19 (LIPIEC) 2020

IGTE
Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych

BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE

PRZEWALSKA

Napisanie strategii to jedno, natomiast jej wdrożenie to drugie – w obydwu przypadkach jednak bardzo potrzebujemy wsparcia interesariuszy polskiego rynku kapitałowego

MARCZUK

System PPK jest skończony, nie ma powodów, by wprowadzać poważniejsze zmiany, tym bardziej, że w takich rozwiązaniach stabilność jest wartością samą w sobie

BARANKIEWICZ

Masy klientów skoncentrują się jednak nadal na „bezpiecznych" inwestycjach, a skoro te przynoszą śladowe stopy zwrotu, wzrośnie nacisk na cięcie kosztów dystrybucji i zarządzania

SPIS TREŚCI

2

Małgorzata Rusewicz
Do trzech razy sztuka

4

Katarzyna Przewalska
Ścisła współpraca

6

Bartosz Marczuk
Spektakularny sukces

9

Przemysław Barankiewicz
Inwestowanie w czasach zarazy

14

Małgorzata Pięta
dr hab. Marcin Rzeszutek
Wpływ pandemii na postawy konsumenckie

19

Filip Pietkiewicz-Bednarek
Wdrożenie PPK oczami TFI i PTE

25

Szymon Ożóg
Optymalne warunki do przeprowadzenia reformy OFE

OD WYDAWCY

Do trzech razy sztuka

Małgorzata Rusewicz

Otwarte Fundusze Emerytalne to jeden z sektorów rynku kapitałowego, który od momentu swojego powstania był często i istotnie zmieniany. Przyczyn tego stanu rzeczy można upatrywać w tym, że w 1999 roku powołano do życia rozwiązania niekompleksowe – zabrakło systemu wypłat, założenie uzupełniania części składki na ubezpieczenie społeczne przekazywanej do funduszy wpływami z prywatyzacji nie było konsekwentnie realizowane, nie ustrzeżono się także błędów, które zaważyły na przyszłości kapitałowej części systemu emerytalnego – w sposobie komunikacji, niedopracowanym systemie akwizycji, niespójnej kwalifikacji prawnej własności gromadzonych środków oraz nietrafnym modelu finansowania utworzenia systemu, z którym wiązały się wysokie opłaty w pierwszych latach funkcjonowania funduszy.

Potem było już tylko gorzej. Kolejne modyfikacje, bo trudno nazwać je reformami, stopniowo redukowały wartość projektu OFE i kwestionowały kierunkowe decyzje, w oparciu o które stworzono rozwiązania drugiego filara. Przełomem w historii OFE był rok 2013, w którym do rynku kapitałowego przylgnęła negatywna opinia, uchwalono zmiany polegające na wprowadzeniu dobrowolności uczestnictwa w funduszach, umorzeniu 51,5% ich aktywów ulokowanych w obligacjach skarbowych i ich zamianie na zobowiązania ZUS oraz wprowadzono suwak bezpieczeństwa, czyli *de facto* zwrotny transfer aktywów do systemu ubezpieczeń społecznych. I choć na krótko problem rządzących związany z ryzykiem przekroczenia dopuszczalnego poziomu długu publicznego został rozwiązany, to przy okazji zrujnowane zostało zaufanie obywateli do państwa, a wraz z nim na wiele lat pogrzebano szanse na stworzenie powszechnego systemu długoterminowych oszczędności.

Wprowadzanym zmianom towarzyszyło społeczne wzburzenie i szeroka, trwająca przez wiele miesięcy debata publiczna. W jej wyniku do OFE przylgnęły rozliczne negatywne skojarzenia, niemające wiele wspólnego z ich autentycznym funkcjonowaniem, które do dziś utrudniają racjonalną debatę o przyszłości funduszy.

Bez względu na powyższe OFE przez cały okres swojego funkcjonowania dobrze wykonywały postawione przed nimi zadania pomnażania oszczędności emerytalnych. Do deformy z 2014 roku (wtedy wspomniane regulacje weszły w życie) OFE były najatrakcyjniejszą w Polsce formą pomnażania kapitału. Po zmianach również utrzymywały się w ścisłej czołówce wyników inwestycyjnych różnych form oszczędzania, jednak ustawowe uwarunkowania ich polityki inwestycyjnej, zakładające alokację ich aktywów głównie w akcjach notowanych na GPW, spowodowały brak możliwości szerszej dywersyfikacji portfela i większą podatność osiąganych wyników na negatywne zjawiska na warszawskim parkiecie.

Rozwiązania wprowadzone w OFE w 2014 roku sprawiły, że z rynku kapitałowego regularnie odpływa kapitał, a zgromadzone przez ubezpieczonych aktywa zamiast tworzyć dodatkowe zabezpieczenie finansowania starości trafiają w całości do ZUS w momencie osiągnięcia przez nich wieku emerytalnego. Wobec takiej sytuacji w lipcu 2016 roku ówczesny minister rozwoju Mateusz Morawiecki zaanonsował zmiany w systemie polegające na przekazaniu 75% aktywów OFE na prywatne IKE członków funduszy, a 25% do FRD. Niestety rozwiązanie to, stanowiące pierwszą próbę zreformowania OFE i wykorzystania ich potencjału w interesie przyszłych emerytów i polskiej gospodarki, nie doszło do skutku, m.in. ze względu na procedowanie innej dużej reformy – wdrożenia PPK.

Temat powrócił w 2019 roku, w którym przedstawiono nową koncepcję zmian w OFE – konkretną i realną propozycję rozwiązania problemu aktualnej konstrukcji II filara systemu emerytalnego, co jednocześnie stanowiło o jej dużej wartości. W ciągu roku, również w ramach konsultacji społecznych, ustalono finalny kształt ustawy. Kiedy ścieżka legislacyjna dobiegała końca, epidemia COVID-19 wywołała zawirowania na rynkach kapitałowych, a rząd podjął słuszną decyzję odroczenia w czasie reformy, by przeprowadzić ją w stabilnych warunkach w bezpieczny sposób.

Stojąca za OFE idea stworzenia silnego kapitałowego filara emerytalnego, który zdywersyfikuje źródła dochodów w jesieni życia, a tym samym podniesie bezpieczeństwo ekonomiczne najstarszej części społeczeństwa, w wyniku wielu działań polityków została wypaczona. Transformacja OFE wspólnie z umiejętnym dalszym wdrażaniem PPK może naprawić ten stan rzeczy. W obecnych okolicznościach epidemicznych i gospodarczych konieczne jest jednak dobre wybranie czasu do dalszego procedowania zmian. Biorąc pod uwagę historię na kolejny błąd nie możemy sobie pozwolić. Zatem do trzech razy sztuka.

Małgorzata Rusewicz,
prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA

ROZMOWY Z ADMINI-STRACJĄ

Ścisła współpraca

Wywiad z **Katarzyną Przewalską,** dyrektor Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego w Ministerstwie Finansów

Cały rynek pokłada wielkie nadzieje związane z wdrożeniem SRRK. Jednocześnie wszyscy są przekonani, że to niełatwe zadanie. Jak Państwo planują wdrożyć strategię?
Strategia jasno określa 90 zadań, jakie są do zrealizowania przez najbliższe trzy lata. W związku z tym już teraz podjęliśmy zdecydowane kroki w kierunku prężnego i konsekwentnego wdrażania działań przewidzianych w dokumencie. Razem z osobami, które uczestniczyły w opracowaniu strategii przy wsparciu innych ekspertów pracujących w ministerstwie pracujemy nad wdrożeniem rozwiązań oraz koordynujemy i monitorujemy przebieg prac. Ponadto liczymy na ścisłą współpracę z interesariuszami polskiego rynku kapitałowego. Kolejnym krokiem w tym kierunku było powołanie i pierwsze posiedzenie Grupy Roboczej Rady Rozwoju Rynku Finansowego (RRRF) ds. wdrożenia SRRK. Spotkanie odbyło się 2 czerwca br. W jego trakcie dyskutowaliśmy o roli rynku kapitałowego we wdrożeniu SRRK, omówiliśmy etapy działań Grupy Roboczej oraz realizację dwóch koncepcji wdrożenia strategii. Liczymy na to, że przedstawiciele tej grupy będą brali czynny udział w pracach nad konkretnymi rozwiązaniami. Jest to bardzo istotne, gdyż napisanie strategii to jedno, natomiast jej wdrożenie to drugie – w obydwu przypadkach jednak bardzo potrzebujemy wsparcia interesariuszy polskiego rynku kapitałowego.

Jakimi narzędziami Państwo dysponują?
Najważniejsze w naszych działaniach to wytłumaczenie roli rynku kapitałowego we wdrażaniu strategii. Druga rzecz to przede wszystkim dobra i czytelna komunikacja. W ministerstwie powstał wewnętrzny zespół składający się z ekspertów z zakresu rynku kapitałowego. Niemniej w pracach wewnątrzresortowych w ramach potrzeb uczestniczą także eksperci zajmujący się różnymi dziedzinami, np. podatkami, długiem publicznym, itp.

Czy któryś, któreś z celów strategii są w Pani opinii możliwe do szybkiego zrealizowania? Jeśli tak, to które i w jakim czasie?
W ramach wewnętrznego zespołu zidentyfikowaliśmy działania, które planujemy wdrożyć jeszcze do końca roku. W pierwszej kolejności, zgodnie z tym co przewiduje SRRK, będziemy realizować działania, usprawniające administracyjnie rynek kapitałowy. Mam tu na myśli przegląd regulacji pod katem gold-platingu.

Co w Pani opinii będzie największym wyzwaniem we wdrożeniu?
Trudno jednoznacznie wskazać największe wyzwanie. Strategia jest bardzo kompleksowym projektem, wymagającym różnych działań w wielu obszarach. Tutaj raczej wskazywałabym na kwestie proceduralne, np. długotrwałość procesu legislacyjnego. Na pewno lista wyzwań i ryzyk będzie sukcesywnie aktualizowana. Trzeba być elastycznym i przygotowanym na każdą ewentualność.

Czy istnieje wyznaczony harmonogram wdrożenia z podziałem na kolejne etapy?
Realizacja strategii przewidziana jest do końca 2023 r., z tym, że działania zmierzające do realizacji szeroko rozumianej poprawy efektywności procedur administracyjnych w zakresie funkcjonowania podmiotów rynku kapitałowego powinny być zrealizowane do końca tego roku. Mamy opracowany szczegółowy harmonogram działań, będziemy się nim dzielić sukcesywnie z uczestnikami rynku w ramach prac Grupy Roboczej RRRF ds. wdrożenia SRRK.

Zapewne jest Pani osobą doskonale znającą SRRK. Jak ocenia Pani ten plan, zawartą w nim analizę problemów i koncepcje ich rozwiązania? Rynek był dość zgodny w tym, że wcześniejsza, przesłana do konsultacji wersja strategii, lepiej definiowała problemy i proponowała efektywniejsze działania.
Dokument ten jest efektem kompromisu, często przeciwstawnych stanowisk uczestniczących w konsultacjach, niemniej na pewno należy brać pod uwagę opinie rynku przy opracowywaniu konkretnych już przepisów.

Wydarzenia ostatnich miesięcy w wielkim stopniu wpłynęły na rynek kapitałowy. W jaki sposób obecna sytuacja epidemiologiczna i gospodarcza wpłynie na harmonogram wdrażania strategii? Może w ogóle sama strategia powinna zostać w jakiś sposób przemodelowana?
Obecna sytuacja zdecydowanie ma wpływ na rynki kapitałowe na całym świecie, w tym również i polski. Pewne zadania są oczywiście utrudnione z racji ograniczeń w bezpośrednim kontaktowaniu się z rynkiem, ale idziemy do przodu. Najważniejsze jest, aby rozwiązania przewidziane w strategii służyły uczestnikom polskiego rynku.

Jakie są Państwa oczekiwania w stosunku do interesariuszy strategii? Czy wdrożenie będzie realizowane w konsultacji z nimi? Jak komunikowane będą działania i inicjatywy?
Nasze oczekiwania wobec rynku to przede wszystkim aktywny udział w konsultacjach poszczególnych rozwiązań przewidzianych w strategii. Głównym forum dyskusji jest wspomniana Grupa Robocza Rady Rozwoju Rynku Finansowego ds. wdrożenia SRRK.

pytał ***Filip Pietkiewicz-Bednarek***

DIALOG Z INTERE-SARIUSZAMI

Spektakularny sukces

Wywiad z **Bartoszem Marczukiem**, wiceprezesem PFR, byłym wiceministrem Rodziny Pracy i Polityki Społecznej w rządzie Mateusza Morawieckiego

Po latach debat udało się w Polsce stworzyć nowoczesny system długoterminowych oszczędności. Który wymiar tego projektu stanowi największy sukces?
Myślę, że właściwą miarą tego sukcesu jest liczba uczestników. Przez ponad dwadzieścia lat próbowano zachęcać ludzi do oszczędzania, wypracowane zostały różne rozwiązania III-filarowe, a ostatecznie liczba gromadzących oszczędności wyniosła około 700 tysięcy osób. Tymczasem po uruchomieniu PPK, w ciągu pół roku od wdrożenia pierwszej tury tego programu, liczba osób regularnie odkładających pieniądze na jesień życia wzrosła o 1,1 mln osób. Biorąc pod uwagę harmonogram rozwoju PPK spodziewam się około 4-5 mln uczestników na koniec przyszłego roku. W kontekście wcześniejszych doświadczeń byłby to spektakularny sukces.

