na zmiany w aktywach funduszy emerytalnych (z wyłączeniem sumy składek netto) składają się zyski z różnic między ceną zakupu i sprzedaży akcji (*capital gains*) oraz zysk z kapitału akcyjnego (*stock*). Tutaj zwrot z inwestycji jest liczony jako iloczyn przeciętnego średniego kapitału akcyjnego funduszy emerytalnych oraz reprezentatywnej stopy procentowej rynku finansowego [Holzmann, 1997, s. 170].

stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału [patrz Pinera, 1995]. Tak więc główny czynnik, który sprawił, że reforma emerytalna zaczęła przyczyniać się do wzrostu oszczędności narodowych, zdaje się wynikać raczej z koniunktury gospodarczej i politycznej niż z rozwiązań systemowych.

Tablica 4

Ogólny wskaźnik cen akcji (GISP) na giełdzie w Santiago na koniec roku, 1985-1989 i 1993-1997

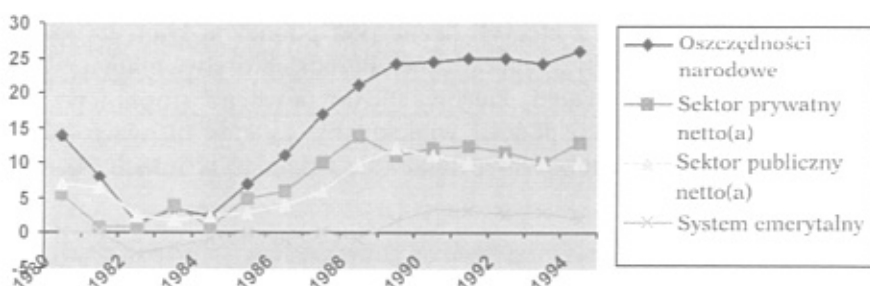
Lata	Marzec 1985=100	Kwiecień 1989=100
1985	151,0	
1986	336,1	
1987	454,9	
1988	612,6	
1989	857,3(a)	
1993		341,3
1994		474,1
1995		531,6
1996		476,0
1997		437,4

(a) październik 1989

Źródło: [EIU 1998-1999, s. 46, tab. 16]; [Hachette, Lueders, 1993, s. 141, tab. 8.4]

Dezagregacja oszczędności narodowych Chile pokazuje ograniczone znaczenie pojawienia się w 1989 roku oszczędności w zreformowanym systemie emerytalnym (rysunek 1). Po pierwsze, dodatnie saldo oszczędności związanych z reformą nie miało bezpośredniego wpływu na wzrost oszczędności narodowych. Wcześniej, w latach 1984-85, inne czynniki pobudziły wzrost oszczędności w sektorze prywatnym i publicznym. Po drugie, po tym jak oszczędności pojawiły się w zreformowanym systemie emerytalnym, miały one mało znaczący wpływ na wzrost oszczędności ogółem, gdyż ich wielkość w stosunku do PKB ledwo przekraczała 3% w latach 1989-1994. W tym czasie Chile notowało stopę oszczędności narodowych rzędu 22-24%.

Rysunek 1. Reforma emerytalna i oszczędności narodowe (% PKB)



(a) Bez systemu emerytalnego.

Źródło: według [Holzmann, 1997, s. 173, rysunek 5]



Wyniki powyższej analizy oszczędności w Chile podtrzymują wnioski analizy teoretycznej. Z teoretycznego punktu widzenia nie widać bezpośredniego pozytywnego związku przyczynowo-skutkowego między pogłębieniem rynków finansowych, w którym dużą rolę mogą odgrywać fundusze emerytalne, a stopą oszczędności prywatnych czy narodowych [Eyzaguirre, Lefort, 1999, s. 118]; [Holzmann, 1997, s. 169].

