

# Działalność otwartych funduszy emerytalnych a funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego

Adam Szyszka

## Wprowadzenie

Głównym 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 utrzymania 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 będą szansą rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Podkreślano, że OFE wpłyną na rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), poprawiając jej płynność i poprawność wyceny walorów, a dzięki wielkości swoich aktywów będą chronić rynek przed zakusami spekulantów. W przewidywaniach tych koncentrowano się jednak głównie na stronie popytowej rynku. Sądono, że regularne zastrzyki kapitału ze składek wpływających do OFE niejako automatycznie zostaną wchłonięte przez rozwijający się i złakniony finansowania młody rynek kapitałowy.

Przed pięcioma laty mało kto przypuszczał, że nowocześnie skonstruowany – nawet w porównaniu z wieloma państwami 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 poważne problemy zgoła innej natury. Wraz z napływem do OFE coraz większych środków stało się oczywiste, że fundusze mają wyraźne problemy ze znalezieniem odpowiedniej podaży papierów wartościowych. Najwyraźniej jest to widoczne w odniesieniu do rynku akcji notowanych GPW, choć dotyczy także innych segmentów szeroko rozumianego rynku kapitałowego, z wyjątkiem dłużnych papierów skarbowych, których podaż jest zapewniona dzięki nieustannym potrzebom budżetowym. Nie po to jednak przeprowadzono reformę emerytalną, aby jeden nieefektywny system emerytalny (ZUS), stanowiący formę długu publicznego, zamieniać na inny, który *de facto* również w zasadniczej części byłby 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 –

\* Autor pragnie podziękować Fundacji na rzecz Nauki Polskiej za uzyskanie wsparcia na działalność naukową. Artykuł prezentowany w wersji pierwotnej na 74 seminarium BRE-CASE we wrześniu 2004 r. w Warszawie.

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 w dalszych częściach niniejszego artykułu będą poruszać będzie 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.

### Niebezpieczeństwo bańki popytowej na rynku akcji

Na potrzeby niniejszego artykułu świadomie wprowadzono pojęcie „bańki popytowej”, jako szczególnie przypadkiem znanego już w ekonomii od kilkuset lat zjawiska bańki spekulacyjnej<sup>1</sup>. Na różnych rynkach świata w różnych okresach 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 się załamać 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 akcjami Kompanii Mórz Południowych w Anglii w XVIII w. czy wielkie załamanie amerykańskiego rynku akcji w 1929 r.<sup>2</sup>

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 płytkim rynku.

Taka sytuacja może obecnie mieć miejsce na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w związku z szybkim wzrostem aktywów funduszy emerytalnych i, 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 podtrzymawanego wzrostu na rynku akcji. Może on przez to 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.

Aby ocenić, na ile takie zagrożenie jest realne, wystarczy spojrzeć na dotychczasowy udział aktywów OFE w obrocie akcjami na GPW oraz porównać tempo dopływu nowego kapitału z funduszy z wartością nowo oferowanych papierów<sup>3</sup>.

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 2004 r. łączna wartość aktywów OFE przekroczyła 62,6 mld zł, z czego 20,2 mld (32,3%) stanowiły walory spółek notowanych na GPW<sup>4</sup>. Oznacza to, że wartość akcji znajdujących się w portfelach OFE stanowi niemal 10% kapitalizacji wszystkich polskich spółek giełdowych oraz odpowiada aż blisko 30% obecnego *free-float*. Jednak te relacje i tak nieznacznie się poprawiły po wprowadzeniu na GPW akcji PKO BP.

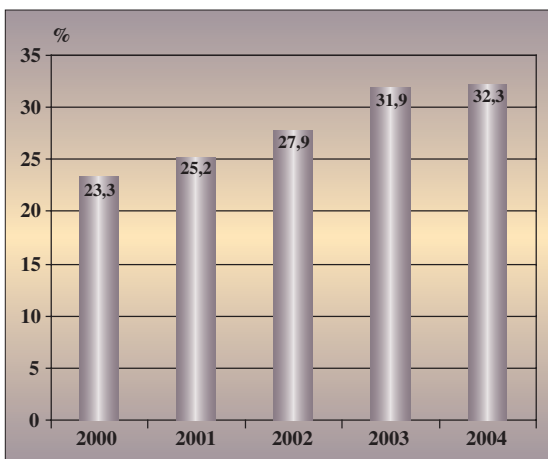
Szacuje się, że do końca 2009 r. aktywa OFE będą wynosić od 140 do 160 mld zł, co przy pełnym wykorzystaniu 40-procentowego limitu mogłoby dać 56–64 mld zł zainwestowanych w akcje. Odpowiada to około 35–40% obecnej kapitalizacji polskich spółek oraz całemu *free-float* GPW. Jest zatem oczywiste, że rosnącym aktywom OFE musi towarzyszyć odpowiedni rozwój GPW, przejawiający się przede wszystkim zwiększoną podażą papierów wartościowych