Ustawa o PPK była nowelizowana przed jej wejściem w życie. Mimo to przedsiębiorcy i instytucje finansowe sygnalizowały potrzeby dalszych poprawek. Czy regulacja ma już za sobą choroby wieku dziecięcego, czy może w obecnych czasach rzeczywistość zmienia się tak szybko, że prawo za nią nie nadąża? Co możemy jeszcze poprawić w regulacji, a co w samym funkcjonowaniu programu?
Jeśli chodzi o fundamenty, to system PPK jest skończony, nie ma powodów, by wprowadzać poważniejsze zmiany, tym bardziej, że w takich rozwiązaniach stabilność jest wartością samą w sobie. Potrzeba korekt może ewentualnie wynikać z dynamicznych zmian rzeczywistości. W tak złożonym systemie nie da się po prostu wszystkiego przewidzieć. Życie dostarcza wyzwań, dlatego pewne elementy trzeba udoskonalać tak, by rozwiązania były przyjazne dla wszystkich interesariuszy – pracodawców, instytucji finansowych oraz samych oszczędzających. Najnowsze aktualizacje systemu wprowadzone zostały w ostatnich dniach przy okazji tarczy antykryzysowej 4.0 – proces wyboru instytucji zarządzającej i podpisania umowy z instytucją finansową zostały wyjęte z rygoru przepisów o zamówieniach publicznych. To będzie stanowiło duże ułatwienie dla wielu pracodawców. Ponadto uwzględniliśmy głos samorządów. To one będą mogły negocjować warunki obsługi PPK dla podległych im jednostek. To oszczędzi pracy wielu osobom, a nie wpłynie negatywnie na efektywność systemu, ani jakość obsługi. Mówiąc wprost – np. instytucje finansowe nie będą musiały negocjować z każdym dyrektorem przedszkola, załatwi to wójt, a tym samym dyrektorzy przedszkoli zostaną zwolnieni z nadmiarowych, niestandardowych dla nich zadań.

Trzeba pamiętać, że w trakcie funkcjonowania programu będą pojawiały się kolejne doświadczenia, a z nimi pewnie propozycje usprawnień, udoskonaleń i musimy być otwarci na to, by rozsądne propozycje przyjmować.

W jakim kontekście należy analizować wyniki partycypacji osiągnięte w pierwszej turze wdrożenia? Osiągnięty wynik nie jest zły, choć jednak poniżej oczekiwań. Co wpłynęło na taki rozwój wypadków?
Nie możemy abstrahować od tego, co udało nam się osiągnąć. Oprócz 1,1 mln osób w PPK należy do oszczędzających doliczyć jeszcze około 200-250 tys. osób objętych PPE, które zostały utworzone w związku ze startem naszego programu. To jakościowa zmiana, którą wprowadziliśmy.

Realny kontekst jest jednak taki, że przyszło nam pracować w niespecjalnie szczęśliwych okolicznościach – Polacy nie mają genu oszczędzania, nasze historyczne doświadczenia, tj. wojny, zabory etc., spowodowały, że gromadzone dobra przepadały, gospodarkę rynkową mamy dopiero od 30 lat, nadal się jej uczymy, podobnie jak korzystania z usług instytucji finansowych. Nadrabiamy zaległości po PRL, nadal jesteśmy społeczeństwem na dorobku. Trudno oczekiwać od ludzi, którzy nie otrzymali dużych spadków, którzy inwestują w edukację dzieci, którzy spłacają kredyt hipoteczny, że będą koncentrować się na oszczędzaniu.

Swoje zrobiły także doświadczenia z OFE. Słyszeliśmy, że to nasze pieniądze, a poprzedni rząd je znacjonalizował nie pytając nas o zdanie. To spowodowało kryzys zaufania do rozwiązań proponowanych przez państwo. Wszystko razem wpłynęło na fakt, że do PPK zapisała się niespełna połowa uprawnionych do tego Polaków. Wierzę jednak, że to właśnie oni, nabierając pozytywnych doświadczeń, z czasem staną się najlepszymi ambasadorami planów.

System PPK jest skończony, nie ma powodów, by wprowadzać poważniejsze zmiany, tym bardziej, że w takich rozwiązaniach stabilność jest wartością samą w sobie

W trakcie funkcjonowania programu będą pojawiały się kolejne doświadczenia, a z nimi pewnie propozycje usprawnień, udoskonaleń

PPK stanowi pewne uzupełnienie systemu emerytalnego, daje możliwość zwiększenia poziomu bezpieczeństwa finansowego w okresie starości, ale wiele decyzji pozostawia w rękach samych emerytów. Jak Pana zdaniem powinien wyglądać docelowy model polskiego systemu emerytalnego biorąc pod uwagę wyzwania demograficzne?
Na pewno dobra odpowiedzią na wyzwania demograficzne jest PPK. Wiemy, że stopa zastąpienia z systemu powszechnego będzie maleć, dlatego warto dodatkowo oszczędzać, by nasze dochody w jesieni życia były wyższe. A pracownicze plany kapitałowe to system nie tylko nowoczesny, ale przede wszystkim bardzo opłacalny – do naszych wpłat dokładają się pracodawca i państwo. Zatem to właśnie system publiczny i PPK będą stanowiły dwa filary naszego emerytalnego zabezpieczenia.

Naturalnie możemy sobie wyobrazić jeszcze dodatkowe inwestycje, np. w nieruchomości, czy inne rozwiązania finansowe, ale niezależnie od tego powinniśmy szerzej myśleć o przygotowaniu do starości – tj. dbać o zdrowie i podnosić swoje kwalifikacje. Dzięki temu będą mogły rosnąć nasze dochody, będziemy mogli więcej odkładać, a także dłużej pracować. Nasz system jest tak skonstruowany, że każdy rok pracy powyżej wieku emerytalnego będzie skutkował wzrostem świadczenia o około 7-8%. Należy pamiętać, że wiek emerytalny uprawnia nas do skorzystania ze świadczeń, ale nie obliguje, warto zatem wziąć powyższe kwestie pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o zaprzestaniu aktywności zawodowej.

Myślę, że w ogóle o atrakcyjności systemu zabezpieczenia emerytalnego dla jego uczestników świadczy jego elastyczność, możliwość uwzględnienia indywidualnych preferencji. Takie rzeczy wprowadziło właśnie PPK, jest w nim zaszyty szereg rozwiązań pozwalających podejmować własne decyzje – dobrowolność uczestnictwa, ustalenie wysokości wpłaty, możliwość skorzystania ze środków w trakcie oszczędzania, możliwość kształtowania sposobu wypłaty. To bardzo wiele możliwości skorzystania z systemu, dlatego powinien on cieszyć się rosnącą popularnością. Mam nadzieje, że rynek zaoferuje również możliwość wykupienia dożywotniego świadczenia, by katalog możliwości wykorzystania zgromadzonych oszczędności był pełny.

Wydaje się, że jako społeczeństwo nie osiągnęliśmy jeszcze wysokiego poziomu sprawności finansowej, mierzonej choćby umiejętnym zarządzaniem dochodami w cyklu życia, zdolnością do generowania oszczędności. Jakie działania pomógłby nam zmienić ten stan rzeczy?
Jestem daleki od takiej oceny. Polakom nie brakuje wiedzy, przedsiębiorczości, mamy nosa, umiemy się przystosować. Wydaje mi się, że prawda jest złożona. Dotąd nie było dobrego produktu oszczędnościowego. Kiedy się pojawił – jest nim PPK – Polacy zaczęli odkładać. Niemniej oczywiście zawsze może być lepiej, warto rozwijać edukację finansową.

Epidemia COVID-19 oraz jej następstwa gospodarcze znacząco wpłynęły na sytuację przedsiębiorców. Zostali oni tak mocno dotknięci restrykcjami, że rząd zmuszony był do uruchomienia szeroko zakrojonych działań pomocowych, w których znaczącą rolę odgrywa zresztą PFR. Jak w tej sytuacji kontynuować wdrażanie PPK, aby nie wylać dziecka z kąpielą?
Pamiętajmy, że nie jest to oszałamiające obciążenie. Fundusz wynagrodzeń to część kosztów działalności, a przecież wpłaty pracodawcy przy 50% poziomie uczestnictwa wynoszą zaledwie ok. 0,7% tego funduszu. Naturalnie trzeba myśleć o tym, że pracodawcy ucierpieli w wyniku pandemii, z drugiej jednak strony otrzymali potężne wsparcie od polskiego państwa – sama tarcza PFR to 50 mld zł, a łącznie do firm trafiło już ponad 80 mld zł. Ponadto pracodawcy byli przygotowani do tego, że będą wprowadzali PPK, w związku z tym nie spodziewam się, by był to zasadniczy problem. Co do harmonogramu to nie zakładamy dodatkowej zmiany, poza tym, że druga tura wdrożenia będzie realizowana wspólnie z trzecią turą, a czwarta w pierwotnie założonym terminie.

rozmawiał
Filip Pietkiewicz-Bednarek

ANALIZA

Inwestowanie w czasach zarazy

Przemysław Barankiewicz, *CFA*

Teksty w dobie kryzysu mają to do siebie, że można wstawić cokolwiek po słowach „w dobie kryzysu" i wyglądać na niekonformistycznego, niepokornego komentatora – przeczytałem ostatnio na Twitterze. Postanowiłem spróbować.

W obliczu tragedii lubimy prorokować: „teraz świat się zmieni, już nigdy nic nie będzie takie samo". Potem szybko zapominamy. Tak było na świecie po atakach na World Trade Centre czy zamachach w Paryżu i Nicei, a w Polsce po Smoleńsku i śmierci Jana Pawła II. Tak było też na rynkach finansowych – po bańce internetowej, WTC, Enronie, Lehman Brothers… Potem wszystko toczy się po staremu. Tym razem może być inaczej. Trauma będzie nas trzymać w domach tygodniami, w których przestawimy się na nowy tryb pracy. Digitalizacja, którą przez lata trochę odkładaliśmy jako coś, co się kiedyś wydarzy, ale nie wymaga pośpiechu, teraz nie ominie żadnej branży. I jest nam z tym na tyle dobrze, że nowe procesy i styl robienia biznesu zostaną z nami na zawsze. Dotyczy to także sposobu, w jaki inwestujemy.

Zanim jednak zahaczę o technologię, dystrybucję, kompetencje zawodowe, niskie stopy, emerytury i zaufanie, zastanówmy się, jak długo potrwa wychodzenie na prostą po koronawirusie. CFA Society Poland, zrzeszająca głównie zarządzających, doradców i analityków inwestycyjnych, pyta o to regularnie swoich członków. W majowym badaniu 79 proc. z nich stwierdziło, że zajmie nam to od roku do trzech lat, wobec 60 proc. miesiąc wcześniej. Przez cztery tygodnie zmalał zarówno odsetek optymistów (w wyjście z kryzysu do roku wierzy już tylko 4 proc.), jak i pesymistów (powrót na ścieżkę wzrostu w ciągu 3-5 lat prognozuje 15 proc. osób z tytułem CFA). Mamy więc niemal konsensus rynkowy i kilkadziesiąt miesięcy na to, by się dostosować lub zwijać interes.

Piszę wprost, bo w tej samej ankiecie co czwarta osoba odpowiedziała twierdząco na pytanie „Czy w związku z wirusem COVID-19 zagrożone jest twoje miejsce pracy?". Wprawdzie jeszcze w kwietniu „tak" odpowiadał co trzeci, ale ci z czytelników, którzy przegapili rewolucję technologiczną, muszą zacząć przyspieszoną edukację.

Technoinwestycje

Sprzedaż produktów finansowych przeniesie się do Internetu. I dobrze. Zawsze uważałem to za bardziej demokratyczne i etyczne niż kontakt ze sprzedawcą obarczonym planami sprzedażowymi. Pomoże to platformom i produktom, które zrodziły się w świecie cyfrowym, z myślą o kliencie przed smartfonem lub laptopem. Skoro dystrybucja, nasza odwieczna bolączka, będzie online, w sieci będzie też doradztwo. *Robo-advisory* wreszcie nabierze tempa. Szybko zdigitalizuje się rynkowa infrastruktura. *E-voting* i zdalne walne zgromadzenia, o których słyszę od kilkunastu lat, wyprą wydarzenia w realu. Regulatorzy ułatwią także zdalne podejmowanie decyzji przez organy spółek. Spotkania służbowe wejdą i już nie wyjdą z aplikacji, które od lat czekały, by je zauważyć, ale woleliśmy marnować czas na dojazdy, kawy i small-talki. Do sieci w przyspieszonym tempie przeniesie się edukacja finansowa i branżowe eventy (choć pewnie kilka dużych konferencji, dla rozprostowania kości, pozostanie). Analitycy już całkiem nie będą wychodzili zza biurek – doczekamy się ujednolicenia i ucyfrowienia raportowania, wyceniania, księgowania i audytu. Jeśli coś będzie można zrobić zdalnie i w sieci, będzie zrobione zdalnie i w sieci (GRAFIKA 1).

