

**Tomasz Banasik**

Politechnika Świętokrzyska w Kielcach

---

## FUNDUSZE EMERYTALNE A WZROST GOSPODARCZY

---

**Streszczenie:** Efekty reformy systemu emerytalnego można rozpatrywać w dwóch aspektach: społecznym i makroekonomicznym. W niniejszym artykule skupiono się na drugim z wymienionych. Omówiono teoretyczne aspekty oddziaływania funduszy emerytalnych na wzrost gospodarczy, dokonano krótkiego przeglądu wyników badań empirycznych prowadzonych w tym zakresie. Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy Otwarte Fundusze Emerytalne mogą wywierać pozytywny wpływ na procesy rozwoju polskiej gospodarki?

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy, oszczędności, wzrost gospodarczy.

### 1. Wstęp

Reformy emerytalne na przełomie XX i XXI wieku stały się jednymi z ważniejszych wyzwań polityki społeczno-ekonomicznej w wielu krajach. Rosły wydatki związane z utrzymaniem rozbudowanych i kosztownych systemów emerytalnych, a proces starzenia się społeczeństw stwarzał perspektywę dalszego wzrostu kosztów. Zmiany w strukturze gospodarki, a także zmiany społeczno-kulturowe sprawiały, że konstrukcja istniejących systemów stawała się przestarzała i niedopasowana do zmieniającej się rzeczywistości. W latach 90. ubiegłego stulecia pojawiła się fala reform systemów emerytalnych, początkowo w niektórych krajach Ameryki Południowej, później również w Europie, wprowadzających nowy paradygmat w zabezpieczeniu społecznym [Czepulis-Rutkowska 2009, s. 1]. Jego najważniejszą cechą było wprowadzenie kapitalizacji części lub całej obowiązkowej składki emerytalnej, połączone z prywatyzacją zarządzania oszczędnościami emerytalnymi. Konsekwencją tych działań jest funkcjonowanie obowiązkowych funduszy emerytalnych.

Szczególną rolę w promowaniu tworzenia kapitałowego filaru oszczędności emerytalnych odegrał Bank Światowy. Na jego zlecenie w 1994 r. został wydany raport „Averting the old age crisis. Policies to protect the old and promote growth”. Przeprowadzone w raporcie analizy wykazały, że jednofilarowa konstrukcja ubezpieczeń emerytalnych zarządzana przez instytucje publiczne z finansowaniem świadczeń emerytalnych na zasadzie repartycji jest niewydolna finansowo i organizacyjnie. Autorzy raportu jednoznacznie skłaniali się ku koncepcji lokowania oszczędności w pry-

watnych funduszach emerytalnych, co miało umożliwić uzyskanie dwóch efektów. Po pierwsze zapewnić świadczenie emerytalne na satysfakcjonującym poziomie. Po drugie – przez lokaty funduszy emerytalnych pobudzić inwestycje, a tym samym wzrost gospodarczy [Sowiński 2009, s. 328].

## **2. Teoretyczne aspekty wpływu funduszy emerytalnych na wzrost gospodarczy**

Fundusze emerytalne mogą wpływać na wzrost gospodarczy w sposób bezpośredni jako inwestor instytucjonalny na rynku kapitałowym, a także pośredni – przez oddziaływanie na rynek pracy, mobilizowanie oszczędności, rozwój systemu finansowego.

### **2.1. Oddziaływanie na rynek pracy**

Jeśli systemy emerytalne pochłaniają znaczną część PKB, przez to istotnie wpływają na tempo jego wzrostu. Biorąc pod uwagę system repartycyjny, należy podkreślić, że nie jest to system aktuarialnie zbilansowany [Góra 2001, s. 25]. Oznacza to, że dług, jaki generuje, rośnie w tempie przekraczającym tempo wzrostu bazy składkowej. Taki stan rzeczy powoduje konieczność podnoszenia składek, z których pochodzą środki na wypłaty emerytur. Z ekonomicznego punktu widzenia składki są podatkami, które obciążają wynagrodzenia. Podatkowy w swym charakterze system repartycyjny zachęca do ukrywania dochodów. Zmniejsza to bazę składkową, a tym samym powoduje konieczność podnoszenia stopy składki. Implikuje to wysokie jednostkowe koszty pracy, co w efekcie może prowadzić do wzrostu bezrobocia.

