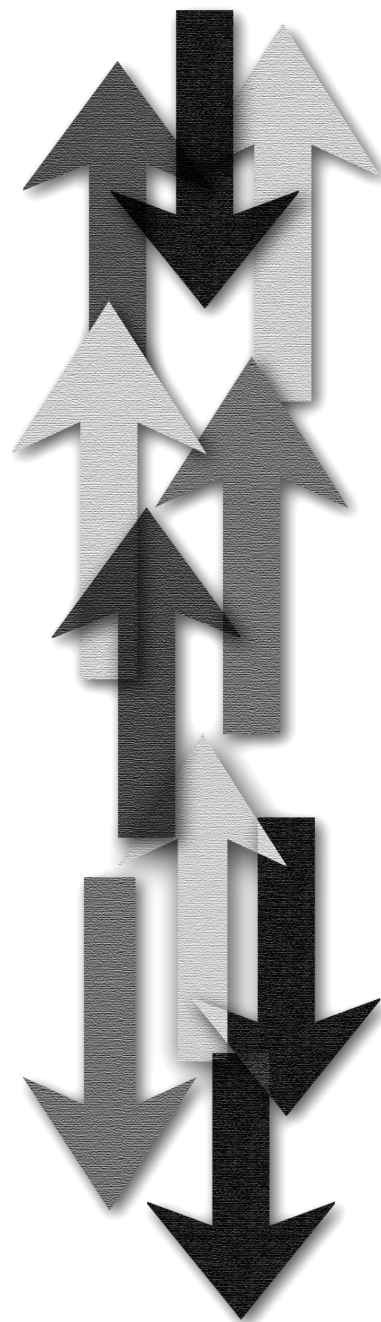


**Problem
inwestycji
zagranicznych
funduszy
emerytalnych**

Nr74
2004



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Marek Góra

Stefan Kawalec

Krzysztof Kluza

Adam Szyszka

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w październiku 2004 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
JAKI JEST OBSZAR KONFLIKTU MIĘDZY INTERESEM ROZWOJU EKONOMICZNEGO KRAJU A INTERESEM PRZYSZŁYCH EMERYTÓW? – Stefan Kawalec, Krzysztof Kluza	
1. Wprowadzenie	7
2. Rozpatrywane warianty inwestycyjne	8
3. Kryteria porównania	8
4. Wpływ wariantu inwestycyjnego na PKB i PNB	9
5. Kapitał zakumulowany przez członków funduszy	9
6. Dobrobyt członków funduszy	10
7. Metoda porównania dobrobytu członków funduszy w obu wariantach inwestycyjnych	10
8. Wyniki ogólnej analizy modelu	11
9. Przykładowa symulacja	12
10. Wnioski dla polityki regulacyjnej w modelu	13
11. Przypadek programów dobrowolnych oszczędności emerytalnych	14
12. Wrażliwe założenia modelu	14
13. Komentarz dotyczący polityki regulacyjnej w warunkach rzeczywistych w Polsce 2004	15
14. Podsumowanie	17
Aneks	19
CZY OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE MOGĄ BYĆ ZAGROŻENIEM DLA POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO? – Adam Szyszka	
1. Wprowadzenie	23
2. Niebezpieczeństwo bańki popytowej na rynku akcji	24
3. Zwiększenie krajowych możliwości inwestycyjnych OFE	26
4. Zasadność limitu inwestycji zagranicznych	29
5. Zasady oceny i motywacja zarządzających OFE	31
6. Podsumowanie	33
WYKORZYSTANIE RYNKÓW FINANSOWYCH W SYSTEMIE EMERYTALNYM – Marek Góra	
Przyczyny zmiany systemu emerytalnego	35
Wykorzystanie rynków finansowych w systemie emerytalnym	36
System emerytalny w kontekście rynków finansowych	37
Gwarancja minimalnej stopy zwrotu	38
Limit środków OFE, które można zainwestować za granicą	39
Klasyfikacja OFE w rachunkach narodowych	40
PROBLEM INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH – OMÓWIENIE DYSKUSJI – Krystyna Olechowska	
	43

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Małgorzata Antczak	CASE
Tomasz Bańkowski	PKO OFE
Henryk Bąk	SGH
Barbara Błaszczak	CASE
Piotr Bujak	BZ WBK
Adam Chełchowski	Credit Suisse Life & Pensions PTE
Marek Dąbrowski	CASE
Mirosław Dusza	NBP
Roman Galiński	UFG
Marek Góra	SGH
Bogusław Grabowski	PTE Skarbiec-Emerytura
Łukasz Kalinowski	AIG PTE
Stefan Kawalec	PZU SA
Anna Kędziorek	
Krzysztof Kluza	SGH
Jan Kowalczyk	RCSS
Cezary Królak	TVN 24
Maciej Krzak	Bank Handlowy w Warszawie
Przemysław Kwiecień	Ministerstwo Finansów
Anna Lach	PAP
Ewa Lewicka	IGTE
Krzysztof Lutostański	PTE Bankowy
Andrzej Nużyński	KNUiFE
Krystyna Olechowska	CASE
Wojciech Otto	WNE UW
Szymon Ożóg	ING Nationale-Nederlanden Polska PTE
Wojciech Paczyński	CASE
Iwona Pugacewicz-Kowalska	CAIB
Piotr Sieradzan	PTE ERGO Hestia
Dariusz Stańko	IGTE
Tadeusz Szymański	AT INVEST
Adam Szyszka	Akademia Ekonomiczna w Poznaniu
Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Bogusław Tatarewicz	Zmiany Investment
Rafał Trzop	PTE „Dom“
Przemysław Wasilewski	PAP
Dorota Wesołowska	Biuletyn Bankowy
Marek Wilhelmi	IGTE
Paweł Wojciechowski	PTE Allianz Polska
Richard Woodward	CASE
Jadwiga Zaręba	BPH SA
Marek W. Zdyb	RCSS

Wprowadzenie

Nowy system emerytalny, obowiązujący od 1 stycznia 1999 r., można scharakteryzować jako system opierający się na trzech filarach. Filar pierwszy jest administrowany przez ZUS, będący organem ściągającym składki ubezpieczeniowe, ustalającym uprawnienia do emerytury i jej wysokość oraz wypłacającym należne świadczenia. Jest to zreformowany system repartycyjny oparty na zasadzie umowy międzypokoleniowej, jednocześnie zachowujący powiązanie przyszłych świadczeń z indywidualnymi dochodami ubezpieczonych. Jest to system zdefiniowanej składki, w którym wysokość emerytury zależy od sumy składek ubezpieczonego zgromadzonych podczas okresu aktywności zawodowej i średniej oczekiwanej długości życia w momencie przejścia na emeryturę. Filar drugi stanowią otwarte fundusze emerytalne (OFE), do których jest odprowadzana część składki na ubezpieczenie emerytalne. Jest to element systemu o charakterze powszechnym, obowiązkowym i kapitałowym, w którym środkami zarządzają prywatne podmioty. Uczestnictwo w otwartym funduszu emerytalnym jest obowiązkowe dla ubezpieczonych urodzonych po 31 grudnia 1968 r. Ubezpieczony może być członkiem jednego, wybranego przez siebie otwartego funduszu emerytalnego. Także osoby urodzone po 1948 r., a przed 1969 r. mają możliwość zadeklarowania wnoszenia części składki na ubezpieczenie emerytalne do otwartych funduszy.

Nowe instytucje rynku finansowego, które zostały stworzone dzięki reformie emerytalnej stały się już trwałymi elementami naszego rynku kapitałowego i poważnymi aktorami mającymi coraz większy wpływ na całą naszą gospodarkę.

Problematyce inwestycji dokonywanych przez OFE, ich uwarunkowań regulacyjnych oraz ich wpływu na gospodarkę poświęcone było 74. seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Funda-

cja CASE, we współpracy z BRE Bankiem SA, w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, we wrześniu 2004 r.

Przewodnicząca dyskusji seminaryjnej prof. Barbara Błaszczyk stwierdziła, że Fundacja CASE jako jedna z pierwszych podniosła na seminarium w styczniu 2001 r. problematykę niedostosowania przyszłego popytu funduszy emerytalnych do podaży papierów wartościowych oferowanych na naszym rynku kapitałowym. Już wtedy dyskutowana była sprawa uwarunkowań regulacyjnych funkcjonowania funduszy jako jednej z przyczyn tego stanu rzeczy. Dzisiaj, po ponad pięciu latach doświadczeń nasza wiedza jest już o wiele pełniejsza, choć nadal występuje sporo kontrowersji. Seminarium BRE-CASE ma pomóc w głębszej refleksji na temat uwarunkowań i skutków funkcjonowania funduszy emerytalnych. Zaczynem intelektualnym dyskusji stało się opracowanie napisane przez S. Kawalca i K. Kluzę nt. inwestycji zagranicznych funduszy emerytalnych z prowokacyjnym podtytułem: „Jaki jest obszar konfliktu między interesem rozwoju ekonomicznego kraju a interesem przyszłych emerytów”.

Organizatorzy seminarium zaprosili do dyskusji panelowej Stefana Kawalca, jednego z głównych twórców polskiego systemu finansowego od początku zmian ustrojowych; Adama Szyszkę, pracownika Katedry Inwestycji i Rynków Kapitałowych Akademii Ekonomicznej w Poznaniu; Marka Górę, jednego z głównych twórców polskiej reformy emerytalnej.

Jaki jest obszar konfliktu między interesem rozwoju ekonomicznego kraju a interesem przyszłych emerytów?

1. Wprowadzenie

Wiele krajów przeprowadziło bądź planuje przeprowadzenie reformy systemu emerytalnego poprzez wprowadzenie programów obowiązkowych kapitałowych oszczędności emerytalnych. W ramach tych programów strumień obowiązkowych oszczędności wpływa do prywatnie zarządzanych funduszy emerytalnych systemu obowiązkowego (feso). Funkcjonowanie (feso) podlega regulacji i nadzorowi państwowemu. Regulacje określają między innymi dopuszczalny skład i strukturę portfela inwestycji (feso).

Jednym z istotnych parametrów regulacji jest limit inwestycji zagranicznych (liz), określający maksymalny udział aktywów zagranicznych w portfelu aktywów (feso). Trwa dyskusja na temat zasadności i optymalnego poziomu (liz). Z jednej

strony prezentowany jest pogląd, że w interesie rozwoju ekonomicznego kraju leży to, aby (liz) wynosił 0% i wszystkie środki (feso) były przymusowo inwestowane w aktywa krajowe, gdyż spowoduje to wzrost inwestycji krajowych, co w konsekwencji przełoży się na zwiększenie stopy wzrostu produktu krajowego brutto (PKB). Z drugiej strony wyrażana jest opinia, że funkcjonowanie (feso) powinno być podporządkowane interesom ich członków i dlatego (liz) powinien wynosić 100%, tak by (feso) miały dostęp do wszystkich możliwości inwestycyjnych, w tym także potencjalnie atrakcyjnych inwestycji zagranicznych.

W niniejszym tekście za pomocą uproszczonego modelu analizujemy konflikt między interesem rozwoju ekonomicznego kraju a interesem członków (feso), w odniesieniu do kwestii inwestycji zagranicznych. Pokazujemy, że konflikt taki może

Opinie przedstawione w niniejszym tekście wyrażają stanowisko autorów i nie należy ich przepisywać żadnej instytucji, z którą autorzy są lub byli związani.

wystąpić, lecz jego obszar jest bardziej ograniczony niż to się może początkowo wydawać. Pokazujemy, że przy pewnych założeniach, ograniczenie możliwości inwestycji zagranicznych (feso) może być korzystne zarówno z punktu widzenia wzrostu gospodarczego kraju jak i dobrobytu członków (feso). Ilustrujemy to przykładową symulacją liczbową. Zwracamy uwagę, że wnioski z naszej analizy modelowej nie mają bezpośredniego zastosowania w przypadku dobrowolnych programów oszczędności emerytalnych.

W dalszej części tekstu przestrzegamy przed zbyt dosłownym wyciąganiem wniosków praktycznych z naszej analizy, zwracając uwagę na wrażliwe założenia modelu.

Analiza w ramach modelu dostarcza pewnych przesłanek do dyskusji o polityce regulacyjnej w warunkach rzeczywistych. Nasza analiza ilustruje, że środki funduszy emerytalnych zainwestowane w kraju mogą mieć znaczący pozytywny wpływ na wzrost PKB i dobrobyt członków funduszy. W interesie rozwoju ekonomicznego kraju i w interesie przyszłych emerytów leży to, aby środki funduszy emerytalnych mogły być efektywnie wykorzystane w kraju. Pierwszoplanowym zadaniem dla urzeczywistnienia tego celu powinno być zwiększenie sprawności i zdolności absorpcyjnej krajowego rynku kapitałowego.

2. Rozpatrywane warianty inwestycyjne

Poddajemy analizie i porównujemy dwa skrajne warianty inwestycyjne.

Tabela 1. Warianty inwestycyjne funduszy emerytalnych

Wariant inwestycyjny	Charakterystyka
„za granicą“	Wszystkie środki (feso) są inwestowane w aktywa zagraniczne
„w kraju“	Wszystkie środki (feso) są inwestowane w aktywa krajowe

Zakładamy, że każdy z wariantów inwestycyjnych gwarantuje stabilną stopę zwrotu, która jest znana *ex ante* oraz nie istnieje różnica w ryzyku pomiędzy oboma wariantami. Inwestycje (feso) zwiększają poziom krajowych inwestycji sektora pozarządowego o kwotę równą wartości inwestycji (feso) w aktywa krajowe w danym roku. [Przyjmujemy, że (feso) bezpośrednio inwestują w sektor pozarządowy lub zakupują rządowe papiery dłużne. W tym drugim przypadku przyjmujemy, że gdyby papierów tych nie kupiły (feso), to byłyby one zakupione przez innych inwestorów krajowych, co zmniejszyłoby wielkość środków wpływających do sektora pozarządowego. Inwestycje (feso) w papiery rządowe zmniejszają więc efekt wypychania (*crowding out*)].

3. Kryteria porównania

Rozpatrywane warianty inwestycyjne porównujemy z punktu widzenia trzech kryteriów:

1. Wartość kapitału zakumulowanego w (feso) przez ich członków w końcu okresu porównania.
2. Dobrobyt członków (feso) (brany jest pod uwagę nie tylko zgromadzony przez nich kapitał w (feso) w końcu okresu porównania, ale rów-

niez dochody netto jakie uzyskiwali w okresie członkostwa w (feso).

3. Wielkość produktu narodowego brutto (PNB) w końcu okresu porównania.

3.1. Okres porównania

Nasza analiza obejmuje okres funkcjonowania systemu przed rozpoczęciem pierwszych wypłat. W tym czasie do (feso) przybywają nowi członkowie, a nikt nie ubywa, (feso) inwestują wpływające składki i nie dokonują żadnych wypłat na rzecz członków.

W polskiej reformie emerytalnej okres ten będzie trwał ponad 15 lat.

4. Wpływ wariantu inwestycyjnego na PKB i PNB

4.1. Wariant „za granicą”

W wariantcie tym (feso) inwestują 100% środków w aktywa zagraniczne. Przyjmujemy, że produkt krajowy brutto (PKB) rośnie w stałym egzogenicznym tempie g oraz PNB jest dodatkowo zwiększany o zyski z inwestycji zagranicznych.

4.2. Wariant „w kraju”

W wariantcie tym (feso) inwestują 100% środków w aktywa krajowe. Przyjmujemy, że:

1. Nowe środki inwestowane corocznie przez (feso) zwiększają o taką samą kwotę wielkość inwestycji w gospodarce kraju.
2. Elastyczność inwestycyjna PKB wynosi 25% tzn. 1 zł dodatkowych inwestycji powoduje przyrost PKB o 0,25 zł¹.
3. Stopa wzrostu PKB w tym wariantcie jest sumą egzogenicznej stopy g (tj. stopy wzrostu PKB w wariantcie „za granicą”) oraz stopy dodatkowego wzrostu wywołanego inwestycjami (feso).
4. PNB jest w tym wariantcie równe PKB, gdyż nie ma zysków z inwestycji zagranicznych.

4.3. Obserwacje

PKB jest zawsze wyższe w wariantcie inwestycyjnym „w kraju” [por. 4.1.(a) oraz 4.2. (c)].

PNB może być wyższe w jednym lub drugim wariantcie w zależności od parametrów symulacji.

5. Kapitał zakumulowany przez członków funduszy

Kapitał zakumulowany przez członków (feso) w końcu okresu porównania zależy od:

1. Kwot corocznych przymusowych wpłat do (feso) (kwoty składek).
2. Stopy zwrotu z inwestycji (stopa zwrotu).

¹ Metodologia wyliczenia a znajduje się w Aneksie.

5.1. Obserwacje

Można sformułować następujące zależności:

Kwoty składek są zawsze wyższe w wariantcie inwestycyjnym „w kraju”, gdyż w wariantcie tym wyższe jest PKB i dzięki temu członkowie (feso) otrzymują wyższe wynagrodzenia (zakładając stały udział wynagrodzeń w PKB) i płacą wyższe obowiązkowe składki do (feso).

Stopa zwrotu może być wyższa w jednym lub w drugim wariantcie w zależności od założeń.

Jeśli stopa zwrotu z inwestycji krajowych (szik) jest równa lub wyższa od stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz), to kapitał zakumulowany przez członków (feso) jest zawsze wyższy w wariantcie inwestycyjnym „w kraju” [Zależność (c) jest bezpośrednią konsekwencją zależności (a)].

Jeśli stopa zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz) jest wyższa od stopy zwrotu z inwestycji krajowych (szik), to kapitał zakumulowany przez członków (feso) jest wyższy w wariantcie inwestycyjnym „za granicą” tylko wtedy, gdy różnica stóp zwrotu (Δsz) = (sziz) – (szik) jest na tyle duża, aby zrekompensować niższą kwotę obowiązkowych składek w tym wariantcie.

6. Dobrobyt członków funduszy

Na dobrobyt członków (feso) składają się: (1) dochód netto osiągnięty w analizowanym okresie i (2) kapitał zakumulowany w (feso) na koniec analizowanego okresu.

6.1. Obserwacje

Można sformułować następujące zależności:

1. Składnik (1) jest zawsze wyższy w wariantcie inwestycyjnym „w kraju”, ponieważ w wariantcie tym wyższe jest PKB, co *ceteris paribus* oznacza wyższe wynagrodzenia.
2. Jeśli składnik (2) jest wyższy w wariantcie inwestycyjnym „w kraju”, to wariant ten jest zawsze lepszy z punktu widzenia dobrobytu członków (feso).
3. Jeśli składnik (2) jest wyższy w wariantcie inwestycyjnym „za granicą”, to wariant ten jest korzystniejszy z punktu widzenia dobrobytu członków (feso) tylko wtedy, gdy różnica w kapitale zakumulowanym na koniec okresu porównania jest dostatecznie duża, by zrekompensować niższy dochód netto w okresie porównania w tym wariantcie. Powstaje oczywiście pytanie jak porównać oba warianty.

7. Metoda porównania dobrobytu członków funduszy w obu wariantach inwestycyjnych

Porównanie wariantów inwestycyjnych z punktu widzenia kryterium dobrobytu członków (feso) stwarza pewne trudności metodologiczne:

Z jednej strony, w wariantcie „w kraju” członkowie (feso) w okresie porównania będą otrzymywać wyższe wynagrodzenia netto (ponieważ w tym wariantcie stopa wzrostu PKB jest wyższa).