<sup>1</sup> Por. P. Garber: *Famous First Bubbles. Fundamentals of Early Manias*. MIT Press 2001.

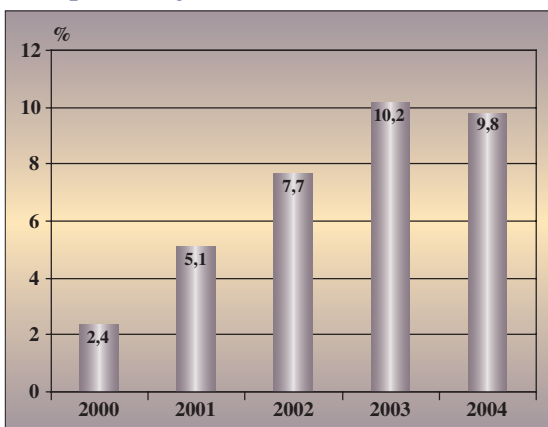
<sup>2</sup> Por. L. Tvede: *The Psychology of Finance*. J. Wiley&Sons Ltd 2002, s. 30–41 oraz załącznik 4.

<sup>3</sup> Dalsze rozważania zostaną ograniczone do OFE, choć nie należy zapominać o pozostałych funduszach inwestycyjnych, które mogą silnie wzmacniać ewentualną bańkę popytową. Według danych STFI, tylko w 2003 r. wartość aktywów funduszy akcyjnych wzrosła 2,5-krotnie, a funduszy hybrydowych aż 5-krotnie.

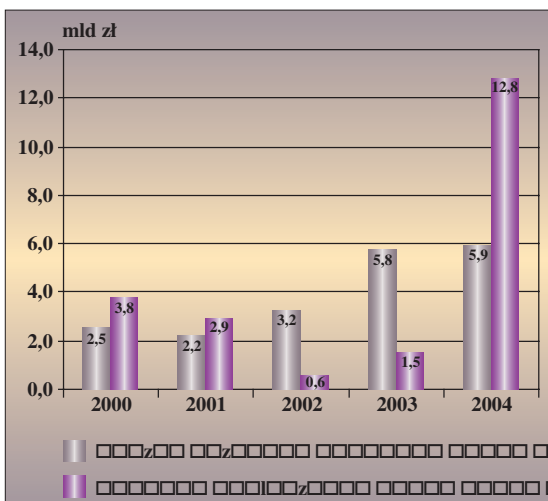
<sup>4</sup> Dane miesięczne Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych [www.knuife.gov.pl](http://www.knuife.gov.pl)

Wykres 1. *Udział akcji w aktywach OFE*

Źródło: wyliczenia własne na podstawie danych KNUiFE.

Wykres 2. *Wartość akcji w portfelach OFE do kapitalizacji GPW*

Źródło: wyliczenia własne na podstawie danych KNUiFE.

Wykres 3. *Popyt na akcje ze strony OFE a wartość publicznych ofert akcji*

Źródło: wyliczenia własne na podstawie danych KNUiFE i KPWiG.

wych. 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 akcji musiałaby wynosić nie mniej niż 6 mld zł rocznie! Tymczasem w całym okresie od stycznia 2000 r. do grudnia 2003 r. wartość nowych ofert publicznych wyniosła łącznie zaledwie 8,7 mld zł. Sytuacja zdecydowanie poprawiła się w 2004 r., który był rekordowy jeżeli chodzi o liczbę debiutów na GPW (36 nowych spółek – druga największa liczba w Europie, po giełdzie w Londynie), ale także za sprawą mega-oferty akcji banku PKO BP.