Kapitałowy system emerytalny eliminuje podatkowy charakter składki emerytalnej. System jest finansowany oszczędnościami zatrudnionych, wprawdzie obowiązkowymi, ale stanowiącymi ich indywidualną własność. W warunkach funkcjonowania systemu kapitałowego czynnik zniekształcający rynek pracy i utrudniający tworzenie miejsc pracy zostaje zminimalizowany. W ten sposób system kapitałowy przyczynia się do wzrostu zatrudnienia, a w efekcie do poprawy PKB.

### **2.2. Mobilizowanie oszczędności**

Fundusze emerytalne inwestują oszczędności swoich członków i przyczyniają się tym samym do rozwoju gospodarki i zwiększenia zatrudnienia. Część oszczędności gromadzona w funduszach emerytalnych lokowana jest w akcje przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych lub prywatyzowanych za jej pośrednictwem (pierwsza oferta publiczna). Dopływ tego kapitału umożliwia podmiotom gospodarczym zwiększenie inwestycji, szybszy rozwój i modernizację, zwiększenie zatrudnienia, wzrost wydajności pracy i wynagrodzeń. W efekcie umiejętna transformacja oszczędności emerytalnych w długoterminowy kapitał inwestycyjny na rynku kapitałowym powinna przyczynić się do poprawy koniunktury w gospodarce.

### 2.3. Rozwój systemu finansowego

Omawiając wpływ funduszy emerytalnych na rozwój systemu finansowego, należy na wstępie podkreślić rolę, jaką instytucje te odgrywają na rynku kapitałowym.

Fundusze emerytalne gromadzą znaczne zasoby środków finansowych i dlatego są jednymi z największych inwestorów instytucjonalnych angażującymi oszczędności swoich członków w zróżnicowany zestaw prawnie zdefiniowanych instrumentów finansowych<sup>1</sup>. Efektem oddziaływania funduszy emerytalnych na rynek kapitałowy jest dostarczanie za pośrednictwem tego rynku zasobów finansowych na inwestycje w duże projekty, które w przeciwnym razie byłyby trudne do sfinansowania. Zakłada się, że obecność funduszy emerytalnych na rynku kapitałowym oddziałuje na sposób funkcjonowania systemu finansowego kraju. Skoro fundusze emerytalne są w stanie angażować ogromne środki na finansowanie licznych inwestycji, wiele przedsiębiorstw będzie postrzegać te fundusze jako alternatywne w stosunku do banków i innych instytucji finansowych źródło dostarczające potrzebnego kapitału. Kapitał ten dostarczany jest w wyniku zakupu akcji tych przedsiębiorstw i emitowanych przez nie obligacji lub innych papierów dłużnych. Innymi słowy, w gospodarce dodatkowa część środków finansowych krążyć będzie z pominięciem typowych pośredników finansowych, gdyż gromadzone oszczędności przepływać będą bezpośrednio z funduszy emerytalnych do inwestorów. Taki stan rzeczy może pobudzać wzrost inwestycji w gospodarce, a co za tym idzie – wzrost PKB.

### 3. Oddziaływanie funduszy emerytalnych na PKB w świetle badań empirycznych

Teoretyczne założenia wpływu systemu emerytalnego na wzrost gospodarki stały się przedmiotem badań empirycznych prowadzonych na przełomie XX i XXI wieku.

Jedne z pierwszych badań nad wpływem funduszy emerytalnych na rozwój rynku finansowego przeprowadził R. Holzmann. Autor dokonał analizy efektów wprowadzenia obowiązkowych funduszy emerytalnych w Chile, a więc w kraju, który jako pierwszy na świecie (w 1981 r.) wprowadził kapitalizację składek emerytalnych. W wyniku analizy stwierdzono, że fundusze emerytalne przyczyniły się do rozwoju rynku finansowego, czyniąc go bardziej płynnym i konkurencyjnym. Uwzględniając w badaniach wskaźniki rynku finansowego, takie jak wskaźnik pośrednictwa finansowego czy złożone indeksy giełdowe, autor dowodzi, że rozwój rynku finansowego przyczynił się do wzrostu produktywności w gospodarce od 0,5 do 1,3% i akumulacji kapitału od 0,4 do 0,8%. W rezultacie w latach 80. XX wieku

---

<sup>1</sup> Na koniec 2009 r. aktywa netto OFE działających w Polsce ukształtowały się na poziomie 178,6 mld zł, co stanowiło 13,5% w relacji do PKB. Dla porównania w innych krajach członkowskich OECD, takich jak Holandia, Islandia i Australia, relacja ta wynosiła, odpowiednio, 129,8, 118,3 i 82,3% [*Pension markets...* 2010, s. 8].

doszło w Chile do zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego od 0,9 do 2,1% [Holzmann 1996].

