



Data	Numer	Autor
14 lipca 2015	4/2015	Tomasz Bardziłowski

Skok na OFE zahamował rozwój rynku kapitałowego na który stawia UE

Wstęp

W przyszłym roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) będzie miała 25 urodziny. Niestety nie będzie to radosny jubileusz. Warszawska giełda jeszcze niedawno aspirowała do miana silnego regionalnego i liczącego się europejskiego centrum finansowego. Wzrost kapitalizacji giełdy w ciągu ostatnich 15 lat miał miejsce głównie dzięki zwiększeniu się wielkości oszczędności Polaków w otwartych funduszach emerytalnych. Stopniowa likwidacja OFE, rozpoczęta w 2010 r. poprzez cięcia składek, i kontynuowana poprzez przejście ponad połowy oszczędności emerytalnych zgromadzonych w II filarze oraz szereg innych posunięć w 2014 r.¹ przyczynia się w sposób bezpośredni do zmniejszania roli polskiego rynku kapitałowego w finansowaniu polskich przedsiębiorstw. Na skutek zeszłorocznej anty-reformy, OFE już w 2015 r. będą płatnikami netto do ZUS, a w ciągu kolejnej dekady będą zmuszone do masowej sprzedaży akcji na giełdzie.

Paradoksalnie, w tym samym roku, w którym w Polsce likwidowane jest olbrzymie źródło długoterminowych krajowych funduszy na inwestycje, w Unii Europejskiej formuje się wielka inicjatywa mająca na celu wzmocnienie rynków kapitałowych, głównie poprzez powołanie „europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych”. Plan wzmocnienia europejskich rynków kapitałowych, został przedstawiony przez Komisję Europejską w listopadzie 2014 r., jako główna inicjatywa strukturalna mająca na celu pobudzenie gospodarek europejskich.

UE zauważyła fakt, że „Europa jest daleko w tyle za Stanami Zjednoczonymi pod względem finansowania gospodarki przez rynki kapitałowe, przez co jest też daleko w tyle pod względem innowacyjności małych i średnich przedsiębiorstw. Komisja Europejska podkreśla, że firmy średniej wielkości w USA korzystają z dobrodziejstw rynków kapitałowych pięć razy częściej niż takie same przedsiębiorstwa na Starym Kontynencie”².

¹ Tj. np. pozorna „dobrowolność” wyboru między OFE a ZUS, przymusowe transfery do ZUS oszczędności osób na 10 lat przed emeryturą czyli tzw. suwak bezpieczeństwa, zakaz reklamy OFE, który zmniejsza możliwość przyciągania przez nich nowych członków, w tym osób wchodzących na rynek pracy.

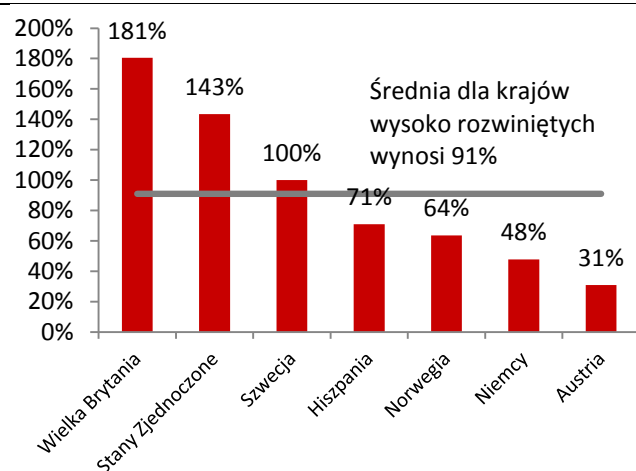
² http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf

Kiedy w Europie dochodzą do wniosku, że bez silnych rynków kapitałowych europejskim gospodarkom nie uda się wyjść z marazmu niskiego wzrostu i niskiej innowacyjności przedsiębiorstw, w Polsce – na skutek zeszłorocznej anty-reformy emerytalnej – rozwój niedojrzałego jeszcze rynku kapitałowego zostaje znacząco zahamowany. Jednocześnie, pomimo obietnic, nie są wprowadzane rozwiązania strukturalne, które mogłyby zwiększyć poziom oszczędności krajowych i możliwości finansowania polskich przedsiębiorstw.