Czy jednak kilka dużych emisji z topniejących już zasobów prywatyzacyjnych Ministerstwa Skarbu zażegna niebezpieczeństwo bańki popytowej? Łączna wartość przedsiębiorstw, które mogłyby być jeszcze sprywatyzowane przez giełdę, jest szacowana na około 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 około 10 mld zł, wobec 30–40 mld zł potencjalnego napływu nowych środków z OFE na rynek akcji<sup>5</sup>. Czy zatem nie należałoby się zastanowić nad dalej idącymi zmianami w architekturze polskiego rynku kapitałowego, które poszerzyłyby możliwości inwestycyjne OFE?

### Zwiększenie krajowych możliwości inwestycyjnych OFE

Bariery efektywnego alokowania dynamicznie rosnących aktywów OFE obnażyły główną słabość polskiego rynku kapitałowego, którą jest zbyt mały stopień upublicznienia naszej gospodarki. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, mająca 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 ar-

<sup>5</sup> Por. M. Dzwonkowski: *Czy fundusze się (u) duszą?* „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 8/2004, s. 17.

chitekturę rynku, aby stał się efektywną platformą przekazywania kapitału. Nie chodzi tu z resztą tylko o rozwój rynku akcji, ale także o stworzenie większej liczby alternatyw inwestycyjnych.

Cieszy rosnąca liczba spółek prywatnych, które decydują się na wejście na GPW, choć ich wartość jest 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. Pomysł wykorzystania środków OFE do sfinansowania rozwoju infrastruktury – tak bardzo potrzebnej w naszym kraju – należy uznać za cenny. Istotne jest jednak, aby tego rodzaju inicjatywy były oparte na czytelnych mechanizmach, a nie stanowiły tylko ukrytej formy wyłączenia budżetu z finansowania określonych zadań Państwa. Niemniej jednak, przy założeniu jasnych reguł rynkowych finansowanie 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 w długim okresie zazwyczaj przynoszący wysokie stopy zwrotu, mógłby być przedmiotem inwestycji OFE, o ile inwestowanie odbywałoby się za pośrednictwem specjalnych funduszy nieruchomościowych, których jednostki uczestnictwa byłyby notowane na GPW. Strategia inwestycyjna funduszu nieruchomościowego musiałaby być nastawiona na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego między różne segmenty rynku nieruchomości. Upublicznienie certyfikatów inwestycyjnych funduszu na GPW zapewniałaby 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 stworzenie 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 pozostaje jednak 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 na rynku publicznym, mogłyby stanowić dobry sposób na przekazywanie kapitału pomiędzy GPW a wieloma małymi przedsiębiorstwami. Byłyby to firmy często bardzo dobre i przyszłościowe, aczkolwiek znajdujące 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, odpowiednio przy tym dywersyfikując ryzyko inwestycyjne. Strategią wyjścia z tego rodzaju inwestycji byłoby upublicznienie tych spółek z portfela, które osiągną odpowiedni dla rynku publicznego stopień dojrzałości. W ten sposób GPW osiągałaby podwójne korzyści. Po pierwsze, rosłaby kapitalizacja rynku poprzez 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 MCI.

Publiczne spółki inwestycyjne prawdopodobnie nie będą skłonne do finansowania projektów obciążonych 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 wysokim ryzyku, ale i wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu z pewnością pozostaną domeną 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 popytowej 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 decydujących się na wyjście z inwestycji poprzez wprowadzenie spółki na giełdę.

### Zasadność limitu inwestycji zagranicznych

W ostatnim czasie w związku ze zgłaszanymi 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 wskazuje się na rozbieżność 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 przeciwstawne. Wiele wskazuje na to, że dynamika wzrostu polskiego PKB będzie w najbliższych latach kilkukrotnie wyższa niż w dojrzałych gospodarkach. Można z tego wnioskować, że inwestycje kapitałowe na rodzimym rynku będą dostarczać odpowiednio wyższych stóp zwrotu w porównaniu z dojrzałymi rynkami.

Ponadto nie należy zapominać, że inwestycje krajowe wywołują 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 nieco wyższe niż z inwestycji krajowych o podobnym poziomie ryzyka, wcale nie musi to być niekorzystne dla członków OFE. Wolniejszy przyrost aktywów z tytułu wypracowywanych zy-

sków może być bowiem, w pewnych granicach, zrekompensowany większym przyrostem z tytułu wpłacanych wyższych składek, których poziom pośrednio jest związany z tempem wzrostu gospodarczego<sup>6</sup>.