Z drugiej strony, w przypadku, gdy stopa zwrotu z inwestycji krajowych (szik) jest niższa niż stopa zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz), to w wariacie „w kraju”, członkowie (feso) w okresie porównania zakumulują mniejszy kapitał na rachunkach w (feso) niż w przypadku wariantu „za granicą”. Powstaje zatem pytanie, jak w takim przypadku porównać, z punktu widzenia dobrobytu członków (feso), wyższe wynagrodzenia otrzymywane w analizowanym okresie (w wariacie „w kraju”) z większym kapitałem zakumulowanym w tym czasie w (feso)?

W naszym modelu, aby dokonać porównania, o którym mowa w punkcie b), analizujemy sytuację, gdy nadwyżka wynagrodzeń za pracę członków (feso) w wariacie „w kraju” (w stosunku do wynagrodzeń, jakie otrzymywaliby w wariacie „za granicą”) jest przez członków (feso) inwestowana w dobrowolnym programie emerytalnym. Dzięki temu w obu wariantach inwestycyjnych w okresie porównania dochody do dyspozycji członków (feso) (po odjęciu przymusowych i – w wariacie „w kraju” – dobrowolnych oszczędności emerytalnych) są jednakowe. W związku z tym, porównanie wariantów sprowadza się do porównania kapitału zakumulowanego w (feso) w okresie porównania w wariacie „za granicą” z sumą środków zakumulowanych w tym czasie w (feso) i w ramach programu dobrowolnych oszczędności emerytalnych w przypadku wariantu „w kraju”.

8. Wyniki ogólnej analizy modelu

Jest oczywiste, że jeśli stopa zwrotu z inwestycji krajowych (szik) jest wyższa od stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz), to nie ma konfliktu interesów. W tym przypadku wariant inwestowania „w

kraju” jest lepszy od wariantu „za granicą” z punktu widzenia wszystkich trzech rozpatrywanych kryteriów, a więc jest korzystniejszy zarówno z punktu widzenia interesu członków (feso) jak i z punktu widzenia celu, jakim jest rozwój gospodarczy.

Konflikt interesów może wystąpić, jeśli (sziz) jest wyższa niż (szik). Wtedy bowiem możliwa jest sytuacja, że z punktu widzenia interesu członków (feso) korzystniejszy jest wariant „za granicą”, a z punktu widzenia celu, jakim jest rozwój gospodarczy kraju, lepszy jest wariant „w kraju”. Ogólna analiza modelu wskazuje jednak, że obszar konfliktu interesów jest ograniczony.

Dla danej wartości (szik) > 0 istnieją zawsze trzy liczby A, B, C takie, że $0 < A < B < C$ i:

- jeśli różnica między (sziz) i (szik) jest mniejsza niż A , to wariant „w kraju” jest lepszy z punktu widzenia wszystkich trzech rozpatrywanych kryteriów;
- jeśli różnica między (sziz) i (szik) jest większa niż A i mniejsza niż B , to wariant „w kraju” jest gorszy z punktu widzenia kryterium 1, lecz lepszy z punktu widzenia dwóch pozostałych kryteriów, 2 i 3;
- jeśli różnica między (sziz) i (szik) jest większa niż B i mniejsza niż C , to wariant „w kraju” jest gorszy z punktu widzenia kryteriów 1 i 2, lecz lepszy z punktu widzenia kryterium 3;
- jeśli różnica między (sziz) i (szik) jest większa niż C , to wariant „w kraju” jest gorszy z punktu widzenia wszystkich trzech rozpatrywanych kryteriów. Powyższe wyniki zestawiane są w tabeli 2.

Tabela 2. Porównanie wariantów inwestycyjnych według trzech kryteriów w zależności od różnicy między stopą zwrotu z inwestycji zagranicznych ($sziz$) i stopą zwrotu z inwestycji krajowych ($szik$)

Dla danej wartości ($szik$) > 0 istnieją zawsze trzy liczby A, B, C takie, że $0 < A < B < C$ oraz następujące zależności są spełnione:

Wartość $\Delta sz = (sziz) - (szik)$	Wariant inwestycyjny korzystniejszy z punktu widzenia danego kryterium		
	Kryterium 1 Wartość kapitału zakumulowanego w (feso) przez ich członków w końcu okresu porównania	Kryterium 2 Dobrobyt członków (feso)	Kryterium 3 Wielkość PNB
$\Delta(sz) < 0$	w kraju	w kraju	w kraju
$0 \leq \Delta(sz) < A$	w kraju	w kraju	w kraju
$A < \Delta(sz) < B$	za granicą	w kraju	w kraju
$B < \Delta(sz) < C$	za granicą	za granicą	w kraju
$C < \Delta(sz)$	za granicą	za granicą	za granicą

8.1. Obserwacja

Konflikt między interesem rozwoju ekonomicznego kraju (rozmiar PNB) a dobrobytem członków (feso) występuje tylko w obszarze zacienionym w tabeli, tj. gdy $B < Dsz < C$.

Aby uzyskać wyobrażenie o potencjalnych wartościach zmiennych A, B i C przeprowadziliśmy symulację liczbową.

9. Przykładowa symulacja

W przykładowej symulacji przyjęliśmy wartości podstawowych parametrów systemu obowiązkowych oszczędności emerytalnych (x i y) zbliżone do faktycznie występujących w systemie wprowadzonym w Polsce w 1999r.

Tabela 3. Wartości podstawowych parametrów systemu obowiązkowych oszczędności emerytalnych

Symbol	Znaczenie	Wartość przyjęta w symulacji
x	Udział w PKB składki wpłaconej przez osoby, które były członkami (feso) w pierwszym roku (parametr stały)	1,2%
y	Udział w PKB składki wpłaconej przez nowych (przyjętych w danym roku) członków (feso)	0,04% ($y = x/30$)
($szik$)	Stopa zwrotu z inwestycji krajowych	5,0%
g	Egzogeniczna stopa wzrostu PKB (w wariacie inwestycyjnym „za granicą” pozostaje niezmienną)	3,0%
a	Elastyczność inwestycyjna PKB	0,25
n	Okres porównania	15 lat

Tabela 4. Wynik symulacji

Średnia stopa wzrostu PKB w wariacie „w kraju”	3,5%
Wartości wynikowe zmiennych <i>A</i> , <i>B</i> , <i>C</i> (scharakteryzowanych w rozdziale 8)	
<i>A</i>	0,4%
<i>B</i>	4,0%
<i>C</i>	11,6%

Obliczeń dokonano przy użyciu Microsoft Excel 2000 z dodatkiem Solver.

10. Wnioski dla polityki regulacyjnej w modelu

Członkowie mogą swobodnie wybierać, a następnie – przy pewnych ograniczeniach – zmieniać (feso). Decyzje dotyczące wyboru funduszu oraz decyzje o pozostaniu w danym (feso) lub przejściu do innego podejmowane są w znacznej mierze na podstawie oczekiwań członków dotyczących przychodu netto z zainwestowanych przez nich środków (wpłaconych składek), czyli różnicy między przychodem z inwestycji i kosztem wszelkich opłat jakimi obciążane są konta członków (feso). Menadżerowie (feso) nie mogą nadmiernie obniżać opłat, które są jedynym źródłem przychodów niezbędnych dla pokrycia kosztów funkcjonowania oraz zapewnienia zysku akcjonariuszom. Dlatego konkurując o członków i ich aktywa menadżerowie (feso) dążą do maksymalizacji przychodów z inwestycji.

Jeśli nie ma ograniczeń dla inwestycji zagranicznych (tzn. $(liz) = 100\%$), to menadżerowie (feso) wybiorą wariant inwestycyjny zapewniający wyższą stopę zwrotu. Jeśli (szik) jest wyższa niż (sziz), to (feso) wybiorą wariant „w kraju”, który w takim przypadku jest lepszy z punktu widzenia wszystkich trzech rozpatrywanych kryteriów. Jeśli (sziz) jest wyższa niż (szik) to (feso) – niezależnie jak du-

ża jest różnica między (sziz) i (szik) – zawsze wybiorą wariant „za granicą”, a więc wybiorą go również wtedy, gdy będzie on gorszy nie tylko z punktu widzenia rozwoju ekonomicznego kraju (kryterium 3), lecz również z punktu widzenia interesu członków (feso) (kryteria 1 i 2).

W naszym modelu, zakaz inwestycji zagranicznych (feso) (tj. $(liz) = 0\%$) może mieć korzystny wpływ z punktu widzenia wszystkich lub niektórych naszych kryteriów, w zależności od tego, jaka jest wartość różnicy między (sziz) i (szik) (tabela 5).

W naszej przykładowej symulacji zakaz inwestycji zagranicznych ma negatywny efekt z punktu widzenia członków (feso) tylko wtedy, gdy (sziz) jest o ponad 4 punkty procentowe wyższa niż (szik), a negatywny efekt zakazu z punktu widzenia PNB występuje dopiero, gdy różnica między (sziz) i (szik) przekracza 11,6 punktu procentowego.

Analiza w ramach naszego uproszczonego modelu sugeruje, że ograniczenie możliwości inwestowania za granicą może mieć sens, gdyż istnieje duże prawdopodobieństwo, że będzie to korzystne lub neutralne zarówno z punktu widzenia wzrostu PNB jak i dobrobytu członków (feso).

Tabela 5. Efekt zakazu inwestycji zagranicznych w zależności od wartości różnicy między stopą zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz) a stopą zwrotu z inwestycji krajowych (szik)

Wartość $\Delta R = (sziz) - (szik)$		Efekt zakazu według poszczególnych kryteriów („+” korzystny, „0” neutralny; „-“ negatywny)		
Zależność ogólna	W przykładowej symulacji (gdzie (szik) = 5%)	Kryterium 1 Wartość kapitału zakumulowanego w (feso) przez ich członków w chwili odejścia na emeryturę	Kryterium 2 Dobrobyt członków (feso) (biorąc pod uwagę nie tylko zgromadzony przez nich kapitał w (feso), ale również dochody netto jakie uzyskiwali w okresie członkostwa w (feso))	Kryterium 3 Wielkość PNB
$\Delta R < 0$	$\Delta R < 0$	0	0	0
$0 \leq \Delta R < A$	$\Delta R < 0,4\%$	+	+	+
$A < \Delta R < B$	$0,3\% < \Delta R < 4,0\%$	-	+	+
$B < \Delta R < C$	$4,0 < \Delta R < 11,6\%$	-	-	+
$C < \Delta R$	$11,6\% < \Delta R$	-	-	-

Komentarz: Zacienioną w tablicy ocenę według kryterium 2 można uznać za najważniejszą z punktu widzenia członków (feso).

11. Przypadek programów dobrowolnych oszczędności emerytalnych

W przeprowadzonej powyżej analizie wariantów inwestycyjnych zakładamy, że kwota środków wpływających do funduszy emerytalnych jest dana i jej wielkość nie zależy od polityki regulacyjnej w zakresie limitu inwestycji zagranicznych. Założenie takie jest oczywiste w systemie obowiązkowym, ale nie jest jednak uprawnione w przypadku programu dobrowolnego. W dobrowolnym programie emerytalnym ograniczenie możliwości inwestycji zagranicznych może negatywnie wpłynąć na wielkość kierowanych tam oszczędności. Jeśli (sziz) będzie wyższa niż (szik) to ograniczenie możliwości inwestowania za granicą działać będzie zniechęcająco na potencjalnych

uczestników programu i mogą oni być skłonni do zmniejszenia swoich długoterminowych oszczędności lub do oszczędzania przy wykorzystaniu innych mechanizmów, przy których nie ma ograniczeń inwestowania za granicą. Dlatego analiza w niniejszym tekście oraz sformułowane wnioski dotyczące regulacji w naszym modelu nie mają zastosowania do programów dobrowolnych oszczędności emerytalnych.

12. Wrażliwe założenia modelu

Należy zwrócić uwagę, że przyjęte przez nas założenia modelowe w realnym świecie nie muszą być zawsze spełnione. Dotyczy to w szczególności takich wrażliwych z punktu widzenia naszej analizy założeń jak:

1. Ryzyko inwestowania w aktywa krajowe jest takie samo jak ryzyko inwestowania w aktywa zagraniczne. W kraju o niskim ratingu inwestycje w aktywa zagraniczne pozwolić mogą na dostęp do instrumentów o poziomie bezpieczeństwa niedostępnym na rynku krajowym. Ponadto inwestycje zagraniczne mogą pozwolić na obniżenie ryzyka dzięki większej dywersyfikacji. Z drugiej strony inwestycje zagraniczne (podejmowane w innym obszarze walutowym) rodzą ryzyko walutowe. W krajach o niskim PKB na mieszkańca i niedowartościowanej wg PPP walucie, w przypadku prowadzenia zdrowej polityki gospodarczej i nadganiaaniu dystansu w stosunku do krajów najbardziej rozwiniętych, generalnie oczekiwać można długookresowej tendencji do realnej aprecjacji waluty krajowej, co nie wyklucza krótkookresowego ryzyka deprecjacji waluty krajowej.

2. Środki inwestowane corocznie przez (feso) w aktywa krajowe zwiększają o taką samą kwotę wielkość inwestycji w gospodarce kraju. Jeśli założymy doskonale funkcjonowanie międzynarodowego rynku kapitałowego, brak jakichkolwiek barier w przepływie kapitału, idealny dostęp do informacji, brak ryzyka walutowego i brak ryzyka deficytu rachunku bieżącego, to założenie (2) jest oczywiście nieprawdziwe. W takiej sytuacji bowiem środki (feso) zostałyby w znacznej części zastąpione zwiększonym napływem kapitału zagranicznego, gdyby zamiast w kraju zostały zainwestowane za granicą. W praktyce jednak integracja rynku kapitałowego nie jest doskonała, istnieją rozmaite przeszkody i ryzyka: ryzyko związane z ewentualną koniecznością egzekucji swoich praw w innym kraju, w innym języku i w innym systemie prawnym, ryzyko walutowe, a przede wszystkim ryzyko makroekonomiczne związane z deficytem na

rachunku bieżącym. Dlatego uważamy, że co najmniej do momentu wejścia Polski do obszaru euro, inwestowanie środków (feso) w kraju, a nie za granicą, przyczynić się może istotnie do zwiększenia i stabilizacji poziomu inwestycji krajowych.

3. Stała elastyczność inwestycyjna PKB. Założenie to może nie być spełnione w przypadku, gdy brakuje atrakcyjnych celów inwestycyjnych lub pośrednictwo rynku finansowego i kapitałowego jest niedoskonałe i nie prowadzi do efektywnej alokacji kapitału. W takiej sytuacji krańcowa elastyczność inwestycyjna PKB może być znacznie niższa od elastyczności przeciętnej, co oznacza, że jeśli nawet przymusowe zatrzymanie inwestycji (feso) w kraju zwiększy globalną kwotę inwestycji krajowych, to nie musi to spowodować znaczącego przyspieszenia tempa wzrostu PKB.

Model pomija kwestię stabilności przepływów kapitałowych oraz ryzyka uzależnienia inwestycji krajowych od napływu kapitału zagranicznego.

Uchylenie tych założeń może mieć istotny wpływ na wyniki analizy i formułowane wnioski dotyczące regulacji. Dlatego należy zachować ostrożność przy wyciąganiu praktycznych wniosków z przedstawionej tu analizy modelowej.

13. Komentarz dotyczący polityki regulacyjnej w warunkach rzeczywistych w Polsce 2004

Z przeprowadzonej przez nas analizy modelowej nie wynikają bezpośrednio wskazówki dla polityki regulacyjnej w warunkach rzeczywistych, gdyż trudno jest precyzyjnie stwierdzić, w jakim stop-

niu spełnione są wrażliwe założenia modelu. Analiza w ramach modelu dostarcza jednak pewnych przesłanek do dyskusji nad polityką regulacyjną w warunkach rzeczywistych. Istotne są w tym kontekście dwa ogólne wnioski wynikające z naszej analizy:

1. Środki funduszy emerytalnych zainwestowane w kraju mogą mieć znaczący pozytywny wpływ na wzrost PKB i dobrobyt członków funduszy.
2. Ograniczenie możliwości inwestycji zagranicznych funduszy emerytalnych wbrew obiegowym poglądom nie musi wcale być sprzeczne z interesem członków funduszy.

Ograniczenie swobody inwestowania za granicą może mieć sens i służyć interesom członków funduszy tylko wtedy, gdy:

1. Środki funduszy przymusowo zatrzymane w kraju zwiększą pulę dostępnych w kraju oszczędności. Uważamy, że co najmniej dopóki Polska nie należy do strefy euro, zatrzymanie środków funduszy emerytalnych w kraju mogłoby zwiększyć pulę oszczędności i istotnie zwiększyć stabilność makroekonomiczną dzięki obniżeniu ryzyka deficytu na rachunku bieżącym.
2. Przyrost oszczędności przyczyni się do wzrostu PKB. Istnieją poważne wątpliwości co do sprawności i zdolności absorpcyjnych polskiego rynku kapitałowego. W ostatnich latach podaź prywatnych instrumentów inwestycyjnych nie nadąża za popytem kreowanym przez fundusze emerytalne. Rynek instrumentów dłużnych przedsiębiorstw jest bardzo słabo rozwinięty. Nie istnieją w praktyce rynki listów za-

stawnych, obligacji hipotecznych, ani innych form długu sekurytyzowanego. Nie ma krajowych funduszy *venture capital*. W tej sytuacji fundusze emerytalne bezpośrednio prawie wcale nie finansują sektora prywatnego, inwestując niemal wyłącznie w papiery skarbowe (około 2/3 aktywów) oraz w akcje (między 1/4 a 1/3 aktywów). I to w sytuacji, gdy rola warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, jako źródła kapitału dla firm jest znikoma; inwestycje funduszy emerytalnych na rynku wtórnym akcji zwiększają przede wszystkim presję na wzrost cen aktywów, co może prowadzić do powstania „bąbla” cenowego, grożącego przyszłym krachem rynku i kompromitacją reformy emerytalnej. W obecnym więc stanie rozwoju rynku kapitałowego rosnący napływ środków funduszy emerytalnych na rynek akcji jest raczej źródłem ryzyka makroekonomicznego. Dążenie do ograniczenia ryzyka „bąbla” cenowego przytaczane jest w związku z tym często jako argument za likwidacją lub zasadniczym rozluźnieniem limitu na inwestycje zagraniczne wynoszącego obecnie 5%.

W aktualnych polskich warunkach obie te kwestie nie są oczywiste.

Uważamy, że w kraju, w którym niedostatek krajowych oszczędności w stosunku do potrzeb inwestycyjnych jest jednym z głównych długofalowych problemów makroekonomicznych, nie byłoby racjonalne utrzymywanie systemu przymusowego oszczędzania w celu finansowania eksportu kapitału. Należy zrobić wszystko, aby środki funduszy emerytalnych mogły być efektywnie wykorzystane na krajowym rynku kapitałowym. W tym celu potrzebne jest m.in.:

- stworzenie efektywnego rynku długu korporacyjnego;
- stworzenie warunków dla rozwoju polskiego rynku *venture capital*;
- dostosowanie polityki regulacyjnej, tak aby fundusze emerytalne mogły inwestować znaczną część aktywów w nieskarbowe instrumenty dłużne, a także uczestniczyć w funduszach *venture capital*;
- wznowienie prywatyzacji i sprzedaż firm poprzez giełdę;
- ułatwienie wejścia na giełdę krajowym spółkom (łatwiejsze, bardziej przyjazne procedury, krótszy czas, niższe koszty);
- podporządkowanie strategii prywatyzacji GPW i Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych rozwojowi polskiego rynku kapitałowego.