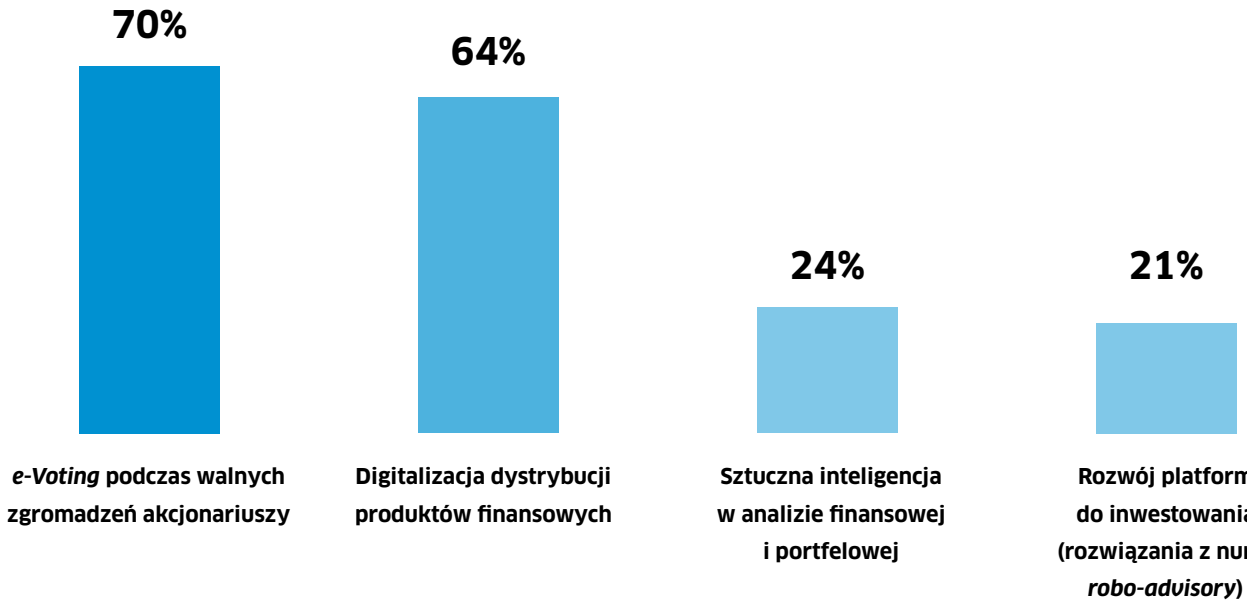
Masy klientów skoncentrują się jednak nadal na „bezpiecznych" inwestycjach, a skoro te przynoszą śladowe stopy zwrotu, wzrośnie nacisk na cięcie kosztów dystrybucji i zarządzania

Świat bez stóp

Ucyfrowienie nie oznacza, że sprzedawcy produktów finansowych przestaną być potrzebni. Zmieni po prostu sposób ich pracy. Zmieni też same produkty. Drugim, obok technologii, czynnikiem który na to wpłynie są znikające odsetki. Środowisko niskich stóp procentowych wymusza z jednej strony akceptację wyższego ryzyka przez tych inwestorów, którzy liczą na dotychczasowe stopy zwrotu (to duża odpowiedzialność dla sprzedawców, byśmy znów nie wpadli w jakieś toksyczne produkty). Z drugiej strony, masy klientów skoncentrują się jednak nadal na „bezpiecznych" inwestycjach, a skoro te przynoszą śladowe stopy zwrotu, wzrośnie nacisk na cięcie kosztów dystrybucji i zarządzania. Widać to już w rosnącej miłości do inwestowania pasywnego, mniej emocjonującego (dla jednych to

GRAFIKA 1

Jakie najważniejsze rozwiązania zostaną wkrótce wprowadzone do inwestycji?
Źródło: Ankieta CFA Society Poland, kwiecień 2020



dobrze, dla innych źle), ale i znacznie tańszego. Polski rynek, nie licząc świetnego, choć nie do końca wykorzystującego swój potencjał inPZU, został tu w tyle. TFI były przez lata zbyt zajęte okopywaniem wysokorentownych pozycji w funduszach aktywnych, by reinwestować zyski w rozwój nowych narzędzi i produktów. Dziś tych zysków nie mają, a cichaczem na nasz rynek wchodzą proste rozwiązania łączące *robo-advisory* i inwestowanie pasywne, typu słowacki Finax czy brytyjski ETFmatic. To tam może popłynąć kasa Kowalskich szukających alternatywy dla zerowych lokat bankowych.

Rewolucja pasywna przyspieszy też otwarcie polskich inwestorów indywidualnych na rynki zachodnie. Nigdy tak łatwo i tak tanio, a będzie jeszcze taniej, nie mogli oni uzyskać ekspozycji na S&P 500 czy DAX. Rodzi to duże wyzwania dla naszej giełdy. Wprawdzie marzec i kwiecień przyniósł renesans na rynku biur maklerskich, z 50 tys. nowych rachunków, ale wydaje mi się, że *gros* tej liczby stanowią osoby, które spróbują zagranicznych aktywów. Sporo wśród nich także liczących na szybki zarobek spekulantów (nie mylić z inwestorami, proszę), którzy jeszcze kilka tygodni wcześniej handlowali na foreksie i bitcoinie. Na nich potęgi giełdy nie odbudujemy. Przeciwnie. Zastanawiam się, czy koronakryzys nie zachwieje jej fundamentami, skoro wielu – nie tylko szef z Książęcej, także z największych parkietów świata – rozważało zamknięcie handlu. Pomyślałem wtedy: skoro się zamkną, może okaże się, że wcale nie są potrzebni? Przecież przy takich wahaniach kursów, giełda nie pełni już jednej ze swych podstawowych funkcji – wyceny. Kolejnej funkcji – alokacji i zapewnienia kapitału – też już nie pełni, skoro kapitał leży na ulicy, rozrzucony z helikopterów banków centralnych. O funkcji kontrolnej giełdy – wobec licznych skandali – wolę już nawet nie wspominać. Nie zamykajmy jej więc lepiej, bo młodsze pokolenie – które nie wychowało się na filmie „Wall Street" – może dojść do wniosku, że nie ma sensu dalej przejmować się tym kasynem, które tylko denerwuje społeczeństwo wysyłając w świat alarmy w formie skoku indeksów.

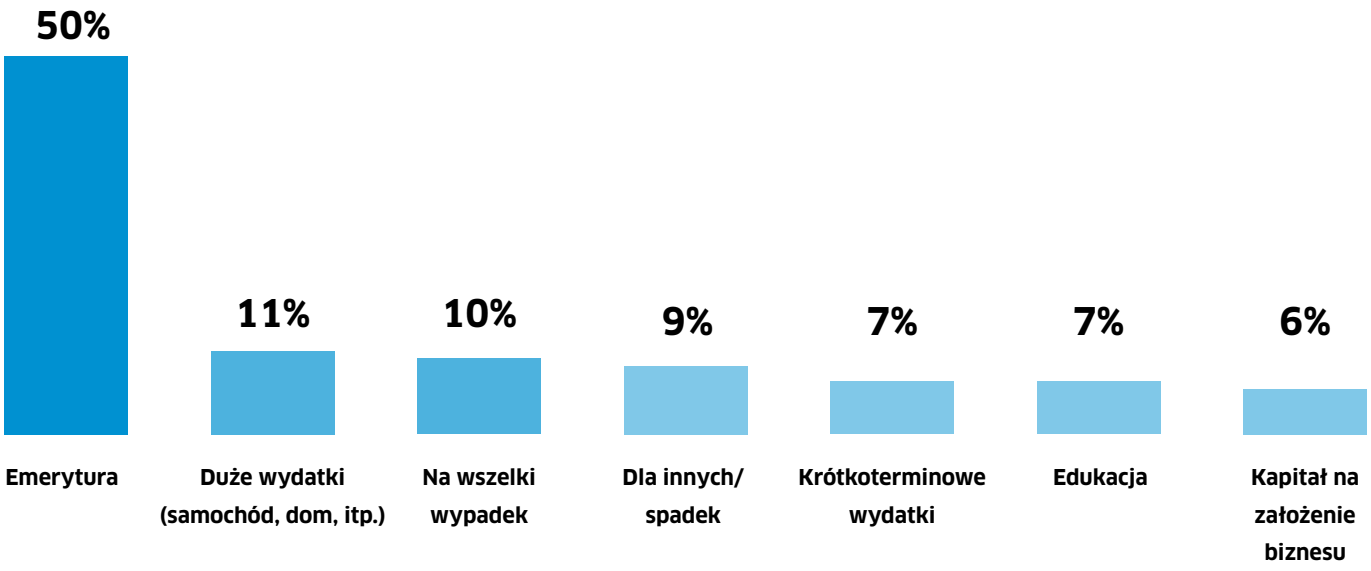
Postaw na emeryturę

Wspominałem, by nie mylić inwestorów ze spekulantami. Jeśli nie jesteśmy biurem maklerskim, liczącym na szybki zysk, a nie stałą rzeszę oddanych klientów, stawiajmy na relacje

GRAFIKA 2

Główny cel inwestycyjny inwestorów detalicznych

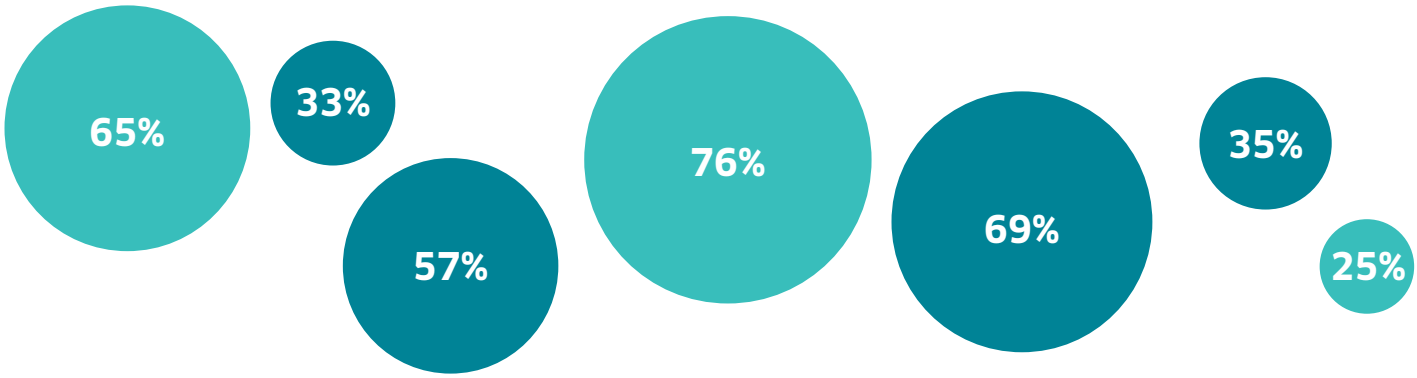
Źródło: Globalny raport CFA Institute, "Earning Investors' Trust", 2020



GRAFIKA 3

Zaufanie do rynków problemem globalnym

Źródło: Globalny raport CFA Institute, "Earning Investors' Trust", 2020



65 proc. inwestorów instytucjonalnych ufa branży, podczas gdy dla inwestorów indywidualnych (bez doradcy finansowego) odsetek ten spada do **33 proc.**

57 proc. inwestorów indywidualnych twierdzi, że ma równe szanse w walce o zyski na rynku kapitałowym

76 proc. inwestorów instytucjonalnych i **69 proc.** indywidualnych interesuje się kryteriami ESG

35 proc. inwestorów indywidualnych i **25 proc.** instytucjonalnych twierdzi, że ich firma zawsze stawia interes klienta przed interesem firmy

długoterminowe i takież inwestowanie. Z ostatniego raportu *CFA Institute*, przeprowadzonego na 15 rynkach świata, wynika, że głównym celem aż połowy inwestorów indywidualnych jest emerytura (GRAFIKA 2).

Wydawało mi się, że u nas jest inaczej, więc zapytałem o to członków najbardziej aktywnej na polskim Facebooku grupy inwestorów „Śladami Warrena Buffetta - Nauka Inwestowania". Wprawdzie drugie miejsce zajęło inwestowanie „dla zabawy", ale i tu emerytura nie miała sobie równych. Tymczasem wirus przesunął harmonogram PPK i nowego IKE, które stanowiły dużą szansę na jednoczesne ożywienie naszego rynku kapitałowego, jak i zapewnienie (nieco) lepszej przyszłości emerytom. O to drugie, w środowisku zerowych stóp, nie będzie łatwo. Profesor Elroy Dimson, zajmujący się historią rynków, stwierdził na niedawnym seminarium *CFA Institute*, że pokolenie milenialsów musi być przygotowane, że długoterminowa realna stopa zwrotu z rynku kapitałowego za ich życia wyniesie około 2 proc.

Cichaczem na nasz rynek wchodzą proste rozwiązania łączące *robo-advisory* i inwestowanie pasywne, typu słowacki Finax czy brytyjski ETFmatic

Pamiętajmy o tym w rozmowach klientami i nie obiecujmy za wiele. Tylko szczerość może zbudować długoterminowe relacje z inwestorem. Wiem, że to frazes, ale właśnie momenty kryzysowe tworzą konieczność zbudowania zaufania na rynku. Między inwestorem i instytucją, ale również między instytucjami. Znów odwołam się do raportu *CFA Institute*, z którego wynika, że tylko co trzeci inwestor indywidualny i co czwarty instytucjonalny twierdzi, że ich firma zawsze stawia interes klienta przed interesem firmy (GRAFIKA 3).