Problematykę oddziaływania funduszy emerytalnych na wzrost gospodarczy zbadali E. Walker i F. Lefort. Analiza, jakiej dokonali autorzy, obejmowała 33 kraje określane mianem systemów gospodarczych rozwijających się. Szczególną uwagę poświęcono Chile, Peru i Argentynie, ponieważ kraje te najwcześniej przeprowadziły reformy swoich systemów emerytalnych. Wyniki przeprowadzonej analizy wykazały, że reformy systemów emerytalnych w Chile, Peru i Argentynie spowodowały wzrost płynności na krajowych rynkach kapitałowych, spadek zmienności cen papierów wartościowych oraz pobudziły proces kreowania nowych instrumentów finansowych. W przypadku większości krajów zakwalifikowanych do próby badawczej stwierdzono, że działalność funduszy emerytalnych na rynku kapitałowym przyczyniła się do zwiększenia akumulacji kapitału inwestycyjnego przez przedsiębiorstwa. W rezultacie rozwoju rynków kapitałowych doszło do poprawy alokacji kapitału w krajach będących przedmiotem analizy. Walker i Lefort konkludują, że opisane zmiany powinny mieć korzystne implikacje dla wzrostu gospodarczego w tych krajach [Lefort, Walker 2002, s. 143].

Przedmiotem badań ekonomistów pozostaje również kwestia oddziaływania funduszy emerytalnych na oszczędności narodowe. W tym miejscu warto odwołać się do wyników analiz prowadzonych nad efektami wprowadzenia obowiązkowych funduszy emerytalnych w Chile. Wyniki niektórych badań wskazują, że poziom oszczędności narodowych w tym kraju wzrósł znacznie w wyniku przeprowadzonych reform. Z kolei Holzmann dowodził, że w latach 1981-1988 wpływ wprowadzenia funduszy emerytalnych na poziom oszczędności narodowych był negatywny. Pozytywny wpływ zaobserwowano dopiero od roku 1989 [James 2001].

J. Bailliu i H. Reisen przeprowadzili badania na grupie 11 krajów, które w latach 1982-1993 wprowadziły zasadę inwestowania składki emerytalnej na rynkach finansowych. Według autorów, badania dostarczyły dowodów na poparcie tezy, że rozwój planów emerytalnych opartych na tej zasadzie implikuje wzrost stopy oszczędności w gospodarce. W opinii autorów warunkiem koniecznym do uzyskania tego efektu jest wprowadzenie obowiązkowego uczestnictwa w programach emerytalnych, ponieważ gwarantuje to napływ oszczędności ze strony mniej zamożnych gospodarstw domowych [Bailliu, Reisen 1997, s. 47].

Kolejnym z zakładanych efektów makroekonomicznych, związanym z wprowadzaniem kapitałowego systemu finansowania świadczeń oraz funkcjonowaniem funduszy emerytalnych, jest oddziaływanie na rynek pracy.

E. Davis dokonał podsumowania wyników badań analizujących wspomnianą zależność. Davis dowodzi, że pod koniec lat 90. ubiegłego wieku powszechnym zjawiskiem w krajach rozwiniętych stało się przechodzenie na wcześniejszą emeryturę. Wynikało to z faktu, że system repartycyjny obowiązujący w tych krajach nie motywował ludzi do pozostawania czynnymi zawodowo. Wysokość świadczenia emerytalnego jedynie w niewielkim stopniu zależała od sumy wpłaconych składek