Najbardziej pożądane są bezpośrednie inwestycje funduszy emerytalnych w instrumenty inwestycyjne emitowane przez firmy prywatne. Należy jednak pamiętać, że inwestycje funduszy emerytalnych w papiery skarbowe pośrednio również służą finansowaniu sektora prywatnego, gdyż poprzez zmniejszenie tzw. efektu wypychania ułatwiają firmom dostęp do rynku finansowego (głównie kredytów bankowych).

Środkiem ostatecznym dla ograniczenia ryzyka „bąbla” cenowego na rynku akcji powinno być przejściowe zmniejszenie dopuszczalnego udziału akcji krajowych w portfelu inwestycyjnym OFE.

Obecny (liz) wynoszący 5% uważamy za zbyt restrykcyjny. Rozsądna wydaje się rekomendacja, by

ustalić (liz) dla OFE na poziomie w granicach 20%. Pozwoli to na pewne rozproszenie ryzyka, gwarantując jednocześnie, że zdecydowana większość oszczędności emerytalnych będzie finansować gospodarkę krajową. Taki limit pozwoli jednocześnie nie tylko wielkim, ale również średnim funduszom emerytalnym na osiągnięcie skali inwestycji zagranicznych uzasadniającej rozwijanie ekspertyzy w tym zakresie. Będzie można przy tym obserwować politykę inwestycyjną funduszy i ich rezultaty inwestycyjne.

14. Podsumowanie

Inwestycje (feso) w aktywa krajowe w porównaniu z inwestycjami w aktywa zagraniczne przynoszą, przy jednakowej stopie zwrotu, większy efekt zewnętrzny w postaci pozytywnego wpływu na wzrost gospodarczy. Ten dodatkowy efekt zewnętrzny inwestycji krajowych jest istotny dla członków (feso), gdyż zwiększa ich dobrobyt. Dlatego z punktu widzenia interesu członków (feso) racjonalne jest, by aktywa (feso) były inwestowane w aktywa krajowe, nawet jeśli stopa zwrotu z inwestycji krajowych (szik) jest niższa (w pewnych granicach) od stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych (sziz).

Analiza w ramach naszego modelu sugeruje, że ograniczenie możliwości inwestowania za granicą może mieć sens, ponieważ z dużym prawdopodobieństwem, że będzie to korzystne (lub co najmniej neutralne) zarówno z punktu widzenia wzrostu PNB, jak i dobrobytu członków (feso). W przykładowej symulacji liczbowej zakaz inwestycji zagranicznych ma negatywny efekt z punktu widzenia członków (feso) tylko

wtedy, gdy (sziz) jest o ponad 4 punkty procentowe wyższa niż (szik), a efekt negatywny z punktu widzenia PNB występuje dopiero, gdy różnica między (sziz) i (szik) przekracza 11,6 punktu procentowego.

Trzeba podkreślić, że analiza w niniejszym tekście oraz sformułowane wnioski dotyczą wyłącznie systemów obowiązkowych oszczędności emerytalnych i nie mają bezpośredniego zastosowania do programów dobrowolnych. W programach dobrowolnych wprowadzenie ograniczenia możliwości inwestowania za granicą może wywrzeć negatywny wpływ na wielkość oszczędności wpływających do funduszy emerytalnych, przez co potencjalne korzyści wprowadzenia ograniczenia mogą zostać z namiątką zniwelowane.

Należy zachować ostrożność przy wyciąganiu praktycznych wniosków z przedstawionej tu analizy modelowej, gdyż uchylene niektórych wrażliwych założeń może mieć istotny wpływ na wyniki analizy i sformułowane wnioski dotyczące regulacji.

Analiza w ramach modelu dostarcza pewnych przesłanek do dyskusji o polityce regulacyjnej w warunkach rzeczywistych. Nasza analiza ilustruje, że środki funduszy emerytalnych zainwestowane w kraju mogą mieć znaczący pozytywny wpływ na wzrost PKB i dobrobyt członków funduszy. W interesie rozwoju ekonomicznego kraju i w interesie przyszłych emerytów jest to, aby środki funduszy emerytalnych mogły być efektywnie wykorzystane w kraju. Pierwszoplanowym zadaniem dla urzędywistnienia tego celu powinno być zwiększenie sprawności i zdolności absorpcyjnej krajowego rynku kapitałowego.

Bibliografia

Catalan M., Impavido G., Musalem A. R.: *Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?* The World Bank, Financial Sector Development Department, Financial Sector Vice Presidency, [Washington D.C.], July 2000.

James E.: *New Systems for Old Age Security: Experiments, Evidence and Unanswered Questions*. „World Bank Research Observer”, August 1998.

Kawalec S., Kluza K., „Investments in domestic assets versus investments in foreign assets in mandatory funded pension schemes: What is the scope of conflict between national economic development and the interest of pension fund members?”, Paper for 59th Congress of the International Institute for Public Finance, University of Economics, Prague, August 25-28, 2003.

Schmidt-Hebbel K.: *Chile's Pension Revolution Coming of Age*. March. Tekst przygotowany na DIA Project: *Vergleich alternativer Altersversicherungssysteme in Chile, Deutschland, Groossbritannien, den Niederlanden und den USA*”), March 1999.

Schmidt-Hebbel K.: *Does Pension Reform Really Spur Productivity, Savings, and Growth?* mimeo, January 1999.

Vittas D.: *Pension Reform and Capital Market Development: 'Feasibility' and 'Impact' Preconditions*. World Bank, Development Research Group, Washington D.C., July 2000.

Vittas D.: *Regulatory Controversies of private Pension Funds*, World Bank, Development Research Group, Washington D.C., January 1998.

Aneks

Opis modelu

Punktem startu jest początek funkcjonowania (feso). Punktem końcowym jest koniec 15 roku funkcjonowania systemu. Przez ten okres:

– do (feso) przybywają nowi członkowie, a nikt nie ubywa;

–(feso) inwestują wpływające składki i nie dokonują żadnych wypłat na rzecz członków.

Następujące zależności określają wielkość środków wpływających corocznie do (feso):

$$(nsw)_t = (x + iy) PKB_t$$

$$i = t - t_0$$

gdzie:

$(nsw)_t$ – nowe środki wpłacone do (feso) w roku t

i – liczba lat, które upłynęły od początku funkcjonowania systemu

x – udział w PKB składki wpłaconej przez osoby, które były członkami (feso) w pierwszym roku (parametr stały)

y – udział w PKB składki wpłaconej przez nowych – przyjętych w danym roku – członków (feso) (parametr stały)

t_0 – pierwszy rok funkcjonowania systemu

Wariant inwestowania wszystkich środków w aktywa zagraniczne (iwsaz)

W wariancie tym (feso) inwestują 100% środków w aktywa zagraniczne. Przyjmujemy, że PKB rośnie w stałym egzogenicznym tempie. Produkt Narodowy Brutto jest dodatkowo zwiększany o zyski z inwestycji zagranicznych.

Podstawowe relacje są następujące:

$$PKB_t = (1 + g)^t PKB_0$$

$$PNB_t = PKB_t + (sziz) \cdot (az)$$

$$(az)_t = \sum_{i=0}^t (nsw)_i [1 + (sziz)]^{t-i}$$

gdzie:

PKB_t – Produkt Krajowy Brutto (PKB) w roku t ,

g – egzogeniczna stopa wzrostu PKB (stała)

$(sziz)$ – stopa zwrotu z inwestycji zagranicznych (stała)

$(az)_t$ – aktywa zagraniczne (feso) w roku t .

Wariant inwestowania wszystkich środków w aktywa krajowe (iwsak)

W wariancie tym (feso) inwestują 100% środków w aktywa krajowe. Przyjmujemy, że nowe środki inwestowane corocznie przez (feso) zwiększają o taką samą kwotę wielkość inwestycji w gospodarce kraju.

Zakładamy, że elastyczność inwestycyjna PKB wynosi 25% tzn. 1 zł dodatkowych inwestycji powoduje przyrost PKB o 0,25 zł.

Stopa wzrostu PKB w tym wariancie jest sumą stopy egzogenicznej oraz stopy dodatkowego wzrostu wywołanego inwestycjami (feso).

PNB jest w tym wariancie równe PKB, gdyż nie ma zysków z inwestycji zagranicznych. Występuje więc następująca zależność:

$$PNB_t = PKB_t = PKB_{t-1}(1 + g) + a \left[(nsw)_{t-1} + (szik) \cdot (ak)_{t-2} \right]$$

$$(ak)_t = \sum_{i=0}^t (nsw)_i \left[1 + (szik) \right]^{t-i}$$

gdzie:

a – elastyczność inwestycyjna PKB (o tyle jednostek wzrasta PKB, gdy inwestycje rosną o 1 jednostkę)

$(szik)$ – stopa zwrotu z inwestycji krajowych (stała),

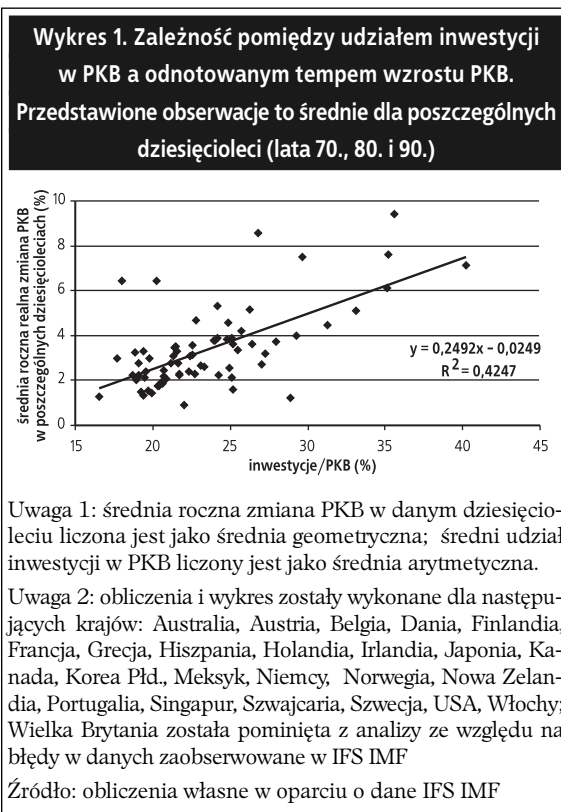
$(ak)_t$ – aktywa krajowe (feso) w roku t .

Wyliczenie a – elastyczności inwestycyjnej PKB

Parametr a został wyliczony w oparciu o następującą prostą metodologię. Zbadana została zależność pomiędzy poziomem inwestycji w PKB a stopą wzrostu PKB w krajach rozwiniętych (kraje OECD), dla których dostępne były dane za okres 1970-1999. Do obliczeń zostały użyte długo-

okresowe wskaźniki – średnie dziesięcioletnie – obrazujące zależność pomiędzy udziałem inwestycji w PKB a wzrostem gospodarczym. Umożliwiło to poszukiwanie zależności nie-opóźnionej.

Najlepiej dopasowaną funkcją, a przy tym zachowującą się zgodnie z teorią, była zależność liniowa o postaci: $realna\ zmiana\ PKB = 0.25 \cdot (inwestycje/PKB) - 0.025$. Na tej podstawie zostało przyjęte do symulacji $a = 0.25$. Dane użyte do analizy oraz najlepiej dopasowaną funkcję przedstawia wykres 1.



Tablica 4. Charakterystyka modelowanej funkcji

Statystyki regresji									
Wielokrotność R	0,652								
R kwadrat	0,425								
Dopasowany Rkwadrat	0,416								
Błąd standardowy	0,014								
Obserwacje	71								
Analiza wariancji									
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Istotność F</i>				
Regresja	1	0,009	0,009	50,935	0,000				
Reszkowy	69	0,013	0,000						
Razem	70	0,022							
	<i>Współczynniki</i>	<i>Błąd standardowy</i>	<i>t Stat</i>	<i>Wartość-p</i>	<i>Dolne 95%</i>	<i>Górne 95%</i>	<i>Dolne 95,0%</i>	<i>Górne 95,0%</i>	
Przecięcie	-0,02493	0,0084	-2,9783	0,0040	-0,0416	-0,0082	-0,0416	-0,0082	
Zmienna X 1	0,24918	0,0349	7,1369	0,0000	0,1795	0,3188	0,1795	0,3188	

NOTATKI

Czy otwarte fundusze emerytalne mogą być zagrożeniem dla polskiego rynku kapitałowego?

1. Wprowadzenie

Kluczowym elementem wprowadzonej w 1999 r. reformy systemu ubezpieczeń społecznych było stworzenie tzw. II filaru, którego zadaniem ma być wypracowanie na rynku kapitałowym możliwie wysokich dochodów przyszłych emerytów, przy jednoczesnym założeniu maksymalnego bezpieczeństwa i utrzymaniu zasady dywersyfikacji inwestycji.

Z powołaniem do życia Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) wiązano bardzo duże nadzieje twierdząc, że z jednej strony staną się one katalizatorem wzrostu gospodarczego, dostarczając finansowania dla wielu niedokapitalizowanych sektorów gospodarki, a z drugiej stanowić będą szansę dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Podkreślano, że OFE wpłyną na rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), poprawiając jej płynność i poprawność

wyceny walorów, a poprzez wielkość swoich aktywów chronić będą rynek przed zakusami spekulantów. W przewidywaniach tych koncentrowano się jednak głównie na stronie popytowej rynku, po części domniemając, że regularne zastrzyki kapitału ze składek wpływających do OFE niejako automatycznie zostaną wchłonięte przez rozwijający się i złaźniony finansowania młody rynek kapitałowy.

Przed pięcioma laty mało kto przypuszczał, że nowocześnie skonstruowany – nawet w porównaniu do wielu państw Europy Zachodniej – system obowiązkowych funduszy emerytalnych, wykorzystujący w dużej mierze mechanizm rynkowy i indywidualną motywację uczestników do oszczędzania na swoje własne przyszłe emerytury, może napotkać na poważne problemy zgoła z innej strony. Wraz z napływem do OFE coraz to większych środków, powoli stało się oczywiste, że fundusze mają wyraźne problemy ze znalezie-

niem odpowiedniej podaży papierów wartościowych. Najwyraźniej jest to widoczne w odniesieniu do rynku akcji notowanych na GPW, choć dotyczy także innych segmentów szeroko rozumianego rynku kapitałowego, za wyjątkiem dłużnych papierów skarbowych, których podaż jest zapewniona dzięki nieustannym potrzebom budżetowym. Przecież jednak nie po to przeprowadzono reformę emerytalną, aby jeden nieefektywny system emerytalny (ZUS), stanowiący formę długu publicznego, zamieniać na inny, który *de facto* również w zasadniczej części miałby być zmuszony do finansowania deficytu budżetowego.

Teoria rynku kapitałowego i historia dojrzałych rynków światowych uczą nas, że w długim horyzoncie inwestycyjnym, a taki jest przecież typowy dla funduszy emerytalnych, inwestowanie w papiery skarbowe jest dużo mniej efektywne niż inwestowanie w akcje, których ryzyko w długim okresie można wydatnie ograniczyć poprzez odpowiednią dywersyfikację. Naturalne zatem jest, że zarządzający OFE, aby dążyć do maksymalizacji stopy zwrotu z aktywów, powinni – w ramach dopuszczalnych limitów – alokować środki w akcje i inne instrumenty, oferujące wyższą rentowność niż papiery skarbowe. Powstaje jednak pytanie, czy architektura naszego rynku kapitałowego jest przygotowana do absorpcji tak dużych środków. Czy fundusze emerytalne, w których niegdyś upatrywano antidotum na niedokapitalizowanie rodzimej gospodarki, teraz w związku z brakiem odpowiednich rozwiązań systemowych umożliwiających optymalne połączenie popytu z podażą, mogą przyczynić się do „przegrzania” koniunktury giełdowej i stać się zagrożeniem dla stabilności polskiego rynku kapitałowego?

W kontekście powyższych wątpliwości rozważmy następujące kwestie:

- niebezpieczeństwo bąbla popytowego na rynku akcji w Polsce,
- postulowane zmiany w architekturze polskiego rynku kapitałowego zmierzające do zwiększenia krajowych kategorii inwestycyjnych dostępnych dla OFE,
- zasadność limitu inwestycji zagranicznych w portfelach funduszy emerytalnych,
- wpływ mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu na motywację zarządzających OFE.

2. Niebezpieczeństwo bańki popytowej na rynku akcji

Na potrzeby niniejszego opracowania świadomie wprowadzono pojęcie „bańki popytowej”, jako szczególnie przypadkowy znanego już w ekonomii od kilkuset lat zjawiska „bańki spekulacyjnej”¹. Na różnych rynkach świata w różnych okresach czasu nieracjonalne zachowania inwestorów opanowanych gorączką zysków powodowały oderwanie się kursów papierów wartościowych lub cen określonych dóbr od ich rzeczywistej, racjonalnie określonej wartości. Ceny rosły do horrendalnych poziomów, by w końcu w najmniej oczekiwanym momencie gwałtownie załamać się i spowodować katastrofę ekonomiczną na większość uczestników rynku. Co ciekawe, niektórzy inwestorzy uczestniczący w „bańkach spekulacyjnych” zdawali sobie sprawę z faktu przewartościowania walorów, a i tak ochoczo je nabywali,

licząc na to, że uda im się odsprzedać zakupione aktywa po jeszcze wyższych i jeszcze bardziej nieracjonalnych cenach. Najbardziej spektakularne przykłady z historii obejmują holenderską tulipanię z XVII w., spekulację na akcjach Kompanii Mórz Południowych w Anglii w XVIII w., czy wielkie załamanie amerykańskiego rynku akcji w roku 1929².

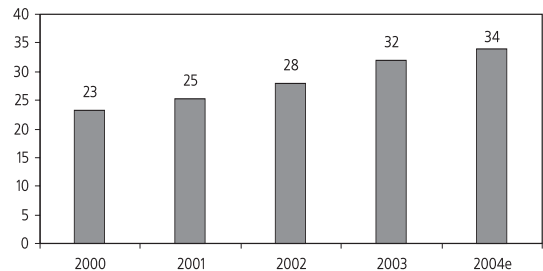
Bańka popytowa jest szczególną odmianą bańki spekulacyjnej. W tym przypadku oderwanie się kursów walorów od ich wartości fundamentalnej niekoniecznie musi nastąpić w związku z czysto spekulacyjnymi intencjami uczestników rynku. Przewartościowanie może być wynikiem nadmiernego popytu, poniekąd wymuszonego rozwiązaniami systemowymi, przy jednocześnie niedostatecznej podaży walorów i relatywnie płynnym rynku.