Jak odzyskać zaufanie? Okazuje się, że na rozwiniętych rynkach jest to nawet większy problem niż nad Wisłą. Raport *CFA Institute* ma trzy recepty na literę „i":

- informacja – im mniej inwestorzy są poinformowani, tym słabiej ufają systemowi finansowemu. Co zrobić, by byli lepiej poinformowani? Informować i edukować finansowo
- innowacja – odpowiednie wykorzystanie technologii poprawia poziom zaufania. Także w drugą stronę – ufający systemowi jako pierwsi korzystają z innowacyjnych rozwiązań
- wpływ (ang. *influence*) – klienci oczekują większej personalizacji usług i produktów, w tym czynników *ESG* (środowisko, społeczeństwo, ład korporacyjny). Inwestorzy detaliczni chcą też mieć większy wpływ na koszty, negocjując np. stawki za zarządzanie

Koniec guru

Pozytywy kryzysu? Znalazłem. Upadek social mediowych speców. W chwili próby niewielu zachowało status guru. Solidarnie z nimi ucierpiała też renoma finansowych gigantów. No może z wyjątkiem Warrena Buffetta, który w liście do akcjonariuszy dzień przed początkiem wyprzedaży napisał „Wszystko może stać się jutro z cenami akcji. Sporadycznie, na rynku nastąpią znaczne spadki, być może o 50 proc. lub więcej". Zapewne nie chodziło mu o „jutro", ale co tam. Wniosek z ostatniego załamania wyciągam mimo wszystko taki, że w sytuacji paniki nie warto wierzyć nikomu. Lepiej przeczekać i zaufać sobie. Nie prognozom. I tym zdaniem przekreśliłem sens całego powyższego, prognostycznego tekstu…

Pokolenie milenialsów musi być przygotowane, że długoterminowa realna stopa zwrotu z rynku kapitałowego za ich życia wyniesie około 2%

Przemysław Barankiewicz, *CFA*
wiceprezes zarządu *CFA Society Poland*

EKSPERTYZA

Wpływ pandemii na postawy konsumenckie

Małgorzata Pięta
dr hab. Marcin Rzeszutek

Ekonomia behawioralna to relatywnie nowy nurt w naukach ekonomicznych, który szeroko posiłkuje się dorobkiem psychologii w celu lepszego zrozumienia procesu podejmowania decyzji ekonomicznej i społecznej, szczególnie pod kątem ograniczeń w racjonalności decyzyjnej. Nie ulega wątpliwości, że czynniki psychologiczne, takie jak emocje czy zasoby poznawcze, wywierają potężny wpływ na zachowania natury ekonomicznej. Czas pandemii COVID-19 jest określany jako czas kryzysu, czyli gwałtownych zmian, zmagania się z przeciwnościami i działania pod presją czasu. Sytuacja pandemii powoduje nie tylko zmiany w obszarze funkcjonowania realnej gospodarki, ale także wpływa na indywidulne zachowania konsumentów. Drastycznie przyspieszył rozwój wielu trendów konsumenckich, które obserwowano już przed czasem pandemii. Nowe zachowania ludzi w dziedzinie konsumpcji i oszczędzania są odpowiedzią na bieżącą sytuację, jednak przewiduje się, że część z nich utrwali się i zostanie z nami na stałe.

Czynniki psychologiczne, takie jak emocje czy zasoby poznawcze, wywierają potężny wpływ na zachowania natury ekonomicznej

Wybrane anomalie w zachowania ekonomicznych w „normalnych" czasach

W kontekście podejmowania decyzji ekonomicznych obserwuje się liczne anomalie związane z subiektywnym postrzeganiem problemów decyzyjnych. Zgodnie z *teorią perspektywy* sformułowaną przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego, ludzie w podejmowaniu różnych decyzji, w tym natury ekonomicznej, ulegają tzw. inklinacjom behawioralnym (ang. *behavioral biases*), czyli błędom natury psychologicznej w percepcji pewnych zjawisk, kształtowaniu się preferencji przy dokonywaniu wyborów, czy też szacowaniu prawdopodobieństwa różnych zdarzeń. Powodują one znaczne odchylenia od racjonalnych decyzji, opartych o systematyczną ocenę ryzyka i pełen dostęp do informacji. Tego typu odchylenia od racjonalności są szczególnie widoczne w zachowaniach konsumenckich i oszczędnościowych.

Teoria perspektywy opisuje subiektywnie postrzeganą wagę zysków i strat oraz specyfikę oceny prawdopodobieństwa i skutków wystąpienia ryzyka. Czynniki, na które zwracają uwagę autorzy teorii oraz które możemy obserwować w obecnej sytuacji, to między innymi relatywne postrzeganie zysków i strat oraz silna awersja do możliwości ponoszenia tych ostatnich. Konieczność dodatkowych zakupów w obszarach, na które nie poświęcano wcześniej środków, może być subiektywnie oceniana jako znacząca strata skłaniająca do ograniczania wydatków. Przejawiana przez konsumentów silna awersja do strat sprawia, że smutek z powodu utraty zasobów jest przeżywany intensywniej, niż radość z potencjalnego zysku o tej samej wartości bezwzględnej. Tak więc dla konsumentów intensywnie korzystających z usług, do których dostęp jest ograniczony, zmiana stylu życia może być przeżywana jako bolesna, przy równoczesnym niedoszacowaniu zysków, jakie będą takie osoby odnosić w związku z zaoszczędzonymi środkami. Jednak zgodnie z teorią perspektywy, możemy przewidywać, że wrażliwość na te drobne zmiany będzie stopniowo maleć.

Drastycznie przyspieszył rozwój wielu trendów konsumenckich, które obserwowano już przed czasem pandemii

Koronawirus a zmiany w zachowaniach konsumenckich

Czas pandemii jest czasem kryzysu, w którym trudno o zasoby umożliwiające systematyczną i racjonalną ocenę ryzyka. Pandemia może powodować poczucie utraty kontroli nad własnym życiem, podkopywać przekonanie o skuteczności w realizacji celów, budzić obawy o przyszłość, w tym lęk przed własną śmiertelnością.

Spowolnienie tempa życia jest jednym ze zjawisk ściśle związanych z przymusowym pozostawaniem w domu, przejściem na zdalny tryb pracy oraz ograniczeniem dostępu do sklepów

Nowe zachowania konsumentów są odpowiedzią na bieżącą sytuację, jednak przewiduje się, że część z nich utrwali się i zostanie z nami na stałe

stacjonarnych, gastronomii czy rozrywki. Chociaż nowy sposób życia może mieć zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na liczbę wydatków, to wśród większości konsumentów obserwuje się wzrost poziomu lęku związanego z aktualną sytuacją ekonomiczną na świecie. Niepokój o indywidualne bezpieczeństwo finansowe i stabilność zatrudnienia, tak samo jak o globalną kondycję gospodarki, może dominować nawet nad lękiem związanym ze zagrożeniem zdrowotnym, jakie niesie zakażenie wirusem SARS-CoV2.

Skupienie na przyszłości może odsuwać ludzi od pozostawania w *hedonistycznej teraźniejszości*, które sprzyja zakupom impulsywnym, nieprzemyślanym. Zwiększa się ilość czasu spędzanego w domu, a tym samym priorytet zyskują więzi rodzinne oraz aktywności, którymi można cieszyć się wspólnie z najbliższymi. Zakupy wymagają starannego zaplanowania i mogą być realizowane świadomie, co przekłada się na udzielanie wsparcia lokalnym przedsiębiorstwom oraz budowanie lokalnej społeczności.

Zachowania konsumenckie mogą odzwierciedlać sposoby, jakimi ludzie starają się odzyskać kontrolę nad rzeczywistością. Warunkiem koniecznym podejmowania racjonalnych decyzji finansowych jest dostęp do informacji. Aktualną sytuację charakteryzują warunki niepewności. Konsumenci znaleźli się w nowej rzeczywistości, w której mają bardzo ograniczone możliwości przewidywania skutków swoich decyzji. W takich okolicznościach ludzie będą bardziej wyczuleni na informacje negatywne. Potencjalna niepewność zatrudnienia i trudności w utrzymaniu dochodowości podsycają globalny trend ograniczania wydatków. Celem kształtujących się zachowań konsumenckich może być ograniczenie lęku, ochrona przed kolejnymi stratami i zapewnienie sobie większego poczucia bezpieczeństwa poprzez dbanie o siebie, najbliższe osoby i lokalną społeczność.

Warto pamiętać, że obok zjawisk związanych z pozytywnymi sposobami na poszukiwanie bezpieczeństwa, konsumenci są w aktualnej sytuacji narażeni także na negatywne sposoby radzenia sobie z niepewnością. Na percepcję ryzyka wpływa subiektywna o nim wiedza. Zagrożenie epidemiczne jest wydarzeniem nowym i o potencjalnie katastroficznych skutkach. Taki charakter zjawiska sprawia, że pandemia może być subiektywnie oceniana jako ekstremalne zagrożenie. Silny stres psychiczny, jaki powoduje taka percepcja rzeczywistości, może skutkować obniżeniem u niektórych zaufania społecznego, podatnością na teorie spiskowe oraz tendencją do podejmowania impulsywnych decyzji konsumenckich. Osoby w takim stanie będą podejmować skrajne i nielogiczne działania. Mogą między innymi w większym stopniu przeceniać możliwość wystąpienia zjawisk mało prawdopodobnych, takich jak zamknięcie sklepów, czy braki dostępności produktów spożywczych.

Trendy konsumenckie, które mogą stanowić odpowiedź na brak przewidywalności w różnych obszarach życia konsumentów, to między innymi koncentracja na ochronie zdrowia i zdrowym stylu życia, bardziej świadome podejmowanie decyzji konsumenckich oraz lokalność zakupów. W życiu konsumentów priorytetem stały się podstawowe potrzeby. Pierwszeństwo zyskały zakupy spożywcze oraz wzrosło zainteresowanie środkami umożliwiającymi utrzymanie wysokiego poziomu higieny. Co ciekawe, dotyczy ono nie tylko produktów ochronnych, ale także środków służących do czyszczenia mieszkania.

Konsumenci zmieniają swoje przyzwyczajenia związane ze sposobem organizacji wyjść do sklepu. Obserwuje się ograniczenie liczby wyjść oraz tendencje do robienia większych zakupów. Ludzie także częściej decydują się na robienie zakupów dla innych osób oraz dokonują zakupów w sklepach znajdujących się w pobliżu ich miejsca zamieszkania. Mniej częste zakupy zmniejszają liczbę okazji do impulsywnego kupowania i skłaniają do dokładniejszego planowania zakupów. Konsumenci wykazują większe zainteresowanie produktami dobrej jakości i kupują produkty trwałe. Wybory konsumentów są często uwikłane w etyczne dylematy związane z jednej strony z chęcią wsparcia gospodarki, w szczególności małych biznesów, z drugiej z niepokojem o zapewnienie

pracownikom odpowiedniego stopnia bezpieczeństwa. Ogromna część aktywności konsumentów odbywa się w ich miejscu zamieszkania, co sprawia, że popularnością cieszą się produkty umożliwiające zajęciem się hobby, takim jak majsterkowanie, czy kreatywne aktywności.

Sytuacja pandemii przyspieszyła pojawienie się w życiu konsumentów innowacji związanych przede wszystkim z wykorzystaniem nowoczesnych technologii. Tendencja do utrzymywania *statusu quo* i niechęć do zmian w wielu obszarach zostały przełamane w obliczu konieczności. Mimo że przeniesienie zakupów i usług do Internetu nie równoważy ogólnych spadków sprzedaży, dzięki nowym doświadczeniom konsumenci mogli otworzyć się na usługi, z których będą mogli korzystać po zakończeniu kryzysu. Wiele osób po raz pierwszy mogło wziąć udział w aktywnościach online, takich jak zajęcia fitness czy wydarzenia kulturalne, z których nie skorzystałyby w takiej formie w innych okolicznościach. Obserwuje się także szersze korzystanie z opcji zakupów przez Internet. Robienie zakupów spożywczych w sieci ma szansę pozostać częścią życia większej części konsumentów także po pandemii. Również więcej osób starszych zaczyna korzystać z kart płatniczych oraz zakupów online. Dla osób długo tkwiących w swoich finansowych przyzwyczajeniach, czas pandemii był silnym impulsem do zmiany zachowań, na co mogła mieć wpływ nie tylko konieczność, ale także kampanie społeczne i wsparcie młodszych członków rodziny.

Wśród większości konsumentów obserwuje się wzrost poziomu lęku związanego z aktualną sytuacją ekonomiczną na świecie

Aktualnie obserwuje się, że pandemia COVID-19 przynosi straty takim sektorom, jak dobra konsumenckie czy transport, natomiast zyski notuje się w obszarach zajmujących się mediami czy technologią. Jak w przyszłości będą kształtować się obserwowane tendencje zależy od wielu czynników. Decyzje podejmowane w przyszłości mogą być ściśle związane z różnicami indywidualnymi i stylem życia, jakie prowadzili potencjalni konsumenci przed okresem gwałtownego wzrostu zachorowań na COVID-19. Indywidualne skłonności oraz sytuacja życiowa będą warunkowały reakcje na sytuację pandemii. Specjaliści podkreślają, że wybory poszczególnych osób mogą być powiązane z ich subiektywnym poziomem lęku. I tak osoby, które nie doświadczyły znaczących strat i cechują się większą odpornością psychiczną, mogą rezygnować ze znaczącego ograniczania wydatków, cechować się większą otwartością na nowe usługi, ale też szybciej wracać do korzystania z usług stacjonarnych i do aktywnego realizowania swoich pasji, takich jak sport, czy podróżowanie.

Pandemia a oszczędzanie

Aktualny poziom lęku, wskaźniki psychicznego dobrostanu oraz obierana perspektywa czasowa będą wpływać także na decyzje podejmowane przez poszczególne osoby w kontekście oszczędzania. Badania psychologiczne skupiające się na zachowaniach finansowych pokazują, że skłonność do odkładania środków na większe cele finansowe lub emeryturę, często wiąże się z subiektywnym postrzeganiem posiadanego majątku oraz różnicami indywidualnymi, takimi jak poziom samokontroli, czy poczucie umiejscowienia kontroli. Tzw. *finansowy optymizm* sprzyja zadowoleniu z posiadanych pieniędzy niezależnie od ich ilości, jeśli tylko status finansowy pozwala na zaspokajanie podstawowych potrzeb. Optymizm sprzyja kształtowaniu się dojrzałych postaw finansowych oraz wiąże się z subiektywnym poczuciem dobrobytu. Konsumenci cechujący się *finansowym optymizmem* posiadają większe umiejętności w zakresie planowania wydatków, podejmują mniej impulsywnych decyzji i ogólnie lepiej zarządzają swoimi pieniędzmi. Potrafią korzystać z nich zarówno jako ze źródła przyjemności, jak i planować inwestycje, czy odkładać pieniądze na emeryturę lub na wypadek nieszczęśliwych zdarzeń.