### **Czy reforma zwiększy narodowe oszczędności w Polsce?**

Obserwacja doświadczenia chilijskiego skłania do wyciągnięcia wniosku, że wbrew oczekiwaniom reforma emerytalna wdrożona w Polsce w 1999 roku nie będzie łatwym sposobem na podniesienie stopy oszczędności narodowych. Jak wynika z powyższej analizy:

1. Reforma to znaczne, wieloletnie obciążenie dla budżetu państwa z powodu deficytu systemu repartycyjnego oraz zobowiązań i gwarancji wobec nowego systemu. Jej koszt to ograniczenie wydatków bieżących państwa, podniesienie podatków lub rosnący dług publiczny, czyli „odsysanie” oszczędności z sektora prywatnego. Ubytek ten może być zrekompensowany wzrostem oszczędności generowanych przez sektor prywatny w branży zabezpieczeń emerytalnych dopiero po wielu latach.
2. Prywatyzacja zarządzania w branży zabezpieczeń emerytalnych nie gwarantuje, że nastąpi odpowiedni wzrost oszczędności prywatnych, który przekształci ujemne saldo oszczędności związanych z reformą w nadwyżkę. Dla wzrostu oszczędności generowanych przez fundusze emerytalne w Chile decydujący był czynnik koniunkturalny a nie systemowy.
3. Nie widać związku między pozytywnym efektem reformy i wzrostem oszczędności narodowych. Wysokie stopy oszczędności w Chile zostały wywołane i wywindowane przez czynniki inne niż reforma zabezpieczeń społecznych.

Wiele argumentów świadczy za tym, że w Polsce należy się spodziewać mniej pozytywnego efektu reformy niż w Chile. Reforma w Polsce została wprowadzona w okresie spowolnienia gospodarki i w warunkach chronicznego deficytu budżetowego; reforma chilijska – w czasie wysokiego tempa wzrostu produktu krajowego i przy wypracowanej znacznej nadwyżce budżetowej. Dobra koniunktura gospodarcza w Chile, zwłaszcza po 1985 roku, poprzez boom na rynku akcji umożliwiła osiągnięcie wysokiej rentowności inwestycji funduszy emerytalnych i tą drogą przyczyniła się do przekształcenia ujemnego salda oszczędności związanych z reformą w dodatnie. Fundusze działające w Chile osiągały przeciętnie do połowy lat 90. realną stopę zysku 13%-14%, która była porównywalna do stopy zysku z akcji na rynkach kapitałowych Zachodu i była wyższa niż w przypadku długoterminowych depozytów w bankach Chile [Pinera, 1995]. Fundusze zarejestrowane w Polsce jak dotąd, między innymi z powodu niskiej koniunktury na warszawskiej giełdzie, osiągają średnią realną stopę zwrotu rzędu 0,8-2,3%, co oznacza zysk z kapitału znacznie niższy niż w przypadku depozytów bankowych (UNFE i UNFE,

2001). Nie rokuje to szybszego niż w Chile wyjścia bilansu reformy w Polsce na plus.

Zdrowe finanse publiczne w Chile przed i po reformie powściągnęły zaciąganie długu publicznego na finansowanie przejściowego deficytu reformy. Przed wprowadzeniem reformy wygospodarowana została znaczna nadwyżka budżetowa (5,4% w 1980 roku) i dodatnie saldo oszczędności publicznych (ok. 7,0% PKB w 1980), z których miał być sfinansowany deficyt systemu repartycyjnego i zobowiązania wobec członków, którzy ten system opuścili. Fiskalny „deficyt przejścia” (patrz tablica 3) przerósł jednak oczekiwania i mimo „zapasów” musiał zostać w części sfinansowany podniesieniem podatków (VAT-u od dóbr konsumpcyjnych) oraz zwiększeniem wewnętrznego długu publicznego<sup>8</sup>.

To, czy deficyt finansów publicznych finansowany jest w drodze zadłużania się czy podnoszenia podatków, ma istotne znaczenie dla kształtowania się oszczędności narodowych. W tym drugim przypadku ciężar fiskalny ponosi obecna generacja na rzecz przyszłej generacji, nierzadko ograniczając konsumpcję i tym samym zwiększając oszczędności już dzisiaj; jednocześnie kapitał, a więc i oszczędności przyszłej generacji muszą się zwiększyć [Diamond, Vald'es-Prieto, 1994, s. 281]. Jeżeli deficyt finansowany jest wzrostem długu publicznego, obciążenie podatkowe zostaje przerzucone na przyszłą generację.