Taka sytuacja potencjalnie może mieć miejsce aktualnie na GPW w związku z szybko rosnącymi aktywami funduszy emerytalnych, a dodatkowo dużą dynamiką napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych: akcyjnych i hybrydowych. Stosunkowo regularne impulsy popytowe (kolejne składki przekazywane do OFE) mogą wywołać wrażenie systematycznego i podtrzymywanego wzrostu na rynku akcji, który przez to może wydać się atrakcyjny dla coraz szerszej rzeszy inwestorów i przyciągnąć jeszcze więcej kapitału, nakręcając tym samym spiralę wzrostów, które bynajmniej nie będą uzasadnione czynnikami fundamentalnymi po stronie emitentów.

W celu oceny, na ile takie zagrożenie jest realne wystarczy spojrzeć na dotychczasowy udział aktywów OFE w obrocie akcjami na GPW oraz po-

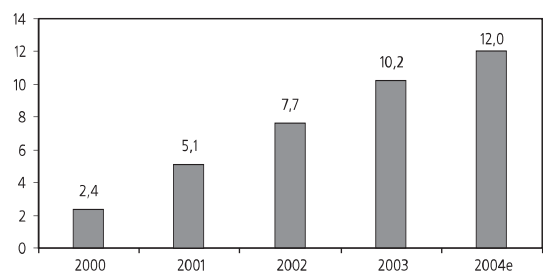
równać tempo dopływu nowego kapitału z funduszy z wartością nowo oferowanych papierów³.

Wykres 1. Udział akcji w aktywach OFE (w %)



Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych KNUFE. Dane na koniec 2004 r. oparte na szacunkach.

Wykres 2. Wartość akcji w portfelach OFE do kapitalizacji GPW (w %)



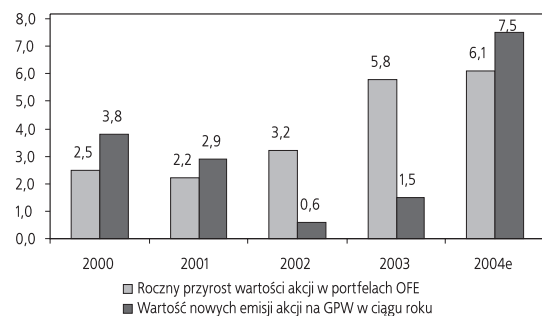
Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych KNUFE. Dane na koniec 2004 r. oparte na szacunkach.

W ciągu ostatnich pięciu lat systematycznie wzrastał udział akcji w aktywach OFE, jak również udział akcji znajdujących się w portfelach OFE w kapitalizacji ogółem polskich spółek. Na koniec sierpnia 2004 łączna wartość aktywów OFE przekroczyła 54 mld złotych, z czego ponad 16,5 mld (31%) stanowiły walory spółek notowanych na GPW⁴. Oznacza to, że wartość akcji znajdujących się w portfelach OFE stanowi ponad 10% kapitalizacji wszystkich polskich spółek giełdowych oraz odpowiada aż blisko 30% obecnego *free-floatu*.

Szacuje się, że do końca 2009 roku aktywa OFE wynosić będą od 140–160 mld złotych, co przy pełnym wykorzystaniu 40-proc. limitu mogłoby dać 56–64 mld złotych zainwestowane w akcje. Odpowiada to ok. 35–40% obecnej kapitalizacji polskich spółek oraz całemu *free-floatowi* GPW. Jest zatem oczywiste, że rosnącym aktywom OFE towarzyszyć musi odpowiedni rozwój GPW, przejawiający się przede wszystkim w zwiększonej podaży papierów wartościowych. Tempo wzrostu podaży walorów musi być jednak dużo szybsze niż w kilku ostatnich latach. Aby wchłonąć kapitał napływający z OFE, w ciągu najbliższych pięciu lat średnia wartość nowych emisji musiałaby wynosić nie mniej niż 6 mld złotych rocznie! Tymczasem w całym okresie od stycznia 2002 do końca czerwca 2004 wartość nowych emisji wyniosła zaledwie 4,5 mld złotych. Nadzieją może być planowana jeszcze na ten rok oferta akcji banku PKO BP, której wartość szacuje się na ok. 5 mld złotych.

Ale czy kilka dużych emisji z topniejących już zasobów prywatyzacyjnych Ministerstwa Skarbu zażegna niebezpieczeństwo bańki popytowej? Łączna wartość przedsięwzięć, które mogłyby być jeszcze sprywatyzowane przez giełdę szacowana jest na ok. 50 mld zł. Przyjmując nawet, że w ciągu najbliższych kilku lat Skarb Państwa sprzeda 60% udziałów w tych przedsiębiorstwach, a OFE obejmą aż 1/3 tych emisji, daje to alokację zaledwie ok. 10 mld zł, wobec 30–40 mld złotych potencjalnego napływu nowych środków z OFE na rynek akcji⁵. Czy zatem nie należałoby się zastanowić nad dalej idącymi zmianami w architekturze polskiego rynku kapitałowego, które powiększyłyby paletę możliwości inwestycyjnych OFE?

Wykres 3. Popyt na akcje ze strony OFE a wartość nowych emisji akcji na GPW (w mld zł)



Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych KNUFE i KPWiG.

3. Zwiększenie krajowych możliwości inwestycyjnych OFE

Bariery w efektywnym alokowaniu dynamicznie rosnących aktywów OFE obnażyły główną słabość polskiego rynku kapitałowego, jaką jest zbyt mały stopień upublicznienia naszej gospodarki. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, posiadająca nowoczesną infrastrukturę systemową i dobre regulacje prawne, ciągle jeszcze jest zbyt mała w stosunku do potencjału polskiej gospodarki. Kapitalizacja GPW stanowi zaledwie nieco ponad 20% PKB, podczas gdy średnia w starych krajach członkowskich UE kształtuje się na poziomie ponad 75%.

Nie oznacza to jednak, że polski rynek kapitałowy – w szerokim rozumieniu – nie ma zdolności wchłonięcia środków napływających z OFE. Możliwości takie z całą pewnością istnieją i należy zrobić wszystko, aby je wykorzystać, tak aby składki zgromadzone w OFE mogły pracować nie tylko dla przyszłych emerytów, ale również finansować rozwój gospodarczy kraju (bez uszczerbku dla tych pierwszych). Gospodarka polska ma

przecież ogromne potrzeby kapitałowe. Trzeba zatem tak ukształtować architekturę rynku, aby stał się on efektywną platformą do przekazywania kapitału. Nie chodzi tu z resztą tylko o rozwój rynku akcji, ale także o stworzenie większej ilości alternatyw inwestycyjnych.

Cieszy rosnąca liczba spółek prywatnych, które decydują się na wejście na GPW, choć ich wartość jest jak na razie stosunkowo nieduża. Można mieć nadzieję, że przy dobrej koniunkturze giełdowej, przekładającej się na niższy koszt kapitału oraz przy malejących kosztach emisji i kolejnych ułatwieniach w procesie upublicznienia, coraz więcej polskich przedsiębiorstw będzie się decydowało na zaspokajanie rosnących potrzeb kapitałowych właśnie za pośrednictwem warszawskiego parkietu.

Należy poszukiwać także zupełnie nowych segmentów rynku, na których OFE mogłyby lokować część swoich środków. W tym kontekście z uwagą należy śledzić inicjatywę Ministerstwa Infrastruktury, które zapowiedziało, że jeszcze w tym roku wraz z Bankiem Gospodarstwa Krajowego przystąpi do konstruowania oferty obligacji celowych, które miałyby stanowić źródło finansowania z góry określonych projektów infrastrukturalnych. Nie wyklucza się również wykorzystania tego instrumentu do realizacji projektów w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. O ile sam pomysł wykorzystania środków OFE do sfinansowania rozwoju infrastruktury – tak bardzo potrzebnej w naszym kraju – należy uznać za cenny, to jednak istotne jest, aby tego rodzaju inicjatywy oparte były na czytelnych mechanizmach, a nie stanowiły tylko ukrytej formy wyręczania budżetu z finansowania określonych zadań Państwa. Niemniej, przy założeniu jasnych reguł rynkowych, fi-

ansowanie projektów infrastrukturalnych, które zazwyczaj charakteryzują się długim okresem zwrotu, jest jak najbardziej zgodne z horyzontem czasowym i celami inwestycyjnymi stawianymi przed zarządzającymi OFE.

Szerzej patrząc, również cały rynek nieruchomości, który w długim okresie przynosi zazwyczaj wysokie stopy zwrotu, mógłby być przedmiotem inwestycji OFE, o ile inwestowanie odbywałoby się za pośrednictwem specjalnych funduszy nieruchomościowych, których jednostki uczestnictwa notowane byłby na GPW. Strategia inwestycyjna funduszu nieruchomościowego musiałaby być nastawiona na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego pomiędzy różne segmenty rynku nieruchomości. Upublicznienie certyfikatów inwestycyjnych funduszu na GPW zapewniałoby z kolei możliwość przyjęcia rynkowej wyceny certyfikatu uczestnictwa do określania bieżącej wartości aktywów OFE. Sprawą nierozstrzygniętą, w szczególności w świetle dotychczasowych doświadczeń z certyfikatami notowanymi na GPW, jest ewentualnie kwestia zapewnienia odpowiedniej płynności dla tego rodzaju instrumentów.

Kolejnym pomysłem na wykreowanie nowych możliwości inwestycyjnych dla OFE jest rozwój programów sekurytyzacji aktywów, finansowanych na publicznym rynku kapitałowym. Już teraz Komisja Papierów Wartościowych i Giełd dopuściła do publicznego obrotu program emisji obligacji Polskiego Funduszu Komunalnego, który będzie refinansował istniejące lub przyszłe zobowiązania jednostek samorządu terytorialnego (JST). Obligacje emitowane w ramach tego programu będą zabezpieczone wierzytelnościami JST, które zgodnie z polskim prawem nie mogą

upaść, stąd ryzyko inwestycyjne uczestnictwa w programie będzie ograniczone. Jednocześnie obligacje te będą oferować istotnie wyższe stopy niż obligacje skarbowe. Jak zwykle jednak pozostaje dyskusyjna kwestia płynności tego rodzaju instrumentów.

Publiczne spółki inwestycyjne o profilu działania podobnym do funduszy *venture capital* lub *equity capital*, z tą różnicą, że środki na inwestycje pozyskiwałyby one na rynku publicznym, mogłyby stanowić dobry sposób na przekazywanie kapitału między GPW a wieloma małymi biznesami, często bardzo dobrymi i przyszłościowymi, aczkolwiek znajdującymi się na tym etapie rozwoju, który nie pozwala jeszcze sięgnąć po pieniądze z publicznych emisji akcji. Innymi słowy, spółki inwestycyjne same byłyby notowane na giełdzie, gdzie pozyskiwałyby środki, aby następnie inwestować portfelowo w papiery udziałowe mniejszych, acz wzrostowych niepublicznych przedsiębiorstw, dywersyfikując przy tym odpowiednio ryzyko inwestycyjne. Strategią wyjścia z tego rodzaju inwestycji byłoby upublicznienie tych spółek z portfela, które w międzyczasie osiągną odpowiedni dla rynku publicznego stopień dojrzałości. W ten sposób GPW osiągałaby podwójne korzyści: po pierwsze, rosłaby kapitalizacja rynku przez emisje akcji spółek inwestycyjnych; po drugie, rynek rozwijałby się w wyniku stopniowego upubliczniania przedsiębiorstw należących do spółek inwestycyjnych. Podobne rozwiązania z wieloma sukcesami stosowano np. w Niemczech. W Polsce pionierskim przykładem spółki inwestycyjnej może być poniekąd MCI.

Publiczne spółki inwestycyjne najprawdopodobniej nie będą skłonne do finansowania projektów

obarczonych wysokim ryzykiem, tak aby nawet z uwzględnieniem dywersyfikacji portfela, nie narażać swoich notowanych publicznie akcji na zbyt wysokie wahania, które mogłyby być nie do zaakceptowania dla inwestorów giełdowych. Projekty o dużym poziomie ryzyka, ale i wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu, z pewnością pozostaną domeną zarezerwowaną dla funduszy *venture capital*. Działalność spółek inwestycyjnych powinna być zatem jedynie uzupełnieniem aktywności szeroko rozumianego sektora funduszy *venture capital*, który powinien być wspierany z co najmniej dwóch ważnych powodów.

Trudno jest przecenić znaczenie *venture capital* jako źródła finansowania innowacji, które są kluczowe dla rozwoju gospodarczego i nowoczesności gospodarki. Najlepszym przykładem w tym zakresie są Stany Zjednoczone, gdzie tradycja funduszy *venture capital* ukształtowała się najsilniej, a ich wkład w rozwój konkurencyjności gospodarki jest bardzo widoczny.

Z kolei w kontekście kreowania możliwości inwestycyjnych na rynku publicznym warto pamiętać, że na rozwiniętych rynkach kapitałowych fundusze typu *venture capital* tworzą dużą część strony podażowej rynku. Najczęściej stosowaną strategią wyjścia z inwestycji przez *venture capital* jest właśnie upublicznienie spółki.

Być może zatem, mając na uwadze znaczenie innowacyjności w gospodarce, jak również pozytywną rolę dla tworzenia publicznego rynku kapitałowego, warto poszukiwać instrumentów wspierających fundusze *venture capital* oraz spółki inwestycyjne, w tym np. odpowiednich rozwiązań podatkowych dla inwestorów finansowych decydu-

jących się na wyjście z inwestycji poprzez wprowadzenie spółki na giełdę.

4. Zasadność limitu inwestycji zagranicznych

W ostatnim czasie w związku z podnoszonymi wątpliwościami dotyczącymi możliwości efektywnego lokowania szybko rosnących aktywów OFE na krajowym rynku papierów wartościowych, rozgorzała polemika na temat zasadności limitu inwestycji zagranicznych, który został ustanowiony dla OFE na poziomie 5% ogólnej wartości aktywów.

W dyskusji na ten temat często dokonuje się polaryzacji między interesem przyszłych emerytów, a koniecznością finansowania rozwoju gospodarczego w kraju, który cierpi na niedobór kapitału. Tymczasem w rzeczywistości dobro członków OFE oraz potrzeby kapitałowe gospodarki wcale nie muszą być sobie przeciwstawne. Wiele wskazuje na to, że dynamika wzrostu polskiego PKB będzie w najbliższych latach kilkukrotnie wyższa od wzrostu obserwowanego w dojrzałych gospodarkach. Wnioskować z tego można, iż inwestycje kapitałowe na rodzimym rynku będą dostarczać odpowiednio wyższych stóp zwrotu w porównaniu do rynków dojrzałych.

Ponadto nie należy zapominać, że inwestycje krajowe indukują wzrost gospodarczy, a ten przekłada się na wyższy poziom wynagrodzeń, co z kolei oznacza wyższe składki wpłacane do systemu emerytalnego i wyższy poziom przyszłych emerytur. Teoretycznie zatem, nawet gdyby stopy zwrotu z papierów zagranicznych były

niewiele wyższe niż z inwestycji krajowych o podobnym poziomie ryzyka, wcale nie musi to być niekorzystne dla członków OFE. Wolniejszy przyrost aktywów z tytułu wypracowywanych zysków może być bowiem w pewnych granicach zrekompensowany większym przyrostem z tytułu wpłacanych wyższych składek, których poziom pośrednio związany jest z tempem wzrostu gospodarczego⁶.

Z kolei argumentem przemawiającym za liberalizacją zapisów dotyczących możliwości lokowania środków OFE poza granicami kraju może być potrzeba dywersyfikacji międzynarodowej portfela inwestycyjnego ze względu na niebezpieczeństwo kryzysów finansowych, na które tzw. rynki wschodzące (ang. *emerging markets*), w tym rynek polski, są szczególnie narażone. Reakcje rodzimego parkietu na kolejne kryzysy: azjatycki z 1997 r., rosyjski z 1998 oraz brazylijski wyraźnie pokazały, jak bardzo uzależnieni jesteśmy od sytuacji panującej w tej „klasie” giełd, nawet jeżeli rynki traktowane przez inwestorów globalnych na równi z naszym są bardzo odległe geograficznie.

Z wyjątkiem kryzysu rosyjskiego, gdzie można mówić o bezpośrednich konsekwencjach gospodarczych dla polskich spółek, w pozostałych przypadkach trudno sobie wyobrazić, aby zawirowania na rynku w Azji lub w Brazylii mogły wpłynąć w istotny sposób na wartość fundamentalną przedsiębiorstw notowanych na GPW. Tymczasem obserwowaliśmy wyraźnie, że załamanie na jednym z tych rynków, powodowało reakcję łańcuchową prowadzącą do spadku notowań także w Warszawie. W tym samym czasie rynki z kategorii dojrzałych (ang. *mature markets*) wykazywały się dużo większą stabilnością.

Sytuacja taka spowodowana jest działaniami dużych inwestorów międzynarodowych, którzy obserwując zaczątki problemów na jednym z rynków określonej kategorii szybko zamykają pozycje na wszystkich innych rynkach zaliczanych przez nich do tej samej „klasy”. Ostatecznie impuls podażowy wywołuje reakcję lawinową, która prowadzi do załamania się kursów na wszystkich parkietach z grupy *emerging markets*, nawet jeśli gospodarki tych krajów i przedsiębiorstwa tam notowane mają nisko powiązania gospodarcze. Duży inwestorzy globalni zdecydowanie mniej nerwowo reagują w stosunku do otwartych pozycji na rynkach dojrzałych, które dodatkowo cechują się większą głębiokością i płynnością, przez co trudniej wywołać na nich reakcję lawinową w drodze impulsu podażowego.

W powyższym kontekście, inwestycje zagraniczne OFE można by uznać za zasadne na poziomie wyższym niż tylko 5% ogółu aktywów. Inwestowanie w Polsce i jednocześnie na rynkach dojrzałych mogłoby mieć pożądane skutki w przypadku ewentualnych zawirowań na rynkach z kategorii *emerging markets*. Niemniej nie należy zapominać, że obniżenie ryzyka poprzez dywersyfikację międzynarodową prowadzi z drugiej strony do ekspozycji na ryzyko walutowe, które chociaż może być ograniczone przez *hedging*, to zwykle pociąga za sobą pewne dodatkowe koszty i nie do końca może zostać wyeliminowane, zwłaszcza przy inwestycjach długookresowych. Bilans korzyści i strat z dywersyfikacji międzynarodowej nie jest więc jednoznaczny.

Podnosząc argument, iż limit inwestycji zagranicznych OFE chroni rodzimą gospodarkę przed wpływem kapitału, nie należy zapominać, że po-

zostali uczestnicy rynku w zasadzie nie mają już ograniczeń w inwestowaniu poza granicami kraju. Istnieje zatem możliwość, że kapitał napływający z OFE i windujący ceny akcji na zbyt wysokie poziomy „wypchnie” z lokalnego rynku środki innych inwestorów: inwestorów zagranicznych, funduszy inwestycyjnych, a nawet inwestorów indywidualnych.

Ewentualne zmiany w poziomie limitu inwestycji zagranicznych OFE, o ile w ogóle należy je wprowadzać, to w sposób stopniowy. Przestrożą może być przykład Chile, gdzie najpierw zbudowano system emerytalny oparty na bardzo podobnych zasadach jak w Polsce, a po pewnym czasie zdecydowano się na skokową liberalizację zasad inwestowania poza krajem. Otwarcie możliwości lokowania środków funduszy emerytalnych na rynkach zagranicznych spowodowało istotny odpływ kapitału i „pęknięcie” bańki popytowej na lokalnym parkiecie chilijskim.