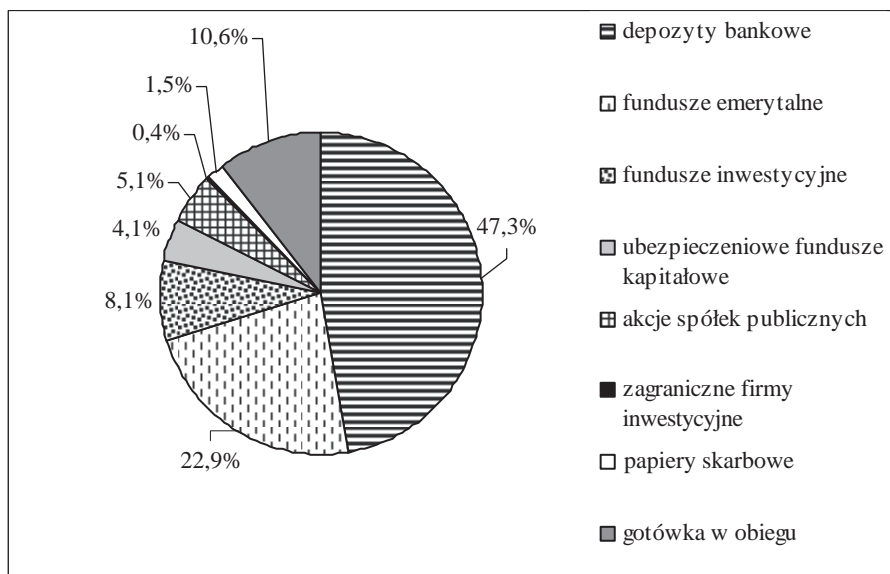
i stażu pracy. Natomiast składka emerytalna była postrzegana jako rodzaj podatku od wynagrodzeń. Przechodzenie na wcześniejszą emeryturę było również korzystnym rozwiązaniem dla pracodawców, którzy musieli uporać się z problemem redukcji etatów. W zamian za dobrowolne odejście oferowali pracownikom znajdującym się w wieku przedemerytalnym hojne odprawy. Autor konkluduje, że system repartycyjny negatywnie oddziaływał na podaż siły roboczej. Dlatego powiązanie świadczenia emerytalnego z wartością wniesionej składki oraz stażem pracy powinno redukować zakłócenia na rynku pracy (są to jednak przypuszczenia autora, a nie ustalenia wynikające z przeprowadzonych badań).

Krótki przegląd wyników badań empirycznych wskazuje, że najmniej dyskusyjnym efektem funkcjonowania funduszy emerytalnych jest pozytywny wpływ na rozwój rynków finansowych. Wpływ działalności funduszy emerytalnych na poziom oszczędności i sytuację na rynku pracy nie jest już tak oczywisty. A. Theophilopoulou zwraca uwagę na czynnik, który powoduje, że efekty wprowadzania kapitałowego finansowania emerytur lub finansowania mieszanego ( repartycyjno-kapitałowego) mogą różnić się między sobą w poszczególnych krajach. Czynnikiem tym jest sposób finansowania kosztów reformy emerytalnej. Idealnym rozwiązaniem jest finansowanie kosztów reformy z nadwyżki budżetu państwa lub dodatkowymi dochodami, np. z prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Jeśli koszty wprowadzenia reformy są finansowane przez emisję papierów skarbowych, zwiększa to dług publiczny, co nie zawsze pociąga za sobą konsekwencje makroekonomiczne. Wysokie koszty reformy powodują, że oszczędności gromadzone w funduszach emerytalnych mogą być niższe niż pożyczki publiczne zaciągane w celu sfinansowania kosztów. Może to wywierać negatywny wpływ na finansowanie przedsięwzięć gospodarczych. Zdaniem A. Theophilopoulou kraje, które redukują wydatki budżetowe i kontynuują proces prywatyzacji, wydają się osiągać większe korzyści z wprowadzanych reform emerytalnych [Theophilopoulou 2008, s. 18].

#### **4. OFE a wzrost gospodarczy w Polsce**

Jeśli weźmie się pod uwagę przytoczone wyniki badań, naturalne wydaje się pytanie, czy Otwarte Fundusze Emerytalne mogą wywierać wpływ na koniunkturę w polskiej gospodarce? Oczywiście kwestia ta wymaga przeprowadzenia wnikliwych badań, niemniej jednak już teraz można poczynić kilka uwag na ten temat.