Reforma emerytalna polegająca na przesunięciu przymusowych oszczędności z sektora publicznego do prywatnego, generując znaczny ubytek dochodów bieżących państwa, jednocześnie stwarza nowe możliwości finansowania deficytu długiem. Obligacje emitowane przez rząd znajdują nowego nabywcę – fundusze emerytalne. W tym sensie nowy dług publiczny generuje swój własny popyt. Limit nałożony na udział rządowych papierów wartościowych w portfelach inwestycyjnych funduszy (w Chile maksymalnie 45%) stanowi jedynie formalną barierę, gdyż rząd może finansować dalej swój deficyt sprzedając obligacje bankom i przedsiębiorstwom, które z kolei finansują się emitując papiery wartościowe dla funduszy emerytalnych. W ten sposób cały deficyt budżetowy, a nie tylko jego część związana z reformą emerytalną, może zostać sfinansowany.

Jednak rządy chilijskie nie nadużyły tych możliwości. Przede wszystkim, deficyt repartycyjnego systemu emerytalnego po reformie starały się pokryć oszczędnościami na innych pozycjach budżetu. Dług wewnętrzny wzrósł gwałtownie w kryzysowych latach 1982-1983, aby pozostać na poziomie zbliżającym się w niektórych latach 80. do 60% PKB. Koszty jego obsługi były jedną z głównych przyczyn, dla których całkowite wydatki sektora publicznego rosły i utrzymywał się łączny deficyt sektora publicznego (patrz tablica 5). Jednak sektor rządowy od 1985 roku generował oszczędności dzięki zwiększeniu przychodów (w połowie – z podatków pośrednich) oraz dzięki ograniczaniu bieżących wydatków. Jeśli nie liczyć długu publicznego i kosztów jego obsłu-

<sup>8</sup> Zaciąganie długu za granicą wydaje się nierealistyczne nie tylko w Chile, ale również w innych krajach wprowadzających reformę typu chilijskiego, gdyż wszystkie te kraje spłacają wysokie zadłużenie zagraniczne sektora publicznego z przeszłości.

gi oraz wyłączyć przepływy finansowe w systemie emerytalnym, saldo przychodów i wydatków sektora publicznego było dodatnie przez cały okres 1980-1988 (tablica 5), tj. wtedy gdy reforma emerytalna generowała straty, i jego wartość była wyższa zarówno od łącznych strat, jak i spowodowanego reformą deficytu generowanego przez sektor publiczny. Po zwalczeniu następstw kryzysu gospodarczego lat 1982-1983 pierwotna nadwyżka budżetowa wróciła do poziomu (w relacji do PKB) sprzed reformy. Utrzymywanie pierwotnej nadwyżki budżetowej wskazuje, że rządy chilijskie nie uległy pokusie finansowania całości deficytu budżetowego długiem.

Tablica 5

## Finanse publiczne w latach 1980-88 (w % PKB)

Lata	Wydatki sektora publicznego	Saldo sektora publicznego	Dług wewnętrzny(a)	Dług wewnętrzny(b)	Pierwotne saldo budżetowe(c)
1980	23,1	5,4	11,2	15,6	10,0
1981	24,9	0,8	4,9	7,3	9,6
1982	28,5	-3,4	7,9	9,6	6,3
1983	28,4	-3,0	12,9	32,6	5,4
1984	28,8	-4,3	15,6	36,9	6,7
1985	32,5	-2,6	21,3	59,4	7,7
1986	30,0	-1,8	12,5	54,8	8,2
1987	28,3	-0,8	7,9	48,3	10,0
1988	30,7	-0,3	3,8	40,8	12,4

(a) Dług niefinansowego sektora publicznego.

(b) Dług niefinansowego sektora publicznego plus krajowe obligacje wyemitowane przez Banco Central de Chile.

(c) Z wyłączeniem państwowych systemów emerytalnych.

Źródło: [Diamond, Vald'es-Prieto, 1994, s. 282, tab. 6-8]; [Ząbkowicz, 2001, s. 138, tab. IV.1]

Tylko część obciążenia budżetu obsługą długu wewnętrznego powstała z powodu deficytu reformy emerytalnej w latach 1981-1988. Na wielkości łącznego długu niefinansowego sektora publicznego zaciążyły przede wszystkim krajowe obligacje, wyemitowane przez bank centralny w celu subsydiowania sektora finansowego i wielu jego klientów z sektora niefinansowego w środku kryzysu wypłacalności<sup>9</sup> (tablica 5). W następstwie tej akcji ratunkowej powstał w latach 1983-1989 operacyjny deficyt banku centralnego o wartości średnio 3,9% PKB, który powiększył deficyt parabudżetowy. Rząd chilijski finansował także długiem wewnętrznym akumulację rezerw walutowych na początku lat 90.