Podobny scenariusz wcale nie musi sprawdzić się jednak w Polsce. Być może w ogóle dyskusja nad zasadnością ograniczenia inwestycji zagranicznych OFE jest bezprzedmiotowa, gdyż przynajmniej w chwili obecnej zarządzający po prostu wolą inwestować w kraju. Otóż okazuje się, że za ledwie ok. 2% bieżącej wartości aktywów OFE, a więc mniej niż połowa tego co potencjalnie mogłoby być, faktycznie inwestowane jest zagranicą. Można zadać sobie pytanie dlaczego tak się dzieje. Pierwsze odpowiedzi, jakie się nasuwają to mała znajomość spółek zagranicznych przez polskich analityków oraz kwestie związane z ryzykiem walutowym. Po chwili głębszej refleksji można się zacząć zastanawiać, czy problem nie tkwi głębiej, a mianowicie w konstrukcji samego systemu za-

rzządzania OFE, a w szczególności w zasadach oceny towarzystw emerytalnych zarządzających funduszami, a co za tym idzie ich specyficznej motywacji w kształtowaniu polityki inwestycyjnej.

5. Zasady oceny i motywacja zarządzających OFE

W celu zapewnienia minimalnej rentowności środków gromadzonych w funduszach emerytalnych oraz zabezpieczając się przed ewentualnymi znacznymi dysproporcjami w efekcie końcowym osiągniętym przez poszczególne PTE zarządzające funduszami, ustawodawca stworzył tzw. mechanizm minimalnej stopy zwrotu. Zgodnie z aktualnymi przepisami, minimalna wymagana stopa zwrotu to stopa zwrotu niższa o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy, lub o 4 punkty procentowe, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa. Średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy, obejmująca ostatnie 36 miesięcy, podawana jest do publicznej wiadomości przez Komisję Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych na koniec marca i września.

Jeżeli stopa zwrotu któregoś z funduszy jest niższa od minimalnej wymaganej, powstały niedobór pośrednio lub bezpośrednio obciąża powszechne towarzystwo emerytalne, które zarządza funduszem⁷.

Tak skonstruowany mechanizm oceny, choć uzasadniony z punktu widzenia ograniczenia ryzyka przyszłych emerytów, stanowi jednak istotny czynnik modyfikujący politykę inwestycyjną towarzystw zarządzających funduszami. Modyfikacja ta dotyczy dwóch ważnych aspektów: Po

pierwsze, w zasadniczy sposób zmienia się horyzont czasowy, w którym dokonywana jest ocena efektywności inwestycji. Po drugie, motywacja do bycia najlepszym spośród zarządzających jest dużo mniejsza niż obawa przed zbyt niską stopą zwrotu w odniesieniu do średniej i koniecznością pokrywania niedoboru⁸. Oba te elementy mogą prowadzić do postaw wśród zarządzających, których bieżącym efektem będą tzw. zachowania stadne (ang. *herding*), zaś skutkiem długookresowym będzie obniżenie efektywności zarządzania środkami zgromadzonymi w OFE.

Z perspektywy kilkunastoletniej, która normalnie byłaby typowa dla lokat o charakterze emerytalnym, zarządzający przechodzą do widzenia inwestycji w horyzoncie maksymalnie trzech lat, a często nawet krótszym, biorąc pod uwagę, że średnioważone stopy zwrotu za poprzedzające okresy 36-miesięczne obliczane są i publikowane co pół roku. Spada zatem skłonność do lokowania środków w projekty o długim okresie zwrotu lub w aktywa, których wartość w krótkich okresach czasu może charakteryzować się relatywnie dużym poziomem zmienności. Tymczasem teoria rynku kapitałowego uczy przecież, że nagrodą za dłuższe oczekiwanie na zwrot z kapitału lub za podjęcie inwestycji o wysokim poziomie zmienności krótkookresowej są odpowiednio wyższe stopy zwrotu w długim okresie.

W tym kontekście pozytywnie należy ocenić zmiany w Ustawie o Organizacji i Funkcjonowaniu Funduszy Emerytalnych, w wyniku których zwiększono długość okresu, za który obliczana jest średnia z 24 do 36 miesięcy oraz zmniejszono częstotliwość poddawania funduszy ocenie z raz na kwartał do raz na półrocze.

W związku z istniejącym systemem oceny, zarządzający mają zdecydowanie mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka krótkookresowego celem maksymalizacji stóp zwrotu w długim okresie. Nie mają również motywacji do indywidualizacji stylu inwestycji, tj. do działań wyłączone w oparciu o własne analizy i wiedzę co do najefektywniejszych sposobów lokowania środków. Stworzone zachęty do tego, aby być najlepszym spośród zarządzających są dużo mniejsze, aniżeli obawa przed nadmiernym odstawianiem od przeciętnej w przypadku niepowodzenia. Obecny system niemal wprost zachęca zarządzających do praktykowania tzw. zachowań stadnych. Nie ważne jest, jaka inwestycja mogłaby przynieść najwyższe stopy zwrotu, lecz ważne, co kupują inne fundusze. W ten sposób nie ponosi się ryzyka odbiegania od średniej, choć być może jest ona dużo niższa od stopy zwrotu, którą moglibyśmy uzyskać tworząc portfel inwestycyjny wyłącznie w oparciu o własną wiedzę i przekonania.

W rezultacie struktura portfeli inwestycyjnych OFE jest bardzo zbliżona, a uzyskiwane wyniki w niewielkim tylko stopniu odbiegają od średnio-ważonej stopy zwrotu liczonej dla wszystkich funduszy emerytalnych. Przyszły emeryt otrzymuje w II filarze niemal homogeniczny produkt finansowy niezależnie od wybranego funduszu. Jego osobiste preferencje i subiektywne nastawienie do ryzyka mogą znaleźć odzwierciedlenie jedynie wówczas, jeśli zdecyduje się inwestować w III filarze lub za pośrednictwem normalnych funduszy inwestycyjnych, lub też samodzielnie.

Mając na uwadze powyższe argumenty, można postawić zasadnicze pytanie, czy przy aktual-

nym kształcie systemu oceniania i motywacji zarządzających, liberalizacja zapisów dotyczących inwestycji zagranicznych lub stworzenie bardziej rozległych możliwości inwestycyjnych poprzez wykreowanie nowych instrumentów finansowych sprawią, że portfele OFE będą bardziej zróżnicowane, a napływające składki będą efektywniej lokowane. Może bowiem zdarzyć się tak, iż nawet przy szerszych możliwościach inwestycyjnych zarządzający – przynajmniej w początkowej fazie – nie będą chcieli eksperymentować na nowych rynkach lub z nowymi instrumentami finansowymi, gdyż będą się obawiać, że podejmując określone inwestycje jako pierwsi „z branży” zbyt wyeksponują się na ryzyko odstawiania od średniej.

Nie ulega także wątpliwości, że system motywacyjny, którego efektem jest skrócenie horyzontu inwestycyjnego oraz zachowania stadne wśród zarządzających może sprzyjać powstawaniu „bańki popytowej” na określonych rynkach lub w danych klasach instrumentów. Myślenie w krótkiej perspektywie sprzyja bowiem działaniom o charakterze spekulacyjnym. Mniej uwagi poświęca się czynnikom fundamentalnym, nie przywiązując aż tak dużego znaczenia do tego, czy dany instrument jest akurat przewartościowany, czy niedowartościowany, a bardziej koncentrując się na tym, czy inni również decydują się na podobne zakupy oraz czy w niedługim czasie ktoś inny będzie skłonny zapłacić jeszcze więcej za te walory. Zachowania stadne oraz tzw. efekt konkursu piękności Keynesa⁹ wśród inwestorów dysponujących relatywnie dużym i stale dopływającym kapitałem w obliczu relatywnie płytkiego rynku mogą łatwo wynieść ceny walorów na poziomy oderwane od ich rzeczywistej wartości.

6. Podsumowanie

Reforma emerytalna przeprowadzona w 1999 r. była koniecznością, gdyż niewydolność starego systemu stawała się coraz bardziej widoczna, a dalsza zwłoka groziła tym, że zachodzące zmiany demograficzne w relatywnie krótkim okresie doprowadziłyby do niewypłacalności ZUS-u. Co zasady wdrożone mechanizmy nowego systemu emerytalnego są poprawne, a zastosowane rozwiązania można uznać za nowoczesne nawet na skalę europejską.

Powołanie do życia Otwartych Funduszy Emerytalnych z pewnością stanowiło jeden z punktów zwrotnych w rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Wydaje się, że do tej pory ich funkcjonowanie i wpływ na rynek generalnie należy oceniać pozytywnie. Nie można jednak lekceważyć pierwszych symptomów, które wskazują na pewne ułomności obecnej architektury rynku.

Okazuje się, iż działalność inwestycyjna OFE paradoksalnie może także stanowić zagrożenie dla stabilności rodzimego systemu finansowego. Porównanie dynamiki napływu nowych środków do funduszy z tempem rozwoju rynku wskazuje na możliwość wystąpienia tzw. bańki popytowej, w szczególności na rynku akcji. Niebezpieczeństwo to związane jest przede wszystkim ze zbyt małym upublicznieniem polskiej gospodarki, jak również z obecnym kształtem systemu oceniania i motywowania zarządzających funduszami, który skłania ich do zachowań stadnych oraz myślenia krótkoterminowego.

Widmo bańki popytowej wywołało dyskusję nad zasadnością limitu inwestycji zagranicznych,

którego liberalizacja miałaby rzekomo stanowić główne *antidotum* na ograniczone możliwości inwestycyjne na krajowym rynku akcji. Polemika, czy fundusze emerytalne powinny w pierwszej kolejności dbać o interes przyszłych emerytów, czy też służyć finansowaniu rodzimej gospodarki wydaje się być po części bezprzedmiotowa. Po pierwsze aktualny limit inwestycji zagranicznych jest wykorzystywany zaledwie w połowie, a po drugie wiele wskazuje na to, że inwestycje krajowe jeszcze przez stosunkowo długi czas będą bardziej zyskowne niż lokaty na rynkach ustabilizowanych. Tak więc interes przyszłych emerytów oraz dobro krajowej gospodarki wydają się być zbieżne. Ponadto, biorąc pod uwagę specyfikę systemu oceniania wyników funduszy, może zdarzyć się tak, iż nawet przy szerszych możliwościach inwestowania poza granicami, zarządzający nie będą chcieli eksperymentować na nowych rynkach, obawiając się większego zróżnicowania stóp zwrotu i możliwości nadmiernego odstawiania od średniej.

Aby w pełni wykorzystać szanse, jakie stworzyła reforma emerytalna, a także uniknąć potencjalnych zagrożeń, konieczne są działania zmierzające do wykreowania jak najszerzej palety możliwości inwestycyjnych na szeroko rozumianym krajowym rynku kapitałowym. Trzeba również zachęcać zarządzających do inwestowania w długim horyzoncie i w sposób nieco bardziej zróżnicowany. O ile sam mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu należy uznać za słuszny, o tyle okres oceny wyników powinien zostać jeszcze bardziej wydłużony.

Z zadowoleniem można przyjąć rosnącą liczbę nowych spółek prywatnych wprowadzanych na

giełdę, jak również pewne przyspieszenie w procesie prywatyzacji dużych państwowych przedsiębiorstw. W dłuższej perspektywie nie wydaje się to jednak być wystarczające do wchłonięcia ciągle narastających aktywów OFE. Należy zatem zadbać o głębsze zmiany w architekturze polskiego rynku, obejmujące m.in. stworzenie możliwości powoływania publicznych spółek inwestycyjnych, rozwój rynku *venture capital*, emisje obligacji celowych, jak też umożliwienie OFE inwestowania w nieruchomości.

Bibliografia

Catalan M., Impavido G., Musalem A. R.: *Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?* The World Bank, Financial Sector Development Department, Financial Sector Vice Presidency, [Washington D.C.], July 2000.

James E.: *New Systems for Old Age Security: Experiments, Evidence and Unanswered Questions*. „World Bank Research Observer”, August 1998.

Kawalec S., Kluza K., „Investments in domestic assets versus investments in foreign assets in mandatory funded pension schemes: What is the scope of conflict between national economic development and the interest of pension fund members?”, Paper for 59th Congress of the International Institute for Public Finance, University of Economics, Prague, August 25-28, 2003.

Schmidt-Hebbel K.: *Chile's Pension Revolution Coming of Age*. March. Tekst przygotowany na DIA Project: *Vergleich alternativer Altersversicherungssysteme in Chile, Deutschland, Groossbritannien, den Niederlanden und den USA*”, March 1999.

Schmidt-Hebbel K.: *Does Pension Reform Really Spur Productivity, Savings, and Growth?* mimeo, January 1999.

Vittas D.: *Pension Reform and Capital Market Development: 'Feasibility' and 'Impact' Preconditions*. World Bank, Development Research Group, Washington D.C., July 2000.

Vittas D.: *Regulatory Controversies of private Pension Funds*, World Bank, Development Research Group, Washington D.C., January 1998.

Przypisy

¹ Por. P. Garber, *Famous First Bubbles. Fundamentals of Early Manias*, MIT Press, 2001.

² Por. L. Tvede, *The Psychology of Finance*, J. Wiley&Sons Ltd, 2002, s. 30-41 oraz załącznik 4.

³ Dalsze rozważania zostaną ograniczone jedynie do OFE, choć nie należy zapominać o pozostałych funduszach inwestycyjnych, które mogą odegrać rolę silnego wzmacniacza ewentualnej bańki popytowej. Według danych STFI, tylko w samym 2003 r. wartość aktywów funduszy akcyjnych wzrosła 2,5-krotnie, zaś funduszy hybrydowych aż 5-krotnie.

⁴ Źródło: Biuletyn Miesięczny Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych nr 9, 2004.

⁵ Por. M. Dzwonkowski, Czy fundusze się (u)duszają?, *Nasz Rynek Kapitałowy*, 8/2004, s. 17.

⁶ Por. S. Kawalec K. Kluza, *Inwestycje zagraniczne w systemie obowiązkowych oszczędności emerytalnych*, materiały niepublikowane.

⁷ Niedobór pokrywany jest w pierwszej kolejności z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku rezerwowym funduszu, następnie z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego, na który przekazywane są stosowne wpłaty ze wszystkich PTE. Jeżeli środki te nie są wystarczające, pokrycie niedoboru następuje ze środków własnych tego PTE, które zarządza funduszem, w którym powstał niedobór, a jeżeli i te środki nie wystarczają, niedobór pokryty ma być z pozostałych środków Funduszu Gwarancyjnego, z zastrzeżeniem, że w pierwszej kolejności pokrywany jest on ze środków części podstawowej Funduszu Gwarancyjnego. Ostatecznym gwarantem pokrycia niedoboru jest Skarb Państwa. W przypadku pokrycia niedoboru przez Fundusz Gwarancyjny, nabywa on w stosunku do PTE lub jego masy upadłości roszczenie o zwrot środków Funduszu Gwarancyjnego wykorzystanych na pokrycie niedoboru.

⁸ Na marginesie można stwierdzić, że postawa taka zgodna jest także z teorią perspektywy D. Kahnemana i A. Twerskiego (1979), stanowiącą trzon finansów behawioralnych. W myśl tej teorii ludzie bardziej odczuwają negatywne doznania w związku z poniesieniem straty, aniżeli pozytywne uczucia w przypadku uzyskania dochodu w tej samej wysokości. Więcej na ten temat można odnaleźć również w: A. Szyszka (2004).

⁹ Keynes porównał zachowanie inwestorów giełdowych do konkursu piękności, który niegdyś zorganizowała jedna z lokalnych gazet londyńskich. Konkurs polegał na typowaniu najładniejszej kobiety spośród publikowanych zdjęć. Oprócz nagrody dla Miss Piękności, gazeta przewidziała również nagrody dla tych czytelników, którzy trafnie wytypują kandydatkę, która uzyska największą liczbę głosów. Zadanie zatem nie polegało na wskazaniu subiektywnie najpiękniejszej kobiety, ale na wytypowaniu takiej, która może się podobać największej liczbie innych oceniających. Podobnie może być z inwestowaniem w akcje – inwestorzy mogą decydować się na zakup nie dlatego, że są osobiście przekonani, iż określona spółka jest rzeczywiście najlepsza, ale dlatego, iż wierzą, że pozostali gracze będą uważać ją za wartościową.

Wykorzystanie rynków finansowych w systemie emerytalnym

Przyczyny zmiany systemu emerytalnego

Głównym powodem wprowadzenia nowego systemu emerytalnego było zabezpieczenie się przed zmianą proporcji podziału produktu krajowego brutto (PKB) między pokolenie pracujące i pokolenie emerytów.

Obecnie w większości krajów obserwujemy, że rosnąca część PKB trafia do pokolenia emerytów przy odpowiednio mniejszej części PKB trafiającej do czynników produkcji i opłacających produktywność tychże czynników produkcji. Po stronie popytowej nie ma to oczywiście znaczenia, ale po stronie podażowej ma, i to duże. Chodziło więc o to, by uniemożliwić sytuację, w której część PKB trafiająca do emerytów ciągle „puchnie” i to aż do tego stopnia, że właściwie gospodarka staje w miejscu, bo czynniki produkcji nie są opłacone w stopniu sprzyjającym podnoszeniu

ich zaangażowania w procesie produkcji, jak również podnoszeniu ich produktywności. Odnosi się to przede wszystkim do opłacenia pracy. Uogólniając, nikomu nie opłaca się pracować. Sytuację tę obserwujemy w wielu europejskich krajach. Oczywiście koszt obsługi długów systemów emerytalnych nie jest jedynym powodem tej sytuacji, niemniej koszt ten dokłada się do innych czynników obserwowanej sytuacji, być może jest nawet najważniejszym czynnikiem wśród wielu oddziałujących.

Taka sytuacja zapewne byłaby naszym udziałem, gdyby nie przeprowadzona w 1999 r. fundamentalna reforma emerytalna. Była ona na tle działań podejmowanych w innych krajach bardzo radykalna, polegała bowiem na likwidacji starego systemu i zastąpieniu go w całości nowym (dla osób urodzonych po 1948 r.). Jej istotą nie było wprowadzenie funduszy emerytalnych (choć było to ważne), lecz – najogólniej to ujmując – zastąpie-

nie zasady zdefiniowanego świadczenia zasadą zdefiniowanej składki w całym systemie emerytalnym. Nowy polski system emerytalny pozwala na stopniowe ograniczanie obciążenia pracujących, a docelowo pozwala osiągnąć stan, w którym proporcje podziału PKB między pokolenia są stałe, niezależnie od zmian struktury demograficznej.