Biorąc pod uwagę oddziaływanie OFE na stopę oszczędności, należy podkreślić, że w Polsce skłonność ludności do oszczędzania jest niska w porównaniu z bardziej zamożnymi społeczeństwami. Na koniec I kwartału 2010 r. wartość oszczędności polskich gospodarstw domowych wyniosła 835,9 mld zł, co w relacji do PKB z 2009 r. stanowiło 62%, podczas gdy w takich krajach UE, jak Włochy, Portugalia, Belgia – 200%. Udział oszczędności emerytalnych w strukturze oszczędności polskich gospodarstw domowych w I kwartale 2010 r. przedstawia rys. 1.



**Rys. 1.** Struktura oszczędności polskich gospodarstw domowych w I kwartale 2010 r.

Źródło: [*Wartość oszczędności...* 2010].

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 1, oszczędności emerytalne to pod względem wartości drugi, po depozytach bankowych, segment oszczędności gospodarstw domowych. W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2010 r. środki zgromadzone w OFE zwiększyły się o 13,1 mld zł. W rezultacie na koniec I kwartału udział oszczędności emerytalnych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych stanowił 22,9%, osiągając poziom najwyższy w historii.

Mając na uwadze powyższe dane, należy stwierdzić, że działalność funduszy emerytalnych wywiera duży wpływ na poziom oszczędności w naszym kraju. Nasuwa się więc pytanie, czy mobilizowanie oszczędności przez fundusze emerytalne może pobudzać wzrost gospodarczy w Polsce? Można wyróżnić trzy przeszkody ograniczające ten proces.

Pierwsza przeszkoda jest związana z podażą instrumentów finansowych emitowanych przez podmioty gospodarcze. Należy pamiętać, że oszczędzanie nie jest celem samym w sobie. Z ekonomicznego punktu widzenia ma ono sens, jeśli finansuje inwestycje. Aby to było możliwe, musi istnieć wystarczająca podaż instrumentów finansowych sektora prywatnego. W przypadku systemu finansowego w Polsce podaż tego rodzaju instrumentów jest niedostateczna. Nie wystarczy więc ewentualna gotowość społeczeństwa do długoterminowego oszczędzania. Niezwykle ważne jest, by przedsiębiorcy efektywnie zagospodarowali te oszczędności.

Drugą przeszkodą są obowiązujące OFE limity inwestycyjne. Zakup obligacji skarbowych za ponad 60% wartości aktywów nie jest korzystny dla gospodarki.

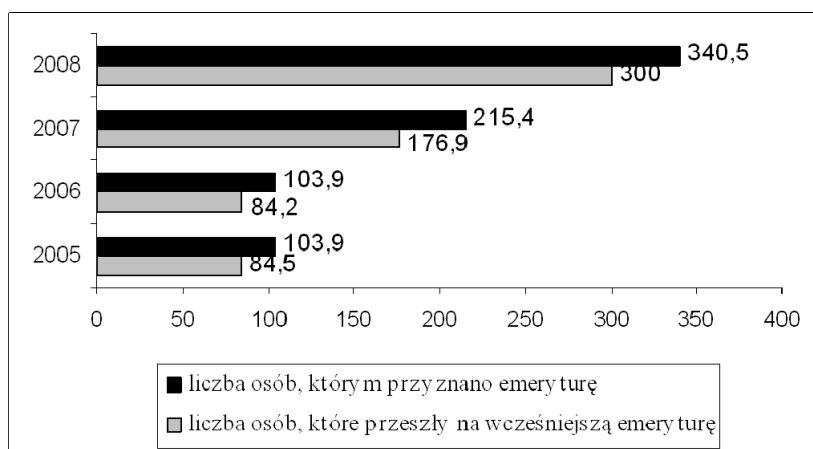
Fundusze finansują bowiem deficyt budżetowy. Wynika stąd, że tylko reszta aktywów może być przeznaczona na finansowanie przedsięwzięć gospodarczych.