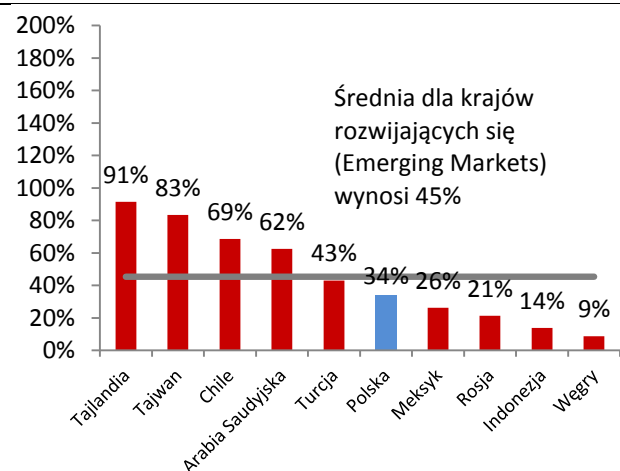
1. Zahamowanie rozwoju polskiego rynku kapitałowego

Głębokość polskiego rynku kapitałowego, mierzona kapitalizacją giełdy do wartości krajowego PKB osiągnęła w roku 2014 r. wskaźnik 34%, dużo poniżej globalnej średniej dla rynków rozwijających się (tzw. Emerging Markets) w wys. 45%, nie mówiąc o krajach rozwiniętych takich jak: Hiszpania (powyżej 70%), Szwecja (100%), czy Wielka Brytania (181%).

Wykres 1. Kapitalizacja rynku akcji krajów wysoko rozwiniętych względem PKB 2014 r.



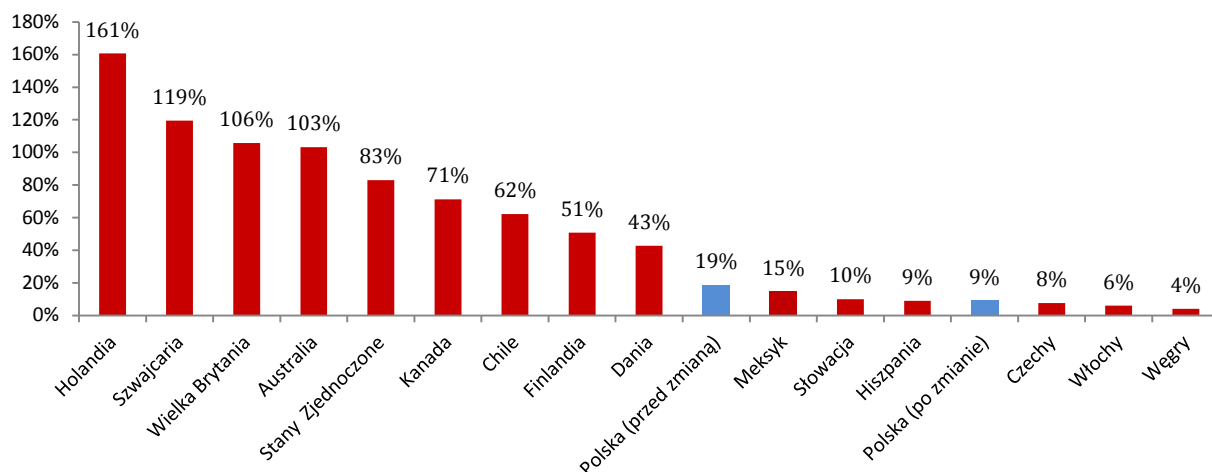
Wykres 2. Kapitalizacja rynku akcji krajów rozwijających się względem PKB 2014 r.



Źródło: <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm#indicator-chart>, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>, Credit Suisse, *Emerging capital markets: The road to 2030* (Lipiec 2014), obliczenia własne.

Po przekazaniu prawie połowy aktywów OFE do ZUS, pozostałe oszczędności w wys. ok. PLN 150 mld, to mniej niż 10% krajowego PKB. W wielu krajach rozwiniętych, wskaźnik aktywów kapitałowych funduszy emerytalnych do PKB przekracza 50%.