Na marginesie, można wykazać, że jeżeli te proporcje są stałe, to system jest w równowadze Nasha, w przeciwnym wypadku w równowadze nie jest; ze wszelkimi złymi konsekwencjami tej sytuacji dla długookresowego funkcjonowania systemu. W krótkim horyzoncie można „utrzymywać system przy życiu” nawet, gdy nie jest on w równowadze. W dłuższym horyzoncie jest to niemożliwe. Pamiętajmy przy tym, że uczestnictwo w systemie emerytalnym ma z definicji długookresowy charakter. Od wejścia na rynek pracy średnio w systemie emerytalnym pozostaje się ponad 50 lat (najpierw płacąc składki, potem otrzymując wypłaty). Jeśli system jest nie zrównoważony, czyli gdy

$$\frac{PKB_2^R}{PKB_2} > \frac{PKB_1^R}{PKB_1}$$

to wiemy, że dany kraj stanie wobec alternatywy:

- obniżyć emerytury, co prowadzić będzie do zaburzeń społecznych;
- zwiększyć obciążenie kolejnego pokolenia, co prowadzić będzie do stagnacji gospodarczej.

Uniknięcie konieczności wyboru między tymi dwoma zagrożeniami wymaga zastosowania ta-

kich rozwiązań instytucjonalnych, które *ex ante* automatycznie dostosowują system do zmieniających się warunków, czyli zapewniają:

$$\frac{PKB_t^R}{PKB_t} = const.$$

Zastosowanie w systemie emerytalnym indywidualnych kont emerytalnych daje możliwość spełnienia powyższego warunku. Inne narzędzia są w tym zakresie o wiele mniej skuteczne. Wynika to z konieczności podejmowania w nich dyskrecjonalnych decyzji.

Wykorzystanie rynków finansowych w systemie emerytalnym

Finansowanie systemu emerytalnego przy wykorzystaniu rynków finansowych jest bardzo dobrym rozwiązaniem. Samo z siebie nie zapewnia ono stabilizacji proporcji podziału PKB między pokolenia, ale zastosowanie w nim indywidualnych kont emerytalnych jest dla wszystkich naturalne. Dzięki temu łatwiejsza jest reforma systemu polegająca na zastąpieniu anonimowego systemu emerytalnego systemem, który jest sumą indywidualnych kont, a to z kolei prowadzi do równowagi.

Jeśli coś podlega bieżącej wycenie w sposób, który jest dla ludzi znany i rozumiały (przynajmniej na tyle, na ile może być rozumiały dla nieekonomistów), to łatwiej zaakceptować to, że z systemu otrzymuje się tyle, ile do niego się włożyło plus stopa zwrotu. Jasne się staje, że w systemie nie ma żadnej cudownej szuflady, z której

można nagle wyjąć dodatkowe środki. Jest ich tyle, ile te zobowiązania, które system ma wobec nas, są warte. Jeśli mamy do czynienia ze zobowiązaniami wycenianymi na rynkach finansowych, to właściwie ludzie nie mają wątpliwości. W przypadku tradycyjnego systemu emerytalnego, jaki wciąż dominuje w większości krajów kontynentalnej Europy, zawsze rodzi się przypuszczenie, że politycy – jeśli ich dostatecznie przycisnąć – mogą podnieść emerytury, obniżyć wiek emerytalny, czy dać inne przywileje. I rzeczywiście, politycy pod wpływem presji zmieniają proporcje podziału bieżącego PKB, zmniejszają (do tego służą podatki i quasi-podatki) część, która powinna finansować wynagrodzenie czynników produkcji, a więcej przeznaczają dla emerytów, co prowadzi do omówionych wyżej problemów.

Wykorzystanie w części systemu emerytalnego rynków finansowych ma na celu przede wszystkim przywrócenie równowagi w systemie. Chodzi bowiem nie tyle o to, co się dzieje ze składkami pracujących, lecz o to, jak kreowane są zobowiązania systemu wobec tych osób. Bardzo ważną cechą nowego polskiego systemu emerytalnego jest to, że ta część tego systemu, która nie wykorzystuje rynków finansowych jest również zbudowana – analogicznie do części wykorzystującej te rynki – jako suma indywidualnych kont emerytalnych.¹ W rezultacie przywrócenie równowagi w polskim systemie jest bardzo szybkie, co stawia Polskę w wyjątkowo korzystnej sytuacji na tle innych krajów.²

Przywrócenie równowagi w systemie emerytalnym było głównym celem reformy emerytalnej. Cel ten udało się osiągnąć. Nowy polski system prowadzi do zmniejszenia obciążenia pracują-

cych kosztami systemu emerytalnego, a potem do ustalenia się stałych proporcji podziału PKB. Nie był to jednak cel jedyny. Niewątpliwie ważnym celem dodatkowym było wykorzystanie dynamicznej efektywności polskiej gospodarki, czyli sytuacji, w której zwiększenie poziomu inwestycji w gospodarce prowadzi do zwiększenia bogactwa. Spowodowanie tego typu efektu dynamicznego przy pomocy systemu emerytalnego możliwe jest jedynie wtedy, gdy strumień składek emerytalnych przechodzi przez rynki finansowe i przy ich pomocy służy finansowaniu inwestycji.

System emerytalny w kontekście rynków finansowych

Wykorzystanie rynków finansowych oraz inwestowanie to zagadnienia, które wymagają tu omówienia. Przede wszystkim są to dwa problemy, a nie jeden. Nie jest bowiem prawdą – z ekonomicznego punktu widzenia – że samo skierowanie środków na rynki finansowe już jest inwestowaniem.

Zakup na rynkach finansowych rządowych papierów dłużnych jest często traktowany jako dobra inwestycja finansowa. Z ekonomicznego punktu widzenia wymaga to jednak komentarza, który jest szczególnie istotny w przypadku wykorzystywania takich papierów w powszechnym systemie emerytalnym. Po pierwsze zakup obligacji niekoniecznie jest inwestycją w ekonomicznym rozumieniu tego pojęcia. Rząd może wydać uzyskane pieniądze na finansowanie bieżącej (lub nawet przeszłej – oddanie długów powstałych na skutek konsumowania na kredyt w przeszłości) konsumpcji. Spłata zadłużenia w przy-

słości dokonuje się wtedy kosztem podniesienia podatków. Nie ma w tej operacji niczego, co pozwalałoby nazwać zakup obligacji rządowych inwestycją. Wyobraźmy sobie jednak, że rząd wydaje uzyskane ze sprzedaży długu pieniądze na jakąś formę inwestycji (np. inwestycje infrastrukturalne), to i tak zwrot długu polega na nałożeniu na społeczeństwo odpowiednich podatków. Tylko inwestowanie w przedsięwzięcia sektora prywatnego pozwala oderwać system emerytalny od podatkowego finansowania. Wtedy system finansowany jest z zysków przedsiębiorstw, których właścicielami są – za pośrednictwem OFE – uczestnicy systemu. W tym ostatnim przypadku skierowanie środków emerytalnych na rynki finansowe powoduje powstanie efektów dynamicznych w gospodarce. W przypadku kupowania długu rządowego nie jest to pewne i nastąpić może jedynie wtedy, gdy rząd rzeczywiście finansuje z tych środków inwestycje.

Skierowanie środków emerytalnych na rynki finansowe wymaga stworzenia w tym celu odpowiednich ram instytucjonalnych, a przede wszystkim regulacji. Regulacje te muszą brać pod uwagę szereg punktów widzenia. Dotyczy to w szczególności omawianej sytuacji przepływu środków pochodzących ze składek wpłacanych do powszechnego systemu emerytalnego przez rynki finansowe. Prowadzi to do rozbudowania tych regulacji i ich restrykcyjności, w wielu przypadkach nadmiernej. Proces ten jest obserwowany w odniesieniu do regulacji dotyczących OFE i zarządzających nimi PTE w Polsce. Regulacje wprowadzone w momencie uruchamiania systemu w 1999 r. miały w części na celu złagodzenie ewentualnych problemów wynikających z wprowadzania zupełnie nowych rozwią-

zań. Część z tych regulacji miała być następnie eliminowana, a pozostałe – na tyle, na ile to możliwe – miały być łagodzone. Tak się niestety nie stało. Nie doceniliśmy determinacji polityków i urzędników w restrykcyjnym egzekwowaniu istniejących regulacji oraz tworzeniu nowych.

Omówię tu dwie regulacje, które wzbudzają najwięcej kontrowersji, a mianowicie:

1. Gwarancja minimalnej stopy zwrotu;
2. Limit inwestycji zagranicznych.

Odpowiednio do tematu, jakim jest inwestowanie środków OFE za granicą i w odniesieniu do opracowania S. Kawalca i K. Kluzy, więcej uwagi poświęcę limitowi ograniczającemu możliwość dokonywania inwestycji zagranicznych. Szereg innych szczegółowych regulacji, które również wymagają dyskusji, nie będą przedmiotem opracowania.

Gwarancja minimalnej stopy zwrotu

Warto zaznaczyć, że gwarancje o charakterze generalnym nie mogą istnieć w systemie powszechnym. Jedyne, co rządy mogą gwarantować, to podniesienie podatków lub ograniczenie wydatków na inne niezbędne cele (szkoły, szpitale, drogi, itp.), aby sfinansować gwarancje. Takie gwarancje nie są oczywiście nic warte i nie o nie chodzi w systemie emerytalnym. Sens mają gwarancje jednakowego traktowania wszystkich uczestników powszechnego systemu. Sens również mają gwarancje – choć są to gwarancje innego typu – związane z regulacjami branży OFE/PTE.

Każda gwarancja wprowadzona (nie tylko) w systemie emerytalnym kosztuje. Koszt ponoszą uczestnicy tego systemu. Dlatego warto porównać korzyść jaką otrzymują z kosztem jaki w tym celu ponoszą. Gwarancja minimalnej stopy zwrotu daje uczestnikom dwie korzyści:

1. Poczucie bezpieczeństwa (nie musi to mieć związku z faktycznym bezpieczeństwem);
2. Jednakowe (zbliżone do jednakowego) traktowanie ich pieniędzy w systemie emerytalnym.

Obie korzyści są istotne dla uczestników. Pierwsza ma wyłącznie psychologiczną naturę. Druga powoduje, że składki jakiejś grupy uczestników systemu nie będą generowały istotnie mniejszego od średniej³ udziału w podziale przyszłego PKB. Rzecz w tym, aby gwarancja ta nie prowadziła do nadmiernych kosztów. Najtańsze dla uczestników byłoby zrezygnowanie z jakichkolwiek gwarancji. Nie sądzę jednak, aby należało ludzi nakłaniać do podjęcia takiej decyzji. Znacznie lepsze jest rozluźnianie parametrów służących do oceny wyników funduszy. Ograniczy to koszty, bez ograniczania poczucia bezpieczeństwa.

Limit środków OFE, które można zainwestować za granicą

Limit ten wprowadzony został z powodów *stricte* politycznych. Dobrze, że udało się „wytargować” od polityków chociaż 5%, które obecnie obowiązuje. Limit ten uważam za niepotrzebny, a nawet szkodliwy i postuluję jego zniesienie, albo może lepiej konsekwentne podnoszenie (powiedzmy 10 punktów procentowych na rok).

Polska gospodarka potrzebuje inwestycji. To nie ulega wątpliwości i trzeba szukać możliwości, by one rosły. Limit dla OFE nie sprzyja jednak temu celowi, lub jeśli sprzyja, to w bardzo ograniczonym zakresie.

1. Limit dotyczy jedynie OFE, nie ogranicza natomiast innych instytucji finansowych i indywidualnych obywateli. Jeśli więc OFE muszą inwestować jedynie w kraju, to wypychają z tego rynku pozostałych inwestorów. Efekt netto dla gospodarki jest niewielki.
2. Płytkość polskiego rynku kapitałowego powoduje, że OFE kupują znaczną ilość rządowego długu, co w nawiązaniu do wcześniej dyskutowanego problemu, ma niewielki związek z inwestowaniem w ekonomicznym rozumieniu.
3. Jeśli omawiany limit jest w części chociaż efektywny, to przy płytkości polskiego rynku kapitałowego, zwiększa on prawdopodobieństwo powstania bańki popytowej na tym rynku.
4. Swoboda przepływu kapitału jest bardzo poważnie traktowana przez kraje wysokorozwinięte i ich ugrupowania takie jak OECD, czy tym bardziej EU. Utrzymywanie restrykcji w tym zakresie jest odbierane jako sygnał, że polski rynek kapitałowy, a co za tym idzie cała gospodarka nie w pełni respektuje cywilizowane standardy.

Powyższe argumenty nie są argumentami za tzw. wywozem kapitału. Rzecz w tym, że restrykcje w tym zakresie nie ograniczają wywozu kapitału, a w pewnym zakresie nawet ograniczają jego dopływ z zagranicy. Gdyby było tak, jak to zakładają

między innymi w opracowaniu S. Kawalec i K. Kluza, że limit ten podnosi ilość i wartość kapitału zatrudnionego w procesie produkcji, to moja opinia uległaby pewnej zmianie. Wydaje się jednak, że założenie jest chybione. Mimo to sformułowane przez nich wnioski są bardzo zasadne. Sprowadzają się bowiem do postulatu podjęcia działań mających na celu sprzyjanie rozwojowi rynków finansowych tak, aby to założenie stało się choć w części uzasadnione. W dodatku Kawalec i Kluza formułują swój wniosek dotyczący utrzymania limitu w sposób, który jest jednocześnie postulatem znacznego zwiększenia tego limitu, a w dodatku ograniczają czasowy zakres działania swojego postulatu do okresu przed przystąpieniem Polski do strefy euro. Znaczący to, że postulowane przez nich rozwiązanie jest w praktyce zbieżne z proponowanym wyżej przez mnie.

Głównym problemem w odniesieniu do OFE jest płytkość polskiego rynku kapitałowego. Mówiąc w skrócie „nie ma czego kupić”. Fundusze zmuszone do ograniczenia się wyłącznie do krajowego rynku, albo wypchną z niego inne instytucje finansowe, albo kupią rządowe instrumenty dłużne, albo – gdy oba powyższe efekty nie w pełni się zrealizują – napompują bańkę popytową na polskim rynku kapitałowym. W każdym z tych przypadków pożytek dla inwestycji w Polsce będzie niewielki, a efekt końcowy może być wręcz negatywny.

Klasyfikacja OFE w rachunkach narodowych

Zasady księgowe dotyczące klasyfikacji w ramach rachunków narodowych są dość dobrze określone. Ich zmiany są rzadkie i raczej nie naruszają

ogólnej struktury istniejących zasad. To dotyczy również niedawnej decyzji Eurostatu w sprawie klasyfikowania takich instytucji, jak polskie OFE. Z decyzji wynika, że transfer do OFE jest wydatkiem rządu i w związku z tym powiększa deficyt, a co za tym idzie także wielkość długu publicznego. Wydanie takiej właśnie decyzji spowodowane zostało trzema różnymi przesłankami:

1. Eurostat, a szerzej instytucje stojące na straży poprawności klasyfikacji, nie jest skłonny przykładać ręki do zmian, które mogłyby zburzyć istniejącą strukturę klasyfikacji. Politycy ze swej strony boją się naruszenia *status quo* w zakresie klasyfikowania w ramach rachunków narodowych. Wiedzą bowiem, że wynik zmian mógłby być dla nich bolesny.
2. Obrona zasad. Bronioną zasadą jest swoboda przepływu kapitału, która jest jedną z czterech podstawowych wolności w ramach Unii Europejskiej. Wyłączenie może dotyczyć jedynie środków publicznych. Dlatego próby innej klasyfikacji interpretowane są głównie jako próba naruszenia swobody przepływu kapitału.
3. Obawa. Docelowo wszystkie kraje należące do Unii Europejskiej powinny znaleźć się w strefie euro. Moment przyjęcia euro przez poszczególne kraje pozostające na razie poza strefą euro nie jest jednak określony. Przystąpienie do strefy może nastąpić po spełnieniu szeregu warunków. Spośród nowych członków Unii, największą jest polska gospodarka. Istnieje obawa, że przedwczesne przystąpienie Polski do UWiG może – w razie jakichś kłopotów – destabilizować całą strefę. Taka obawa jest znacznie mniejsza w przypadku mniejszych gospodarek.

Argumenty te skłoniły Eurostat do wydania orzeczenia mówiącego, że środki OFE są środkami prywatnymi. Taka decyzja pozwala utrzymać istniejącą klasyfikację w ramach rachunków narodowych, pozwala naciskać Polskę w sprawie zniesienia limitu ograniczającego możliwości inwestowania środków OFE za granicą, pozwala w końcu chłodzić polskie zapędy przystąpienia do strefy euro. Trudno się dziwić, że właśnie taka decyzja została podjęta. Rzecz w tym, że decyzja ta – choć niekoniecznie dobra dla Polski (na pewno ograniczająca swobodę naszego działania) – szkodliwa jest bardziej dla całej Unii niż dla Polski. Decyzja taka skutecznie wzmacnia bowiem i tak silne tendencje do odkładania przebudowy systemów emerytalnych. Reforma polegać musi na poddaniu kontroli strumieni przepływających przez systemy emerytalne. Kontrola wymaga ujawnienia tych strumieni i księgowaniu ich w ramach rachunków narodowych. Ujawnienie dotychczas ukrytych strumieni klasyfikowane jest jednak – w myśl decyzji Eurostatu – jako wydatek rządu. Żeby w takich warunkach jakieś reformy były realizowane, to kryteria z Maastricht musiałyby zakładać dopuszczalny poziom długu nawet powyżej 100% PKB. Im później takie kraje jak Niemcy czy Francja zreformują swoje systemy, tym bardziej będzie to niekorzystne dla ich społeczeństw.

Paradoksalność decyzji Eurostatu widać na prostym przykładzie. Załóżmy, że fundusze emerytalne za całość wpływających do nich środków kupują rządowe obligacje. Nie jest to założenie dalekie od rzeczywistości. Niemalże z taką sytuacją mamy do czynienia w wielu krajach (np. na Węgrzech). ZUS przekazuje środki do funduszy; fundusze przekazują środki do budżetu (w za-

mian za obligacje); budżet przekazuje środki ZUS-owi. Strumień dodatkowej podaży instrumentów dłużnych spotyka się z równym co do wielkości strumieniem dodatkowego popytu na te instrumenty. Koło się zamyka. Nie ma żadnego realnego efektu dla gospodarki. Jest tylko efekt księgowy. Jeśli natomiast część środków pochodzących ze składek jest wydawana przez OFE na inwestycje, to koło się nie domyka. Rząd musi wyemitować dodatkowe obligacje o wartości większej niż dodatkowy popyt na nie. Ma to efekt dla stóp procentowych i wypychania inwestycji sektora prywatnego. Rzecz w tym jednak, że w rzeczywistości stało się to na skutek zwiększenia finansowania inwestycji prywatnych. Z dokładnością do różnicy wrażliwości analizowanych zmiennych, efekt także w tym przypadku okazuje się neutralny dla gospodarki.

Dyskusja nad problemem związanym z decyzją Eurostatu wychodzi poza ramy tego tekstu.⁴ Tu zajmę się jedynie tym aspektem problemu, który wiąże się z ograniczeniami inwestycji OFE za granicą. Zgodnie z decyzją Eurostatu ograniczenia tego typu nie mogą istnieć, a co najmniej muszą być konsekwentnie znoszone. Mamy więc do wyboru praktycznie dwie opcje:

1. Zaakceptować decyzję Eurostatu i w konsekwencji znieść omawiany limit;
2. Znieść omawiany limit i przekonać Eurostat, żeby zmienił swoją decyzję.