<sup>9</sup> Rząd, którego bank centralny był wówczas agendą, zdecydował się na ogromne subsydia dla komercyjnych banków i największych konglomeratów (w tym wykup złych długów przez bank centralny), wprowadzenie preferencyjnego kursu dolara dla zadłużonych za granicą i opcję zamiany długu dolarowego na dług w pesos oraz restrukturyzację długów przedsiębiorstw po preferencyjnych stopach.

Fundusze emerytalne w rzeczywistości stały się nabywcą długu publicznego, wzbudzonego kryzysem gospodarczym i finansowym lat 1982-1983. Udział inwestycji w obligacje skarbu państwa i banku centralnego wzrósł raptownie w 1983 roku (do około 40%). Wkrótce obligacje banku centralnego stały się pozycją dominującą, a inwestycje w papiery skarbowe prawie zanikły [Holzmann, 1997, s. 164, tab. 2]. Finansowanie deficytu banku centralnego stanowi obecnie największą pozycję w inwestycjach funduszy emerytalnych w Chile.

Wyżej przytoczone fakty zdają się świadczyć, że rządy chilijskie nie nadużyły możliwości, aby finansować nadwyżkę wydatków nad przychodami repartycyjnego systemu emerytalnego po reformie długiem sprzedawanym instytucjom finansowym, stworzonym przez reformę. Deficyt fiskalny reformy mógł być w znacznym stopniu finansowany z oszczędności rządu, podczas gdy składki przekazane funduszom emerytalnym zostały wykorzystane przede wszystkim w innym celu: łagodzeniu, za pośrednictwem banku centralnego, konsekwencji kryzysu gospodarczego i finansowego dla sektora prywatnego. Ze względu na dyscyplinę fiskalną można twierdzić, że wpływ chilijskiej reformy emerytalnej na wzrost długu publicznego był umiarkowany, a tym samym umiarkowany jest jej wpływ na ograniczenie oszczędności narodowych w przyszłości. W przypadku krajów mniej zdyscyplinowanych, takich jak Polska, oddziaływanie reformy na pogłębienie długu publicznego może być znacznie silniejsze.

### Bibliografia

- Bonoli G., [2000], *The politics of pension reform: institutions and policy change in Western Europe*, Cambridge: University Press.
- Diamond Vald'es-Prieto, [1994], „Social Security Reforms” w: *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*, B.P. Bosworth, R. Dornbusch, R. Lab'an (red.), Washington: The Brookings Institution.
- EIU – The Economist Intelligence Unit Country Profile, 1998-1999 (Chile).
- Elbadawi I.A., Soto R., [1994], „Capital Flows and Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates in Chile”, The World Bank, Policy Research Department, Macroeconomic Growth Division, June.
- Eyzaguirre N., Lefort F., [1999], „Capital Markets in Chile, 1985-97: A Case of Successful International Financial Integration” w: *Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*, G. Perry, D.M. Leipziger (red.), World Bank, Washington D.C.
- Hachette D., Lueders R., [1993], „Privatization in Chile. An Economic Appraisal”, An International Center for Economic Growth Publication, ICS Press, San Francisco, California.
- Holzmann R., [1997], „Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile”, IMF Staff Papers, vol. 44, No 2, Washington D.C., June.
- IMF – International Monetary Fund, [1995], „World Economic Outlook: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund”, World Economic and Financial Surveys, Washington D.C., May.
- Meller P., Lehman S., Cifuentes R., [1993], „Los gobiernos de Aylwin y Pinochet: Comparacion de indicadores economicos y sociales”, *Apuntes CIEPLAN* no 118, septiembre.
- Pinera J., [1995], „Bagno ubezpieczeń społecznych”, *Zeszyty Centrum im. Adama Smitha*, nr 4.
- UNFE – „Biuletyn Miesięczny Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi”, nr 7(24), aneks, lipiec 2001 oraz nr 12, grudzień [2001].

- Ząbkowicz A., [2000]. „Państwowy nadzór i prywatne towarzystwa funduszy emerytalnych w Chile”, *Gospodarka Narodowa*, nr 10.
- Ząbkowicz A., [2001]. „Instytucje i wzrost gospodarki w Chile. Neoliberalizm i sztuka kompromisu”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ząbkowicz A., „Przypadek Chile: Przesłanki i konsekwencje neoliberalnych reform społecznych”, *Polityka Społeczna*, w druku.