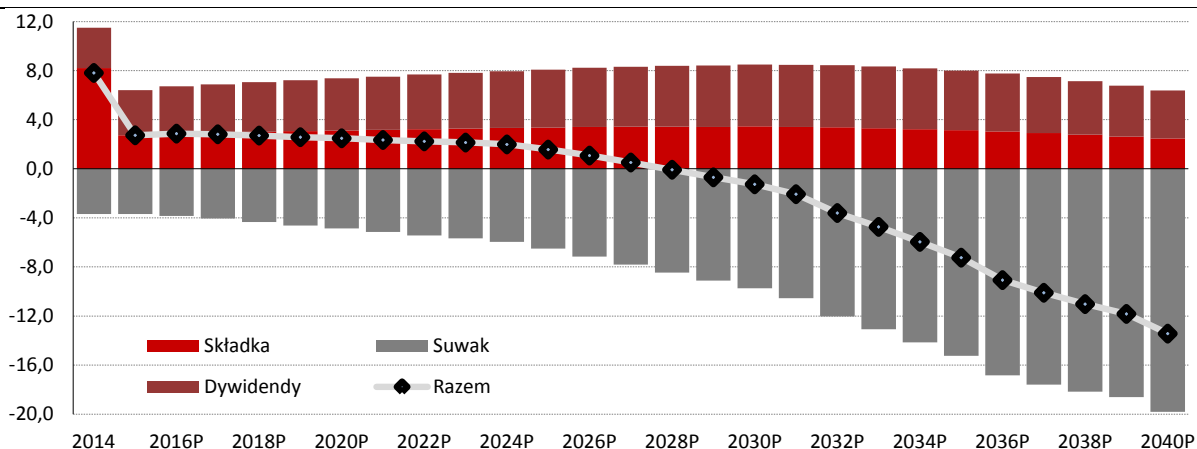
Wykres 3. Wartość aktywów kapitałowych funduszy emerytalnych względem PKB 2013 r.



Źródło: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=9611>, *dla Polski przed reformą i po reformie, obliczenia własne.

Wprowadzony w ubiegłym roku tzw. *suwak bezpieczeństwa* (bardzo myląca nazwa używana przez rząd) – czyli stopniowe przekazywanie bezpośrednio do ZUS, środków zaoszczędzonych w OFE, na 10 lat przed ich przejściem na emeryturę – spowoduje, że w długim okresie aktywa OFE zaczną się coraz szybciej kurczyć. Wg obliczeń ekspertów, gdyby nie dywidendy otrzymywane przez OFE z ich inwestycji giełdowych, fundusze już w 2015 r. byłyby zmuszone do sprzedaży akcji na giełdzie, aby zaspokoić ZUS. Od 2026 r., gdy ten ‘suwak’ obejmie liczniejsze roczniki 1969+, OFE będą musiały pozbywać się akcji polskich przedsiębiorstw. Od tego czasu, aktywa OFE zaczną się zmniejszać, zacznie się faktyczna powolna likwidacja kapitałowej części systemu emerytalnego – czyli tej części, gdzie gromadzone są prawdziwe oszczędności, wykorzystywane m.in. do finansowania inwestycji przedsiębiorstw.