Stres psychiczny, który budzi w konsumentach pandemia, może sprzyjać niekorzystnym i destrukcyjnym zachowaniom finansowym, jeżeli będzie ograniczać zdolność do planowania przyszłości, która może się jawić jako niepewna lub zagrażająca. Badania skoncentrowane na psychologicznych mechanizmach związanych z oszczędzaniem pokazują, że osoby, które w podejmowaniu decyzji skupiają się na przyszłości, czyli długoterminowych konsekwencjach swoich działań,

są bardziej skłonne do oszczędzania środków na przyszłość, niż osoby nieustannie porównujące stan obecny do sytuacji z przeszłości lub niewykraczające poza hedonistyczną teraźniejszość.

Wydaje się, że osoby, które przed czasem epidemii COVID-19 cechowały się *finansowym optymizmem* i orientacją na przyszłość, w obecnej sytuacji mogą cieszyć się większym materialnym zabezpieczeniem i być w mniejszym stopniu narażone na negatywne skutki sytuacji na świecie. Takie osoby prawdopodobnie będą nadal w stanie w dojrzały sposób zarządzać swoimi finansami i odkładać pieniądze na przyszłość. Warto jednak pamiętać, że czas pandemii jest nową sytuacją, której oddziaływanie na zachowania finansowe nie może być w pełni przewidziane. Niemniej nawet w tym szczególnym czasie badacze intensywnie pracują nad wyjaśnianiem mechanizmów psychologicznych, które stoją za podejmowanymi przez konsumentów decyzjami.

Potencjalna niepewność zatrudnienia i trudności w utrzymaniu dochodowości podsycają globalny trend ograniczania wydatków

Podsumowanie

Wiele osób mówi, że po pandemii COVID-19 nic już nic nie będzie takie samo. W kontekście gospodarki zazwyczaj wspomina się o tym w tonie pesymistycznym, zwracając uwagę na ogromne straty w skali makro- oraz mikroekonomicznej. Czy jednak nie można na sytuację pandemii spojrzeć z paradoksalnie optymistycznej strony? Zgodnie z hipotezą jednego z najwybitniejszych ekonomistów wszechczasów, Josepha Schumpetera, kryzys gospodarczy czasem jest szansą na tzw. kreatywną destrukcję w celu zbudowania „czegoś" nowego i lepszego w gospodarce, a nawet w społeczeństwie jako takim. W takich sytuacjach bankructwo niektórych przedsiębiorstw, czy nawet całych branż, niekoniecznie musi być czymś jednoznacznie katastrofalnym. W kontekście zachowań konsumenckich można się zastanowić, czy pandemia nie ograniczy w sposób pozytywny rozpasanego, konsumpcyjnego stylu życia wielu społeczeństw, który zaczął być niemal współczesną religią, ze szkodą nie tylko dla człowieka, ale przede wszystkim dla środowiska naturalnego. Powstaje uzasadnione pytanie, czy z tej izolacji nie wyjdziemy bardziej świadomi tego, co nam naprawdę jest potrzebne, a bez czego możemy się obejść. Dzięki temu będziemy też bardziej odporni na sztuczne kreowanie bezsensownych potrzeb konsumpcyjnych przez media i Internet. W tym znaczeniu pandemia COVID-19 może być dla nas cenną lekcją.

mgr Małgorzata Pięta,
dr hab. Marcin Rzeszutek
Wydział Psychologii Uniwersytetu Warszawskiego

Konsumenci cechujący się finansowym optymizmem posiadają większe umiejętności w zakresie planowania wydatków, podejmują mniej impulsywnych decyzji i ogólnie lepiej zarządzają swoimi pieniędzmi

BADANIA

Wdrożenie PPK oczami TFI i PTE

Filip Pietkiewicz-Bednarek

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, które zrzeszają TFI i PTE, instytucje prowadzące PPK, przeprowadziły badanie wśród swoich członków, by zebrać doświadczenia po pierwszej turze wdrożenia programu, wyciągnąć z nich wnioski i na tej bazie przygotować rekomendacje rozwoju systemu.

Instytucje finansowe we wdrożeniu PPK

Wdrożenie Pracowniczych Planów Kapitałowych w pierwszym etapie procesu odbyło się płynnie i skutecznie dzięki dużemu zaangażowaniu i wysiłkom instytucji finansowych. Zdaniem zdecydowanej większości badanych zakres faktycznego wsparcia udzielonego pracodawcom przy wdrażaniu PPK przez instytucje finansowe przekroczył zakres obowiązków ustawowych (86,7%). W opinii 66,7% ankietowanych zakres wsparcia był znacząco większy, a według 20% był większy od obowiązków ustawowych. 13,3% badanych miało problem z określeniem zakresu udzielonego wsparcia (WYKRES 1).

Działania instytucji finansowych stanowiły dobrą odpowiedź na potrzeby pracodawców. Oczekiwali oni od instytucji finansowych (WYKRES 2) przede wszystkim wsparcia merytorycznego dla kadry zarządzającej i HR (66,7%), szkoleń dla pracowników (66,7%) oraz wsparcia przy zintegrowaniu systemów kadrowo-płacowych z oprogramowaniem obsługującym PPK (53,3%). Rzadziej wymieniane były narzędzia komunikacji kierowanej do pracowników (40%), dodatkowe benefity (33,3%), najtańsza oferta (26,7%) czy wsparcie w zaprojektowaniu i prowadzeniu dokumentacji (13,3%).

Rolę instytucji finansowych we wdrożeniu podkreślają również kryteria wyboru stosowane przez pracodawców. Wśród najważniejszych wymieniono zakres wsparcia we wdrożeniu (26,7%), renomę/markę instytucji finansowej (20%) oraz doświadczenie na rynku finansowym/kapitałowym (13,3%). Koszty prowadzenia programu (6,7%) oraz osiągane wyniki inwestycyjne (6,7%) zdaniem instytucji finansowych nie decydowały o wyborze. Jednocześnie 1/4 instytucji finansowych nie była w stanie wskazać konkretnego kryterium (26,7%), jakim kierowali się pracodawcy.

Przed rozpoczęciem ubiegania się o udział w oferowaniu PPK instytucje finansowe ustaliły swój oczekiwany docelowy udział rynkowy. Zdecydowana większość z nich podczas pierwszej tury wdrożenia PPK uzyskała niższy udział w stosunku do zakładanego planu (80%). Aż 60% firm osiągnęło rezultat znacząco poniżej celu, 20% wskazało, że osiągnięty wyniki jest niższy od celu. Tylko 20% zadeklarowało osiągniecie planowanego udziału w rynku.

W badaniu instytucje wdrażające PPK zapytano również o obszary, w których ich zdaniem miały one największą przewagę nad konkurentami. Upatrywano ich najczęściej na polu szkoleń dla pracowników oraz w materiałach edukacyjno-informacyjnych (20%). Konkurencyjny okazał się również poziom kosztów związanych z prowadzeniem PPK (20%). Duże znaczenie miała renoma/marka instytucji (20%). 13,3% ankietowanych za swoja przewagę konkurencyjną uznało organizację procesu sprzedaży. Do rzadziej identyfikowanych atutów (6,7%) należały: pakiet dodatkowych świadczeń, dotychczasowe wyniki inwestycyjne oraz doświadczenie w prowadzeniu podobnych programów.

Respondenci bardzo dobrze ocenili pracę instytucji, które weryfikowały aplikacje złożone przez TFI i PTE. W ich jednomyślnej opinii (WYKRES 3) przejście przez procedury administracyjne w KNF i PFR Portal przebiegało sprawnie i bez problemów (100%).

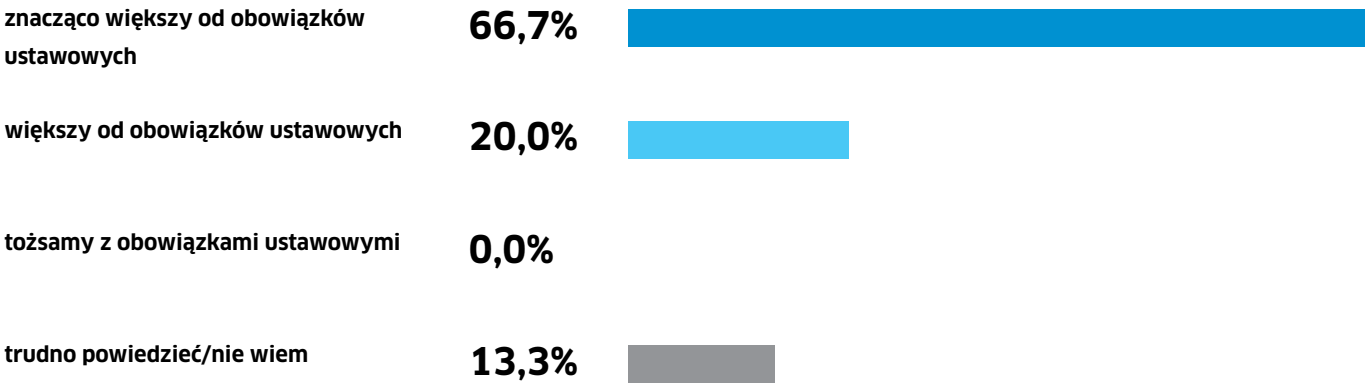
Wdrożenie Pracowniczych Planów Kapitałowych w pierwszym etapie procesu odbyło się płynnie i skutecznie dzięki dużemu zaangażowaniu i wysiłkom instytucji finansowych

Napływ środków do systemu długoterminowego oszczędzania

Dodatkowy napływ środków do systemu długoterminowego oszczędzania zapewniłoby wiele różnych działań (WYKRES 4), jednak najczęściej wymienianymi były zniesienie podatku od zysków kapitałowych dla osób oszczędzających na rynku kapitałowym przez okres co najmniej 3 lat (60%), kampanie rządowe promujące oszczędzanie

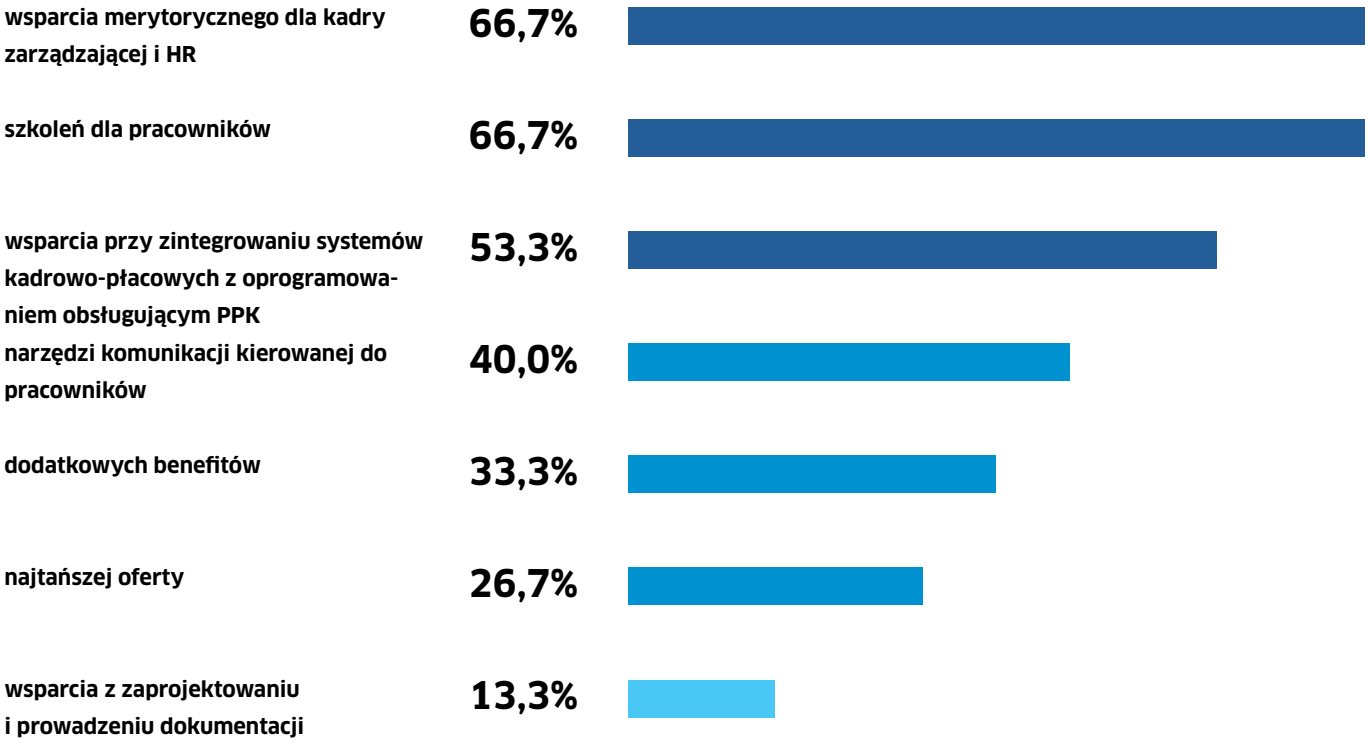
WYKRES 1

Zakres faktycznego wsparcia udzielonego przez Państwa racodawcom przy wdrożeniu PPK był:



WYKRES 2

Jakich 3 elementów najczęściej oczekiwali od Państwa pracodawcy w ramach oferowania i wdrażania PPK?



Działania instytucji finansowych stanowiły dobrą odpowiedź na potrzeby pracodawców

w ramach IKE/IKZE w okresie przełomu lat kalendarzowych (46,7%) oraz wprowadzenie edukacji finansowej już w szkołach podstawowych (46,7%).

Mniejszą popularność wskazań zyskały możliwość odpisania strat od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych dla oszczędzających przez okres 3 lat (33,3%), zwolnienie wypłat z IKZE z opodatkowania zryczałtowanych podatkiem dochodowym (26,7%), wprowadzenie zachęt podatkowych do oszczędzania dla osób wchodzących na rynek pracy (26,7%), możliwość zakładania produktów III-filarowych i zarządzania nimi w postaci elektronicznej (20%) oraz możliwość zakładania IKE/IKZE dla swoich dzieci (13,3%).