Kolejną, trzecią przeszkodę wskazują wnioski płynące z raportu firmy doradczej Ernst & Young „Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce”. Raport przedstawia rolę ładu korporacyjnego, który jest niezbędny do zapewnienia OFE stabilnych perspektyw inwestycyjnych. Według autorów raportu, otoczenie, w jakim funkcjonują polskie fundusze emerytalne, zmniejsza ich motywację do kształtowania zasad ładu korporacyjnego. Tym samym ogranicza to szansę wsparcia wzrostu gospodarczego dzięki długookresowym i stale rosnącym inwestycjom OFE. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w sposobie oceniania wyników OFE. Dziś porównuje się je między sobą, a nie względem zewnętrznego miernika. W efekcie OFE inwestują bardzo podobnie, żadna z tych instytucji nie chce ryzykować, że wypadnie gorzej od pozostałych. Nie mają więc motywacji, żeby bardziej angażować się w spółkach, w których są akcjonariuszami.

Twórcy raportu wskazują rozwiązanie, które może zachęcić fundusze emerytalne do bardziej aktywnego uczestnictwa w kształtowaniu ładu korporacyjnego. Rozwiązanie polega na odstąpieniu od wewnętrznego indeksu odniesienia i zastąpieniu indeksem zewnętrznym. Stworzenie takiego benchmarku powinno dostarczyć zarządzającym motywacji do wybierania unikatowych inwestycji długookresowych o dużym potencjale wzrostu, a zazwyczaj wiąże się to z wyższym poziomem ładu korporacyjnego w takich przedsiębiorstwach [Kerner, Reihardt 2010, s. 48].

Pomimo istniejących przeszkód fundusze emerytalne odegrały znaczną rolę w rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Fundusze stabilizują rynek kapitałowy i poprawiają jego płynność. Działanie OFE jako stabilizatora rynku finansowego wynika głównie z tego, że uczestnictwo w kapitałowym systemie emerytalnym jest obowiązkowe. W sytuacji załamania koniunktury na giełdzie członkowie OFE nie mogą zrezygnować z uczestnictwa w funduszach, a tym samym nie sprzedają aktywów w tzw. dołku cenowym. Na koniec I kwartału 2010 r. aktywa OFE wynosiły 193 mld zł, z czego ponad 62 mld zł stanowiły akcje. Udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie kształtował się na poziomie 8,2% i był to poziom najwyższy w ciągu trzech ostatnich lat. OFE miały 5,5% udziału w kapitalizacji największych spółek giełdowych (kapitalizacja powyżej 10 mld zł) [*Informacja o działalności...* 2010, s. 38-39].

Omawiając powiązanie między działalnością OFE a wzrostem gospodarczym w Polsce, zdecydowanie najtrudniej jest ocenić oddziaływanie funduszy na PKB przez rynek pracy. Teoretycznie obowiązująca w wyniku reformy systemu emerytalnego zasada: „dostajesz tyle, ile wpłaciłeś na konto”, powinna mobilizować Polaków do systematycznego płacenia składek i wydłużania okresu aktywności zawodowej. W praktyce tak się nie dzieje, nie dlatego, że zasada nie jest słuszna, tylko dlatego, że inne czynniki mają większe znaczenie. Należy mieć tu na myśli odchodzenie pracowników w wieku produkcyjnym na wcześniejsze emerytury i konsekwencje tego procesu. Skalę tego zjawiska w Polsce ilustrują dane zaprezentowane na rys. 2.



**Rys. 2.** Liczba osób, którym przyznano wcześniejszą emeryturę w latach 2005-2008 (w tys.)

Źródło: [Emerytury i renty... 2009; Bojanowski 2010, s. 36].

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 2, w 2008 r. w Polsce na wcześniejszą emeryturę odeszło 300 tysięcy osób. Było to 3,5-krotnie więcej niż w roku 2005 i stanowiło 88% wszystkich osób, które wówczas po raz pierwszy otrzymały wypłatę świadczeń.

Nagły wzrost odejść na wcześniejszą emeryturę został spowodowany zmieniającymi się z końcem 2008 r. przepisami. Przywilej przechodzenia na wcześniejszą emeryturę straciło wówczas 900 tys. Polaków. W tym miejscu należy podkreślić, że utrzymywanie przywilejów emerytalnych jest niekorzystne dla gospodarki. System emerytalny, w którym maleje liczba osób w wieku produkcyjnym, a zwiększa się w wieku poprodukcyjnym, prowadzi do spadku podaży pracy. Jeżeli maleje liczba osób będących na rynku pracy, a przedsiębiorcy nie zrekompensują tego bardziej produktywną technologią i wzrostem wydajności pracy, zaczną mniej produkować, ograniczać inwestycje. Konsekwencją takiego stanu rzeczy może być ograniczenie wzrostu gospodarczego w naszym kraju.