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 r. oraz brazylijski, wyraźnie pokazały, jak bardzo jesteśmy uzależnieni 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 Brazylii mogły istotnie wpłynąć 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 popytowy 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 nikiel powiązania gospodarcze. Duży inwestorzy globalni zdecydowanie mniej nerwowo reagują w stosunku do otwartych pozycji na rynkach dojrzałych, które dodatkowo cechują się większą głębokością i płynnością, przez co trudniej wywołać na nich reakcję lawinową w drodze impulsu popytowego.

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 ob-

<sup>6</sup> Por. S. Kawalec, K. Kluza: *Inwestycje zagraniczne w systemie obowiązkowych oszczędności emerytalnych*. Materiały z 74. Seminarium BRE-CASE.

niżenie ryzyka poprzez dywersyfikację międzynarodową prowadzi do ekspozycji na ryzyko walutowe. Można je wprawdzie ograniczyć poprzez *hedging*, jednak zwykle pociąga ono 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.

Argumentując, iż limit inwestycji zagranicznych OFE chroni rodzimą gospodarkę przed wpływem kapitału, nie należy zapominać, że pozostali 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. Ponadto, nawet jeżeli kapitał OFE będzie służył finansowaniu polskich podmiotów, nie ma żadnej pewności, że środki te faktycznie zostaną zainwestowane w sferę realną w naszym kraju. Nic bowiem nie stoi na przeszkodzie, aby polskie firmy, pozyskując kapitał z GPW, przekazywały go dalej, inwestując na rynkach międzynarodowych. W takim świetle skuteczność limitu inwestycji zagranicznych dla OFE, jako narzędzia zatrzymującego kapitał w kraju, jest znikoma.

Jeśli w ogóle należy zmieniać limit inwestycji zagranicznych OFE, to stopniowo. 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 się sprawdzić w Polsce. Być może w ogóle dyskusja nad zasadnością ograniczenia inwestycji zagranicznych OFE jest bezprzedmiotowa, gdyż przynajmniej obecnie zarządzający po prostu wolą inwestować w kraju. Okazuje się, że zaledwie około 2% bieżącej wartości aktywów OFE, a więc mniej niż połowa tego, co mogłoby być, faktycznie jest inwestowane za granicą. 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. Można się też zastanawiać, czy problem nie tkwi głębiej, a mianowicie w konstrukcji samego systemu zarządzania OFE, a w szczególności w zasadach oceny towarzystw emerytalnych zarządzających funduszami, a co za tym idzie ich specyficznej motywacji w kształtowaniu polityki inwestycyjnej.

## Zasady oceny i motywacja zarządzających OFE

W celu zapewnienia minimalnej rentowności środków gromadzonych w funduszach emerytalnych oraz chronić 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 funduszem<sup>7</sup>.

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 niedoboru<sup>8</sup>. Oba te elementy mogą prowadzić do postaw wśród zarządzających, których bieżącym efektem będą tzw. zachowania stadne (ang. *herding*), a skutkiem długookresowym będzie obniżenie efektywności zarządzania środkami zgromadzonymi w OFE.

<sup>7</sup> Niedobór pokrywany jest w pierwszej kolejności z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku rezerwowym funduszu, a 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, niedobór jest pokrywany ze środków własnych PTE zarządzającego funduszem, w którym powstał niedobór. Jeżeli i te środki nie wystarczają, niedobór ma być pokryty z pozostałych środków Funduszu Gwarancyjnego, z zastrzeżeniem, że w pierwszej kolejności pokrywany jest 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.

<sup>8</sup> Na marginesie można stwierdzić, że postawa taka jest także zgodna z teorią perspektywy D. Kahnemana i A. Twerskiego (1979), stanowiącą trzon finansów behawioralnych. Zgodnie z tą teorią 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).

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 są obliczane i publikowane co pół roku. Spada zatem skłonność do lokowania środków w projekty o długim okresie zwrotu lub aktywa, których wartość w krótkich okresach może się charakteryzować relatywnie dużym poziomem zmienności. Tymczasem teoria rynku kapitałowego uczy, że nagrodą za dłuższe oczekiwanie na zwrot z kapitału lub podjęcie inwestycji o wysokim poziomie zmienności krótkookresowej są odpowiednio wyższe stopy zwrotu w długim okresie.