Wśród najmniej popularnych odpowiedzi, wskazanych jednokrotnie (6,7%), wymienić należy możliwość zaliczania wpłat do IKZE dokonywanych w pierwszym kwartale roku bieżącego do limitu roku poprzedniego, wprowadzenie ulg podatkowych dla przedsiębiorców, wprowadzenie wyższych zachęt podatkowych do oszczędzania dla wszystkich oszczędzających, czy kampanie rządowe szeroko promujące i wspierające oszczędzanie.

Uwarunkowania rozwoju PPK

W opinii przedstawicieli instytucji finansowych poziom uczestnictwa osiągnięty w trakcie pierwszego etapu wdrożenia PPK mógł być bardziej satysfakcjonujący (66,7%). Na pytanie czy możliwe było uzyskanie wyższego ogólnego poziomu partycypacji pracowników 20% badanych wskazało, że „tak", a 46,7%, że „raczej tak" (WYKRES 5). Przeciwnego zdania, udzielając odpowiedzi „raczej nie" było 13,3% badanych. 20% respondentów nie miało sprecyzowanego zdania w tej kwestii.

Wśród negatywnych czynników warunkujących osiągnięty poziom partycypacji wymieniono przede wszystkim brak zaufania pracowników do systemu emerytalnego i rynku kapitałowego (100%), zbyt małą kampanię informacyjną ze strony rządu (60%) oraz brak kultury oszczędzania i inwestowania w Polsce (33,3%). W mniejszym stopniu (po 20%) wpływ miały niski poziom wiedzy i sprawności finansowej wśród pracowników, brak pozytywnego zaangażowania pracodawców w promowanie PPK w swojej firmie oraz zbyt niskie pensje. Jeszcze rzadziej, zaledwie po jednym wskazaniu (6,7%), jako przyczyny niskiego uczestnictwa w programie wskazywane były: brak dobrej znajomości produktu (PPK), zbyt krótki okres na wdrożenie PPK, brak możliwości komunikowania historii oszczędzania i inwestowania w PPK, bieżąca koniunktura na polskim rynku kapitałowym oraz niechęć do obniżenia bieżących dochodów.

Wśród największych zagrożeń dla rozwoju PPK oraz wzrostu liczby uczestników programu wskazane zostały brak obowiązku przekazywania danych kontaktowych instytucjom zarządzającym umożliwiających sprawną komunikację z uczestnikami (46,7%) oraz brak zwolnień podatkowych dla pracowników od wpłat pracodawców (26,7%). W zdecydowanie mniejszym stopniu jako zagrożenie (po 6,7%) postrzegane są jednoczesna transformacja OFE z opłatą przekształceniową 15%, wpływająca na negatywne postrzeganie stabilności systemu emerytalnego, finansowanie przez pracownika swojej składki plus konieczność zapłaty podatku od składki pracodawcy oraz brak standardów prezentacji wyników inwestycyjnych (WYKRES 6).

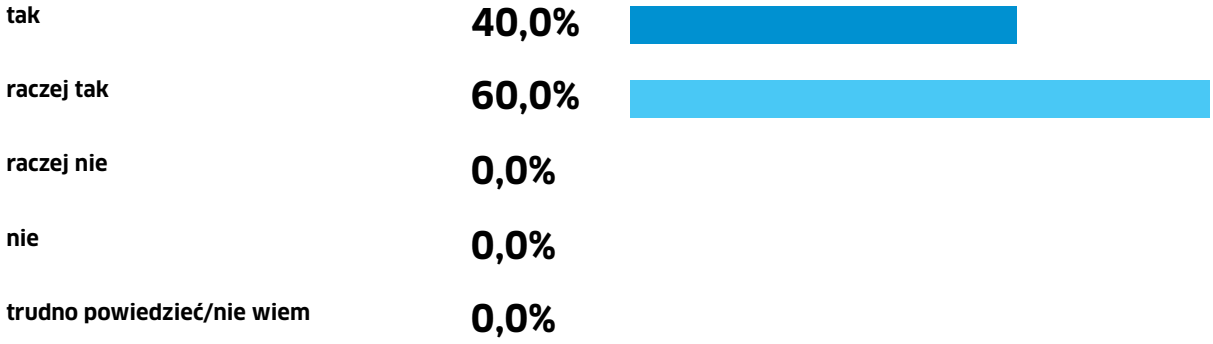
Zdaniem badanych wyższy poziom partycypacji w największym stopniu mógł zostać uzyskany dzięki dużej kampanii informacyjnej ze strony rządu (66,7%), większemu zaangażowaniu pracodawców w promowanie PPK w swojej firmie (53,3%), zwiększeniu ulg podatkowych dla uczestników PPK (53,3%), oraz dopracowaniu legislacji i jasnym wytycznym dotyczącym stosowania jej przepisów (46,7%). Nieco częściej niż co czwarty badany (26,7%) uważał, że partycypacja byłaby wyższa, gdyby rząd bardziej wspierał pracodawców we wdrażaniu PPK. Pojedynczy respondenci (6,7%) spodziewaliby się większego powodzenia programu m.in. w przypadku znaczniejszego zaangażowania reprezentacji pracowników w promowanie PPK u swojego pracodawcy, wydłużenia okresu wdrożenia, czy zwiększenia udziału pracodawców we wpłatach do PPK.

Badanie instytucji finansowych prowadzących pracownicze plany kapitałowe „Wdrożenie PPK" zostało przeprowadzone przez IZFiA oraz IGTE metodą CAWI w dniach od 6 lutego do 4 marca 2020 roku na próbie 15 instytucji finansowych, TFI i PTE, członków ww. izb.

Filip Pietkiewicz-Bednarek
dyrektor ds. komunikacji IGTE

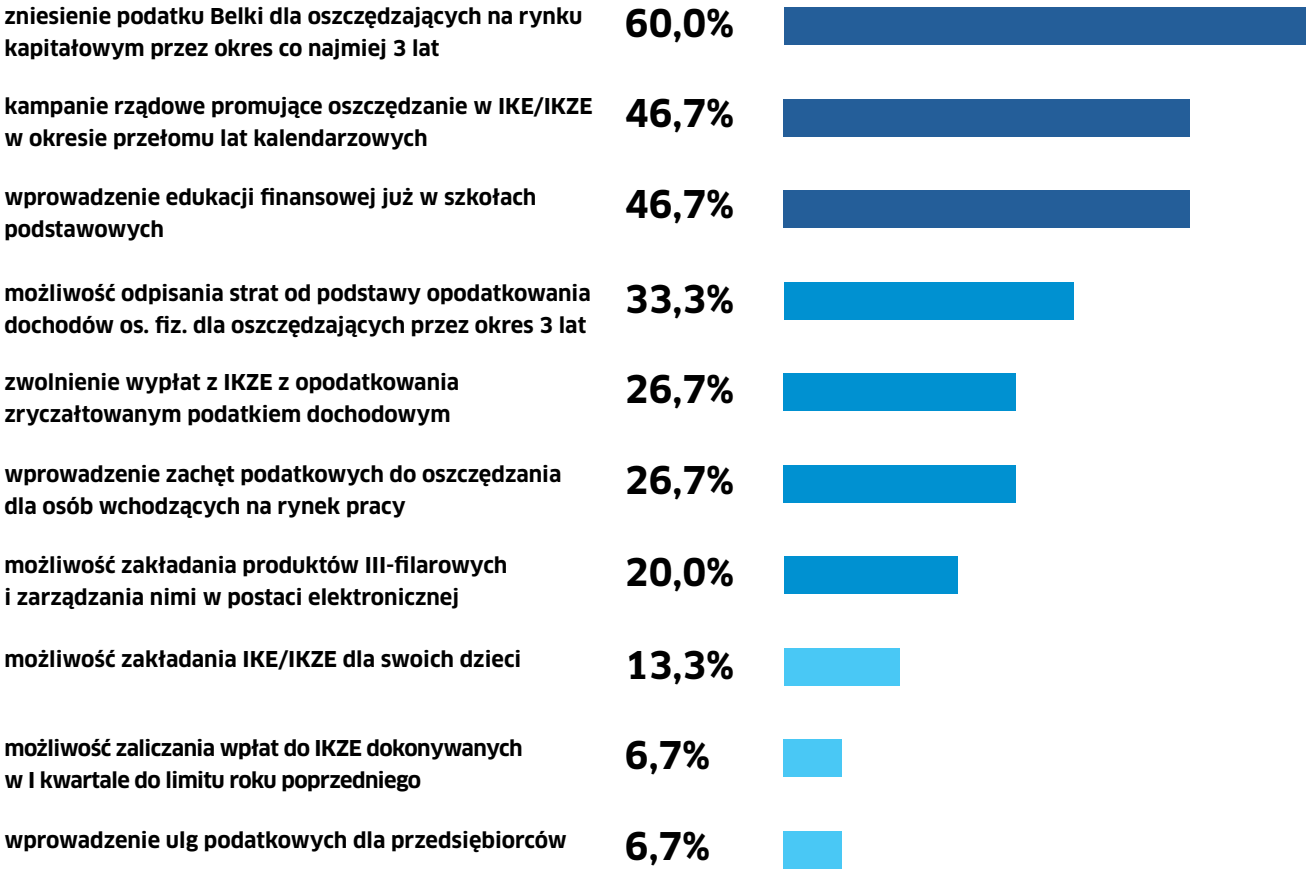
WYKRES 3

Czy przejście przez Państwa procedur administracyjnych w KNF i PFR Portal przebiegło sprawnie i bez problemów?



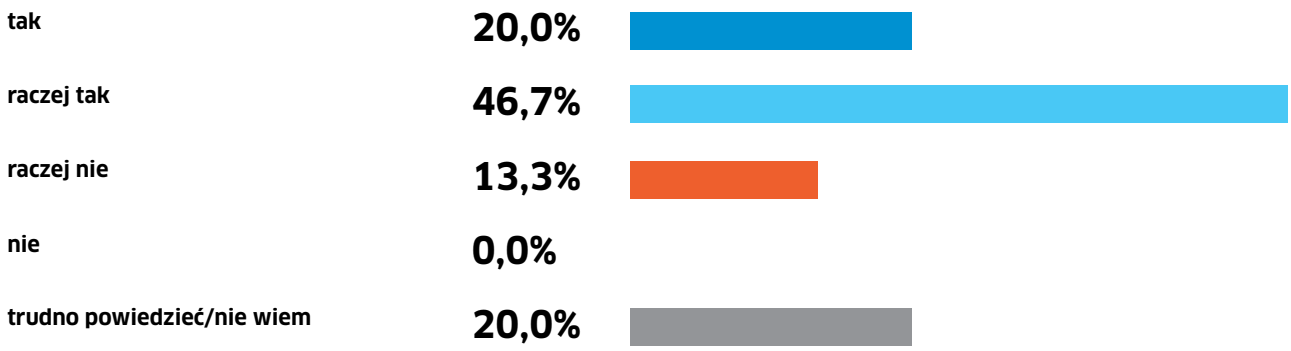
WYKRES 4

Jakie 3 zmiany w największym stopniu spowodowałyby dodatkowy napływ środków do systemu długoterminowego oszczędzania?



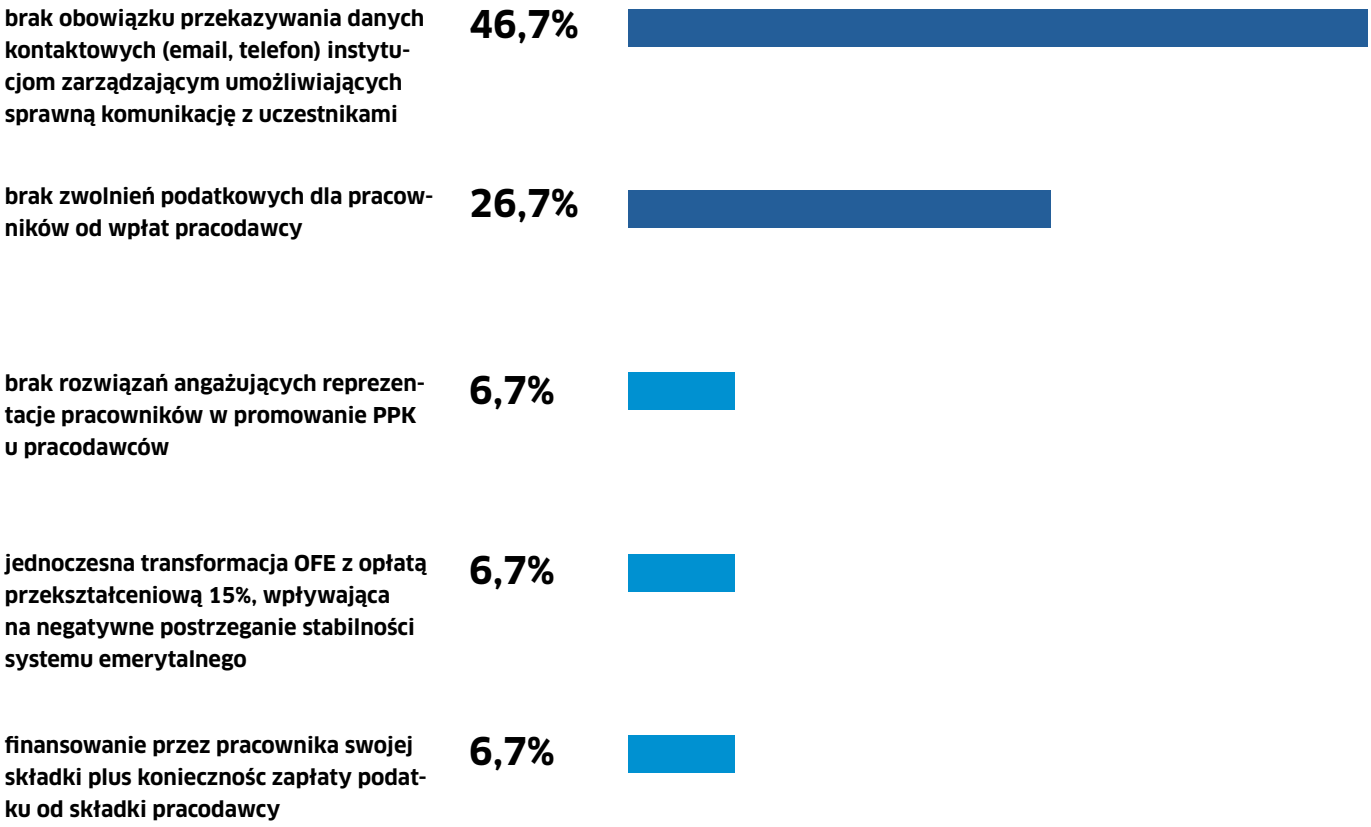
WYKRES 5

Czy możliwe było uzyskanie wyższego ogólnego poziomu partycypacji pracowników w PPK w I etapie wdrożenia?