Tak czy inaczej celem nie jest utrzymanie limitu, który w obecnej sytuacji jest nie do utrzymania. Można co najwyżej przeciągać sprawę. Chodzi natomiast o łatwiejszą drogę do euro oraz lepszy

sygnał dla rynków finansowych. Warto o to walczyć. Warto także przyłożyć się do zmiany omawianej klasyfikacji z uwagi na ułatwienie reform emerytalnych innym krajom. Żyjemy teraz w jednym organizmie gospodarczym, jakim jest Unia. Kłopoty innych członków Unii nie są całkiem neutralne z naszego punktu widzenia. Jeśli inne kraje szybciej zreformują swoje systemy emerytalne, to zaczną się szybciej rozwijać (nie jest z tym obecnie zbyt dobrze), a szybciej rozwijająca się gospodarka Unii, to ewidentna korzyść także dla Polski.

Bibliografia

Dang, T. T., Antolin, P. and Oxley, H. (2001). *Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending*, Economics Department Working Paper No. 305, Paris: OECD.

Góra, M. (2003). *Reintroducing Intergenerational Equilibrium: Key Concepts behind the New Polish Pension System*. – Ann Arbor: The William Davidson Institute, 2003 26s. (William Davidson Institute Working Paper 574)

Góra, M. and Rutkowski, M. (2004). “Eurostat on Pensions: Misclassifications and misconceptions” (mimeo).

Przypisy

¹ Pełny opis problematyki związanej z przywracaniem równowagi w systemie emerytalnym prezentuję w Góra (2003).

² Porównania międzynarodowe (stosujące ujednoliczoną metodologię) dotyczące sytuacji systemów emerytalnych i jej wpływu na gospodarki krajów OECD można znaleźć na przykład w Dang et al. (2001).

³ Chodzi tu nie o średnią na uczestnika, lecz o średnią wartość wygenerowaną przez wpłaconą w formie składki złotówkę.

⁴ Dyskusję na ten temat ekonomiści prowadzić będą jeszcze długo. Jednym z jej wczesnych przejawów jest apel skierowany do prawie 100 ekonomistów z krajów Unii (częściowo także spoza Unii), patrz Góra i Rutkowski (2004). Apel ten, po dalszej dyskusji będzie przekształcony w apel do gremiów decyzyjnych Unii.

Problem inwestycji zagranicznych funduszy emerytalnych – omówienie dyskusji

Model Kawalca-Kluzy

Na system emerytalny i jego regulacje można patrzeć z punktu widzenia makro i spojrzenia mikro. Problem pojawia się wówczas, gdy te dwa spojrzenia w sposób niekontrolowany są mieszane, czego nie uniknęli S. Kawalec i K. Kluza (**Marek Dąbrowski, CASE**). Wywód zaprezentowany w ich analizie ma sens, jeśli założymy, że gospodarka jest zamknięta w zakresie przepływów kapitałowych i to w dużym stopniu, bo przy częściowym ograniczeniu przepływów kapitałowych istnieje wiele technik obejściowych. Czyli państwo musi skutecznie kontrolować bilans obrotów kapitałowych i muszą istnieć daleko idące ograniczenia, żeby w ogóle móc mówić o skutecznym ograniczeniu w inwestowaniu za granicą. Należało by również przyjąć, że państwo jest w stanie skutecznie regulować, wręcz dekretować, stopę oszczędności i akumulacji. Nawet w warunkach gospodarki

zamkniętej, ale będącej gospodarką prywatną i rynkową jest to bardzo problematyczne założenie. Oczywiście w historii XX wieku mieliśmy do czynienia z eksperymentami gospodarczymi, w których państwo dekretowało stopę oszczędności i inwestycji, ale były to zupełnie inne systemy niż te, do których się obecnie, również w opracowaniu S. Kawalca i K. Kluzy, przymierzamy. Kolejną kwestią, jak się wydaje, jest nie do końca rozróżnienie oszczędności i inwestycji. Nawet zakładając, że istnieją możliwości wymuszenia wyższych oszczędności związanych z II filarem systemu emerytalnego (co, oczywiście, nie jest prawdą), nie mamy gwarancji, że zaoszczędzone środki zostaną przeznaczone na inwestycje krajowe. Nawet przy zamknięciu rachunków kapitałowych mogą zostać nadwyżką oszczędności nad inwestycjami. S. Kawalec i K. Kluza mówiąc o poprawie rachunku bieżącego obrotów kapitałowych, faktycznie taki właśnie rysują scenariusz, ale to oznacza, że *ceteris pari-*

bus nie będzie wyższych inwestycji, jedynie zostanie zmniejszona nierównowaga zewnętrzna. Bardzo problematycznym założeniem jest to, że nie występuje coś takiego jak malejąca krańcowa stopa zwrotu, co by oznaczało, że można pompuwać inwestycje do gospodarki i ich średnia stopa zwrotu pozostanie ta sama. Zastrzeżenia te powodują, że rozumowanie S. Kawalca i K. Kluzy, chociaż samo w sobie prawidłowe i logiczne, prowadzi do problematycznych wyników. Wydaje się, że jest to jeszcze jeden głos tego nurtu publicznej dyskusji, który traktuje II filar funduszy emerytalnych jako przedmiot pewnego typu arbitralnych decyzji organów państwowych.

Założenia systemu emerytalnego przesądzały o obligatoryjności udziału w II filarze, ale wynikiem obligatoryjności nie miało być wymuszenie wyższej stopy oszczędności, ale wymuszenie myślenia przyszłych emerytów już na starcie pracy zawodowej o swojej przyszłości. Motywacja obligatoryjności miała więc raczej charakter socjalny, motywujący przyszłych emerytów do porzucenia idei horyzontu krótkiego myślenia.

Niestety uczestnictwo w funduszach II filaru jest obowiązkowe, rodzi więc cały czas pokusę politycznego manipulowania, bo każdy element przymusu państwowego zawsze daje pokusę rozszerzenia zakresu przymusu. Rozumowanie S. Kawalca i K. Kluzy również lekko zmierza właśnie w tym kierunku: dla dobra ogółu i szczęścia społecznego można zakazać funduszom inwestowania poza krajem, co wszystkim wyjdzie na dobre. W historii nietrudno znaleźć liczne przykłady kiedy

państwo wiedziało lepiej niż obywatel oraz co z tego wynikało.

W dyskusji publicznej wokół OFE pojawia się wiele innych nurtów. Przypomnijmy absolutnie awanturnicze, z które wracają jak bumerang. Przywołajmy pomysł, aby zaliczyć OFE do sektora publicznego i dzięki temu uzyskać inną interpretację długu publicznego. Dzisiaj mamy ponowną próbę majstrowania przy systemie funduszy emerytalnych i ponowną próbę zaliczenia systemu do sektora publicznego. Pomysł jest bardzo niebezpieczny dla stabilności systemu emerytalnego i grozi utratą zaufania. Łatwo można wyobrazić sobie następne kroki postępowania wobec funduszy: można zakazać im inwestowania w akcje, a nakazać inwestowanie w papiery skarbowe; są kraje, w których występują właśnie takie ograniczenia. Podtekst opracowania S. Kawalca i K. Kluzy jest więc niebezpieczny i trzeba się wystrzeżać tego rodzaju propozycji.

S. Kawalec i K. Kluza próbują udowodnić, że korzyści makro, wynikające z różnych czynników np. wzrostu oszczędności, wzrostu gospodarczego byłyby większe niż czynniki mikro wpływające z działalności funduszy na poziomie operacyjnym (**Paweł Wojciechowski, Allianz Polska OFE**). Czynniki mikro mają zupełnie inny charakter. Służą ocenie przede wszystkim procesów alokacji, czyli procesów jakościowych. Założenie, że aktywa krajowe i zagraniczne mają takie samo ryzyko, że zachowania różnego typu ryzyko (systemowe GPW, krajowe) są jednakowe, bardzo spłaszcza analizę na poziomie mikro. Podstawowym czynnikiem w analizie mikro jest mechanizm konkurencji,

czyli alokacji kapitału, który zwiększa efektywność. Na tym poziomie dyskutowalibyśmy czy takie lub inne ograniczenia wpływają na zmniejszenie lub zwiększenie efektywności. Dysputę taką możemy przeprowadzić tylko wtedy, gdy dyskutujemy o celu przedsięwzięcia. Wiadomo, że celem systemu emerytalnego jest dobro członków. Pytamy więc o to, czy zniesienie jakiegoś ograniczenia (np. inwestycyjnego, zniesienie mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu) wpływa na efektywność zarządzania. A to jest zupełnie inna teoria, bo portfelowa. W świetle tej teorii można śmiało dyskutować czy byłoby to korzystne dla członków funduszy emerytalnych, czy nie. Wówczas jednoznacznie moglibyśmy stwierdzić, że zniesienie ograniczeń zwiększa efektywność, bo eliminuje/lub dywersyfikuje te rodzaje ryzyka, które ponoszą obecni członkowie systemu; chociażby ryzyko polityczne kraju, czy ryzyko systemu rynku kapitałowego, które zwykle się określać efektem bańki popytowej. Wydaje się, że taka analiza byłaby najbardziej właściwa dla oceny czy zniesienie któregoś z limitów np. inwestycyjnego zagranicznego miałyby sens, czy nie.

Jednoczesne mówienie o makro- i mikroekonomii nie może być zarzutem, jeśli wywód jest prawidłowy (**Stefan Kawalec**). Natomiast model pokazuje pewne makroekonomiczne skutki zachowań mikroekonomicznych, które później mają konsekwencje również dla podmiotów mikroekonomicznych. W modelu mamy do czynienia z klasyczną sytuacją *free raide*. Każdy indywidualnie lokuje swoje pieniądze za granicą, jeśli inwestycje zagraniczne dają mu nieco większą rentowność niż inwestycje krajowe. To samo zrobi każdy z zarządzających fun-

duszami, jeśli chce mieć dobre rezultaty. Wpływ makroekonomiczny indywidualnych decyzji obywateli decydujących się na inwestycje zagraniczne jest zupełnie marginalny. Rzecz wygląda zupełnie inaczej w przypadku funduszy emerytalnych. Jeśli wszystkie jednocześnie podejmą taką decyzję, to efekt będzie negatywny dla wszystkich. W takim przypadku, w dyskutowanym modelu, wprowadzenie ograniczenia i zmuszenie wszystkich graczy do inwestowania w kraju jest dla nich korzystne. Wydaje się, że połączenie makro- i mikroekonomii zostało na poziomie modelu uczynione prawidłowo. Model jest oparty o jasno wyspecyfikowane założenia.

Jeżeli stopa zwrotu w kraju jest wyższa niż za granicą (co jest najczęstszym przypadkiem wszystkich krajów transformujących się), to problem ograniczeń dla inwestycji OFE nie istnieje (**M. Dąbrowski**). Jeśli stopa zwrotu za granicą jest nieznacznie wyższa niż w kraju, to nie istnieje niebezpieczeństwo masowego wpływu środków OFE za granicę ze względu na ryzyko walutowe, koszty, bariery rynku, dostęp do informacji. Jeśli krajowa stopa zwrotu jest znacznie niższa niż za granicą, to przymus na wiele się nie zda; co pokazuje również model Kawalca-Kluzy.

Jeżeli założymy doskonałe funkcjonowanie międzynarodowego rynku kapitałowego, brak jakichkolwiek barier w przepływie kapitału, idealny dostęp do informacji, brak ryzyka walutowego i ryzyka deficytu rachunku bieżącego, to założenie dotyczące zwiększenia oszczędności jest nieprawdziwe. W takim przypadku środki OFE przymusowo zainwestowane w kra-

ju wypchną inne środki, oczywiście dotyczy to jedynie idealnego świata ciągłego rynku kapitałowego (**Stefan Kawalec**). Świat idealny jednak nie istnieje. Mamy bariery w dostępie do informacji, istnieje ryzyko walutowe, w związku z tym część środków zostanie wypchnięta, a część nie. Co najmniej do momentu wejścia Polski do unii walutowej, nie można mówić o doskonałej substytucji i pełnym efekcie wypychania. W związku z tym zjawisko makro- i mikroekonomiczne w jakimś zakresie istnieje, być może w mniejszym niż w przygotowanej symulacji.

Limity inwestowania

Limity inwestowania przez OFE nie mają żadnego znaczenia. Oczywiście utrzymywanie ich jest bezsensowne (**Bogusław Grabowski, PTE Skarbiec-Emerytura**). Pamiętajmy jednak, że utrzymywanie limitów inwestowania dla OFE nie ma wpływu na ucieczkę kapitału za granicę. Zależy to jedynie od konkurencyjności gospodarki – w zakresie równowagi makroekonomicznej, sprawności funkcjonowania rynków, w tym rynku pracy. Kapitał pozostanie w kraju, jeśli tu będzie najwyższa stopa zwrotu. Wtedy nie tylko nie będzie odpływał z powodów ekonomicznych, ale będzie również przyciągał inne inwestycje zagraniczne. Majstrowanie przy limitach nigdy nie zwiększało poziomu dobrobytu. Dostatek wymaga zakasania rękawów oraz intensywnej i wydajnej pracy.

Jeśli z rachunków narodowych wynika, że mamy inwestować w kraju i wyciągamy z tego wniosek, że prawdopodobieństwo, iż wzrost li-

mitu inwestycji zagranicznych dla OFE zaszkodzi systemowi emerytalnemu i gospodarce jest niewielkie, to nie przenosimy tych rozważań na grunt ustawy (**Krzysztof Lutostański, Bankowy OFE**). Z tego powodu, że definicja inwestycji zagranicznych w systemie emerytalnym nie ma nic wspólnego z ekonomicznym sercem tego pojęcia. Przecież inwestycją zagraniczną w tym systemie jest każdy zakup na giełdzie we Frankfurcie czy Londynie. Jeśli kupujemy na polskiej giełdzie, to jest to inwestycja krajowa. Jeśli na GPW kupię akcje MOL-a, będzie to przecież inwestycja krajowa. Gdybyśmy spróbowali zrównać ustawową definicję z makroekonomiczną, to weszlibyśmy w obszar skansenu inwestycyjnego. Z punktu widzenia osób zarządzających funduszami emerytalnymi to nie jest żaden problem zainwestować za granicą, za chwilę będzie jeszcze mniejszy, a technologii obejmujących jest mnóstwo. Funkcjonowanie rynku kapitałowego właśnie na tym polega. Zarządzający kupując certyfikaty inwestycyjne i papiery bankowe szybciej będzie wiedział, jaka będzie stopa zwrotu z inwestycji niż gdzie pójść pieniądze.

Zgodnie z umowami międzynarodowymi np. obligacje wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) są równoważne z obligacjami polskiego rządu. EBI bez problemu wyemituje dla funduszy emerytalnych obligacje z dyspozycją na NASDAQ, NIKE itp. Jeśli fundusze emerytalne byłyby zainteresowane inwestycjami zagranicznymi, to nie łamiąc 5-proc. limitu na inwestycje zagraniczne, wszystkie swoje środki mogłyby inwestować poza Polską (**Adam Chełchowski, Credit Suisse Life & Pensions OFE**). Wątpliwe jednak, aby

którykolwiek z zarządzających OFE był zainteresowany innymi niż *benchmarkowe* inwestycjami. Nie ma raczej możliwości robienia *stockpiling* na akcjach japońskich, bo znajomość tamtej gospodarki jest stosunkowo mała i pewnie inwestowanie ograniczałoby się do produktów, objętych kontraktami terminowymi na indeksy giełdowe. Dlatego też fundusze nie wykorzystują nawet w połowie 5-proc. limitu na inwestycje zagraniczne. W rzeczywistości jest to jedynie limit 2-proc. Rynek funduszy się ustabilizował. Tych, których miano wykupić, już zostali wykupieni. Na rynku pozostali jedynie poważni gracze. Prawdopodobieństwo spotkań ze swoimi przyszłymi konkurentami szacują jako wysokie. Decyzja o inwestycji za granicą, na płynnych rynkach, oznacza ryzyko, ponieważ pozycja podmiotu, którego akcje nabywamy niekoniecznie jest do końca znana. Inwestując w kraju zawsze znamy *benchmark* podmiotu, którego akcje lub obligacje kupujemy, możemy się do niego dostosowywać i podejmować racjonalne decyzje. Zarządzający OFE są oceniani na podstawie tego jak fundusz wypada wobec *benchmarku*. Dla zarządzającego przejście z *benchmarku* znanego na nieznaną byłoby zaprzeczeniem racjonalizmu. Inwestowanie za granicą oznacza, że dzisiaj, co prawda, pokonam rynek, ale z powodu nieznanego *benchmarku* jutro za to zapłacę. Zarządzający są przecież karani za to jakie odchylenie w stosunku do średniej gwarantowanej stopy zwrotu wykazują ich fundusze. Jeśli średnia będzie nieznaną, to odchylenie będzie większe i wszyscy będziemy regularnie dopłacać. Zarządzający funduszami zachowują się więc bardzo racjonalnie nie wykorzystując przyznanego limitu. Dopóki OFE

obowiązuje mechanizm gwarantowanej stopy zwrotu, w ogóle nie powinniśmy inwestować za granicą.

Na kwestie limitów, ograniczeń i ich ewentualnego znoszenia (**Wojciech Otto, WNE UW**) raczej należałoby patrzeć jako na kwestię zmniejszenia przewagi komparatywnej alternatywnych inwestorów, których takie ograniczenia nie wiążą.

Wiele krajów i Eurostat, instytucja statystyczna, upiera się, aby traktować OFE jak część finansów prywatnych, za wszelką cenę odcina możliwość zakwalifikowania funduszy do finansów publicznych. Głównym powodem jest zagrożenie swobody przepływu kapitałów. Kłasyfikacja jest *de facto* sprawą drugorzędną. Ważniejsze jest, aby zniknęły wszelkie limity, zwłaszcza na inwestycje za granicą, bo im to przeszkadza ideologicznie i faktycznie (**M. Góra**). W związku z tym należałoby przejść do porządku dziennego nad tym, że znosimy limity. Przede wszystkim dlatego (na co wskazywało wielu seminarzystów), że one i tak nie mają znaczenia, a także niekoniecznie są korzystne, a jednocześnie dążyć do tego, aby nam tych pieniędzy nie dopisywano do zadłużenia, bo nam to istotnie utrudnia życie z punktu widzenia wchodzenia do strefy euro, a innym utrudnia życie z punktu widzenia podjęcia jakichkolwiek działań mających na celu reformowanie systemów emerytalnych, a ściślej zmniejszenie tempa narastania długu wynikającego ze starzenia się społeczeństw.

Nie twierdzimy, że udowodniliśmy, iż ograniczenie inwestycji zagranicznych w dzisiejszej gospo-

darce jest korzystne, ale nie wykluczamy, że tak jest (**S. Kawalec**). Nie może więc być prawdziwe twierdzenie, że ograniczenie nie ma żadnego znaczenia dla dzisiejszej gospodarki.