W tym kontekście należy pozytywnie ocenić zmiany w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. W ich wyniku zwiększono długość okresu, za który obliczana jest średnia: z 24 do 36 miesięcy, oraz zmniejszono częstotliwość podawania funduszy ocenie z kwartalnej na półroczną.

W związku z istniejącym systemem oceny zarządzający mają zdecydowanie mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka krótkookresowego w celu maksymalizacji stóp zwrotu w długim okresie. Nie mają również motywacji do indywidualizacji stylu inwestycji, tj. do działań opartych wyłącznie na własnych analizach i wiedzy na temat 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 zachęca zarządzających do tzw. zachowań stadnych. Nieważne 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 według własnej wiedzy i przekonań.

W rezultacie struktury portfeli inwestycyjnych OFE są bardzo podobne, a uzyskiwane wyniki w niewielkim tylko stopniu odbiegają od średnioważonej 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 albo samodzielnie.

Mając na uwadze powyższe argumenty, można postawić zasadnicze pytanie, czy przy obecnym systemie oceniania i motywacji zarządzających liberalizacja zapisów dotyczących inwestycji zagranicznych lub rozszerzenia możliwości inwestycyjnych poprzez

wykreowanie nowych instrumentów finansowych sprawią, że portfele OFE będą bardziej zróżnicowane, a napływające składki będą efektywniej lokowane. Może się bowiem zdarzyć tak, iż nawet przy szerszych możliwościach inwestycyjnych zarządzający – przynajmniej w początkowej fazie – nie będą chcieli eksperymentować na nowych rynkach lub z nowymi instrumentami finansowymi z obawy, że podejmując określone inwestycje jako pierwsi „z branży” zbyt narażą się na ryzyko odstawiania od średniej.

Nie ulega także wątpliwości, że system motywacyjny, którego efektem są 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 dużej uwagi do tego, czy dany instrument jest przewartościowany, czy niedowartościowany, 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 Keynesa<sup>9</sup> wśród inwestorów dysponujących relatywnie dużym i stale dopływającym kapitałem przy relatywnie płytkim rynku mogą łatwo wynieść ceny walorów na poziomy oderwane od ich rzeczywistej wartości.

## Podsumowanie

Reforma emerytalna przeprowadzona w 1999 r. była koniecznością, gdyż niewydolność starego systemu była widoczna, a dalsza zwłoka groziła tym, że zachodzące zmiany demograficzne w relatywnie krótkim okresie doprowadzą do niewypłacalności ZUS. Co do 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

<sup>9</sup> 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.

i wpływ na rynek generalnie należy oceniać pozytywnie. Nie można jednak lekceważyć pierwszych symptomów, które wskazują na pewne ułomności obecnej architektury rynku.

Okazuje się, że działalność inwestycyjna OFE paradoksalnie może także zagrozić 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 wiąże się przede wszystkim ze zbyt małym upublicznieniem polskiej gospodarki, jak również z obecnym systemem 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 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 częściowo bezprzedmiotowa. Po pierwsze aktualny limit inwestycji zagranicznych jest wykorzystywany zaledwie w połowie, a po drugie wiele wskazuje na to, że inwestycje krajowe jeszcze dość długo będą bardziej zyskowne niż lokaty na ustabilizowanych rynkach. Interes przyszłych emerytów oraz dobro krajowej go-

spodarki wydają się więc zbieżne. Ponadto, ze względu na specyfikę systemu oceniania wyników funduszy może się zdarzyć, iż nawet przy szerszych możliwościach inwestowania poza granicami zarządzającej nie będą chcieli eksperymentować na nowych rynkach, obawiając się większego zróżnicowania stóp zwrotu i nadmiernego odstawania od średniej.

Aby w pełni wykorzystać szanse, jakie stworzyła reforma emerytalna, a także uniknąć potencjalnych zagrożeń, konieczne są działania zmierzające do wykreowania jak największej 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 wzrost liczby nowych spółek prywatnych wprowadzanych na giełdę, jak również pewne przyspieszenie procesu prywatyzacji dużych państwowych przedsiębiorstw. W dłuższej perspektywie nie wydaje się to jednak 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.