Wykres 4. Przepływy pieniężne OFE 2014-2040P

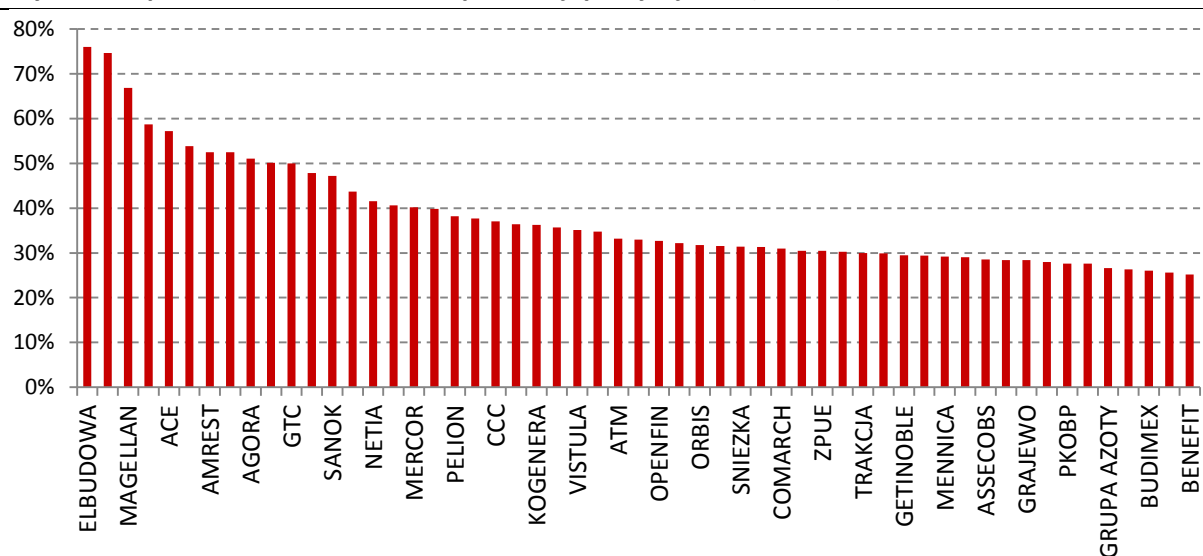


Źródło: Trigon DM, Vestor DM, obliczenia własne

2. Likwidacja stabilnego źródła kapitału dla polskich przedsiębiorstw

Przed zmianami w 2014 r., OFE obejmowały często ponad połowę wszystkich emisji akcji spółek wchodzących na GPW. Na skutek tego, na koniec 2013 r., inwestycje OFE w akcjach reprezentowały 20% całości kapitalizacji warszawskiej giełdy, około połowę akcji w tzw. wolnym obrocie (bez inwestorów strategicznych, Skarbu Państwa, prywatnych właścicieli spółek). W przypadku 55 spółek udziały OFE przekraczały 25% ich kapitałów. Wśród spółek, których sukces był finansowany przez oszczędności OFE można wymienić takie polskie marki jak: LPP (Reserved), CCC, Asseco Polska, Getin Bank, Comarch, Netia, Vistula, Forte, TVN, i wiele innych.

Wykres 5. Spółki z udziałem OFE w kapitalizacji powyżej 25% (2013r.)



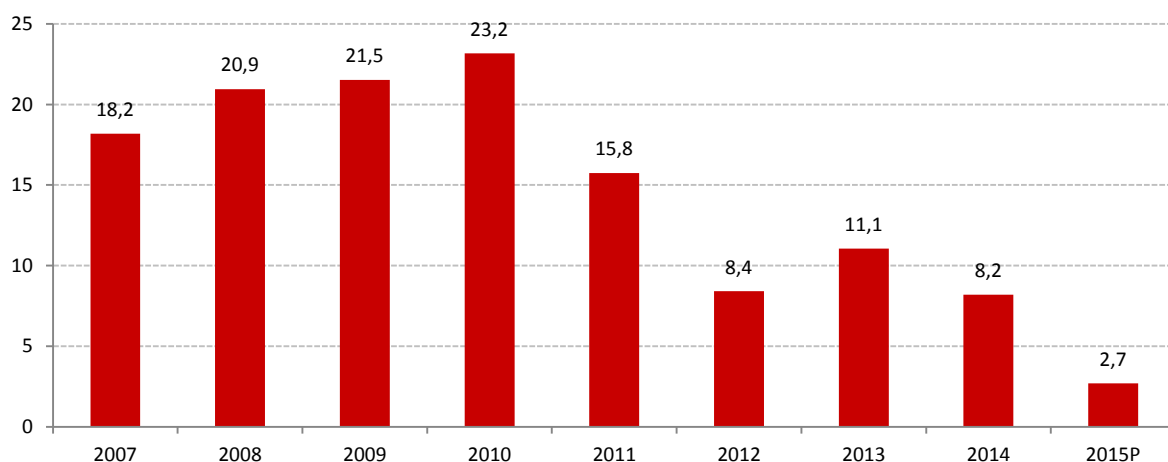
Źródło: http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/index/news/info/563279,zestawienie-spolek-o-najwiekszym-zaangazowaniu-ofe-w-kapitale-zakladowym-%28tabela%29,obliczenia_wlasne.

Dalszy wzrost tych spółek będzie musiał być finansowany w inny sposób. Na skutek zeszłorocznych zmian w OFE stabilne źródło podaży kapitału dla przedsiębiorstw zostało w zasadzie zlikwidowane.

O ile OFE w 2014 r. otrzymały 8.2mld zł składek członkowskich, to w roku 2015 r. otrzymają tylko 2.7mld zł³. Nadmienić należy, że w 2011 r., rząd już raz obciął składki do OFE, z 7.3% pensji brutto do 2.3% pensji brutto, wskazując przy tym, że będzie to tylko rozwiązanie przejściowe. Na skutek wprowadzonego mechanizmu tzw. *suwaka bezpieczeństwa*, OFE muszą przetransferować do ZUS oszczędności w wysokości 3.7mld zł w 2015 r. Pojawia się „dziura” w wys. ok. 1mld zł, którą OFE muszą pokryć ze środków ze sprzedaży akcji lub innych papierów wartościowych lub otrzymanych dywidend/odsetek. Dopiero po zasypaniu tej dziury, OFE mogą przeznaczać jakiegokolwiek środki na zakupy nowych akcji czy obligacji przedsiębiorstw.

³<http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/news/info/699835,w-ramach-suwaka-ofe-przekazaly-do-zus-aktywa-warte-361-6-mln-zl---zus>

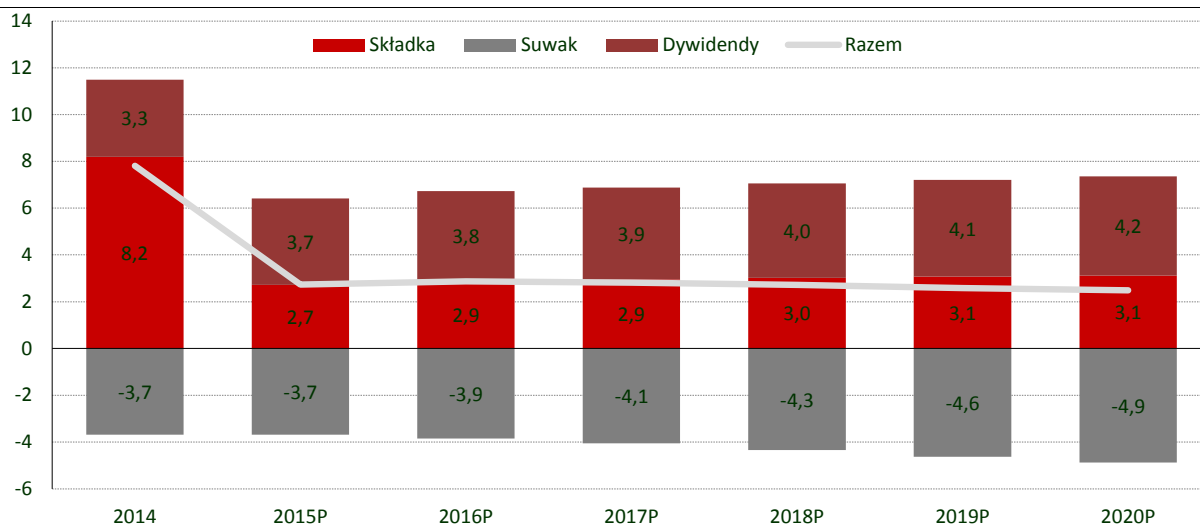
Wykres 6. Składki członkowskie przekazane do OFE w latach 2007-15P (PLN mld)



Źródło: <https://strefainwestorow.pl/blog-specjalny/z-ofe-bedzie-odplywac-miesiecznie-100-200-mln-zl>, obliczenia własne.

W kolejnych latach, na skutek stopniowego zwiększenia się skali tzw. *suwaka bezpieczeństwa*, ta „dziura do zasypania” będzie się powiększać, osiągając blisko 2mld zł po roku 2020. Tak jak przedstawiamy na wykresie 7, w kolejnych latach „dziury” nie da się już zasypać środkami z dywidend i najpóźniej w roku 2026, OFE będą zmuszone do sprzedaży akcji.

Wykres 7. Przepływy pieniężne OFE 2014-2020P



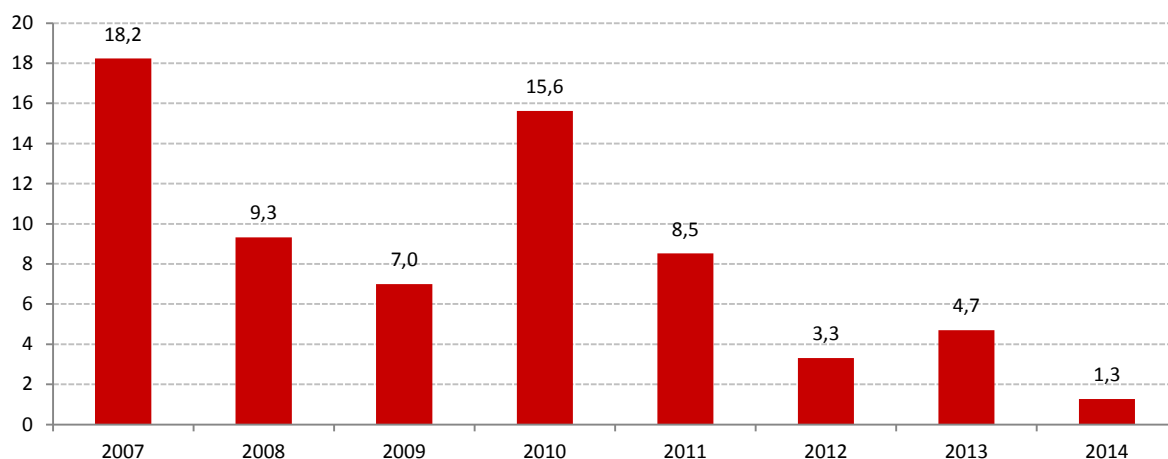
Źródło: Trigon DM, Vestor DM, obliczenia własne

3. Bez zakupów akcji przez OFE, liczba nowych debiutów na GPW oraz wartość inwestycji finansowana przez krajowy rynek kapitałowy, drastycznie spadnie

W 2014 r. kapitalizacja spółek debiutujących na GPW wyniosła 5.7 mld zł, co oznacza spadek o 63% w porównaniu do roku 2013. Wartość ofert publicznych akcji wyniosła 1.3 mld zł i spadła o 73% w porównaniu do 2013 r. i o 93% w porównaniu do poziomów z 2007 r. Ten gwałtowny spadek wartości IPO w Polsce kontrastuje z rekordowymi wolumenami ofert publicznych na świecie.

W 2014 r. wartość IPO w Europie wzrosła o 80% w porównaniu do 2013 r., zaś I kwartał 2015 r. był najlepszym w historii okresem pod względem transakcji IPO w Europie.

Wykres 8. Wartość IPO na GPW w latach 2007-14 (PLN mld)

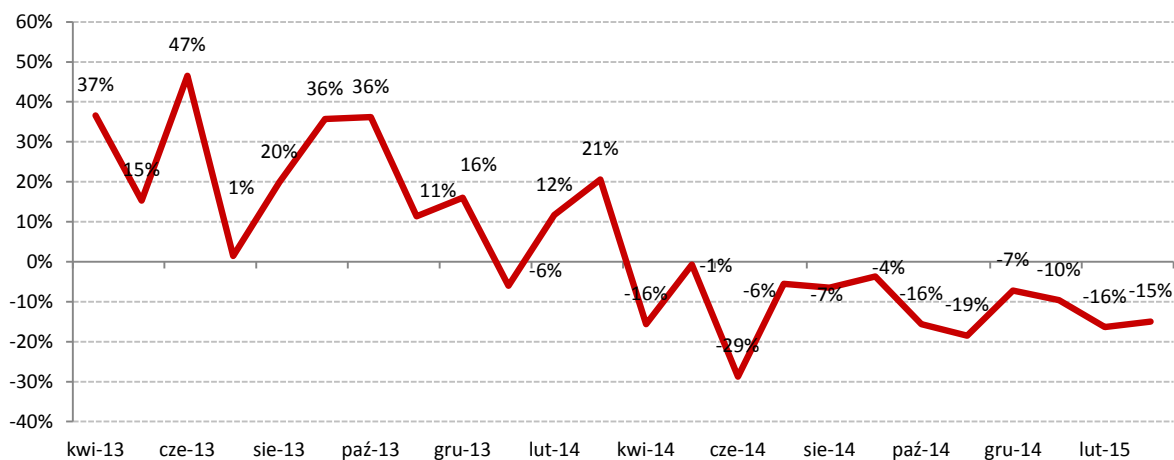


Źródło: http://www.gpw.pl/statystyki_roczne, obliczenia własne.

4. Zmniejszenie się obrotów na GPW

Wysokość obrotów giełdowych jest jednym z głównych wskaźników świadczących o efektywności rynku kapitałowego. W roku 2014 r. wartość obrotów akcjami na giełdzie spadła o 9% w stosunku do roku 2013. To zjawisko się pogłębia. W I kwartale 2015 r. średnia wartość dziennych obrotów spadła o 15% w stosunku do tego samego okresu roku poprzedniego.

Wykres 9. Zmiana wartości obrotów akcjami w transakcjach sesyjnych na GPW w okresie 04.2013-03.2015 (% r/r)

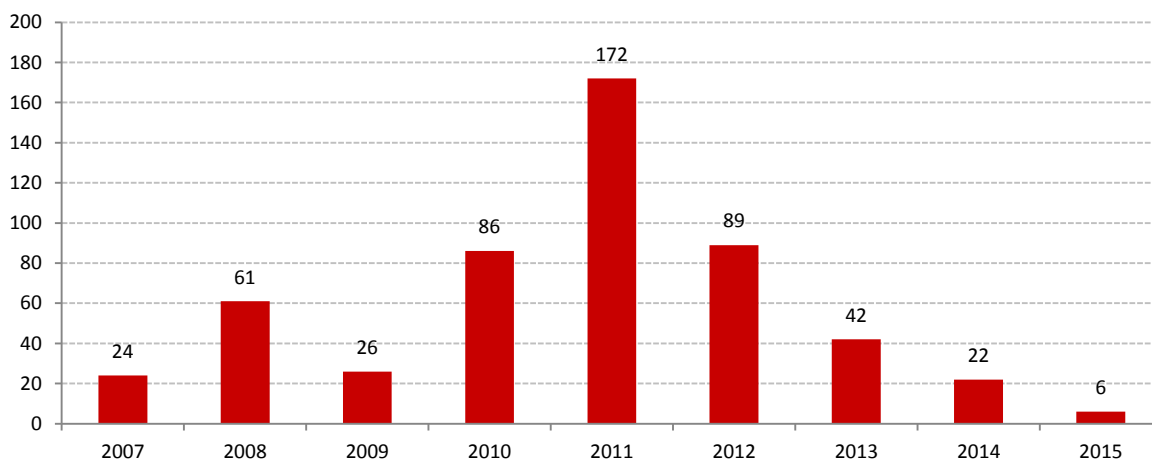


Źródło: Biuletyny statystyczne GPW (lata 2012-15), obliczenia własne

5. Cios w rynek innowacyjnych spółek NewConnect (platformę obrotu należąca do GPW w Warszawie)

Jednym z jaskrawych przykładów negatywnych zmian dotyczących OFE, jest zeszłoroczny zakaz inwestowania przez OFE na rynku NewConnect. Platforma NewConnect, założona przez GPW, miała z założenia służyć finansowaniu innowacyjnych małych spółek, z czego skorzystało już ponad 400 spółek, głównie firm wysokich technologii. Dostęp do kapitałów zgromadzonych w OFE był jednym z głównych magnesów, przyciągających spółki na NewConnect. Wskutek zeszłorocznego zakazu, wartość inwestycji sfinansowanych za pośrednictwem NewConnect gwałtownie spadnie. Liczba debiutów na New Connect spadła z 172 w 2011 r. i 89 w 2012 r. do zaledwie 22 w 2014 r..

Wykres 10. Liczba debiutów na rynku NewConnect w latach 2007-15



Źródło: http://www.newconnect.pl/?page=statystyki_ryнку_roczne, obliczenia własne.

Z finansowania przez NewConnect korzystały takie innowacyjne spółki jak: biotechnologiczne Mabion i Selvita, producenci sprzedawanych globalnie gier komputerowych 11bit Studios, Vivid Games, Farm 51, Bloober Team, firmy produkujące innowacyjne urządzenia medyczne Medicalgorithmics i Airway Medic, Braster (firma rozwijająca instrumenty diagnostyki onkologicznej), internetowa Comperia.pl, firmy diagnostyki medycznej Voxel i Synektik, prywatne fundusze inwestycyjne Quercus TFI i Caspar Asset Management, medialne Grupa SMT, Mediacap, informatyczne PGS Software, Cube.ITG i wiele innych.

6. Brak obiecanych działań mających na celu pobudzenie długoterminowych oszczędności.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce należy do najniższych w Europie, co ogranicza możliwość finansowania gospodarki. Brak jest wystarczającej świadomości dotyczącej konieczności oszczędzania w tzw. III filarze, biorąc pod uwagę oczekiwaną średnią stopę zastąpienia (stosunek wielkości emerytur do ostatniej płacy) w wysokości 25-30%. W ramach III filaru, na emeryturę systematycznie oszczędza tylko kilka procent Polaków. Wartość oszczędności na rachunkach IKE i IKZE jest nadal znikoma. Liczba opłacanych kont IKE spadła z 275 tys. w 2011 r. do 265 tys. w 2014 r. **Pomimo zapewnień o wsparciu III filara oszczędności emerytalnych, nie zostały wprowadzone żadne rozwiązania, które mogłyby choćby w minimalnym stopniu zrekompensować spadek oszczędności w II filarze, wskutek zeszłorocznych zmian w OFE.**

Wprowadzony w zeszłym roku zakaz reklamy OFE, nie daje tym prywatnym podmiotom szansy na zwiększenie popularnej świadomości konieczności oszczędzania na emeryturę. To niestety skutkuje tym, że z nowych roczników, rekordowo niski odsetek wybiera prawdziwe oszczędzanie w OFE. Tylko co setny młody człowiek wchodzący na rynek pracy zapisuje się do OFE. W ub.r. od momentu zniesienia obowiązku członkostwa w OFE z półmilionowej rzeszy osób, które rozpoczęły pracę, zaledwie 5 tys. zapisało się do OFE. Według dr Jarosława Flisa z Uniwersytetu Jagiellońskiego, powodem tego stanu była zeszłoroczna negatywna kampania skierowana przeciwko OFE. „Jej przekaz sprowadzał się do tego, że cały system wprowadzony w 1999 r. był pomyłką. Efekt reformy jest taki, że obecnie wśród ludzi wchodzących na rynek pracy panuje przekonanie, że nie ma sensu przyłączać się do filara kapitałowego”. Warto jednak zauważyć, że pomimo negatywnej kampanii skierowanej przeciwko OFE oraz stworzeniu przez rząd mechanizmu, w którym przy braku jakichkolwiek działań nasze składki trafiają w całości do ZUS, na pozostanie w OFE zdecydowały się aż 2 mln klientów.



Podsumowanie: Europejscy politycy zmieniają zdanie na temat rynków kapitałowych. Co na to polscy politycy?

Podsumowując, skutki zeszłorocznych zmian dotyczących OFE będą miały długofalowy negatywny wpływ na możliwość finansowania polskich przedsiębiorstw przez rynek kapitałowy. Paradoksalnie, w Europie widać coraz większe zrozumienie dla kluczowej roli rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw, zwłaszcza innowacyjnych. Można zadać pytanie, **czy gdyby politycy którzy w zeszłym roku wprowadzali anty-reformę OFE brali bezpośredni udział w obecnym europejskim dyskursie na temat roli rynku kapitałowego, to zmieniliby zdanie na temat roli funduszy emerytalnych?**

Bibliografia:

1. European Commission, *Green Paper - Building a Capital Markets Union, 2015*
2. Credit Suisse, *Emerging capital markets: The road to 2030 (Lipiec 2014)*
3. Giełda Papierów Wartościowych, *Biuletyny statystyczne GPW (lata 2012-15)*
4. Trigon DM, *Strategia rynek akcji 2015*

Strony Internetowe:

1. <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm#indicator-chart>
2. <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
3. <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=9611>
4. <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/index/news/info/563279,zestawienie-spolek-o-najwiekszym-zaangazowaniu-ofe-w-kapitale-zakladowym-%28tabela%29>
5. <https://strefainwestorow.pl/blog-specjalny/z-ofe-bedzie-odplywac-miesiecznie-100-200-mln-zl>
6. <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1183205.html>
7. http://www.newconnect.pl/?page=statystyki_ryнку_roczne
8. http://www.gpw.pl/statystyki_roczne
9. http://www.pap.pl/palio/html.run?_Instance=cms_www.pap.pl&_PageID=1&s=infopakiety&dz=gospodarka&idNewsComp=191686&filename=&idnews=194997&data=&status=biezace&_Checksum=1998694679



Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa.

Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Pomóż nam chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym.

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wyętego i skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, poprzyj nasze działania swoim darem pieniężnym. Twój dar umożliwia nam działalność oraz potwierdza słuszność i skuteczność naszego wysiłku. Każda darowizna jest dla nas ważna. Potrzebujemy zwłaszcza regularnego wsparcia. Zachęcamy do dokonywania nawet niewielkich, lecz regularnych wpłat.

Już dziś pomóż nam chronić wolność - obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

KONTAKT DO AUTORA



Tomasz Bardziłowski
Ekspert FOR ds. rynku kapitałowego, wiceprezes Vestor Dom Maklerski

Kontakt:

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A · 02-628 Warszawa · tel. +48 22 628 85 11, +48 726 621 240

e-mail: info@for.org.pl · www.for.org.pl

[f/FundacjaFOR](https://www.facebook.com/FundacjaFOR) · [t/FundacjaFOR](https://twitter.com/FundacjaFOR)