Podsumowując, należy stwierdzić, że dopóki istnieją przywileje emerytalne oraz możliwość osiągania dodatkowych dochodów przez osoby znajdujące się już na emeryturze, obowiązujący w Polsce system zdefiniowanej składki może być mało zachęcający do pozostawania na rynku pracy.

## 5. Zakończenie

Przedstawione w artykule rozważania na temat polskiego systemu emerytalnego oraz krótki przegląd badań empirycznych wskazują, że jednoznaczna ocena wpływu działalności funduszy emerytalnych na wzrost gospodarczy może sprawiać trudności.



Wydaje się, że pozytywny wpływ tych instytucji na rozwój systemu finansowego jest bezsporny. Z kolei wpływ na wzrost gospodarczy przez oddziaływanie na rynek pracy i mobilizowanie oszczędności nie jest już tak oczywisty. W świetle zaprezentowanych wcześniej rozważań oraz wyników badań empirycznych należy stwierdzić, że oszacowanie efektów działalności funduszy emerytalnych wymaga uwzględnienia kilku dodatkowych czynników, tj. stopnia rozwoju ekonomicznego kraju, sposobu finansowania kosztów reformy emerytalnej, jak również specyficznych warunków wewnętrznych określających funkcjonowanie systemów emerytalnych. W przypadku Polski są to przywileje emerytalne niektórych grup zawodowych.

## Literatura

- Bailliu J., Reisen H., *Do funded pensions contribute to higher aggregate savings? A cross-country analysis*, OECD Working Paper nr 130, 1997.
- Bojanowski M., *Emerytura nie musi być głodowa*, „Gazeta Wyborcza”, 13 września 2010.
- Czepulis-Rutkowska Z., *Reformy emerytalne. Jaka przyszłość obowiązkowych systemów kapitałowych?*, „Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i Praktyka” 2009 nr 5.
- Davis E.P., *Pension Funding, Productivity, Ageing and Economic Growth*, Third Conference for the Monetary and Stability Foundation, Deutsche Bundesbank, Frankfurt 2006, <http://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/1038/1/0709.pdf>.
- Emerytury i renty przyznane w 2008 r.*, Zakład Ubezpieczeń Społecznych, Warszawa 2009, [www.zus.pl](http://www.zus.pl).
- Góra M., *Koszty, oszczędności oraz efekty zewnętrzne związane z wprowadzeniem nowego systemu emerytalnego*, [w:] *Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, Warszawa 2001 nr 57.
- Holzmann R., *Pension Reform, Financial Market Development and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile (Abstract)*, 1996, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/doctext.cfm?docno=WPIEA0941996>.
- Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2007-31.03.2010*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
- James E., *Reforming Social Security in the US. An International Perspective*, 2001, <http://www.allbusiness.com/personal-finance/retirement-estate-planning/760108-1.html>.
- Kerner A., Reinhardt E., *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce*, Ernst&Young Polska, Warszawa 2010, [www.ey.com](http://www.ey.com).
- Lefort F., Walker E., *Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?*, „Revista Abante, 2002” nr 2, [www.abante.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-5-N2/Walker%20Lefort.pdf](http://www.abante.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-5-N2/Walker%20Lefort.pdf).
- Pension markets in focus*, lipiec 2010, [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets).
- Sowiński T., *Finanse ubezpieczeń emerytalnych*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2009.
- Theophilopoulou A., *The impact of structural pension reforms on the macroeconomic performance. An empirical analysis*, „Birkbeck Working Papers in Economics & Finance”, University of London, 2008, <http://ideas.repec.org/p/ner/ucllon/http--eprints.ucl.ac.uk-18823-.html>.
- Wartość oszczędności Polaków wzrosła o 4,1% w I kw. 2010*, 14 lipca 2010, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).

## PENSION FUNDS AND ECONOMIC GROWTH

**Summary:** The effects of pension funding system reform can be considered in two aspects: social and macro-economical. In the article, the second issue has been focused on. There have been discussed theoretical aspects of economic performance of pension funds on economic growth in a country. A short review of results of empirical research conducted in this field has been presented. The aim of the following article is an attempt to answer the question whether pension funds can generate positive influence on economic growth of the Polish economy.