WYKRES 6

Który z elementów regulacyjnych można uznać za największą wadę mogącą wpłynąć negatywnie na rozwój i poziom partycypacji w PPK?



NASZYM ZDANIEM

Optymalne warunki do przeprowadzenia reformy OFE

Szymon Ożóg, *CFA*

Rozważania na temat optymalnych warunków rynkowych i ekonomicznych do przeprowadzenia transformacji otwartych funduszy emerytalnych należy zacząć od przypomnienia najważniejszych celów i założeń projektowanej reformy. Wówczas będzie można spróbować odpowiedzieć na pytanie, jakie warunki powinny zostać spełnione, żeby osiągnąć postawione cele, jednocześnie realizując reformę zgodnie z założeniami. Następnie można pokusić się o tezę, kiedy należałoby oczekiwać spełniania takich warunków.

Wśród najważniejszych celów projektowanej reformy można wymienić:

• Uporządkowanie i tym samym wzmocnienie systemu emerytalnego. Miałby on się składać z ZUS – publiczny i obowiązkowy filar, PPK i PPE – powszechny, pracowniczy i dobrowolny filar oraz z indywidualnych i dobrowolnych form oszczędzania, takich jak IKE lub IKZE, z wyraźnymi preferencjami podatkowymi dla oszczędzających z myślą o emeryturze;

• Budowę długoterminowych oszczędności Polaków oraz lokalnej puli kapitału;

• Odbudowę zaufania do systemu emerytalnego po reformie z 2014 roku oraz popularyzacja produktów oszczędnościowych o charakterze długoterminowym oferowanych przez rynek kapitałowy;

• Ostateczne wyeliminowanie ryzyka „nacjonalizacji" OFE, które z punktu widzenia inwestorów krajowych i zagranicznych mocno zwiększa niepewność inwestowania w Polsce, a z punktu widzenia emitentów ogranicza ich apetyt na pozyskanie OFE jako akcjonariusza, tym samym zniechęcając do pozyskiwania kapitału na GPW (dysfunkcjonalność mocno ograniczająca potencjał rozwoju polskiego rynku kapitałowego).

Wbrew powszechnej opinii, pozyskanie środków ze zryczałtowanego podatku (tzw. opłata przekształceniowa) w związku z przekazaniem środków z publicznego systemu na prywatne IKE, z którego wypłaty nie są opodatkowane podatkiem dochodowym, nie było nigdy deklarowane jako cel reformy, choć jest to oczywiście korzystny dla budżetu „efekt uboczny".

Optymalne warunki do przeprowadzenia reformy będą wtedy, kiedy podjęcie ryzyka oszczędzania z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego (jakim będzie konto IKE) będzie się jawić większości członków OFE jako interesująca alternatywa w stosunku do systemu opartego wyłącznie o ZUS

W kontekście tematu niniejszego artykułu wśród kluczowych założeń warto wymienić przede wszystkim umożliwienie wyboru członkom OFE między kontem w ZUS a Indywidulanym Kontem Emerytalnym jako destynacją środków zgromadzonych w OFE. Wybór taki nie jest oczywisty z punktu widzenia ubezpieczonego, zależy od wielu czynników takich jak wiek, apetyt na ryzyko, preferencje co do przyszłego strumienia płatności itp. Dlatego pozostawienie wyboru należy uznać za tzw. rozwiązanie sprawiedliwie społeczne, mimo że nieco komplikujące osiągniecie celów reformy. Opcją preferowaną przez projektodawcę ze względu te cele jest oczywiście IKE, stąd był to wybór domyślny.

Drugim założeniem, wartym wymienienia, powiązanym wprost z pierwszym, było zabezpieczenie osób wybierających konto w ZUS przed ryzykiem cenowym. Otóż dokonując wyboru ZUS, uczestnik OFE nie znał przyszłej wyceny, po jakiej miały zostać umorzone jego jednostki. Mało tego, sam fakt takiego wyboru przez wielu uczestników OFE mógł powodować przecenę na polskim rynku ze względu na obawy o nawis podażowy po stronie Funduszu Rezerwy Demograficznej, do którego ostatecznie trafiłyby przekazane środki. Dlatego projektodawca zagwarantował, że niezależnie od wartości przekazanych składników portfela, wartość środków zapisana na koncie w ZUS będzie nie niższa niż wartość składników portfela według wyceny na dzień 15 kwietnia 2019 r.

Dzięki temu, iż większość wpłat do PPK w 2020 r. trafi już po krachu, ocena programu będzie coraz bardziej pozytywna

W opisanym kontekście nietrudno zauważyć, że optymalne warunki do przeprowadzenia reformy będą wtedy, kiedy podjęcie ryzyka oszczędzania z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego (jakim będzie konto IKE) będzie się jawić większości członków OFE jako interesująca alternatywa w stosunku do systemu opartego wyłącznie o ZUS. Decyzja na pewno nie powinna być podejmowana pod wpływem negatywnych emocji, łączących się z kryzysem gospodarczym i wywołaną nim zmiennością na rynkach. W idealnym scenariuszu OFE powinny odrobić głębokie straty poniesione w pierwszym kwartale 2020 r. Od początku roku (dane na 28/05/2020) średnia stopa zwrotu dziesięciu OFE wynosi -16%, jeszcze w połowie marca było to nawet -31%. Tak duża strata bardzo niekorzystnie wpływa na statystyki długoterminowych stóp zwrotu, co na pewno nie dodaje argumentów zwolennikom rynku kapitałowego. Przykładowo, gdyby ceny akcji pozostały na bieżącym poziomie (28/05/2020) do końca września 2020 r., wówczas stopa zwrotu OFE z ostatnich dziesięciu lat wyniosłaby 17% (1,7% średniorocznie). Stopa ta wydaje się zbyt niska jak na okres oszczędzania oraz ponoszone ryzyko. Nie mówiąc już o porównaniu do waloryzacji rachunków w ZUS według dynamiki wynagrodzeń. W tym miejscu warto zwrócić uwagę, jakim błędem było pozbawienie OFE możliwości inwestowania w obligacje skarbowe, co pozwalałoby amortyzować straty w okresie dekoniunktury. Z perspektywy niewielkiej części składki na ubezpieczenie emerytalne i rentowe przekierowanej do OFE (2,92% z 19,52%) całościowe ryzyko inwestycyjne nie wydaje się wysokie. Jednak patrząc przez pryzmat produktu oszczędnościowego o charakterze emerytalnym, fundusz inwestujący wyłącznie w akcje i obligacje korporacyjne (których dostępność na polskim rynku jest zresztą ograniczona) nie wydaje się właściwy.

Ponadto, w optymalnych warunkach reformy stopy zwrotu z PPK również powinny być satysfakcjonujące. Najprawdopodobniej wiele osób oszczędzających w PPK będzie dokonywać wyboru pomiędzy ZUS i IKE z perspektywy swojej oceny PPK, a najpewniej przez pryzmat oceny stanu rachunku PPK. Wydaje się, że dzięki temu, iż większość wpłat do PPK w 2020 r. trafi już po krachu (od połowy marca rynki znajdują się w trendzie rosnącym), ocena programu będzie coraz bardziej pozytywna. Jednak na pewno potrzeba trochę czasu, żeby taka opinia ugruntowała się szerzej i na dłużej.

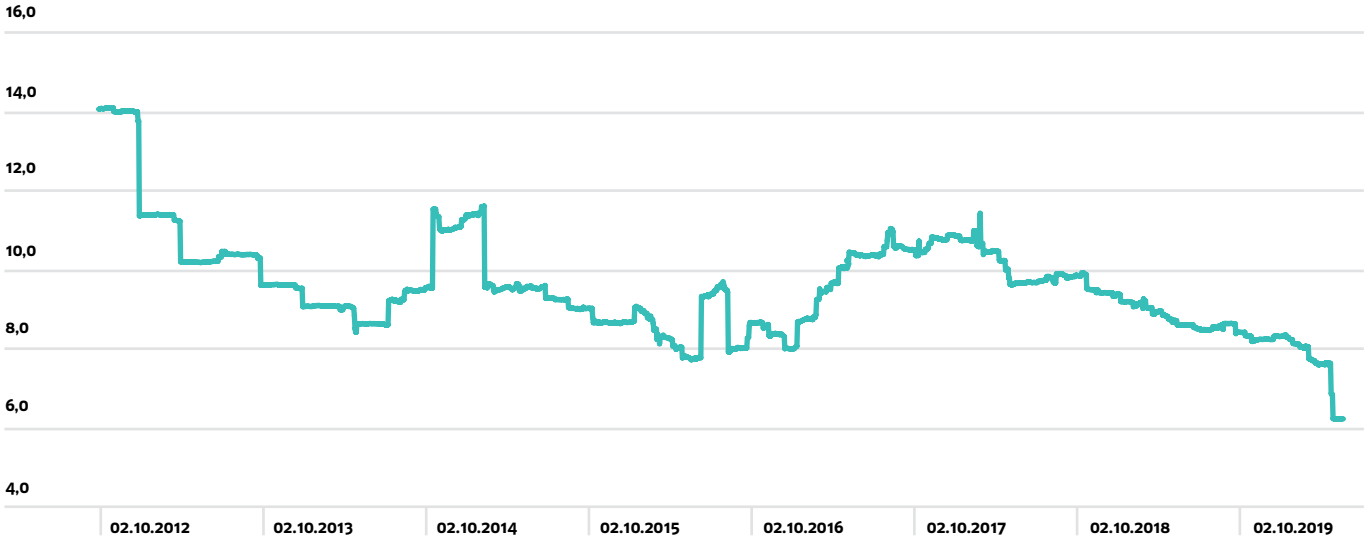
Dyskusja i decyzje co do pozostania na rynku kapitałowym (IKE) lub przeniesienia aktywów do ZUS powinny odbywać się w otoczeniu, w którym rynki krajowe, w szczególności rynek akcji, będą znajdowały się w stanie względnej równowagi, a wyceny spółek na rynku będą zbliżone do wartości godziwej. Z oczywistych powodów nie powinno być tak, że wartość gwarantowanego zapisu na koncie ZUS jest istotnie wyższa od wartości składników portfela przekazywanych do IKE. Aktualnie (28/05/2020) wartość jednostek rozrachunkowych OFE jest niższa od wartości z 15 kwietnia 2019 roku średnio o 20%.

Rynki nie powinny znajdować się w stanie bessy, kiedy oczekiwania co do przyszłości są nadmiernie pesymistyczne. Rynki nie powinny znajdować się także w stanie nadmiernego rozchwiania albo podwyższonej zmienności powodowanej z jednej strony ogromnym wsparciem fiskalnym, bezprecedensowymi działaniami banków centralnych, a z drugiej strony fatalnymi informacjami z gospodarek oraz ze spółek, nasilanych dodatkowo nieznanym do tej pory czynnikiem – globalną pandemią groźnego wirusa.