Struktura wynagradzania zarządzających aktywami

Najpoważniejsze konsekwencje obecnego kształtu mechanizmu (konstrukcja minimalnej wymaganej stopy zwrotu) związane są z faktem niesymetrycznych bodźców. Fundusze karane są za zbyt niską stopę zwrotu, a nie są nagradzane za zbyt wysoką. Czynnikiem ten jest, jak się wydaje, dużo więcej istotniejszy niż częstotliwość w kalkulacji średnich do porównań – czy przyjmujemy horyzont średniej 24- czy 36-miesięcznej (**W. Otto**). Wydłużenie 24-miesięcznej średniej do 36 miesięcy nie rozwiązuje problemu. Idąc tym torem rozumowania powinniśmy uznać, że to, co jest ważne dla emeryta to mniej więcej 20-letnia średnia stopa zwrotu. Jeśli średnio pracuje się i systematycznie oszczędza 40 lat, to średnio złotówka na koncie emerytalnym przebywa około 20 lat i to powinno być kryterium. Informowanie przez fundusze o osiągniętej przez nie stopie zwrotu nie powinno być zabraniane. Zupełnie czym innym jest natomiast nagradzanie, czy karanie za osiąganą stopę zwrotu. Wydaje się, że częstotliwość stosowanej do porównań stopy zwrotu powinna być taka sama jak częstotliwość zmieniania przynależności do funduszy. Stądne zachowanie funduszy emerytalnych jest ogromnym zagrożeniem dla członków funduszy, którzy zapewne chcieliby, aby między funduszami była ostra konkurencja, żeby różniły się stopami zwrotu.

Wydaje się, że pozostawienie w obecnym kształcie systemu motywacyjnego doprowadzi w realnej perspektywie czasowej do pozostania na rynku kilku funduszy (**Adam Szyszka, AE w Poznaniu**). Proces przejmowania i łączenia funduszy na pewno nie jest zakończony, dlatego że obecny kształt systemu powoduje duże znaczenie efektu skali. Fundusze przecież nie będą konkurowały o przyszłych klientów stopami zwrotów (które będą zbliżone), a będą konkurowały kosztami potrąconymi ze składki.

3-letnia dyspersja stóp zwrotu jest większa niż 2-letnia, o czym świadczą wyniki krajowego i zagranicznych rynków (**A. Chełchowski**). Rozpatrzmy następujący przykład: założmy, że mieliśmy *hossę*, potem *bessę* na rynku i jesteśmy w momencie, kiedy 3-letnie stopy zwrotu są bliskie zeru i zgodziliśmy się zostawić dowolny dystans 4-proc. do średniej. A więc zamieniliśmy sytuację, w której byliśmy częściej mierzeni i ryzykowaliśmy stratę mniejszej kwoty, na sytuację, w której jesteśmy mierzeni rzadziej, a prawdopodobieństwo konieczności dopłaty jest mniejsze, ale jeśli konieczność dopłaty nastąpi, to będzie tak duża, że może oznaczać bankructwo funduszu emerytalnego. Zwiększenie więc dyspersji stóp zwrotu z 2- na 3-letnią nie jest zmianą pożądaną dla OFE. Zmienić natomiast powinien się horyzont czasowy. Indywidualnie każdy z nas wynajmując zarządcę inwestycji emerytalnych, z których będzie korzystał za 25 lat na pewno nie chciałby zarządcy płacić za obrót inwestycjami, za to czy będzie miał miesięczną, czy dwuletnią stopę zwrotu. Państwo wynajęło wykonawcę konkretnego zadania a płaci mu nie za to, do czego został wynajęty.

Jeśli przy tym krótkim horyzoncie wprowadzilibyśmy symetrię kary i nagrody, to też niczego dobrego nie osiągniemy. Każdy zarządzający funduszami będzie się starał zapracować przez trzy lata na końcowy bonus np. milion złotych nagrody, nie przejmując się dalszym losem OFE. Rozwiązanie jest absurdalne. Żadna symetria kary i nagrody, przy tym niedostosowaniu horyzontu inwestycyjnego do horyzontu oceny, niczego nie zmienia. System jest chory od podstaw.

Celem działania funduszy jest wysoka stopa zwrotu w ciągu 20-letniego okresu (**W. Otto**), co nie oznacza, że po 20 latach będziemy nagradzać wnuczków menedżerów, którzy 20 lata temu zarządzali funduszem.

Okres 20 czy 25 lat jest zbyt długi, aby czekać na ocenę czy ktoś dobrze, czy źle zarządzał. Być może właściwym byłaby długość pełnego cyklu koniunkturalnego (około 7. lat). Wydaje się, że byłby to dobry horyzont do porównywania czy zarówno w okresach *bessy* i *hossy* zarządzający radzi sobie dobrze (**A. Szyszka**). To nie musi być system motywacyjny bezpośrednio adresowany do osób zarządzających funduszami, to może motywować instytucję, która stworzy odpowiednie regulacje wewnętrzne do motywowania osób zarządzających.

Wszystkie regulacje dotyczące kar i nagród powinny być faktycznie pozorne. *De facto* są niepotrzebne i dużo lepiej byłoby, gdyby były traktowane wyłącznie w sferze psychologicznej (**M. Góra**). Chodzi o to, żeby ludzie, którzy są członkami systemu czuli się bezpiecznie, żeby się nie bali. Każde rozwiązanie, każda regulacja

typu minimalna stopa zwrotu (czy jakiegokolwiek inne rozwiązanie) kosztuje i jest nieefektywne. Lepiej, żeby go nie było. Z drugiej strony mamy w tym systemie obowiązki wobec wszystkich, niektórzy mają prawo się bać i stąd rozpościera się ochronny parasol. Najlepiej, żeby był wyłącznie parasolem psychologicznym.

Ocena systemu emerytalnego

System emerytalny miał zwiększyć bezpieczeństwo przyszłych emerytów, ale nie zwiększył. Przyszła emerytura w I i II filarze wystawiona jest przecież na ryzyko fiskalne. Udział inwestycji funduszy emerytalnych w instrumentach dłużnych Skarbu Państwa jest dominującym ryzykiem dla wielkości i wypłacalności II filara (**B. Grabowski**). Nie przyczynił się też do wzrostu gospodarki, bo jego wprowadzenie nie wygenerowało oszczędności. Byłoby to możliwe w dwóch przypadkach. Jeśli 1 stycznia 1999 r. wprowadzając system wymusilibyśmy dodatkowe oszczędności sektora prywatnego – np. mówiąc, że system kapitałowy jest obowiązkowy, ale państwo nie rekompensuje składki, czyli przyszli emeryci muszą zmniejszyć bieżącą konsumpcję, to oczywiście efektem byłyby większe oszczędności i przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Albo, gdybyśmy powiedzieli, że państwo kompensuje wpłaty np. poprzez prywatyzację, bo takie rozwiązanie nie zwiększa poziomu długu publicznego, czyli nie zwiększa się efekt wypychania. W rzeczywistości dług publiczny od czasu wystartowania reformy emerytalnej wzrósł niepomniernie bardziej niż wielkość aktywów funduszy emerytalnych. Efekt wypychania nie tylko „połknął”

efekt reformy emerytalnej, ale z nawiązką zabrał inne oszczędności sektora prywatnego. Na razie efektem reformy emerytalnej są dwa ciągłe zapisy księgowe: wpisujemy środki na koncie OFE a na koncie długu Skarbu Państwa prawie że ekwiwalentną kwotę. Dotychczas reforma emerytalna nie zwiększyła oszczędności, przez co nie zwiększyła inwestycji w gospodarce i nie zwiększyła stabilności systemu w długim okresie .

Niewątpliwie konieczna jest reforma finansów publicznych, która szybko i gwałtownie ograniczy wydatki, zmniejszy narastanie, a później dług publiczny. Krytycy mogą kwestionować, że zmniejszenie puli obligacji skarbowych zlikwiduje OFE źródła inwestowania. Odpowiedź jest prosta: zmniejszy się efekt wypychania, zwiększą się inwestycje sektora prywatnego. Inwestycje te w postaci obligacji korporacyjnych, akcji, również akcji kredytowej zaabsorbują dodatkowe oszczędności wygenerowane w sektorze emerytalnym. Utrzymanie równowagi ogólnej gospodarki w zakresie przyływów i zasobów jest nieubłagane. System emerytalny nie jest niczym nadzwyczajnym, tylko jednym z elementów gospodarki. Dopóki równania nie będą się równoważyły, dopóki OFE i II filar nie będą zwiększały bezpieczeństwa systemu emerytalnego, a system nie będzie redystrybuował bardziej na korzyść przyszłych emerytów bieżącego PKB, dopóty nie możemy liczyć na przyspieszenie wzrostu gospodarczego przez system emerytalny.

Elementy dynamiczne systemu emerytalnego, zwłaszcza na poziomie mikro są osiągnięte. Dużo dobrych rzeczy już się dzieje, jeżeli nawet

nie są one do końca mierzalne w tej chwili (**Marek Góra, SGH**). Ostatnio w sposób widoczny zmieniła się stabilność systemu emerytalnego. Spadło tempo narastania zobowiązań wobec przyszłego pokolenia emerytów. Polska na skutek wprowadzenia nowego systemu emerytalnego jest w najlepszej sytuacji ze wszystkich krajów OECD (o czym świadczą badania) z punktu widzenia zmniejszania skali obciążenia bieżącego PKB kosztami systemu emerytalnego.

Uwagi, jak się wydaje, wymaga martwa, z punktu widzenia przyrostu produktywności czynników produkcji, część PKB, czyli część transferowana do pokolenia emerytów. Martwa część PKB może być transferowana albo przez opodatkowanie bieżących dochodów pokolenia pracującego, albo jako odkupywanie przez pokolenia pracujące od pokolenia emerytów jakiś aktywów, które to pokolenie posiada. Ta część PKB, z punktu widzenia podaźowego, nie istnieje jako czynnik wpływający na spłcenie przyrostu produktywności. Niestety systemów emerytalnych w Europie, również poprzedniego polskiego systemu, polegało na zwiększaniu się martwej części PKB. W polskim systemie emerytalnym zjawisko narastało, co gorsza, w wykładniczym tempie. Reforma emerytalna nie tylko zahamowała ten wzrost, ale spowodowała spadek długu. Nie chodzi o dług pokazywany w tabelach Ministerstwa Finansów, ale o dług emerytalny, czyli o kwoty, które kolejne pracujące pokolenie będzie musiało oddać kolejnemu pokoleniu emerytów w pusty, dla wzrostu gospodarczego, sposób. Polska reforma emerytalna zredukowała negatywne efekty zewnętrzne wywołane zmianami struktury demo-

graficznej. Osiągnięto więc cel reformy. Notabene problem ten jest główną przyczyną wszelkich działań zmierzających do reform emerytalnych na świecie. Rozwiązania są przeróżne. Przepuszczanie pieniędzy funduszy emerytalnych przez rynki finansowe jest narzędziem zmniejszenia długu emerytalnego a nie narzędziem przyspieszenia wzrostu gospodarczego na skutek efektów dynamicznych. Gdyby one wystąpiły, byłyby dodatkowym efektem pozytywnym. Ale czy one nastąpią, kiedy i jaka będzie ich siła to kwestia do oddzielnej analizy.

Wprowadzenie systemu emerytalnego powoduje zmiany jakościowe, które nie mogą zostać pominięte (**Krzysztof Lutostański, Bankowy OFE**). Założenie, że za opis całości zdarzeń wystarczy wykaz liczb w krótkim okresie czasu nie jest prawidłowe. Przyjmijmy, że 30 proc. środków, które zostały wyjęte spod zarządu administracyjnego poszły na zakup akcji. Trafiły do wybranych spółek, najlepiej notowanych na giełdzie, których stopy zwrotu w przyszłości będą wyższe. Jeśli inwestorzy zauważą, że spółki te gwarantują godziwy zarobek, to chyba wpłynie to na wzrost stopy oszczędności w gospodarce.

Fundusze emerytalne powinny inwestować w instrumenty prywatne, a nie w obligacje skarbowe. Uważamy natomiast, że inwestycje OFE w obligacje skarbowe mają podobny efekt makroekonomiczny co inwestycje w instrumenty prywatne, przy założeniu, że decyzja dotycząca ograniczeń inwestycyjnych dla OFE nie ma wpływu na wielkość długu publicznego (**S. Kawalec**). Jeśli dług publiczny jest dany i wynika z potrzeb i zamiarów rządu, to przy jego

wykupie przez fundusze emerytalne nie mamy efektu wypychania. Jeśli dług publiczny wykupują inni, to obniżają się inwestycje prywatne, bo następuje ich wypychanie przez dług publiczny. Jeżeli banki kupują olbrzymią ilość długu publicznego, to o taką kwotę mniej finansują gospodarkę. Jeżeli OFE kupią dług publiczny, to banki będą finansowały gospodarkę. Jeżeli OFE zamiast długu polskiego kupią amerykański, to ma to niewątpliwie negatywny wpływ na dostępność kapitału w Polsce. Jest to oczywista zależność przy założeniu, że środki zgromadzone na kontach OFE nie mają wpływu na wielkość długu publicznego. Natomiast, jeśli zezwolenie na zakup przez OFE długu publicznego spowoduje automatyczne dostosowanie długu do otwierających się możliwości finansowych, to wpływ tego zezwolenia na gospodarkę będzie negatywny.

OFE są systemem obowiązkowym, co bardziej umożliwia i uzasadnia majstrowanie niż przy systemie dobrowolnym. W przypadku tego ostatniego nie można bowiem założyć, że wielkość oszczędności jest dana. Ograniczenia w dobrowolnym systemie emerytalnym mogłyby spowodować ucieczkę uczestników. Indywidualnym obywatelom nie można uniemożliwić oszczędzania za granicą. My natomiast mamy wątpliwości czy jest racjonalne tworzenie przymusowych systemów oszczędności, aby kupować amerykańskie obligacje skarbowe. Polski system emerytalny jest zalecany jako wzór kolejnym krajom przez Bank Światowy. Nie we wszystkich istnieje rynek kapitałowy. Zaleca im się, aby ich fundusze emerytalne finansowały bezpieczne papiery na rynku międzynarodowym.

Fundusze emerytalne nie są system przymusowych oszczędności (**M. Góra**). Przymusowy system emerytalny został zastąpiony inną formą przymusowego uczestniczenia w tym systemie. Przymusowe podatki, które były kiedyś płacone zostały zastąpione przymusowymi oszczędnościami.

Co by się stało, gdyby system nie był przymusowy? (**A. Szyszka**). Obowiązek wpłacania składek na OFE zostaje uchylony po przekroczeniu pewnego pułapu zarobków. 89% osób, które przekroczyły ten pułap, rezygnuje z dalszego wpłacania składek do OFE.

Fundusze emerytalne nie powinny kupować obligacji skarbowych, zwłaszcza w nadmiarze (**M. Góra**). Docelowo w portfelu OFE w ogóle nie powinno być żadnego papieru związanego z długiem rządowym. Głównym powodem jest to, że jeżeli zamknąłby się przed nimi rynek zewnętrzny i nie miałyby czego kupić w kraju, to naturalną konsekwencją będzie zwiększenie popytu na papiery skarbowe. Rząd jest więc ewidentnie motywowany, by zwiększać wydatki, a celów właściwych i szczytnych nigdy nie zabraknie. Każdy więc rząd wyda dowolną ilość pieniędzy. A każdy dług w rezultacie trzeba zwrócić według stopy ekonomicznej, czyli tempa wzrostu gospodarczego.

OFE i rozwój rynku kapitałowego

Nowe spółki notowane na GPW nie rozwiążą problemu funduszy emerytalnych (**B. Grabowski**). Jeśli dotychczasowy indywidualny właściciel firmy sprzeda ją na giełdzie, to kupią ją inwestorzy giełdowi, a poprzedni właściciel zainwestuje

w inną firmę giełdową lub obligacje Skarbu Państwa, czyli wypchnie możliwości inwestycyjne z większego sektora. Liczba spółek notowanych na giełdzie nie ma żadnego znaczenia. Ważne jest natomiast czy gospodarka inwestuje. Bilans będzie w ogólnej równowadze makroekonomicznej wtedy, gdy wymuszony przyrost środków finansowych OFE będzie netto przyrostem oszczędności w gospodarce. Tak się stanie tylko wtedy, kiedy nie będziemy mieli ekwiwalentnego wzrostu deficytu finansów publicznych i długu publicznego a dla dodatkowych oszczędności możliwości inwestycyjne zostaną pokryte wtedy, kiedy w tym samym czasie powstanie strumień inwestycji. O równowadze możemy mówić wówczas, gdy strumień dodatkowych oszczędności spotka się ze strumieniem inwestycji a nie przyrostu majątku. Nie potrzeba nowych spółek na giełdzie. Wystarczą obecne, jeśli będą zwiększały swoje inwestycje, a przez to bazę kapitałową i środki na inwestycje, o 6 mld USD. Problemem nie jest więc parcie, aby jak najwięcej było spółek na giełdzie, ale to, aby podmioty już notowane na GPW się rozwijały. Wszystko jedno czy dzięki giełdzie, czy sektorowi bankowemu. Jeśli wybiorą sektor bankowy, to ten z kolei będzie zmniejszał swój popyt na instrumenty dłużne i Skarbu Państwa, korporacyjne i inne akcje.

Część ekspertów uważa, że 30% alokacji składek OFE na rynku kapitałowym, które przeznaczone jest na zakup akcji tak naprawdę nie ma znaczenia dla poziomu inwestycji. Trudno się zgodzić z tym twierdzeniem (**A. Szyszka**). Gdyby nie było tych 30%, to wycena polskich papierów wartościowych na GPW byłaby niższa, koszt pozyskania kapitału byłby wyższy, a z rachunku mikroekonomicznego wynika, że ileś projektów

inwestycyjnych nie zostałyby podjętych. A wyższa ewaluacja polskich spółek oznacza dla nich niższy koszt kapitału.

S. Kawalec i K. Kluza postulują nie tylko zwiększenie limitu OFE na inwestycje zagraniczne. Proponują również działania, aby zwiększyć możliwość absorbowania środków OFE przez krajowy rynek kapitałowy (**M. Góra**). Chodzi o to, aby rosnące lawinowo zapisy księgowe nie przekładały się na zapisy po stronie długu publicznego, tylko, żeby się przekładały na konkretne inwestycje. Należałoby więc bardzo istotnie reformować rynek kapitałowy i rozwijać, aby pieniądze, które alokujemy w cyklu życia dodatkowo, po drodze, zanim odbierzemy je w postaci emerytury, dały efekt dynamiczny w gospodarce.

Starzenie się społeczeństwa, z makroekonomicznego punktu widzenia, niezależnie od tego, czy mamy do czynienia z systemem w pełni repartycyjnym, czy z systemem mieszanym (częściowo repartycyjny, częściowo oparty na funduszach kapitałowych) powoduje spadek stopy oszczędności (**M. Dąbrowski**). W systemie w pełni repartycyjnym prawdopodobnie będzie się dokonywał przede wszystkim poprzez zwiększenie negatywnych oszczędności sektora publicznego, natomiast w systemie opartym całkowicie na prywatnych kapitałowych funduszach emerytalnych – poprzez zmniejszenie oszczędności netto sektora prywatnego. Oczywiście bardzo istotne są w tym przypadku założenia transferów międzypokoleniowych, które mogą modyfikować to rozumowanie, ale zakładając, że są one ograniczone, to w miarę starzenia się społeczeństwa należy się liczyć ze spadkiem stopy oszczędności.

NOTATKI

Z E S Z Y T Y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych

Z E S Z Y T Y B R E - C A S E

- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych funduszu emerytalnym