

ZNACZENIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH DLA ROZWOJU WARSZAWSKIEJ GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Wiesław Rozłucki

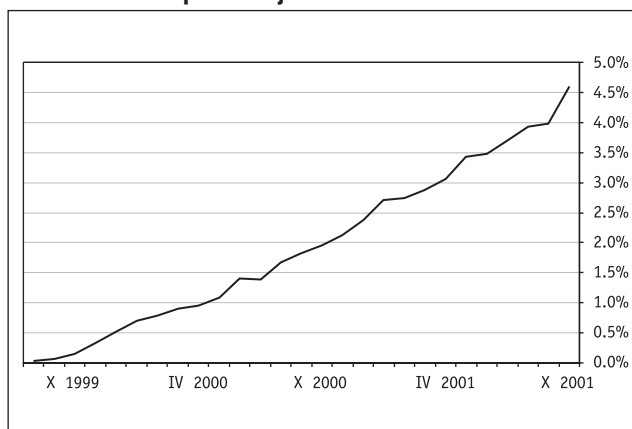
1. Fundusze emerytalne i GPW po trzech latach od wprowadzenia nowego systemu emerytalnego

1. 1. OFE szansą dla GPW

Fundusze emerytalne są dużą szansą dla naszego lokalnego rynku papierów wartościowych. Z całą pewnością widzimy ich rosnące znaczenie. Jest grupa liderów Otwartych Funduszy Emerytalnych, która kształtuje politykę inwestycyjną pozostałych. Obserwujemy także rosnące udziały OFE w spółkach giełdowych.

Dzisiaj udział akcji posiadanych przez OFE jeszcze jest niewielki, bo jest to niecałe 5 proc. całej kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych, przy czym nie rozpatrujemy liczby akcji w tzw. wolnym obrocie, czyli *free float*.

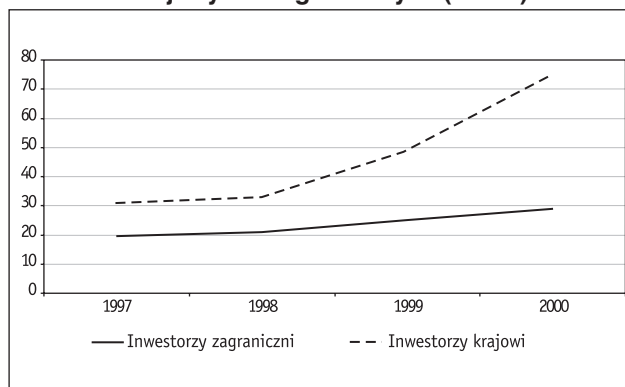
Wykres 1. Udział akcji posiadanych przez OFE w kapitalizacji GPW



1. 2. Uwarunkowania systemu emerytalnego w Polsce

Zasadniczym uwarunkowaniem jest koniunktura światowa, bo inwestując w papiery notowane na giełdach fundusze emerytalne są od niej uzależnione. Następnym uwarunkowaniem jest sytuacja makroekonomiczna Polski – deficyt budżetowy, stopy procentowe, inflacja. Pod uwagę wziąć również należy udział inwestorów zagranicznych w obrotach na GPW.

Wykres 2. Dynamika obrotów akcjami inwestorów krajowych i zagranicznych (mld zł)

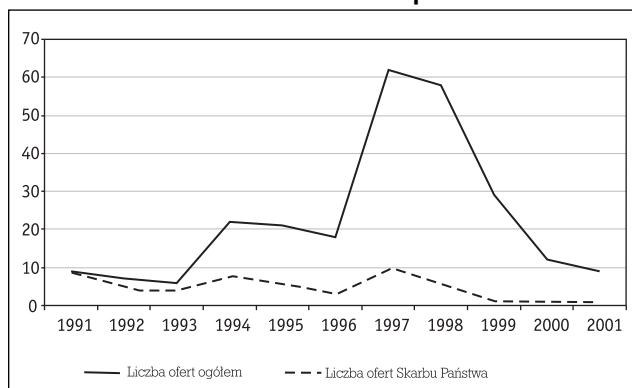


Warto odnotować, że wśród inwestorów krajowych nadal na GPW dominują inwestorzy indywidualni. Wzrost udziału krajowych inwestorów, jak wynika z naszych szacunków, nie jest efektem rosnącego udziału funduszy inwestycyjnych, bardzo często są to indywidualne portfele zarządzane przez fundusze inwestycyjne. W ubiegłym roku udział w obrotach krajowych inwestorów indywidualnych wynosił 50 proc., krajowych inwestorów instytucjonalnych – 22 proc.,

a zagranicznych inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych – 28 proc.

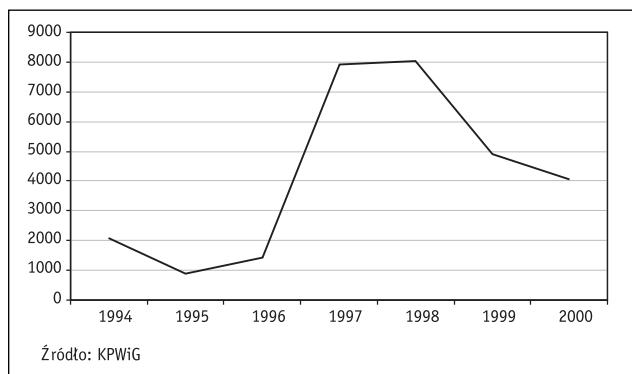
Natomiast niepokojącym uwarunkowaniem jest wyczerpywanie się prywatyzacji jako źródła zasilania GPW w nowe spółki. Tempo wchodzenia nowych spółek na giełdę, jak wynika z zamieszczonego poniżej wykresu 3, było największe w latach 1997 – 1998.

Wykres 3. Wyczerpywanie się prywatyzacji jako źródła zasilania GPW w nowe spółki



Obecnie również niższa jest wartość ofert publicznych, co jest wynikiem dzisiejszej, gorszej koniunktury.

Wykres 4. Wartość ofert publicznych ogółem (mln zł)



1. 3. Główne regulacyjne ograniczenia aktywności OFE na rynku giełdowym

Wydaje się, że wyznaczony funduszom emerytalnym limit inwestowania w akcje do 40 proc. aktywów OFE nie powinien być dyskutowany. W porównaniu z wieloma europejskimi krajami obowiązujący u nas 40-proc. wskaźnik jest zadowalający.

Natomiast, jak się wydaje, centralnym punktem dyskusji powinno stać się następne regulacyjne ograniczenie OFE, czyli limit inwestowania w zagraniczne papiery wartościowe do 5% aktywów OFE. Sądzę, że ten limit należy stopniowo zwiększać. Należy przy tym zauważyć, że utrzymywanie dosyć niskich limitów lub ich zlikwidowanie mogłoby spowodować przeróżne negatywne efekty.

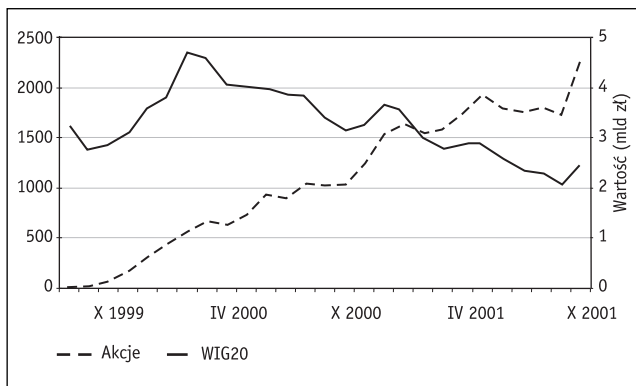
Następnym regulacyjnym ograniczeniem aktywności OFE jest niemożność inwestowania w instrumenty pochodne. Ograniczenie to jest efektem super-ostrożnego i ortodoksyjnego stanowiska w tej sprawie Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi. Wydaje się, że to ograniczenie powinno być zniesione, ponieważ instrumenty pochodne nie są ryzykiem, które trzeba omijać z dużej odległości. Z posługiwaniem się instrumentami pochodnymi jest podobnie jak z prowadzeniem samochodu. Jeśli ktoś potrafi jeździć, nie jest takim zagrożeniem dla pozostałych uczestników ruchu drogowego, jak ten, kto nie ma prawa jazdy i siada za kierownicą. Fundusze inwestycyjne, taką mam nadzieję, zarządzane są przez osoby kompetentne. Jeśli specjalista będzie posługiwał się instrumentami pochodnymi, ryzyko związane z tego typu transakcjami będzie kontrolowane.

Dzisiaj brakuje również możliwości udzielania pożyczek na potrzeby krótkiej sprzedaży.

Sprzedaż akcji, których się nie posiada, jest strategią inwestowania czy działaniem na rynku zaawansowanych inwestorów, możliwą do realizacji tylko wówczas, kiedy występuje podaż akcji w stosunku do pożyczek. Takim naturalnym źródłem podaży są fundusze emerytalne, które z definicji mają inwestycje długoterminowe i w ciągu okresu trzymania papierów mogą zwiększyć swoje dochody poprzez udzielanie pożyczek w postaci papierów wartościowych, aby uzyskać dodatkowe korzyści z takiej transakcji. Jednak, o ile mi wiadomo, naszym funduszom emerytalnym nie zezwala się na dokonywanie tego typu operacji, co, jak się wydaje, nie jest logicznym zachowaniem.

Uzasadnione natomiast wydaje się następne regulacyjne ograniczenie aktywności OFE, czyli limit nabywania przez OFE akcji spółek – do 10% kapitału pojedynczej spółki.

Wykres 5. Indeks WIG20 a zaangażowanie OFE w akcjach



2. Nowe warunki działania GPW i OFE – nowe pytania

Polski rynek giełdowy jest zdecydowanie za mały wobec rosnącego potencjału OFE.

Wydaje się, że rosnące zaangażowanie kapitałowe OFE w spółki giełdowe nie stanowi (obok znaczącego udziału inwestorów branżowych) zagrożenia dla płynności GPW. W przeciwieństwie do inwestorów branżowych dokonują one częstych zmian w swoich portfelach i tym samym generują płynność akcji na rynku. Sytuacja może się zmienić, jeżeli łączny udział funduszy emerytalnych w liczbie akcji będących w wolnym obrocie (*free float*) osiągnie znaczne rozmiary.

Wydaje się, że rola OFE w roli znaczącego inwestora w spółkach giełdowych powinna być niezmiernie aktywna. Dlaczego? Bo, to co niepokoi analityków giełdowych, to słabnąca efektywność i konkurencyjność polskich spółek, w tym, spółek notowanych na giełdzie. Jeżeli sytuacja nie zmieni się, to efektem może być czarny scenariusz nie tylko dla funduszy emerytalnych, ale i dla polskiej gospodarki. Co trzeba zmienić, aby poprawiła się efektywność i konkurencyjność w polskich spółkach publicznych? Pożądanego stanu nie osiągniemy ustawą. Jednym ze skutecznych sposobów zmiany obecnego stanu rzeczy, jak się wydaje, może być nacisk przedstawicieli korporacyjnych w radach nadzorczych i walnych zgromadzeniach na większą efektywność spółek publicznych. Rola OFE

w tym procesie jest nie do przecenienia. Jeżeli stopa zwrotu kapitału będzie taka jak w poprzednich pięciu latach, to czarny scenariusz stanie się faktem.

Otwarte Fundusze Emerytalne powinny zainteresować się jak na efektywność ich polityki inwestycyjnej i wiarygodność wpływa inwestowanie przez nie w akcje spółek giełdowych.

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej oznacza stopniową likwidację wszelkich ograniczeń w inwestowaniu OFE.

3. Rozwój funduszy emerytalnych w Polsce a rozwój GPW

3.1. Ograniczenia regulacyjne aktywności funduszy emerytalnych na GPW powinny być stopniowo i rozważnie usuwane.

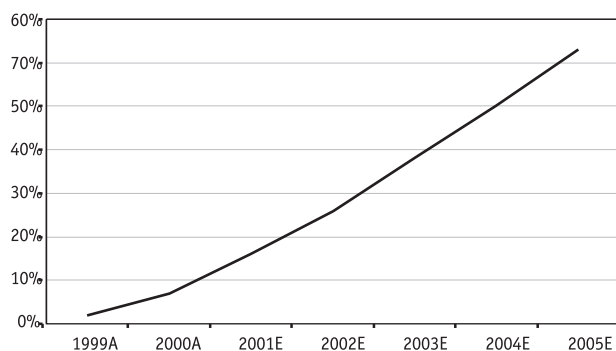
Strukturalne dysproporcje pomiędzy restrykcyjnymi regulacjami i rosnącym potencjałem OFE rodzą określone ryzyko, m.in.:

- ograniczenie możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego OFE;
- efekt „bańki spekulacyjnej” na GPW, co się stanie, jeśli ograniczenia będą nadal utrzymywane; chyba że zmieni się efektywność spółek notowanych na giełdzie, inwestorzy będą chętnie kupować akcje, a nowe spółki będą wchodzić na parkiet, wtedy nastąpi pozytywne sprzężenie zwrotne i wówczas starczy miejsca również dla funduszy emerytalnych, jeżeli natomiast utrzymają się ostatnie trendy charakterystyczne dla giełdy, to efekt „bańki” może się nasilić;
- niższa efektywność decyzji inwestycyjnych, mniejsze korzyści klientów funduszy;
- wymuszone decyzje inwestycyjne OFE w celu dostosowania portfela do wymogów regulacyjnych; brak dywersyfikacji może prowadzić do zaburzeń na GPW, jeśli fundusze będą ograniczone w swoich decyzjach.

3. 2. OFE w roli aktywnego inwestora mają szansę wpłynąć na poprawę wyników spółek giełdowych i tym samym na wzrost efektywności inwestycji giełdowych w Polsce

OFE w roli silnego inwestora instytucjonalnego i dostawcy kapitału mają szansę wpłynąć na przyciągnięcie na GPW nowych polskich spółek i ewentualnie spółek z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Oczywiście, jeżeli nasz rynek będzie większy, to ewentualnie będziemy mogli przyciągnąć spółki z naszego regionu. Chcę podkreślić, że nie jest to łatwa rzecz i prawdopodobnie w każdym z sąsiednich krajów toczą się podobne dyskusje, bo każdy z nich chciałoby być liderem regionu. Wszelkie plany regionalne mają jakąkolwiek szansę realizacji pod warunkiem włączenia się w procesy integracji europejskiej. Rynek regionalny Europy Środkowej może być więc jedynie uzupełnieniem, a nie alternatywą integracji europejskiej.

Wykres 6. Prognozowany udział OFE w wartości akcji znajdujących się w wolnym obrocie na GPW



Źródło: OFE ING-Nationale-Nederlanden

Wykres ilustruje jak silna jest presja na zlikwidowanie ograniczeń inwestycyjnych nałożonych na OFE. Presji tej nikt w Polsce nie przeciwstawi się, trzeba więc stopniowo zmniejszać te ograniczenia.