W przyszłym roku mielibyśmy prawdopodobnie optymalne warunki do przeprowadzenia reformy z punktu widzenia wyników OFE, jak i wyników PPK

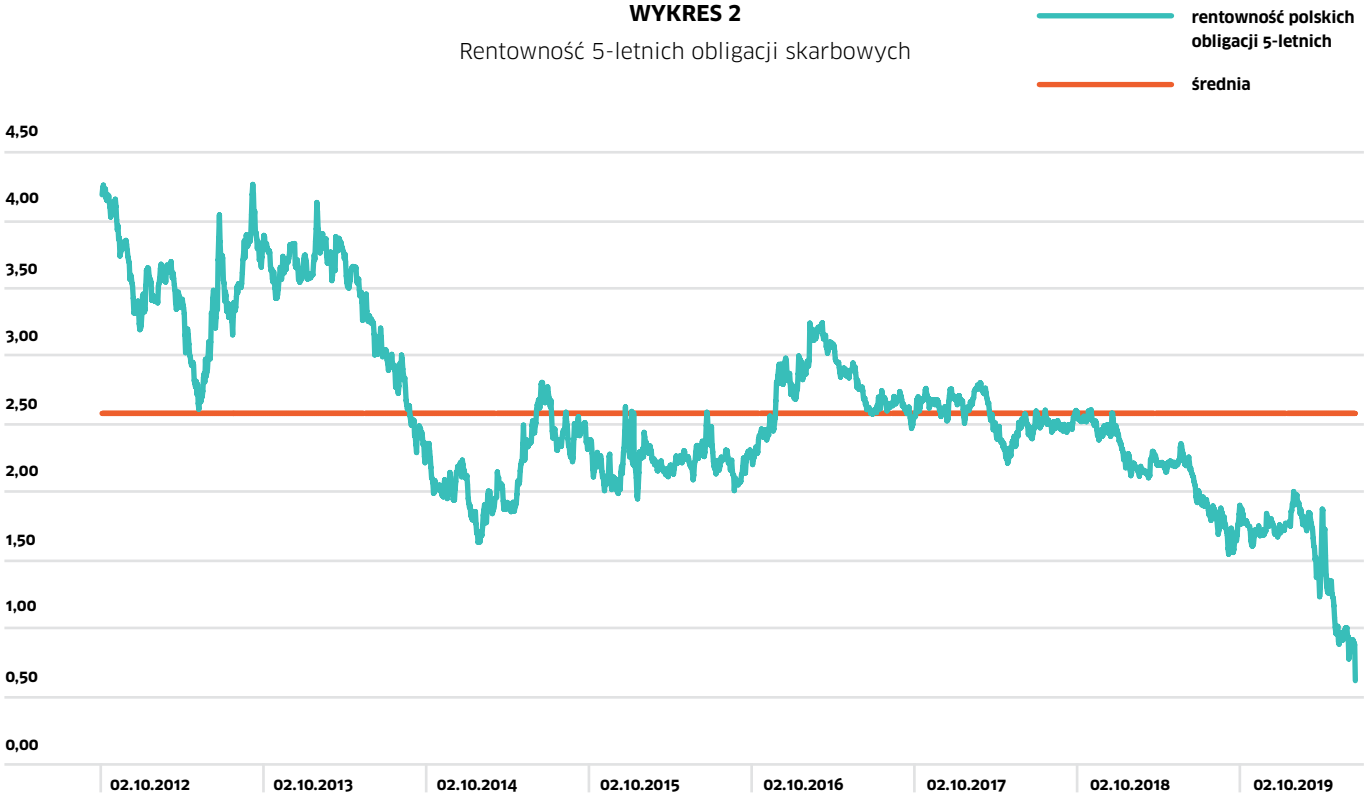
WYKRES 1

Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) dla WIG PL



WYKRES 2

Rentowność 5-letnich obligacji skarbowych



Otoczenie powinien charakteryzować stabilny trend PKB, na poziomie zbliżonym do potencjału, stabilne otoczenie dla przedsiębiorstw, normalne nastroje konsumentów. Ryzyko kolejnego *lock-downu* lub niekontrolowanego nawrotu pandemii powinno być już dawno za nami, dzięki wypracowaniu metod (znalezienia rozwiązań medycznych) radzenia sobie z nową chorobą. Wygląda to wszystko może idealistycznie, ale takie otoczenie mamy przez większość czasu, a poważne kryzysy zdarzają się raz na dekadę.

Odrębnym zagadnieniem pozostaje kwestia eliminacji ryzyka cenowego dla osób wybierających ZUS. Pytanie, czy pozostawić obecną datę 15 kwietnia 2019 r., czy ustalić nową. Nowa data tak czy inaczej powinna zostać ustalona wówczas, gdy rynki znajdą się w stanie względnej równowagi, a wyceny będą *fair*. Wydaje się, że wraz ponownym procedowaniem ustawy powinna zostać ustalona nowa data.

Spróbujmy zatem postawić tezę, kiedy można by racjonalnie oczekiwać spełnienia warunków do przeprowadzenia reformy OFE, a przynajmniej kiedy polski rynek akcji będzie wyceniony na poziomie wartości godziwej.

Aby przeprowadzić reformę, rynki powinny znajdować w stanie względnej równowagi w dłuższym okresie

Zacznijmy od próby wyznaczenia wartości godziwej rynku mierzonego indeksem WIG PL. Proponuję spojrzeć na wycenę rynku z perspektywy wskaźnika cena do wartości księgowej (P/BV), który dobrze sprawdza się w analizie długoterminowej. Aktualnie wskaźnik P/BV znajduje się na bardzo niskim poziomie w stosunku do średniej historycznej, jednak niekoniecznie w relacji do wartości teoretycznej. Wartość teoretyczną dla P/BV może wyznaczyć na podstawie stopy zwrotu z kapitału (ROE, dane na WYKRESIE 1), długoterminowego tempa wzrostu (g) oraz kosztu kapitału (k). Stosujemy wzór fair P/BV=(ROE-g)/(k-g). Opieramy się na danych dostępnych w serwisie Bloomberg.

Wartość teoretyczną P/BV wyznaczamy w dwóch wariantach (WYKRES 2). Wariant pierwszy: k=7,6% (przyjmujemy, że stopa zwrotu wolna od ryzyka równa się średniej rentowności pięcioletnich obligacji skarbowych w analizowanym okresie i wynosi 2,6%, premię za ryzyko zakładamy na poziomie 5%), g=3%. W wariancie drugim k jest zmienne (zamiast średniej stosujemy dla każdego dnia faktyczną rentowność obligacji pięcioletnich, premia za ryzyko pozostaje na poziomie 5%).

Aktualnie (stan na 28/05/2020) wskaźnik P/BV dla indeksu WIG PL wynosi 0,9. Średnia z ostatnich lat wynosi 1,3. Teoretyczna wartość wskaźnika wynosi 0,7 w wariancie pierwszym i 1,7 w wariancie drugim (uwzględniamy niskie rentowności obligacji w koszcie kapitału). Warto zwrócić uwagę, że spadek P/BV w ostatnich latach był skorelowany ze spadkiem jego wartości teoretycznej ze względu na obniżanie stopy zwrotu z kapitałów. Krach giełdowy z marca przełożył się na obniżenie P/BV, który od połowy marca ulega stopniowej poprawie (WYKRES 3).

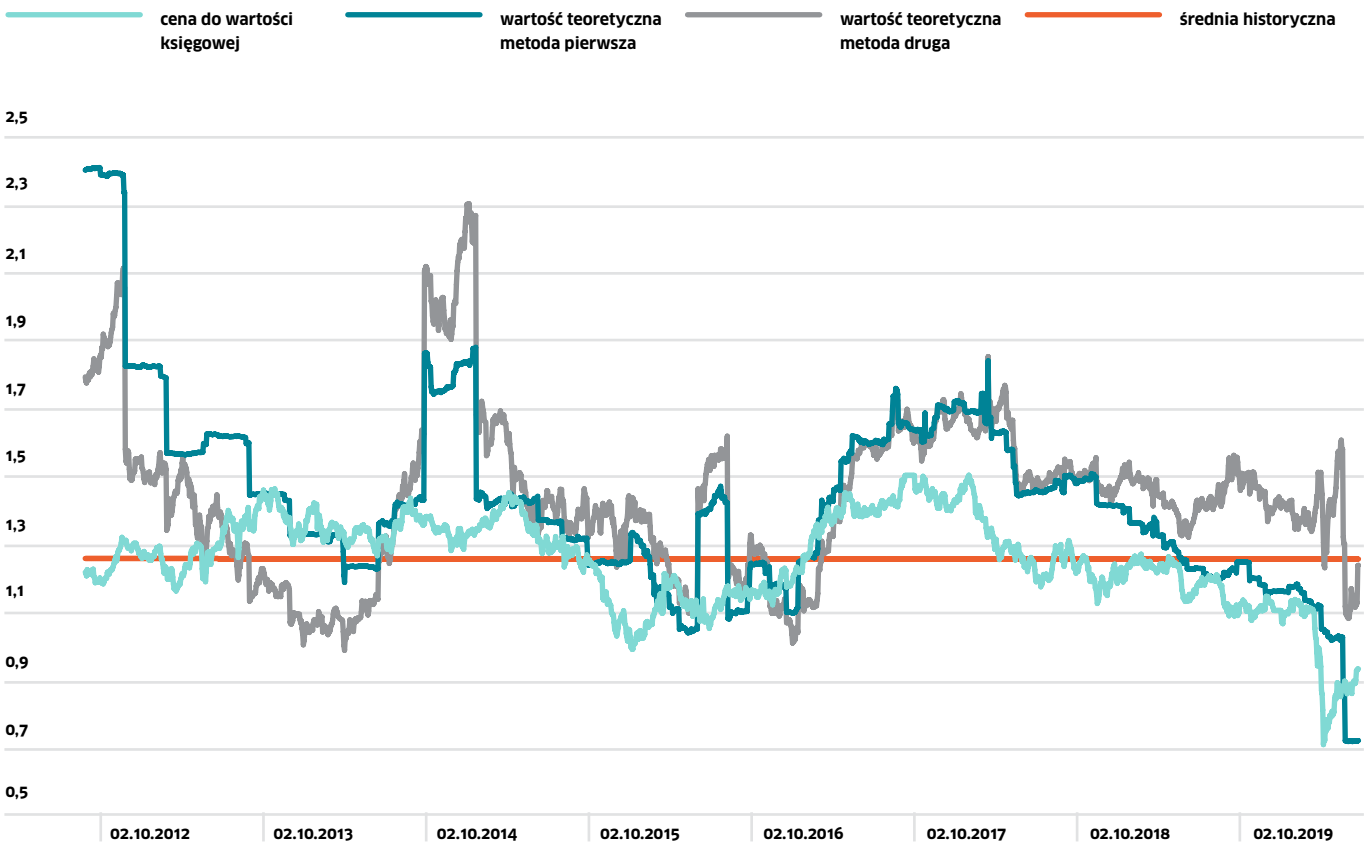
Jak widać rynek dyskontuje już oczekiwaną poprawę wyników lub trwałe obniżenie stopy zwrotu wolnej od ryzyka. Jednak do utrwalenia trendu wzrostowego potrzebna jest faktyczna poprawa wyników, co nastąpi w otoczeniu rosnącej gospodarki. Co ciekawe, dołek koniunktury gospodarczej jest już prawdopodobnie za nami i od połowy maja następuje ożywienie. Pytanie, jak dynamiczne ono będzie i jak szybko gospodarka powróci do poziomu sprzed recesji.

Według konsensusu ekonomistów w bieżącym roku PKB Polski spadnie o 3,7%. Jednak w 2021 r. wzrost powinien wynieść 3,7%. Oznacza to, że w 2021 poziom PKB zbliży się do wartości z 2019 r. Według konsensusu analityków wyniki spółek dla WIG PL spadną w tym roku o 18% r/r. Jednak w 2021 r. moglibyśmy się spodziewać wzrostu o 29% r/r. Oznacza to wzrost ROE do 8%, co będzie pozytywnie oddziaływać na poziom teoretycznego P/BV. Gdyby taki scenariusz zrealizował się, moglibyśmy mówić o potencjale do osiągnięcia P/BV na poziomie 1,1 (taka byłaby wartość wskaźnika teoretycznego liczonego metodą pierwszą). Zgodnie z metodą drugą, teoretyczny mnożnik P/BV osiągnąłby wartość 1,8 (co pokazuje wpływ obniżenia rentowności obligacji na wycenę).

Według konsensusu analityków wartość kapitałów własnych dla spółek z portfela WIG PL wrośnie o 9% na koniec 2021 r. w stosunku do obecnego poziomu. Opierając się na prognozowanej wartości kapitałów własnych, implikowana wartość WIG PL na koniec przyszłego roku wynosi około 61 tys. pkt (wariant pierwszy). Daje to potencjał do wzrostu rynku o 23% z bieżących poziomów. Gdyby wziąć pod uwagę wariant drugi i założyć, że niskie rentowności

WYKRES 3

Cena do wartości księgowej dla indeksu WIG PL



obligacji pozostaną na dłużej, potencjał do wzrostu rynku, przynajmniej w teorii, sięga ponad 100%.

Podsumowując, gdyby zrealizował się konsensusowy scenariusz ekonomiczny, w przyszłym roku mielibyśmy prawdopodobnie optymalne warunki do przeprowadzenia reformy z punktu widzenia wyników OFE, jak i wyników PPK. Przedstawiona analiza wskazuje, że indeks WIG PL ma potencjał do wzrostu sięgający kilkudziesięciu procent. W najbliższych miesiącach może dominować podwyższona zmienność. Aby przeprowadzić reformę, rynki powinny znajdować w stanie względnej równowagi w dłuższym okresie. Wydaje się, że zgodnie z przedstawionymi prognozami nastąpi to najwcześniej w przyszłym roku.

Zawieszenie reformy OFE do czasu normalizacji sytuacji było jak najbardziej słuszne ze względu na brak optymalnych warunków do jej przeprowadzenia. Datę reformy należałoby jednak dookreślić, a przynajmniej wskazać przewidywany scenariusz czasowy, np. w formule komunikatu „przesunięcie terminów przynajmniej o rok". Stan zawieszenia, w jakim funkcjonują dziś OFE powoduje, że ich mandat jest niejasny, a rola jaką mogłyby pełnić aktualnie na rynku kapitałowym, jest w jakimś stopniu ograniczona.

***Szymon Ożóg**, CFA,*
prezes zarządu NN PTE

WYDAWCA
Izba Gospodarcza
Towarzystw Emerytalnych
ul. Marszałkowska 20/22 lok. 64
00-590 Warszawa
tel./fax: 22 629 09 27
e-mail: igte@igte.pl
www.igte.pl
twitter.com/_IGTE
www.facebook.com/IGTEPL
www.youtube.com/IGTE
www.linkedin.com/company/igte/

REDAKTOR NACZELNY
Filip Pietkiewicz-Bednarek

PROJEKT GRAFICZNY I SKŁAD
Volià! Information Design Studio
www.voila-infographics.com

ILUSTRACJA NA OKŁADCE:
Volià! Information Design Studio

NUMERY ARCHIWALNE:
http://igte.pl/wydawnictwa/biuletyn/

IZBA GOSPODARCZA TOWARZYSTW EMERYTALNYCH
to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 10 towarzystw reprezentujących interesy ponad 16 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 160 mld złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.

www.igte.pl
Na naszej stronie odnajdziecie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE

www.youtube.com/IGTE
Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzycie na naszym kanale

twitter.com/_IGTE
Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na Twitterze

www.facebook.com/IGTE
Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB

www.linkedin.com/company/igte/
Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów