

**PERSPEKTYWY ROZWOJU
OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH
NA RYNKU FINANSOWYM DO ROKU 2010**

SPIS TREŚCI

I. WSTĘP	5
II. POTENCJAŁ FINANSOWY RYNKU OFE DO ROKU 2010	7
1. Finansowanie otwartych funduszy emerytalnych	7
1.1. Uproszczona prognoza wysokości składek	7
1.2. Oszacowanie zaległości ZUS wobec OFE	9
1.3. Tymczasowe korygowanie składek w oparciu o spłatę zobowiązań ZUS	10
1.4. Korygowanie składek o oszacowaną wielkość rzeczywistych corocznych zobowiązań ZUS... 11	11
1.5. Korygowanie składek w oparciu o prognozę zmiany sytuacji na rynku pracy	12
2. Dynamika aktywów – scenariusze	18
2.1. Scenariusz bazowy	18
2.2. Testy wrażliwość prognozy aktywów	20
III. INNI INWESTORZY NA POLSKIM RYNKU FINANSOWYM	25
1. Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych	25
2. Banki	28
3. Zakłady ubezpieczeń	32
4. Struktura oszczędności	35
IV. RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH DO ROKU 2010	39
1. Skarbowe papiery dłużne	39
1.1. Krajowe i zagraniczne zadłużenie Skarbu Państwa	40
1.2. Okres zapadalności długu	42
1.3. Zadłużenie Skarbu Państwa według instrumentów	45

2.	Ograniczenia prawne zwiększania długu publicznego.....	47
2.1.	Konstytucja RP	47
2.2.	Ustawa o finansach publicznych	47
2.3.	Unia Europejska. Różnice w metodologii obliczania długu publicznego.....	50
3.	Papiery dłużne jednostek samorządu terytorialnego.....	51
4.	Komercyjne papiery dłużne	52
5.	Nowe kierunki inwestycji.....	53
5.1.	Listy zastawne.....	54
5.2.	Inwestycje infrastrukturalne.....	55
6.	Prognoza dynamiki rynku papierów dłużnych w latach 2003-2010.....	56

V. POLSKI RYNEK UDZIAŁOWY DO ROKU 2010..... 61

1.	Obecny stan polskiej giełdy.....	61
1.1.	Rynek w roku 2002.....	61
1.2.	Polska giełda na tle rynków europejskich	67
1.3.	Rynek terminowy	72
2.	Perspektywy rozwoju.....	74
2.1.	Nowe emisje	75
2.2.	Wpływ koniunktury giełdowej na kapitalizację i płynność rynku.....	81
2.3.	Udział GPW w strukturach ponadnarodowych	81

VI. POLSKI RYNEK FINANSOWY A OFE DO ROKU 2010 83

1.	Determinanty podaży instrumentów finansowych.....	83
2.	Czynniki kształtujące popyt na instrumenty finansowe.....	84
3.	Podaż i popyt na polskim rynku finansowym.....	86
4.	Podaż i popyt na rynku akcji	88
5.	Podaż i popyt na rynku instrumentów dłużnych.....	92

BIBLIOGRAFIA..... 97

I. WSTĘP

Z wprowadzeniem w Polsce II filara systemu emerytalnego opartego na zasadach kapitałowych wiązano wiele nadziei na dynamiczny rozwój rynku finansowego, a przez to poprawę efektywności alokacji środków w całej gospodarce. Doświadczenia ostatnich czterech lat pokazują, że fundusze emerytalne stały się jednym z najszybciej rozwijających się segmentów polskiego rynku finansowego. Systematyczny dopływ składek członków jeszcze przez wiele lat będzie istotnie przewyższał wypłaty. Uzyskane w ten sposób znaczne środki finansowe będą musiały zostać ulokowane na rynku. Bezpieczeństwo i rentowność lokat funduszy emerytalnych w dużym stopniu zdecyduje w przyszłości o wysokości świadczeń emerytalnych milionów Polaków. Istotne jest więc określenie wariantów rozwoju polskiego rynku finansowego w kontekście potrzeb i możliwości funduszy emerytalnych.

Raport *Perspektywy rozwoju otwartych funduszy emerytalnych na rynku finansowym do roku 2010* stanowi próbę zestawienia potrzeb lokacyjnych OFE z możliwościami polskiego rynku finansowego w zakresie inwestowania wolnych środków. Umożliwi to identyfikację niektórych zagrożeń, z którymi mogą zetknąć się zarządzający portfelami funduszy emerytalnych i pozwoli odpowiednio wcześniej podjąć stosowne działania zaradcze. Horyzont analizy obejmuje najbliższe 7 lat.

Opracowanie może stanowić podstawę do dyskusji o przyszłości otwartych funduszy emerytalnych w kontekście rozwoju polskiego rynku finansowego. Wnioski z takiej debaty powinny pozwolić na pojęcie przez organy państwa wszelkich niezbędnych działań dla prawidłowego rozwoju bardzo istotnego, z punktu widzenia ekonomicznego i społecznego, segmentu rynku finansowego, jakim są otwarte fundusze emerytalne.

II. POTENCJAŁ FINANSOWY RYNKU OFE DO ROKU 2010

1. Finansowanie otwartych funduszy emerytalnych

Na aktywa funduszy emerytalnych składają się środki przekazywane na rachunki członków powiększone o, utworzony przez PTE, rachunek rezerwowy (obecnie 1,5% środków rachunkach członków OFE), pomnażane w drodze inwestowania. Wpływające składki stanowią główne źródło środków przeznaczanej na inwestycje – drugim jest proces spieniężenia składników portfela inwestycyjnego. Od wysokości wpłat w poszczególnych latach zależał będzie potencjał finansowy funduszy emerytalnych. Oszacowanie tego potencjału jest procesem wieloetapowym, który musi przebiegać inaczej, niż prosta ekstrapolacja danych historycznych. Kolejne punkty podrozdziału przedstawią metodę budowania prognozy oraz jej wyniki. Prognoza jest przedstawiana w wielkościach realnych, w cenach z początku 2003 roku.

1.1. Uproszczona prognoza wysokości składek

Można stworzyć uproszczoną prognozę bazującą na ekstrapolacji danych historycznych, przy pewnych zadanych parametrach makroekonomicznych, jak wzrost płac, ale nie uwzględniająca występowania zaległości w przekazywaniu składek przez ZUS, jak i wystąpienie zmian strukturalnych na rynku pracy w przyszłości. Taka prognoza będzie bazą dla dalszych analiz. Punktem wyjścia dla takiej prognozy byłyby: prognoza demograficzna, prognoza makroekonomiczna i historyczna wysokość składek

przekazanych do OFE. W roku 2002 ZUS przekazał do OFE 9,4 miliarda złotych. Przyjmując, czysto teoretycznie, że wielkość ta odpowiadała rzeczywistym zobowiązaniom ZUS-u oraz zakładając, że sytuacja na rynku pracy nie ulegnie zmianie, możemy oszacować teoretyczną wysokość przekazanych składek w latach 2003 – 2010. Na potrzeby prognozy przyjmujemy realny wzrost płac na poziomie 2% w latach 2003-5 i 2,5% w latach 2006-10.

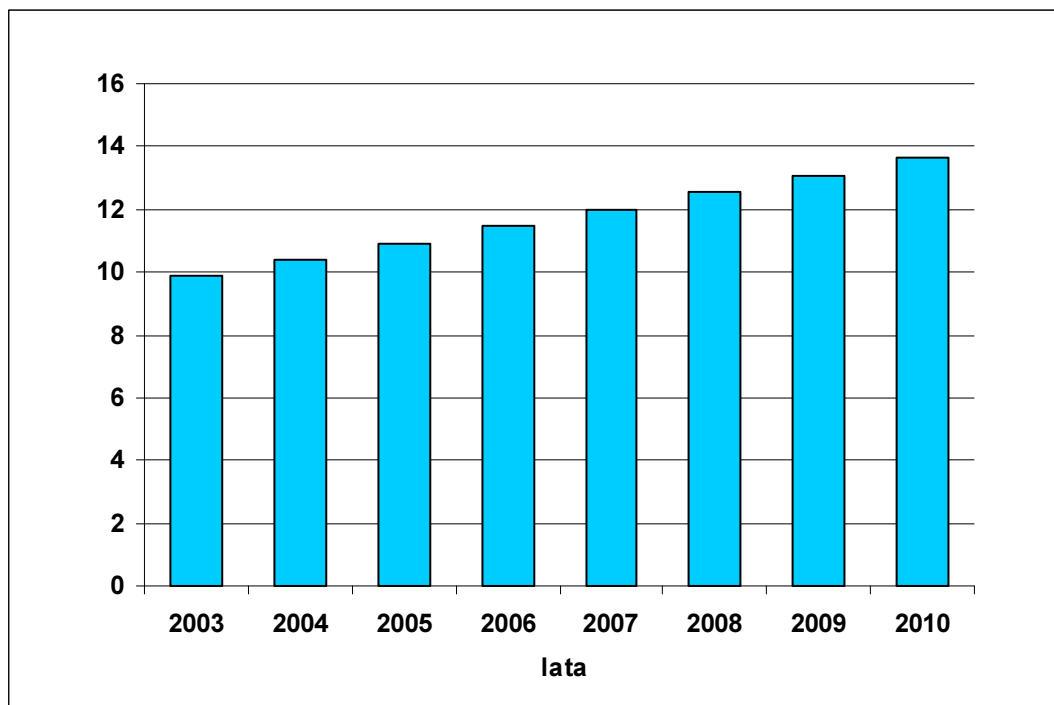
Wykres 2.1 przedstawia prognozę wysokości składek przekazanych do OFE zakładającą, że dane historyczne odzwierciedlają rzeczywiste zobowiązania ZUS-u, nie istnieją żadne zaległości i sytuacja na rynku pracy (bezrobocie i zmiany strukturalne) nie ulega zmianie. Nowe składki są więc pochodną zwiększania się liczby członków OFE przez osoby podejmujące pracę po raz pierwszy i wzrostu wynagrodzeń, a w latach 2009-10 także z faktu, że najstarsze roczniki kobiet odchodzą na emeryturę (aczkolwiek są one mało liczne i ich wpływ jest minimalny).

Prognoza oparta na danych historycznych przedstawia słaby geometryczny (dlatego wyglądający niemal jak liniowy) trend wzrostu składek przekazywanych do OFE, o około 4,5% rocznie. Różnice między przyrostami w kolejnych latach wynikają głównie z prognozy demograficznej – różnic w liczebności kolejnych roczników. Zgodnie z tą prognozą, w roku 2003 przekazanych powinno być 9,9 mld zł składek, w roku 2004 – 10,42 miliarda, a w roku 2010 – 13,6 mld zł.

Wykres 2. 1.

Uproszczona prognoza składek przekazanych z ZUS do OFE

w mld zł



Źródło: Obliczenia własne

1.2. Oszacowanie zaległości ZUS wobec OFE

Od początku działania II filara ubezpieczeń emerytalnych w 1999 roku istnieje problem rosnących zaległości ZUS w przekazywaniu składek do OFE. Przy bardzo wysokich stopach procentowych we wcześniejszych latach, do poważnych zobowiązań doszły liczące dwa miliardy złotych odsetki ustawowe. Bardzo trudno byłoby analitycznie oszacować zobowiązania ZUS, zwłaszcza te powstałe w roku 1999, podczas najintensywniejszego procesu akwizycji do funduszy emerytalnych. Wydaje się więc, że jedynym źródłem realistycznych oszacowań zobowiązań, jest sam ZUS. Prezes ZUS podał do publicznej wiadomości¹, że zaległości ZUS wynoszą 9,5 miliarda złotych, z

¹ W serwisie PAP, 20 lutego 2003

czego dwa miliardy miały stanowić same odsetki. Wydaje się to być wielkością wiarygodną, w świetle innych danych przedstawionych w podrozdziale 1.4.

Splacenie długu wobec OFE może się odbywać na różne sposoby, zarówno jeśli chodzi o formę, jak i rozłożenie w czasie strumienia przepływów finansowych. Gdyby zobowiązanie byłoby pokryte za pomocą obligacji, co jest rozwiązaniem prawdopodobnym, aczkolwiek nie przyjmowanym z entuzjazmem przez PTE, możliwe byłoby splacenie długu w krótkim czasie. Jednocześnie spłata ta nie odbiłaby się na płynności funduszy na rynku finansowym, nie miałyby one bowiem żadnych dodatkowych zasobów gotówkowych. Zasoby te pojawiłyby się dopiero w momencie wykupu obligacji, który nie jest znany. Nie możemy wykluczyć, że z przyczyn technicznych, np. konieczności pobrania zaległych opłat od składki, przynajmniej część spłaty będzie w gotówce.

1.3. Tymczasowe korygowanie składek w oparciu o spłatę zobowiązań ZUS

Zakładamy, że rządowi zależy na w miarę szybkim rozwiązaniu problemu zaległych składek, z powodu narastających odsetek, coraz większej świadomości ubezpieczonych i zbliżającego się terminu pierwszych wypłat w 2009. Proponujemy trzy scenariusze spłaty zobowiązań ZUS:

- Wariant spłaty całości – 9,5 miliarda zł w roku 2004 można uznać, za mało prawdopodobny, ale możliwy, więc wart rozważenia – dalej będzie on nazwany *spłatą jednorazową*.
- Za *bazowy wariant* dla prognozy przyjęto spłatę 5 mld zł w roku 2004 i po 2,5 mld zł w latach 2005 i 2006.
- Pesymistyczny wariant to spłata zobowiązań w czterech równych ratach po 2,6 mld zł w latach 2004-7 (co można nazwać wariantem *spłaty w czterech ratach*).

Różne sumaryczne wielkości splacanej kwoty w różnych wariantach wynikają z konieczności doliczenia odsetek.

1.4. Korygowanie składek o oszacowaną wielkość rzeczywistych corocznych zobowiązań ZUS

Skorygowanie prognozy opartej na ekstrapolacji danych historycznych tylko o jeden z wariantów spłaty 9,5 miliardowych zobowiązań ZUS nie jest poprawne z metodologicznego punktu widzenia. Zobowiązania ZUS nie powstały bowiem w sytuacji, gdy składki nie były przesyłane w ogóle przez jakiś okres, a potem przesyłano je regularnie, ale z przesyłania tylko części składek przez cały okres funkcjonowania systemu. Z tego powodu historyczne wysokości składek należy uznać za zaniżone i skorygować je do poziomu rzeczywistych rocznych należności ZUS wobec OFE – tj. takich, jakie pojawiłyby się, gdyby ZUS przekazywał składki terminowo i w pełnej wysokości.

Nie jest proste oszacowanie, o ile należy skorygować roczne transfery składek, jeśli bazujemy tylko na wysokości skumulowanych zobowiązań ZUS – podzielenie tej sumy przez okres funkcjonowania OFE nie wydaje się najlepszym pomysłem, bo relacja zaległości do transferowanych składek z pewnością nie była stała w badanym okresie. Można też porównać dane historyczne, bądź oszacowania modelu opartego na danych historycznych do kwoty składek, jakie planowano przekazać do OFE w kolejnych ustawach budżetowych. Prognoza modelu opartego na danych historycznych, opisana w punkcie 1.1 na rok 2003 przewiduje przekazanie 9,9 miliarda zł złotych, podczas gdy ustawa budżetowa mówiła o 11,4 miliarda złotych. Różnica – 1,5 miliarda złotych to szukana wielkość, o jaką należy systematycznie skorygować roczne składki w prognozie. Wielkość ta wydaje się spójna z oszacowaniem całkowitych zobowiązań ZUS przedstawionych w podrozdziale 1.2, co jest argumentem za przyjęciem takiej właśnie wysokości korekty.

1.5. Korygowanie składek w oparciu o prognozę zmiany sytuacji na rynku pracy

Właściwe zaaplikowanie spłaty narosłych zobowiązań ZUS i korekta składek w prognozie na lata 2003-10, mająca odzwierciedlić rzeczywiste całkowite zobowiązania, stworzą poprawne oszacowanie transferów do OFE, ale jedynie przy założeniu, że sytuacja na rynku pracy nie ulegnie zmianie. Sytuacja na rynku pracy obejmuje bezrobocie, jak i strukturę zatrudnienia, m.in. odsetek osób zatrudnionych w rolnictwie. Możemy spodziewać się, że zwłaszcza w kontekście wejścia do Unii Europejskiej, bezrobocie będzie stopniowo spadać, nastąpi również przemieszczenie części ludności zatrudnionej w rolnictwie do sektorów objętych ubezpieczeniem w II filarze.

Obecnie poza rolnictwem pracuje 14,4 miliona osób, a 3,32 miliona jest bezrobotnych (stopa bezrobocia 18,7%). Na potrzeby prognozy przyjęto, że odsetek zatrudnionych (w stosunku do zasobu siły roboczej) spadnie z 81,3% jeszcze o 1 p. proc. w roku 2004, by potem wrastać corocznie o 1,25 p. proc. osiągając w 2010 roku do poziom 87,8% (co odpowiada stopie bezrobocia 12,2%) co wydaje się rozsądnym, acz niewątpliwie dość optymistycznym szacunkiem. Tak obliczony popyt na rynku pracy nie będzie uwzględniał bezrobocia wynikającego z przesunięć między sektorami, tj. sytuacji gdy rolnik „staje się bezrobotny” tylko z faktu przejścia do sektora poza rolnictwem – jako że „generowane” w ten sposób bezrobocie to tylko kwestia ewidencji i nie ma ono wpływu na transfery składek do rynku OFE. Należy też dodać, że ze względu na rozwiązania prawne dotyczące zapisywania się do OFE (nie mogą tego już zrobić osoby po 34 roku życia), elastyczność strumienia składek będzie mniejsza niż elastyczność popytu na pracę, tj. wzrost liczby pracujących o 1 p. proc. spowoduje mniejszy niż o 1% wzrost składek (w praktyce będzie to około 0,8 p. proc. – jako wynik podzielenia liczby osób które zaczynając pracę mogą zostać członkami OFE przez liczbę wszystkich osób rozpoczynających pracę).

Możemy się też spodziewać, że po integracji z Unią Europejską nastąpią zmiany strukturalne, takie jak przechodzenie osób ze wsi do pracy poza rolnictwem (przez co stają się oni objęci ubezpieczeniem w OFE), jak również innymi zmianami cywilizacyjnymi, np. zwiększeniem się odsetka pracujących kobiet. Niestety, poza

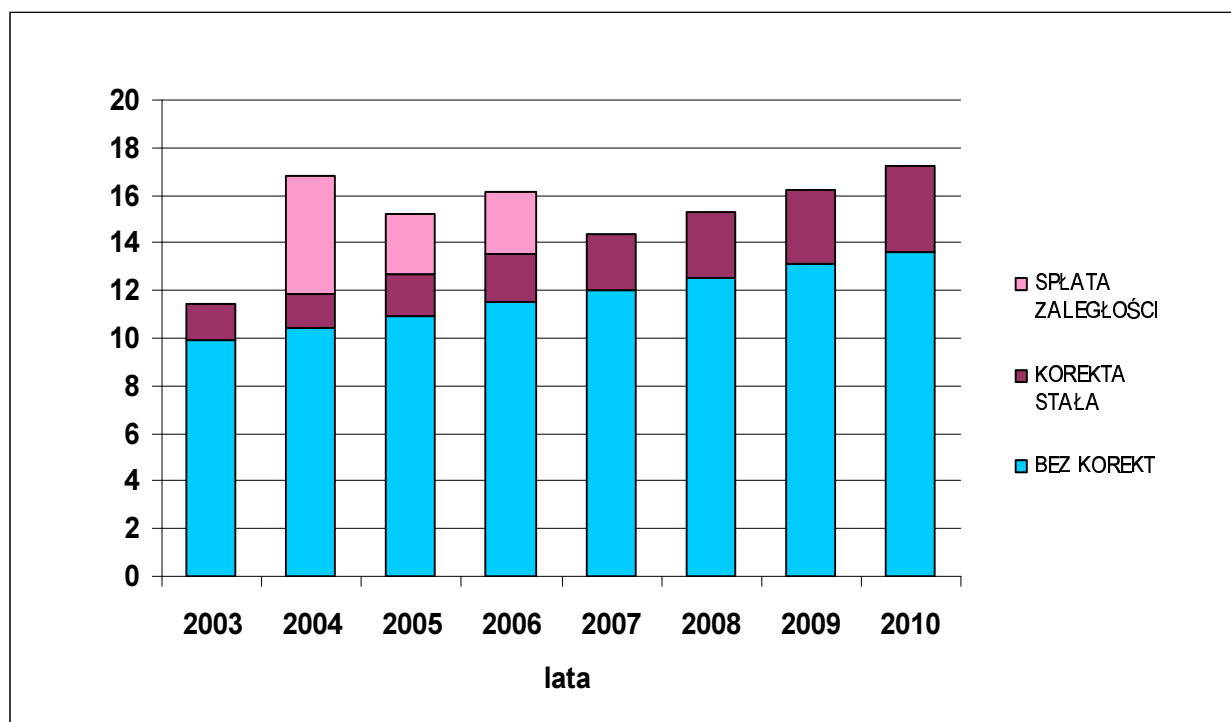
stwierdzeniem, że zmiany w tym kierunku nastąpią, bardzo trudno oszacować ich skalę. Ze względu na wysoką stopę bezrobocia, możemy przypuszczać, że tylko mała liczba osób ze wsi będzie miała szansę na znalezienie pracy poza rolnictwem. Wejście w struktury Unii Europejskiej spowoduje powolne otwarcie nowego rynku pracy dla Polaków, co może spowodować spadek liczby bezrobotnych, czy odpływ części osób pracujących na Zachód – jako, że niezmiernie trudno oszacować skalę tego efektu, nie został on uwzględniony w prognozie. Na potrzeby prognozy przyjęto ostrożne założenie, że od 2005 liczba członków OFE będzie corocznie wzrastać na skutek zmian strukturalnych o 1%.

Należy zauważyć, że korekty związane z bezrobociem i zmianami strukturalnymi wchodzi w interakcję z innymi parametrami, zwłaszcza z permanentną korektą składek oszacowaną w podrozdziale 2.4. Mamy tu do czynienia z efektem multiplikatywnym, tj. korekta składek jest indeksowana przez korektę sytuacji na rynku pracy oraz wzrostem płac. Wykresy 2.2 do 2.4 pokazują prognozę wartości składek przekazywanych do OFE w latach 2003-10 w rozbiciu na część ekstrapolowaną z danych historycznych, korektę stałą w oparciu o szacunek zobowiązań ZUS i prognozę zmian na rynku pracy, oraz transfery będące spłatą zaległych zobowiązań ZUS. Dane te zestawiono także w tabeli 2.1.

Wykres 2. 2.

Prognoza składek przekazanych z ZUS do OFE z uwzględnieniem przewidywanych zmian na rynku pracy, oraz spłaty zobowiązań ZUS
 wariant bazowy

mld zł

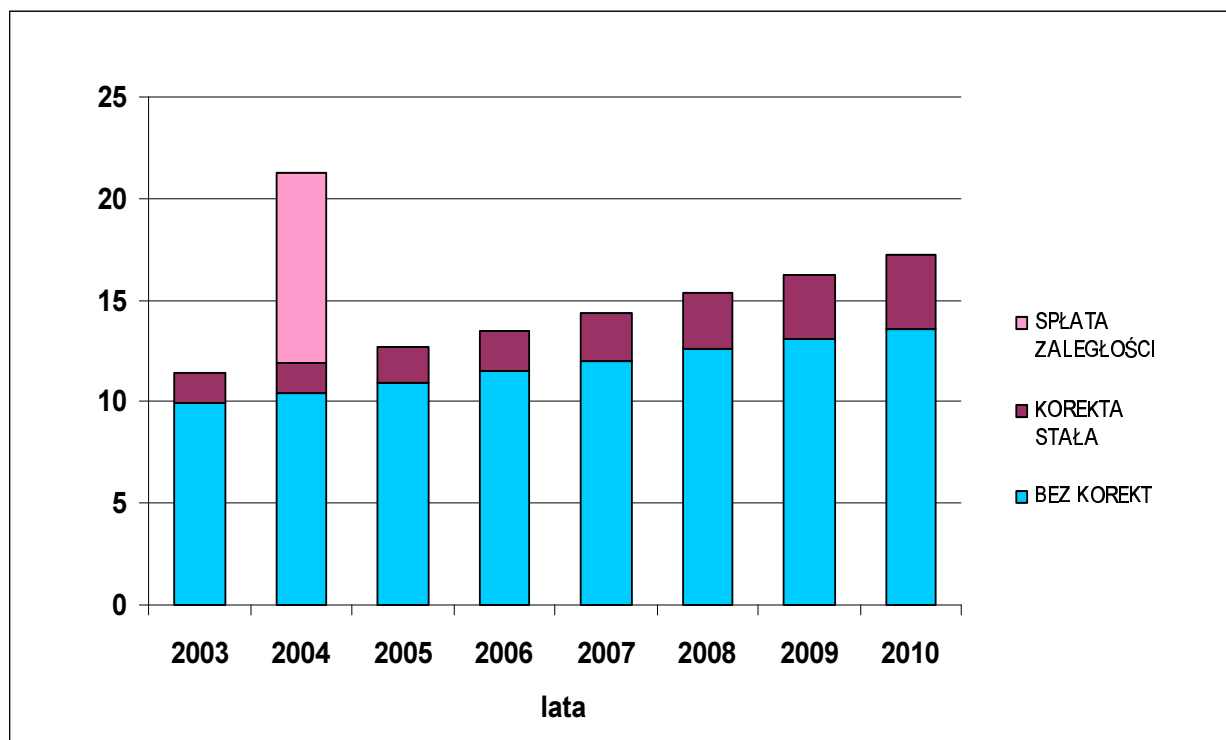


Źródło: Obliczenia własne

Wykres 2. 3.

Prognoza składek przekazanych z ZUS do OFE z uwzględnieniem przewidywanych zmian na rynku pracy, oraz spłaty zobowiązań ZUS wariant spłaty jednorazowej

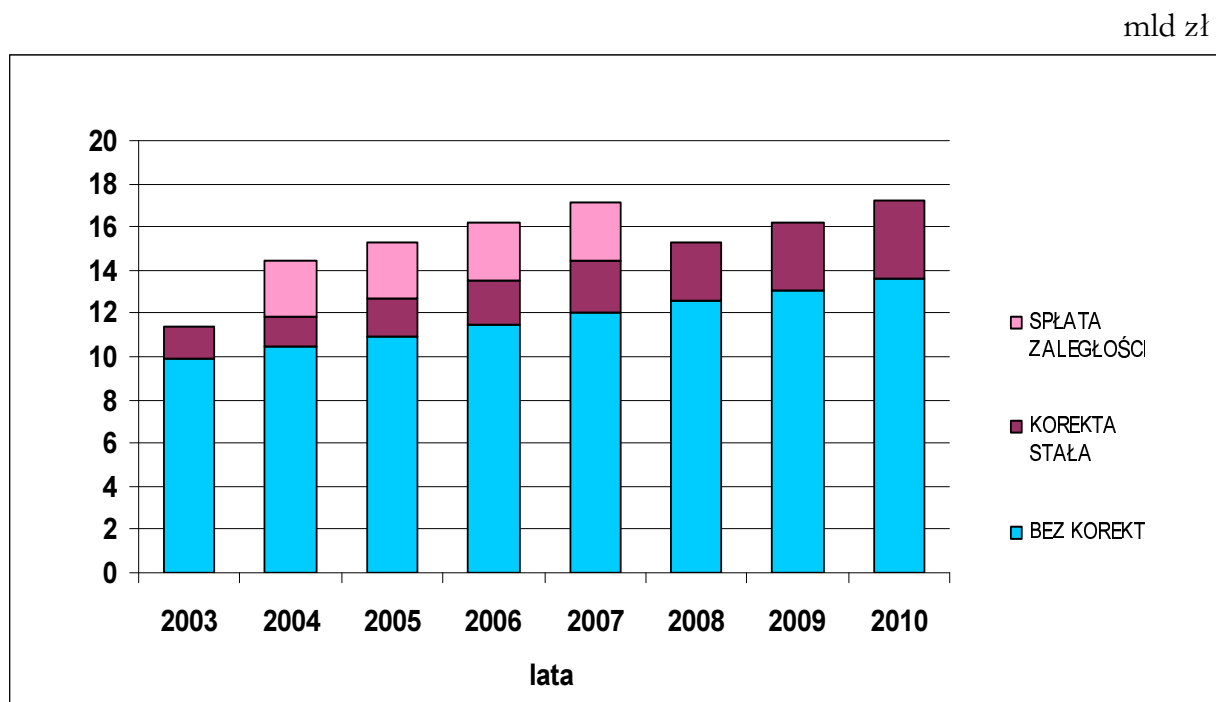
mld zł



Źródło: Obliczenia własne

Wykres 2. 4.

Prognoza składek przekazanych z ZUS do OFE z uwzględnieniem przewidywanych zmian na rynku pracy, oraz spłaty zobowiązań ZUS wariant spłaty w czterech ratach



Źródło: Obliczenia własne

Tabela 2. 1.

Projekcja składek przekazanych do OFE w latach 2003-10, w zależności do wariantu spłaty zaległości ZUS

w mld zł

LATA	Składki do OFE					
	ekstrapolacja danych historycznych	permanentne korekty składek	łącznie, bez spłaty zobowiązań	spłata zobowiązań		
				wariant bazowy	spłata jednorazowa	spłata w 4 ratach
2003	9,9	1,5	11,4	-	-	-
2004	10,4	1,5	11,9	5,0	9,5	2,6
2005	10,9	1,7	12,7	2,5	-	2,6
2006	11,5	2,1	13,5	2,5	-	2,6
2007	12,0	2,4	14,4	-	-	2,6
2008	12,6	2,8	15,3	-	-	-
2009	13,1	3,2	16,2	-	-	-
2010	13,6	3,6	17,2	-	-	-

Źródło: Obliczenia własne

2. Dynamika aktywów – scenariusze

2.1. *Scenariusz bazowy*

Scenariusz bazowy, to wynik prognozy dla parametrów, które przyjmujemy za najbardziej wiarygodne. W poprzednim rozdziale przedstawiono budowę zestawu parametrów scenariusza bazowego dla wysokości składek OFE, który można streścić w sposób następujący:

- Stopa wzrostu wynagrodzeń wynosi 2% w latach 2003-5 oraz 2,5% w latach 2006-10.
- Sytuacja na rynku pracy w roku 2003 jest stabilna. Odsetek osób zatrudnionych spadnie jeszcze o 1 p. proc. w roku 2004, by potem wrastać corocznie o 1,25 p. proc. osiągając w 2010 roku do poziom 87,8%. Te obliczenia nie uwzględniają zmian wskaźnika zatrudnienia związanego z rejestrowaniem jako bezrobotnych osób przechodzących ze wsi do miast.
- Na skutek zmian strukturalnych na rynku pracy innych niż zmiana odsetka zatrudnionych w zasobie siły roboczej, w latach 2005-10 liczba członków OFE płacących składki zwiększa się rocznie dodatkowo o 1%.
- Dług ZUS-u zostanie spłacony w trzech nierównych ratach, 5 mld zł w 2004 roku i po 2,5 mld zł w latach 2005-6.

Dodatkowo przyjęto następujące założenia finansowe i systemowe:

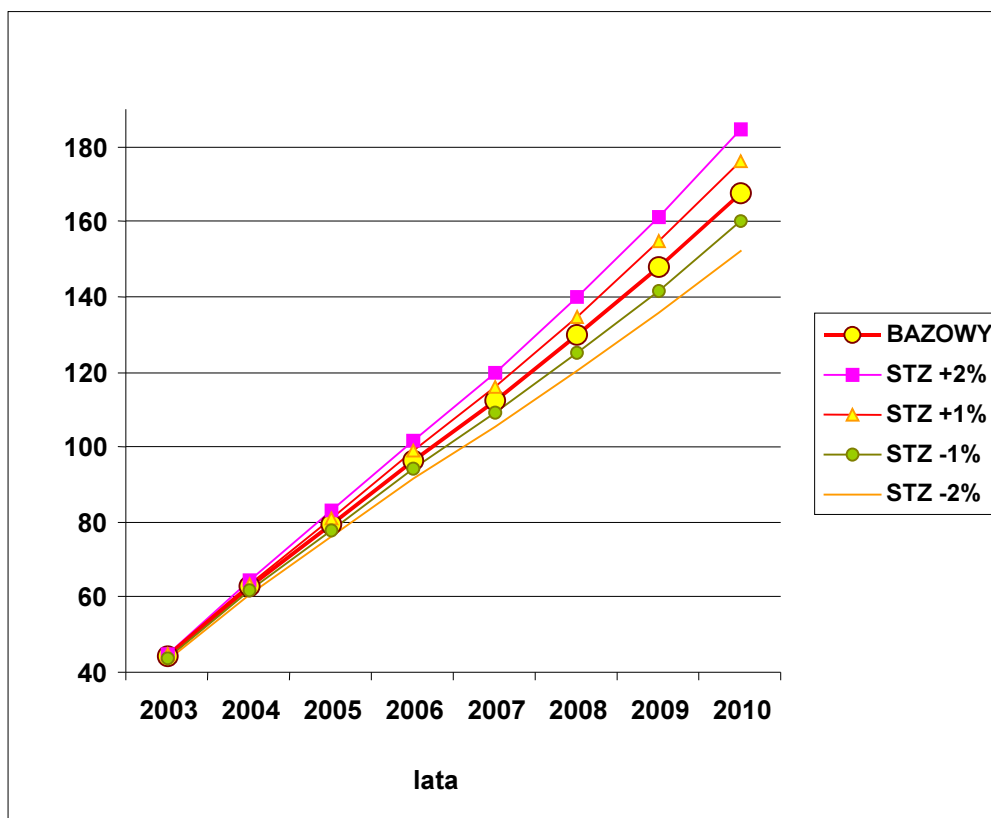
- Stopa zwrotu OFE (bez uwzględnienia opłaty za zarządzanie) w latach 2003-4 wynosi 6%, w roku 2005 – 4,5%, w latach 2005-10 wynosi 3%.
- PTE pobierają opłaty zgodnie z zapisami w statutach OFE i obecnie obowiązującymi regulacjami prawnymi.

Na koniec roku 2002 aktywa netto OFE wynosiły 31,6 miliarda zł. Zgodnie z prognozą bazową w roku 2004 osiągną one 62,7 mld zł, a w roku 2010 – 167,9 mld zł. Wartość aktywów OFE w latach 2003-10 zgodnie z prognozą bazową przedstawia Wykres 2.5.

Wykres 2. 5.

Prognoza wartości aktywów netto OFE w latach 2003-10 dla wariantu bazowego projekcji i czterech wariantów dodatkowych

mld zł

*Źródło: Obliczenia własne*

2.2. Testy wrażliwość prognozy aktywów

Wrażliwość aktywów względem stopy zwrotu

Stopy zwrotu przyjęte w wariancie bazowym prognozy można uznać za realistyczne, a nawet ostrożne, jeśli porównamy je z danymi historycznymi – w roku 2002 fundusze osiągnęły przy bardzo niskiej inflacji nominalną stopę zwrotu ponad 13%. Na pewno możliwe jest więc osiągnięcie wyższych stóp zwrotu niż te z prognozy bazowej, z drugiej strony np. niepomyślny rozwój sytuacji międzynarodowej może pogorszyć wyniki wszystkich rynków finansowych, co odbije się bardzo niekorzystnie na wynikach OFE.

Poza wariantem bazowy przyjęto jeszcze dwa warianty optymistyczne i dwa pesymistyczne – gdzie wszystkie stopy zwrotu w latach 2003-10 będą wyższe o odpowiednio 1 i 2 p. proc. oraz niższe o 1 i 2 p. proc. (czyli np. w 2010 roku będą wynosić zamiast 3% - odpowiednio 4, 5, 2 lub 1%). Owocuje to w roku 2010 „wzrostem” wartości aktywów netto ze 167,9 mld zł do 176,2 i 184,9 mld zł w przypadku wariantów optymistycznych, oraz „spadkiem” do poziomu 160,0 i 152,5 mld zł w przypadku wariantów pesymistycznych. Porównanie wariantów pesymistycznych i optymistycznych z wariantem bazowym przedstawia Wykres 2.5 i Tabela 2.3.

Tabela 2. 2.

Projekcja wartość aktywów netto OFE na lata 2003-10 w zależności od stopy zwrotu OFE

mld zł

LATA	Wartość aktywów netto				
	wariant bazowy	stopa zwrotu +2%	stopa zwrotu +1%	stopa zwrotu -1%	stopa zwrotu -2%
2003	44,2	44,9	44,6	43,8	43,5
2004	62,7	64,5	63,6	61,8	60,9
2005	79,5	82,8	81,2	77,9	76,3
2006	96,6	101,8	99,2	94,1	91,7
2007	112,5	120,0	116,2	108,9	105,5
2008	129,7	139,9	134,7	124,9	120,2
2009	148,1	161,5	154,6	141,9	135,9
2010	167,9	184,9	176,2	160,0	152,5

Źródło: Obliczenia własne

Wrażliwość aktywów i składek względem stopy wzrostu płac

Stopa wzrostu płac wpływa bezpośrednio na wysokość składek przekazywanych do OFE, więc i pośrednio na wartość aktywów. Parametr ten zależy od sytuacji na rynku pracy, zmiany w wydajności pracy, ale też polityki państwa i strategii przedsiębiorstw. Jeśli wzrost płac byłby w latach 2003-10 o 0,5 p. proc. wyższy niż w prognozie bazowej zaowocowałoby to w roku 2010 składkami na poziomie 17,9 mld złotych zamiast 17,2 mld zł z prognozy bazowej. Aktywa na rok 2010 „wzrosłyby” ze 167,9 do 170,5 mld zł. Gdyby wzrost płac byłby w latach 2003-10 niższy o 0,5 p. proc. niż w prognozie bazowej zaowocowałoby to w roku 2010 składkami na poziomie 16,5 mld zł, a aktywa na rok 2010 „spadłyby” ze 167,9 do 165,2 mld zł, co pokazano w tabeli 2.2. Jak widać wpływ zmian rzędu 0,5 p. proc. we wzroście płac na wysokość składek i aktywów netto OFE jest niewielki.

Tabela 2. 3.

Projekcja wartość aktywów netto OFE na lata 2003-10 w zależności od stopy wzrost płac, oraz dla wariantu skrajnie pesymistyczne i skrajnie optymistycznego

mld zł

LATA	Wartość aktywów netto				
	bazowy	wzrost płac +0,5%	wzrost płac -0,5%	sytuacja skrajnie optymistyczna	sytuacja skrajnie pesymistyczna
2003	44,2	44,2	44,1	45,0	43,4
2004	62,7	62,8	62,5	64,8	60,7
2005	79,5	79,9	79,2	83,5	75,7
2006	96,6	97,2	96,0	102,9	90,3
2007	112,5	113,5	111,6	121,7	103,3
2008	129,7	131,1	128,3	142,3	117,1
2009	148,1	150,1	146,1	164,9	131,6
2010	167,9	170,5	165,2	189,4	146,9

Źródło: Obliczenia własne

Wrażliwość aktywów i składek na sytuację na rynku pracy

Sytuacja na rynku pracy to przede wszystkim popyt na pracę, którego poziom w przyszłości jest trudny do oszacowania. Z jednej strony możemy oczekiwać, że po wejściu w strukturę Unii Europejskiej bezrobocie będzie stopniowo spadać, z drugiej strony aktualne trendy wskazują na ciągły wzrost bezrobocia, pomimo aktywnych prób przeciwdziałania temu problemowi podejmowanych przez władze.

Pesymistyczny wariant rozwoju sytuacji na rynku pracy zakładałby, że odsetek osób zatrudnionych będzie spadał o 1 p. proc. rocznie w okresie 2004-6, a w latach 2007-10 będzie rósł o 1 p. proc. rocznie, do końcowego poziomu 82,3%. W takiej sytuacji składki w roku 2010 wynosiłyby 16,5 mld zł (w wariantcie bazowym było to 17,2 mld zł), a aktywna netto w 2010 roku wyniosłyby 164,5 mld zł (o 3,4 mld zł mniej niż przy wariantcie bazowym). Optymistyczny scenariusz zakłada z kolei, że sytuacja na rynku pracy w roku 2004 pozostaje bez zmian, a w latach 2005-10 odsetek osób zatrudnionych rośnie corocznie o 1,5 p. proc., do poziomu 91,3%. Wówczas składki w roku 2010 wyniosą 17,5 mld zł (o 0,3 mld zł więcej niż w wariantcie bazowym), a aktywa netto w

roku 2010 – 169,4 mld zł (o 1,5 mld zł więcej niż w wariantcie bazowym). Jak widać manipulowanie tylko sytuacją na rynku pracy ma niewielki wpływ na potencjał finansowy OFE.

Manipulacja kilkoma parametrami równocześnie - scenariusze skrajnie optymistyczne i skrajnie pesymistyczne

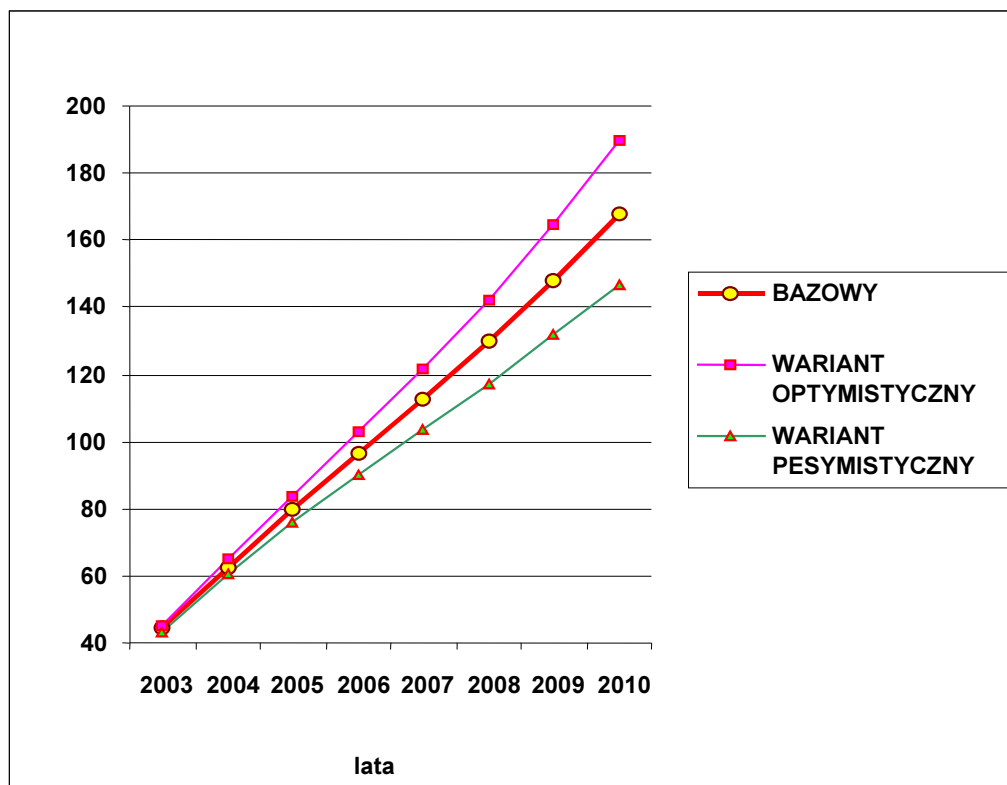
Warianty skrajne to takie, gdzie realizuje się równoległe kilka pozytywnych lub kilka negatywnych scenariuszy, np. jako efekt pogłębionej recesji czy boomu gospodarczego. Są one mało prawdopodobne, ale jednocześnie ważne, podobnie jak np. modelowanie katastrof w ubezpieczeniach.

Na potrzeby symulacji wariantu skrajnie optymistycznego przyjmiemy dla wszystkich lat stopę zwrotu wyższą o 2 p. proc. niż w wariantcie bazowym, stopę wzrostu płac wyższą o 0,5 p. proc., oraz, wcześniej opisany, optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji na rynku pracy. Na wariant skrajnie pesymistycznym złożą się odpowiednio: stopy zwrotu niższe o 2 p. proc., stopy wzrostu płac niższe o 0,5 p. proc. I, wcześniej przedstawiony, pesymistyczny scenariusz sytuacji na rynku pracy. W roku 2010, gdy rozdzźwięk między wariantem pesymistycznym i optymistycznym będzie największy, składki dla wariantu optymistycznego wyniosą 18,2 mld zł, a pesymistycznego – 15,9 mld zł. Różnica ta w aktywach netto osiągnie ponad 40 mld zł (odpowiednio 189,4 i 146,9 mld zł). Aktywa netto w okresie 2003-10 dla wariantu skrajnie pesymistycznego i optymistycznego, na tle wariantu bazowego przedstawia Wykres 2.6 i Tabela 2.2.

Wykres 2. 6.

Prognoza wartości aktywów netto OFE w latach 2003-10 dla wariantu bazowego projekcji, wariantu skrajnie pesymistycznego i skrajnie optymistycznego

mld zł



Źródło: Obliczenia własne

III. INNI INWESTORZY NA POLSKIM RYNKU FINANSOWYM

Inwestorami instytucjonalnymi, którzy są i w przyszłości będą poważnymi konkurentami OFE na rynku finansowym są w szczególności trzy grupy podmiotów – towarzystwa funduszy inwestycyjnych, banki oraz zakłady ubezpieczeń. Ich aktywa w znacznej mierze są pochodną oszczędności generowanych w polskiej gospodarce. W przeciwieństwie do OFE oszczędności te mają w większości charakter dobrowolny. Utrudnia to, w stosunku do sytuacji OFE, prognozowanie ich rozwoju, nawet w dość krótkiej perspektywie.

Na rozwój wymienionych grup instytucji finansowych istotnie wpłynie prawdopodobna zmiana struktury oszczędności. Stracą na znaczeniu banki. Zyskają natomiast fundusze inwestycyjne.

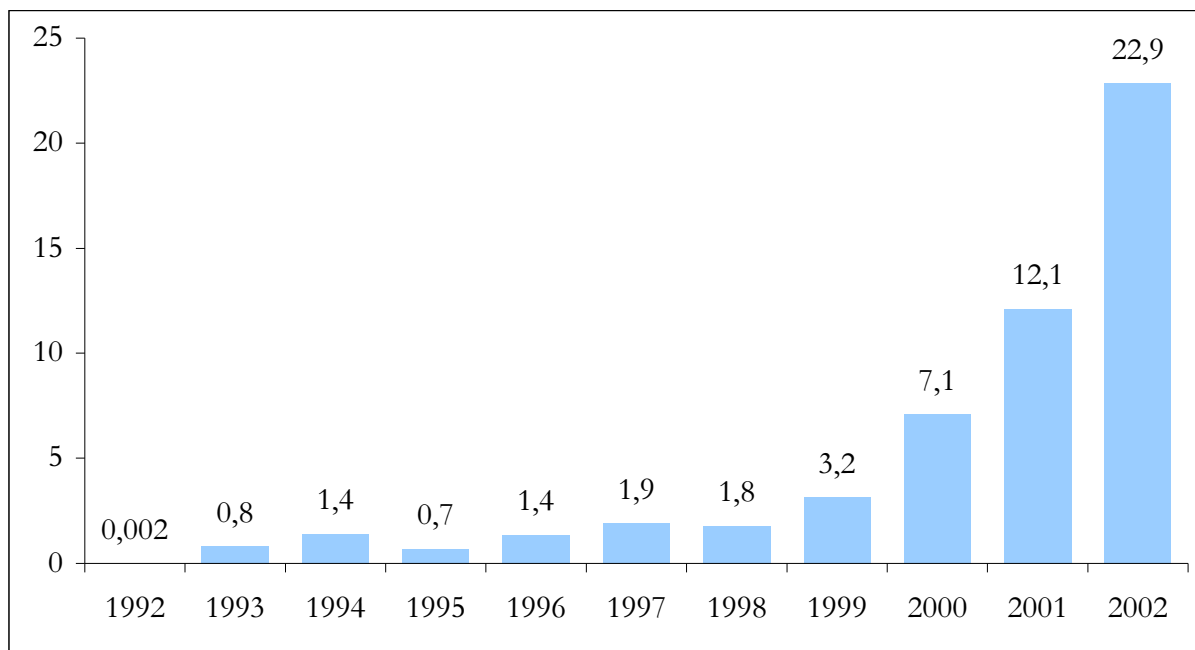
1. Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych

Obecnie działa w Polsce ok. 140 funduszy inwestycyjnych. Dla porównania, w podobnej pod względem liczby ludności Hiszpanii działa ich ponad 2500. Pomimo ponad dziesięcioletniej obecności w Polsce sektor TFI charakteryzował się w I kwartale 2003 r. aktywami o wartości ok. 25 mld zł. We wspomnianej Hiszpanii aktywa funduszy na początku 2002 r. wynosiły ok. 180 mld euro, czyli nieco poniżej 5000 euro na mieszkańca.

Wykres 3. 1.

Wartość aktywów TFI

w mld zł

Źródło: www.rfp.pl

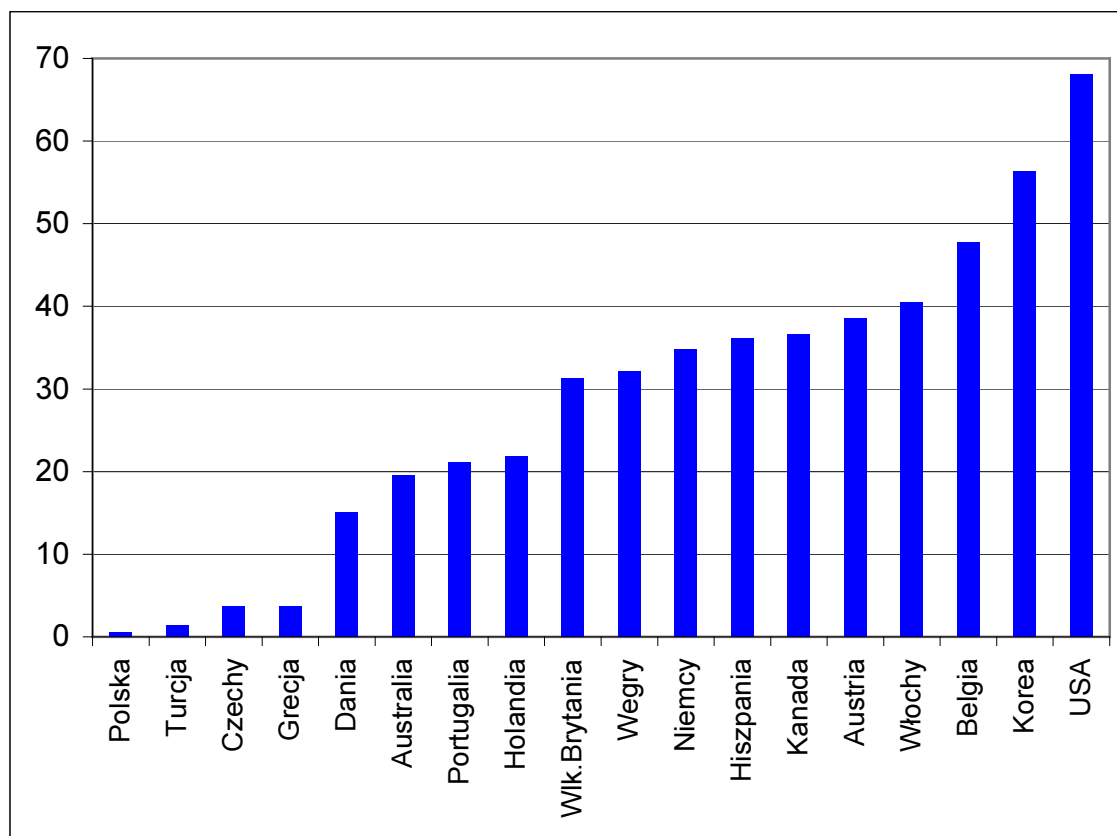
Zdecydowany przyrost wartości aktywów TFI nastąpił w ostatnich 3 latach. Jeszcze na koniec 1999 r. aktywa zarządzane przez TFI przekraczały zaledwie 3 mld zł. Zdecydowany wzrost aktywów TFI związany jest z wprowadzeniem tzw. *podatku Belki*, czyli opodatkowania m.in. odsetek od wkładów bankowych. Podatek ten spowodował przepływ środków od lokat bankowych do TFI.

Wykres 3. 2.

Relacja aktywów zarządzanych przez TFI do PKB

w 1999 r.

w %

Źródło: *Kwartalnik STFI 1/2002*

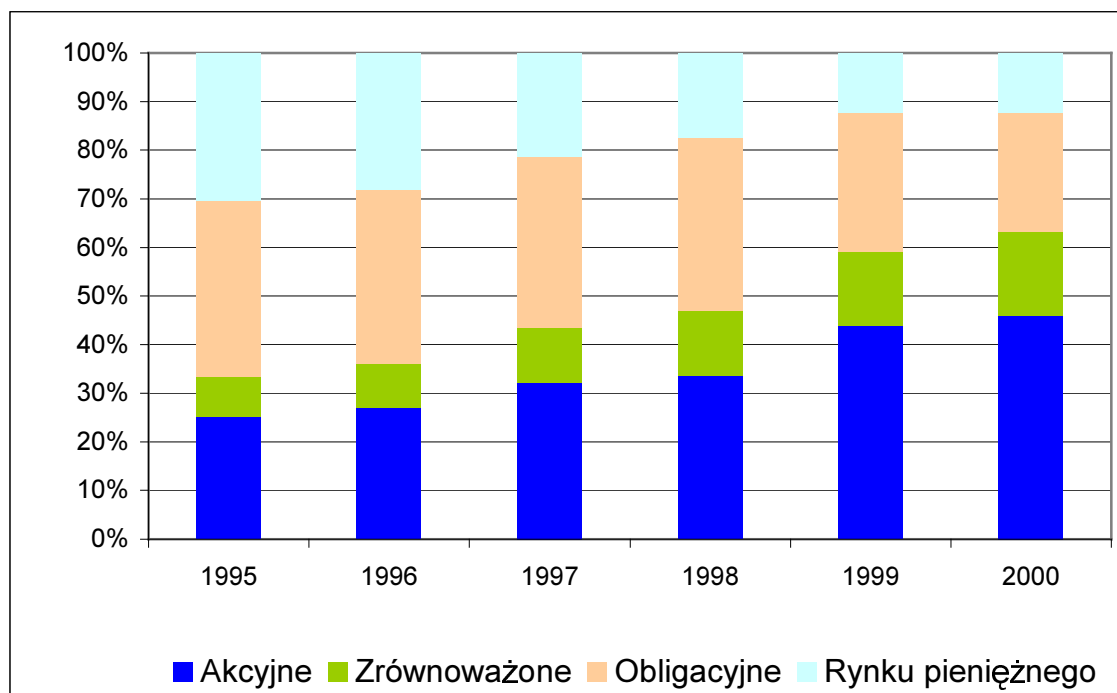
W 2002 r. aktywa zarządzane przez TFI wzrosły o prawie 11 mld zł. Fakt, że dla wielu Polaków fundusze inwestycyjne są formą ucieczki przed opodatkowaniem oszczędności determinuje strukturę ich aktywów. Według stanu z końca 2002 r. ok. 80% aktywów funduszy stanowiły aktywa funduszy bezpiecznych – obligacyjnych i rynku pieniężnego. Uwzględniając, że także pozostałe typy funduszy część środków inwestują w papiery dłużne, instrumenty te stanowiły ok. 90% wartości portfela inwestycyjnego funduszy inwestycyjnych. Odbiega to nieco od tendencji światowych.

Wykres 3. 3.

Struktura funduszy inwestycyjnych na świecie

1995-2000

w %

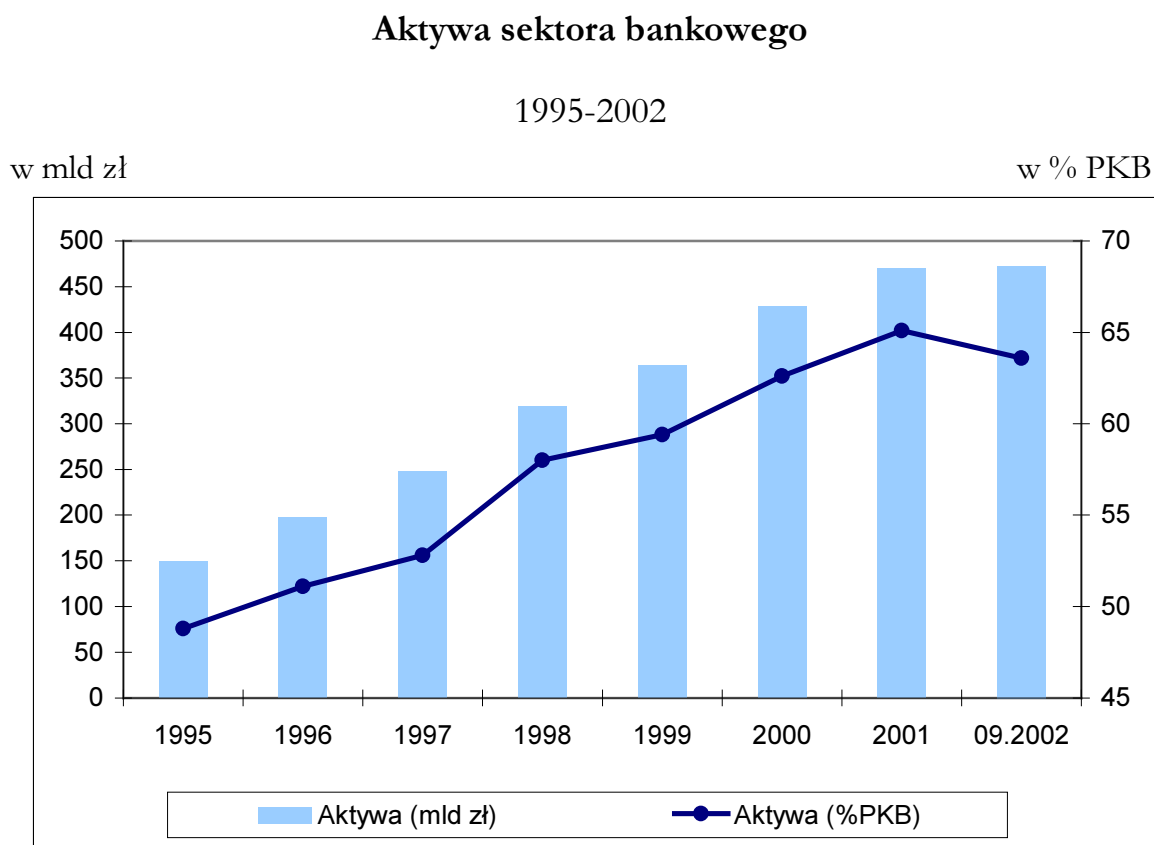
Źródło: www.fefsi.org/

2. Banki

Sektor bankowy ma największe znaczenie spośród wszystkich uczestników systemu finansowego w Polsce. Aktywa banków na koniec 2002 r. wynosiły ok. 470 mld zł. Na tę sumę sektora składało się m.in. 196 mld zł oszczędności gospodarstw domowych i 55 mld zł przedsiębiorstw. Od końca 2001 r. aktywa sektora bankowego zmieniały się w sposób nieznaczny – w przeciwieństwie do sytuacji z lat poprzednich. Na pewno duże znaczenie miało wprowadzenie wspomnianego wcześniej *podatku Belki*, który skierował znaczną, część strumienia oszczędności poza sektor bankowy. W 2002 r. oszczędności ludności zdeponowane w bankach spadły o ponad 8 mld zł.

Według stanu z początku 2003 r. w Polsce działało ponad 60 banków komercyjnych i ok. 600 spółdzielczych. Pomimo odnotowanego w ostatnich latach rozwoju, poziom nasycenia polskiej gospodarki usługami bankowymi pozostaje zdecydowanie niższy niż w lepiej rozwiniętych państwach świata. Przykładowo aktywa polskiego sektora bankowego odniesione do PKB wykazują wartość o kilkadziesiąt punktów procentowych niższą od analogicznych wartości w bardziej rozwiniętych gospodarczo państwach świata. Obrazuje to potencjał rozwoju polskich banków. Bardzo nieznaczny wzrost aktywów banków w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2002 r. spowodował, że po raz pierwszy zmalała relacja aktywów sektora bankowego do PKB.

Wykres 3. 4.



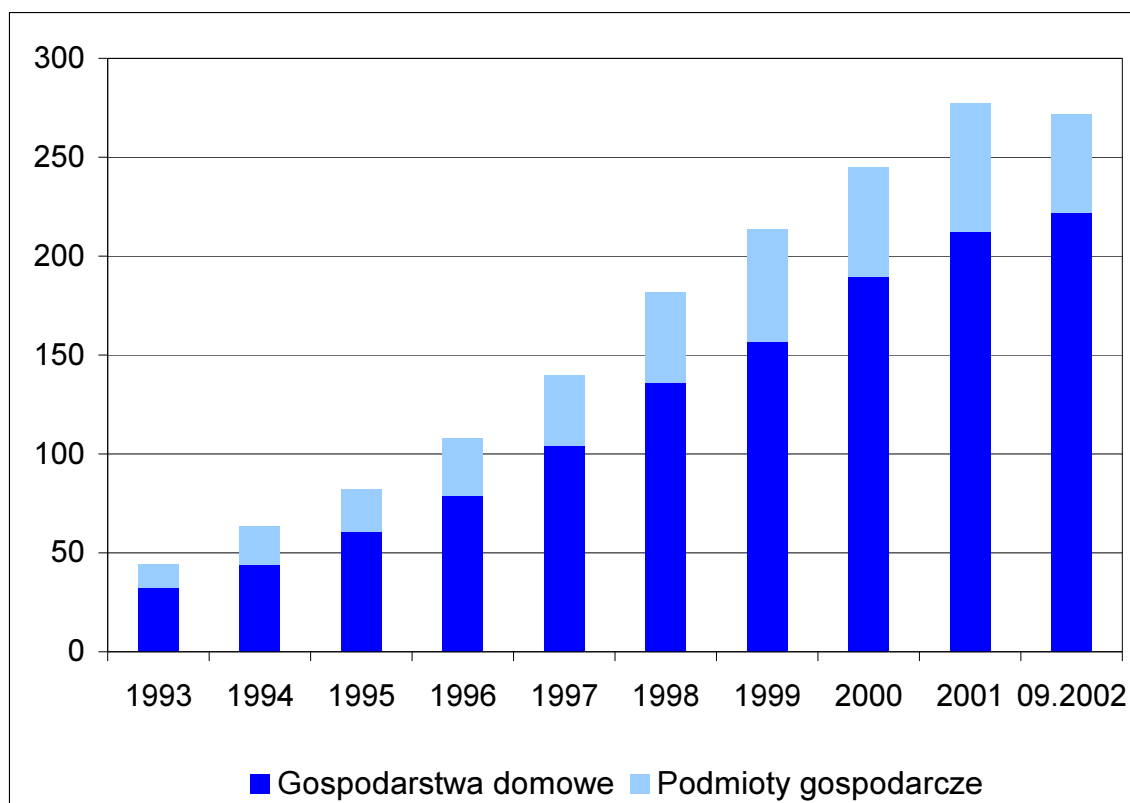
Źródło: www.nbp.pl/

Wykres 3. 5.

Depozyty sektora niefinansowego w bankach

1993-2002

w mld zł

*Źródło: www.nbp.pl/*

Od 4 lat mniej niż jedna $\frac{1}{4}$ aktywów sektora bankowego zaangażowana jest w papiery wartościowe, wśród których największe znaczenie mają papiery dłużne, a wśród nich – skarbowe papiery wartościowe.

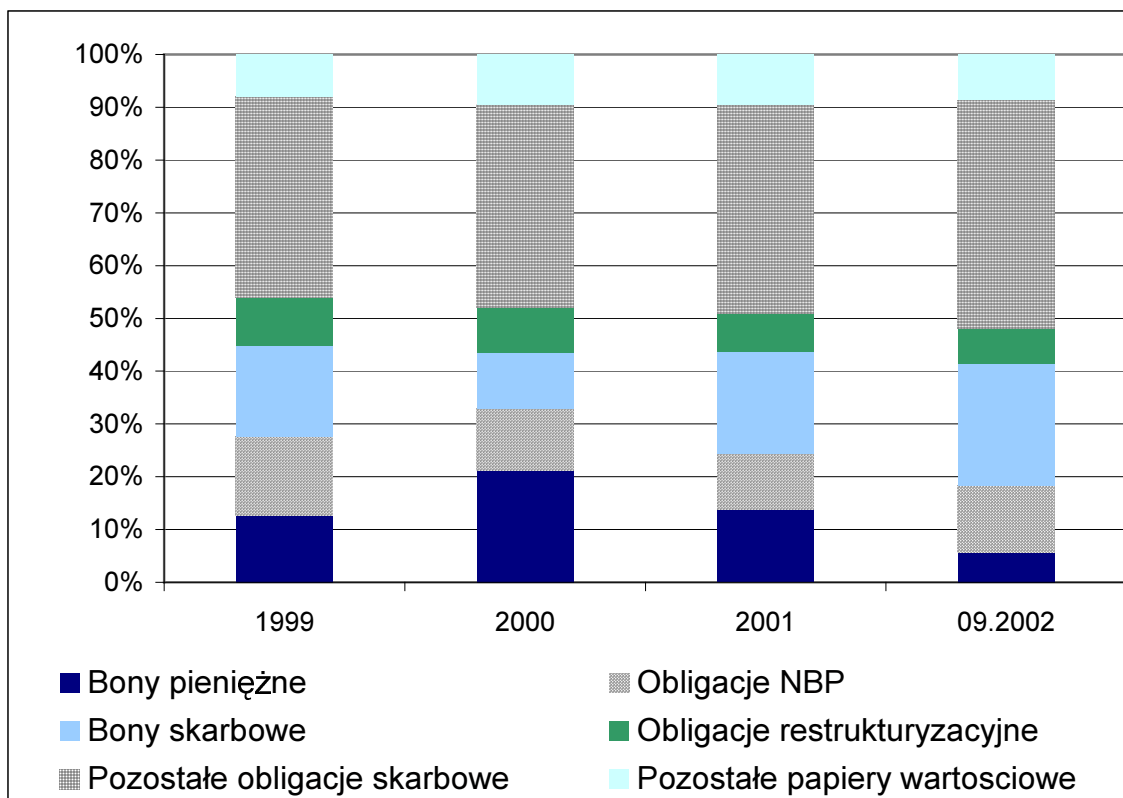
Oficjalne dane wskazują, że rola inwestycji giełdowych w portfelach banków jest niewielka. Znikome znaczenie inwestycji giełdowych – wynikające z bezpośredniej analizy – nie odpowiada stanowi faktycznemu. Polskie banki bardzo często inwestycją na giełdzie poprzez spółki zależne. Wartość tak finansowanych inwestycji giełdowych jest trudna do oszacowania.

Wykres 3. 6.

Struktura portfela papierów wartościowych banków komercyjnych

1999-2002

w %

Źródło: www.nbp.pl/

3. Zakłady ubezpieczeń

Sektor ubezpieczeniowy odnotował w minionych latach dynamiczny wzrost. W okresie zaledwie ośmiu lat od 1995 r. aktywa zakładów ubezpieczeń wzrosły 11-krotnie podczas, gdy w tym samym czasie aktywa banków zwiększyły się jedynie trzykrotnie. Według stanu z końca 2002 r. aktywa polskich ubezpieczycieli wyniosły łącznie 57,5 mld zł. Nadal jednak aktywa banków są ośmiokrotnie większe od aktywów ubezpieczycieli. W lepiej rozwiniętych od polskiej gospodarkach świata proporcja aktywów banków i ubezpieczycieli jest bliższa relacji 2:1. Wskazuje to na potencjał rozwojowy rysujący się przed polskimi ubezpieczycielami.

W ostatnich latach nastąpiła także zmiana wewnętrznej struktury aktywów ubezpieczycieli. Od 1999 r. większymi aktywami dysponują zakłady Działu I (ubezpieczenia na życie). Fakt, że ubezpieczyciele majątkowi (Dział II) zarządzają mniejszymi aktywami niż życiowi jest sytuacją typową, występującą w wielu krajach świata. Na koniec 2002 r. aktywa zakładów ubezpieczeń na życie wynosiły 33,1 mld zł, zaś majątkowych 24,4 mld zł.

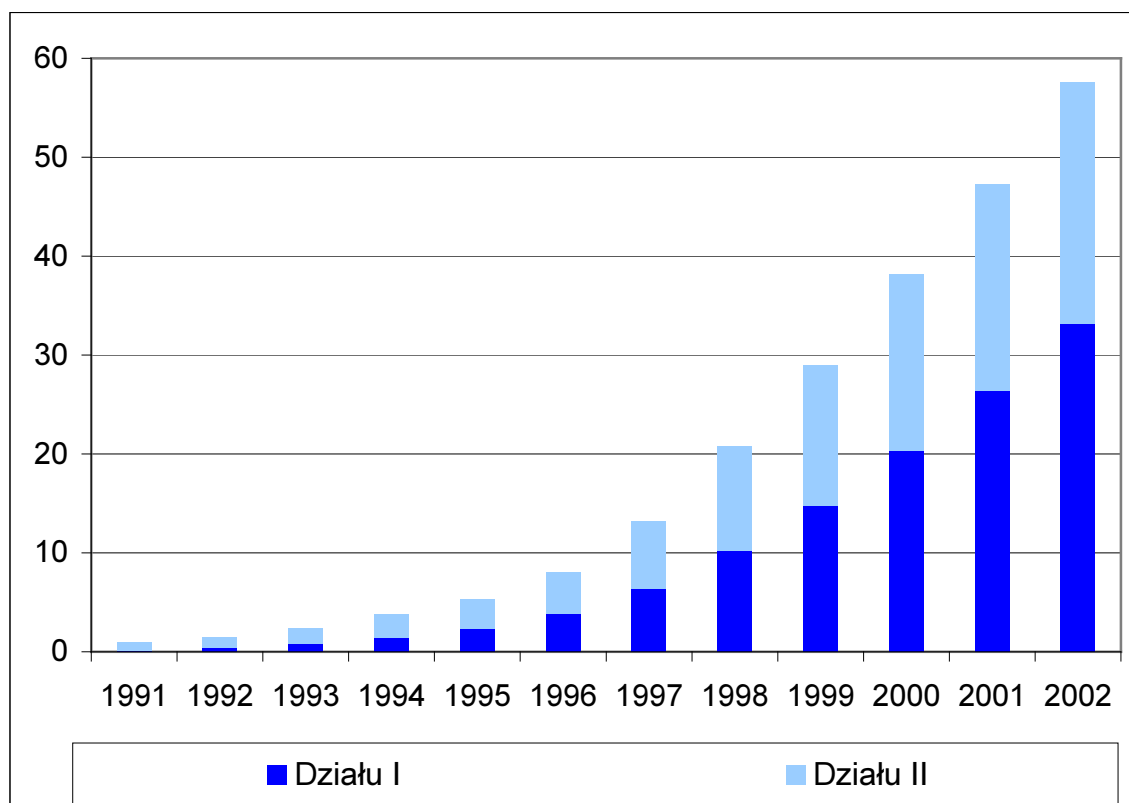
Oferta produktów zakładów ubezpieczeń na życie – szczególnie w przypadku ubezpieczeń na dożycie, posagowych i związanych z funduszem inwestycyjnym – ma charakter substytucyjny do oferty banków i funduszy inwestycyjnych. Z tego względu inwestycje ubezpieczycieli życiowych konkurują o ten sam segment rynku aktywów co banki i fundusze inwestycyjne. Z punktu widzenia OFE popyt na aktywa kapitałowe ze strony ubezpieczycieli na życie ma jeszcze dodatkowe istotne znaczenie. Podobnie jak OFE, w większości przypadków także ubezpieczyciele na życie powinni inwestować długookresowo. Oznacza to, że ubezpieczyciele mogą być najpoważniejszymi konkurentami OFE na rynku aktywów o długim okresie zapadalności.

Wykres 3. 7.

Wartość aktywów zakładów ubezpieczeń

w latach 1991-2002

w mld zł



Źródło: Baza danych KNUiFE

Dominującą rolę w aktywach ubezpieczycieli odgrywają skarbowe papiery wartościowe, sięgające w 2002 r. ponad $\frac{3}{4}$ ich portfela. Dość istotną rolę spełniały też inwestycje w jednostki powiązane – 5,8% aktywów.

Tabela 3. 1.

Struktura lokat zakładów ubezpieczeń w końcu 2002 r.

Wyszczególnienie	mln zł	(%)
Nieruchomości	306	0,66
Lokaty w jednostkach powiązanych, w tym:	2 651	5,75
Akcje i udziały, w tym:	1 860	4,04
<i>Dopuszczone do publicznego obrotu</i>	1 794	3,89
Jednostki uczestnictwa, certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych	1 155	2,51
Dłużne papiery wartościowe i inne papiery wartościowe o stałej kwocie dochodu, w tym:	38 068	82,59
<i>Papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, w tym:</i>	35 645	77,33
<i>emitowane przez Skarb Państwa</i>	34 827	75,56
<i>Papiery wartościowe nie dopuszczone do publicznego obrotu</i>	2 423	5,26
Lokaty terminowe w instytucjach kredytowych	1 892	4,10
Pożyczki zabezpieczone hipotecznie	37	0,08
Pozostałe	143	0,31
Razem lokaty	46 093	100,00

Źródło: Baza danych KNUiFE

4. Struktura oszczędności

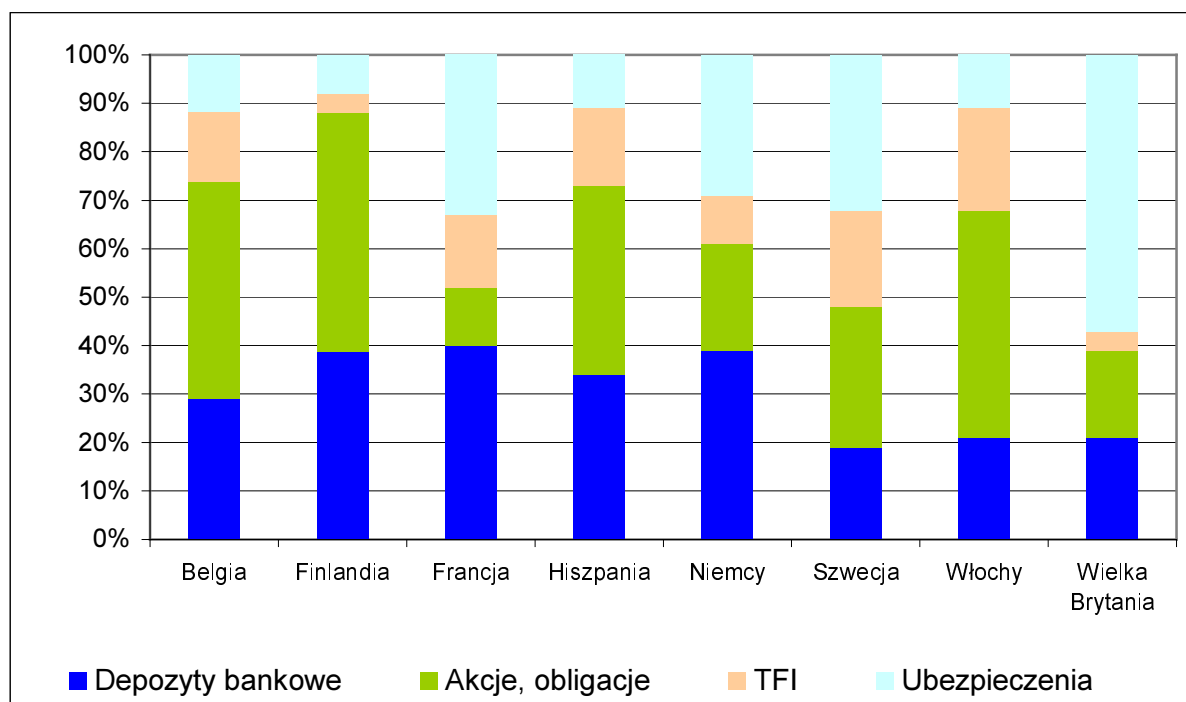
Ważnym czynnikiem kształtującym popyt na polskim rynku finansowym będzie zmiana struktury oszczędności polegająca na spadku znaczenia lokat bankowych kosztem inwestycji w fundusze inwestycyjne.

Wykres 3. 8.

Struktura oszczędności w wybranych krajach

w 1999 r.

w %



Źródło: www.fefsi.org/

Jednym z czynników wpływających na poziom aktywów, jakimi dysponują omawiane w tym rozdziale instytucje finansowe, jest poziom oszczędności i sposób ich alokowania. Różnią się one istotnie pomiędzy krajami. Jest to w znacznej mierze efekt różnic

kulturowych, roli państwa w systemie emerytalnym, stosowanych ulg podatkowych itp. Większy poziom oszczędzania wykazują kraje wschodniej Azji, zaś szczególnie niski poziom jest charakterystyczny dla USA.

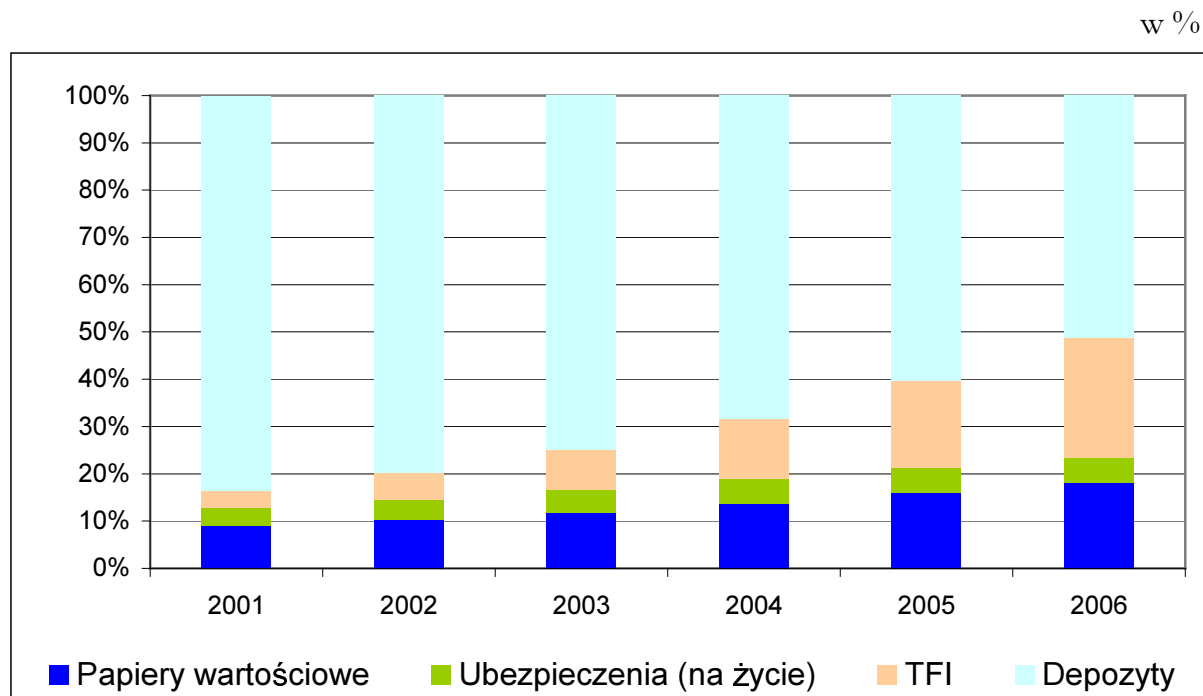
Polska nie należy do krajów o wysokiej stopie oszczędzania. Nie widać też powodów, dla których sytuacja ta miałaby się istotnie zmienić w nadchodzących kilku latach. Zmianie ulegnie zapewne struktura oszczędności.

Według prognoz specjalistów z polskiego ING w przeciągu najbliższych 6-10 lat z banków do TFI przeplynie 30-40 mld zł. Według prognozy analityków PKO/CS w samym 2003 aktywa TFI powinny wzrosnąć o 10 mld zł. Na istotny wzrost znaczenia TFI na rynku wskazuje także prognoza PEKAO S.A. (wykres 3.9). W prognozie tej założono wzrost krajowych oszczędności do 700 mld zł w okresie 8 lat. Obecny kryzys zaufania klientów do zakładów ubezpieczeń na życie nie będzie sprzyjał szybkiemu wzrostowi znaczenia tego sektora na rynku aktywów. Opodatkowanie lokat bankowych i niskie stopy procentowe są argumentem za wolniejszym – w porównaniu do TFI – wzrostem aktywów banków.

Wykres 3. 9.

Struktura oszczędności w Polsce (prognoza)

w latach 2001-2006

Źródło: PEKAO S.A. z[a www.wyborcza.pl](http://www.wyborcza.pl)

Jeśli chodzi o strukturę przedmiotową lokat w najbliższych kilku latach, wiele wskazuje na to, że w portfelach instytucji finansowych dominować będą papiery dłużne. Jedynie TFI mogą znaczącą część aktywów lokować w akcje. Uwzględniając jednak wzajemne relacje aktywów banków-ubezpieczycieli-TFI nie należy spodziewać się, aby udział akcji w portfelach polskich instytucji finansowych przekroczył 20%. W przypadku struktury aktywów omawianych instytucji dochodzi kwestia znaczenia inwestycji zagranicznych polskich podmiotów. Wejście do UE oraz dotychczasowe krótkie doświadczenia polskich instytucji finansowych na zagranicznych rynkach uniemożliwiają stworzenie racjonalnej prognozy zagranicznych inwestycji polskich podmiotów. Można jedynie stwierdzić, że będą one miały tendencję wzrostową.

IV. RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH DO ROKU 2010

1. Skarbowe papiery dłużne

Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec listopada 2002 roku wyniosło 331 205,4 mln zł w porównaniu z 264 370,3 mln zł na koniec roku 1999. W latach 1999-2002 zadłużenie Skarbu Państwa wzrosło zatem nominalnie o 25,3% (wzrost realny o 5,9%). Szczególnie widoczna była dynamika zadłużenia w okresie styczeń-listopad 2002 (wzrost nominalny o 16,6%). Podstawowymi składnikami zadłużenia Skarbu Państwa były: skarbowe papiery wartościowe (ponad 244 mld zł) oraz kredyty zagraniczne (ok. 80 mld zł).

Podaż skarbowych papierów dłużnych w najbliższych latach będzie pochodną znacznych potrzeb pożyczkowych państwa, zainteresowania potencjalnych pożyczkodawców oraz istniejących ograniczeń instytucjonalnych i prawnych w zakresie swobody zadłużania się. Do zasadniczych czynników determinujących rynek na skarbowe papiery dłużne należy zaliczyć:

- perspektywę rychłego wejścia do Unii Europejskiej, pociągającą za sobą zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego i spadek stóp procentowych,
- niskie stopy zwrotu z inwestycji w inne dostępne na rynku instrumenty finansowe, obciążone większym ryzykiem inwestycyjnym,
- rosnące aktywa inwestorów instytucjonalnych (banków, funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, zakładów ubezpieczeń) zobligowanych przepisami prawa lub zasadami konstruowania portfeli inwestycyjnych do umieszczania w nich skarbowych papierów wartościowych,

- przepisy Konstytucji RP oraz ustawy o finansach publicznych, ustanawiające zakaz przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB poziomu 60% i przewidujące procedury ograniczające przyrost długu po przekroczeniu poziomów 50 i 55%,
- konieczność przestrzegania kryteriów z Maastricht odnoszących się do relacji długu publicznego i deficytu budżetowego do PKB jako warunku niezbędnego do przyjęcia euro,
- konieczność spłaty znacznej części długu zagranicznego zaciągniętego w formie kredytów i prawdopodobnego zastąpienia go długiem zaciągniętym w formie nowo wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych.

1.1. Krajowe i zagraniczne zadłużenie Skarbu Państwa

W latach 1999-2002 Skarb Państwa w coraz szerszym stopniu zastępował dług zaciągnięty za granicą długiem krajowym. Udział długu krajowego w zadłużeniu Skarbu Państwa ogółem wzrósł w latach 2000-2002 z 50,9% do 65,4%.

Tabela 4. 1.

Krajowe i zagraniczne zadłużenie Skarbu Państwa

w latach 1999-2002

(mln zł i %)

	XII 1999	XII 2000	XII 2001	IX 2002*
Zadłużenie Skarbu Państwa	264 370,3	266 816,8	283 937,5	331 205,4
Zadłużenie krajowe	134 676,2	145 981,6	185 028,4	216 443,6
Zadłużenie zagraniczne	129 694,1	120 835,2	98 909,1	114 761,7
Zadłużenie krajowe (w%)	50,9	54,7	65,2	65,4
Zadłużenie zagraniczne (w %)	49,1	45,3	34,8	34,6

Źródło: Zadłużenie krajowe skarbu państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym

Mimo znaczącego spadku, udział zadłużenia zaciągniętego za granicą jest znacznie wyższy niż w zdecydowanej większości państw UE, gdzie udział długu w walutach obcych nie przekracza z reguły 5%. Jest to przede wszystkim związane z przyjęciem przez 12 członków UE jednolitej waluty. Udział długu w walutach obcych w przypadku państw UE nie należących do strefy euro jest zróżnicowany i wynosi na przykład 33% w Szwecji (z czego ponad połowa w euro), ok. 8% w Danii i niespełna 2% w Wielkiej Brytanii. Należy zwrócić uwagę, że powszechnym narzędziem kształtowania efektywnej struktury walutowej długu w państwach Unii Europejskiej są swapy walutowe, które pozwalają w sposób elastyczny zarządzać ryzykiem walutowym.

Spośród państw kandydujących, na Węgrzech i na Słowacji udział długu zagranicznego wynosi ok. 30%, zatem nieco mniej niż w Polsce, w Czechach zaś udział długu w walutach obcych nie przekracza 10%².

Ze względu na malejącą różnicę między poziomami stóp procentowych na rynkach: polskim i państw-członków UE oraz innych krajów wysoko rozwiniętych, zmniejszają się również potencjalne korzyści Skarbu Państwa związane z mniejszymi kosztami obsługi długu zagranicznego. Ministerstwo Finansów przewiduje, że w latach 2003-05 opisywana tendencja utrzyma się w związku z konwergencją stóp procentowych do poziomu strefy euro. Jednocześnie rośnie ryzyko związane z nieznanym poziomem kursu, przy którym złoty powiązany będzie z euro oraz kursami walutowymi na rynkach światowych.

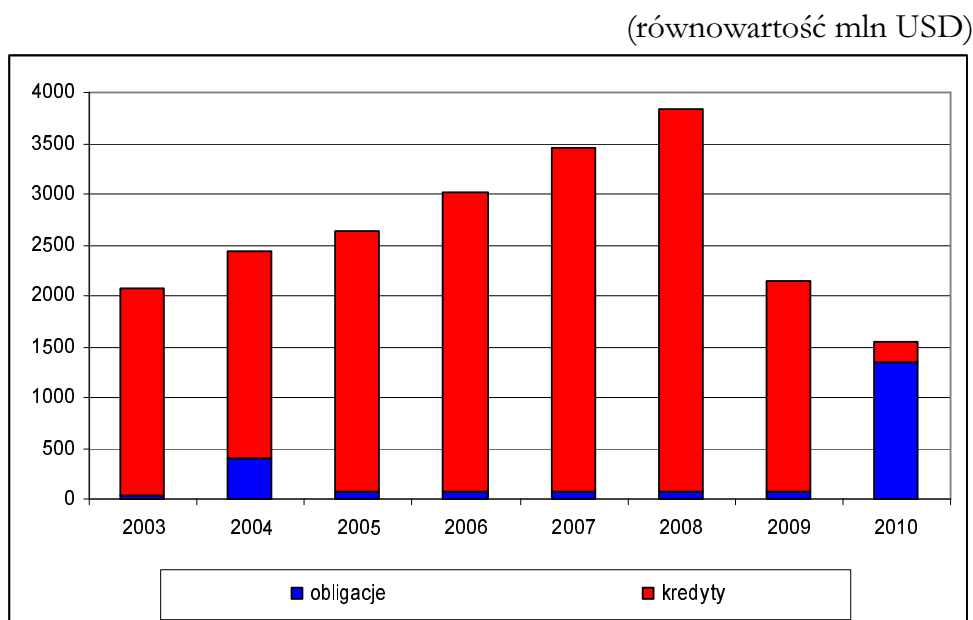
Ważnym czynnikiem determinującym politykę państwa w zakresie zarządzania długiem publicznym jest konieczność spłat rat kapitałowych kredytów zaciągniętych wobec rządów - członków Klubu Paryskiego. Będą one spłacane do roku 2009. W latach 2010-2012 większość wydatków na spłatę zadłużenia zagranicznego dotyczyć będzie wykupu obligacji.

² Dane za *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005*.

Wykres 4. 1.

Przewidywana wysokość obciążeń z tytułu spłaty zadłużenia zagranicznego

w latach 2003-2010



Źródło: Zadłużenie skarbu państwa – dane na koniec października 2002

1.2. Okres zapadalności długu

Okres zapadalności długu jest jedną z najczęściej stosowanych miar ryzyka refinansowania długu. Ryzyko dotyczy nie tylko możliwości wykupu zapadającego długu, ale również warunków, na których jest on refinansowany, w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług. Im wyższa jest płatność z tytułu wykupu zapadającego długu i im bliższy jest jej termin, tym większe ryzyko związane z jego refinansowaniem. Na wielkość ryzyka refinansowania wpływają: wielkość długu publicznego oraz jego struktura czasowa. Do ograniczenia ryzyka refinansowania przyczynia się wydłużenie okresu zapadalności długu oraz jego bardziej równomierne rozłożenie w czasie.

Miarami ryzyka refinansowania są średnia zapadalność oraz wielkość i udział długu krótkoterminowego, w tym w szczególności długu o okresie zapadalności do 1 roku w długi ogółem. Obie miary wzajemnie się uzupełniają. Wielkość i udział długu krótkoterminowego stanowią informację o tym, jak dużo środków trzeba będzie w krótkim czasie pozyskać, by dług ten spłacić. Średnia zapadalność długu informuje natomiast, jak szybko istniejący dług staje się krótkoterminowy. Należy zauważyć, że oba wskaźniki są uproszczonymi miarami ryzyka refinansowania. Nie uwzględniają informacji o stopniu równomierności rozkładu spłat w czasie. Stąd istnieje konieczność szczegółowego monitorowania profilu zapadalności i unikania spiętrzeń spłat długu w jednym okresie.

Od końca 2000 r. do czerwca 2002 r. średni okres zapadalności krajowego długu rynkowego wzrósł nieznacznie (z 2,58 roku do 2,61 roku). Planuje się dalsze jego wydłużanie w najbliższych latach. Analogiczny wskaźnik w większości państw UE waha się w przedziale 5-6 lat. Wyjątkiem jest Wielka Brytania, gdzie średnia zapadalność wynosi ok. 11 lat. Na Węgrzech średnia zapadalność krajowych skarbowych papierów wartościowych przekracza 3 lata, w Czechach bliska jest 2 lat³.

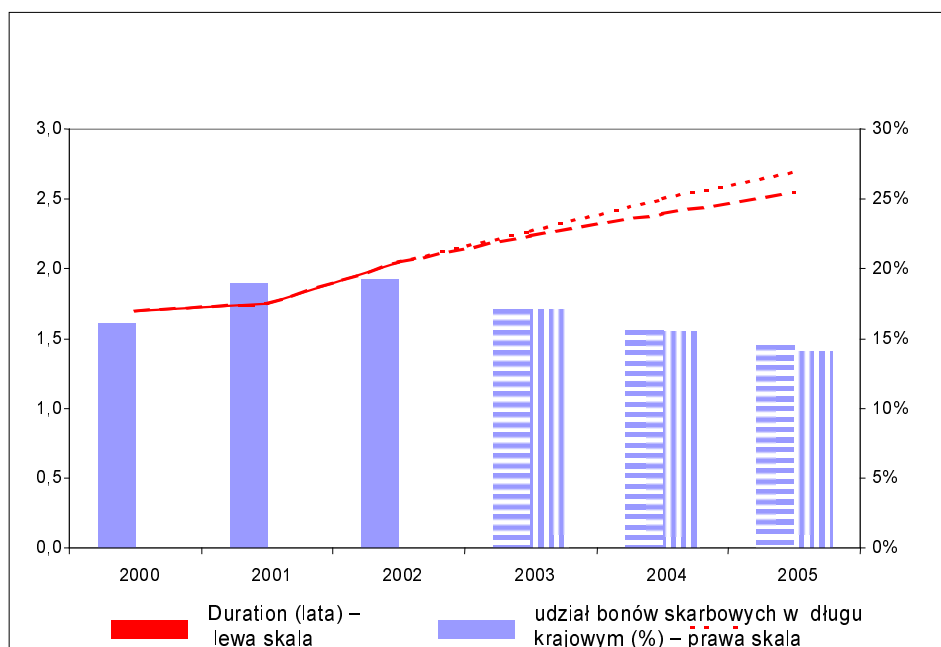
Udział instrumentów zapadających do jednego roku w krajowych skarbowych papierach wartościowych wzrósł w 2001 r. z 33,7% do 37,8%, zaś do połowy 2002 r. nieznacznie obniżył się do 37,3%. Poziom ten uznać należy za wysoki i stwarzający duże ryzyko refinansowania. Oznacza on, że ponad 1/3 wartości krajowych skarbowych papierów wartościowych musi być w ciągu roku refinansowana. W wartościach nominalnych było to 44,8 mld zł na koniec 2000 r., 66,5 mld zł w 2001 r. i 76,0 mld zł na koniec I półrocza 2002 r. W kwocie tej bony skarbowe stanowiły odpowiednio 23,4 mld zł (52,2%), 35,2 mld zł (53,0%) i 45,6 mld zł (60,0%).

³ Tamże

Wykres 4. 2

Przewidywana wysokość obciążeń z tytułu spłaty zadłużenia zagranicznego

Lata 2000-2002 i 2003-2005 (prognoza)



Źródło: *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005*

Obniżeniu ryzyka refinansowania sprzyjać mogą, zdaniem autorów *Strategii*, następujące działania:

- zmniejszenie roli bonów skarbowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa, tak, aby ich rola ograniczała się do instrumentu zarządzania płynnością budżetu państwa,
- stosowanie przetargów zamiany oraz odkupu obligacji przed terminem ich zapadalności,
- szersze uwzględnienie potrzeby jak najbardziej równomiernego rozkładu spłat w planowaniu terminów wykupu nowych emisji skarbowych papierów wartościowych.

1.3. Zadłużenie Skarbu Państwa według instrumentów

Analiza ukazuje wyraźnie nie tylko sygnalizowany wcześniej proces zastępowania zadłużenia zagranicznego zadłużeniem krajowym, ale także proces zastępowania zadłużenia nierynkowego zadłużeniem rynkowym. Rynek skarbowych papierów wartościowych cechował rosnący udział papierów o relatywnie długim okresie wykupu, kosztem nieco wolniej rozwijającego się rynku bonów skarbowych. W segmencie obligacji coraz bardziej dominowały papiery o stałej stopie procentowej. Ich udział rósł szczególnie gwałtownie w latach 1998-2001 (z 15,8% do 52,7%). Dynamicznie, szczególnie w roku 2001, rozwijał się rynek obligacji oszczędnościowych.

Tabela 4. 2.

Zadłużenie Skarbu Państwa według instrumentów

w latach 1999-2002

mln zł i %

Rodzaj zadłużenia	XII 1999	I 2000	XII 2001	XI 2002	Dynamika XII '99-XI '02 (XII '99=100)
Zadłużenie Skarbu Państwa	264 370,3	266 972,1	283 937,5	331 143,0	125,3
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	134 676,2	136 987,5	185 028,4	221 365,3	164,4
1. Dług z tytułu SPW	113 275,2	116 157,1	176 048,4	214 656,1	189,5
1.1. Rynkowe SPW	97 557,1	100 262,6	158 689,9	198 060,1	203,0
Bony skarbowe	26 980,2	27 337,0	35 215,6	42 696,1	158,2
Obligacje rynkowe	70 577,0	72 925,6	123 474,3	155 363,9	220,1
Obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	52 681,1	54 987,7	97 526,0	135 124,3	256,5
Obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	17 895,9	17 938,0	25 948,3	20 239,6	113,1
1.2. Obligacje oszczędnościowe	494,0	553,9	6 058,3	7 605,2	1539,5
1.3. Nierynkowe SPW	15 224,0	15 340,6	11 300,1	8 990,8	59,1
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	21 401,0	20 830,4	8 980,0	6 709,2	31,3
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	129 694,1	129 984,5	98 909,1	109 777,7	84,6
1. Dług z tytułu SPW	25 239,1	25 586,4	23 366,4	29 867,7	118,3
2. Dług z tytułu kredytów	104 455,0	104 398,1	75 542,7	79 910,0	76,5
Klub Paryski	94 579,6	94 539,3	64 987,7	66 415,8	70,2
Międzynarodowe instytucje finansowe	8 548,0	8 567,1	9 795,9	11 549,7	135,1

Źródło: Dług krajowy Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych - w układzie według instrumentów

2. Ograniczenia prawne zwiększania długu publicznego⁴

2.1. *Konstytucja RP*

Ogólne zasady dotyczące ograniczeń powiększania państwowego długu publicznego reguluje Konstytucja RP. Ustawa zasadnicza wprowadziła zasadę, że nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać poręczeń i gwarancji, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 60% wartości PKB. Sposób obliczania PKB określa natomiast ustawa z dnia 26 października 2000 r. o sposobie obliczania wartości rocznego produktu krajowego brutto.

Polsce, pod względem relacji długu do PKB, daleko jeszcze do najbardziej zadłużonych krajów Unii Europejskiej (Włochy, Belgia, Grecja). Dług rośnie a jego wysokość zbliża się niebezpiecznie do poziomu 50% PKB, nakładającego ograniczenia przewidziane przez przepisy ustawy o finansach publicznych.

2.2. *Ustawa o finansach publicznych*

Aktem prawnym rozwijającym przepisy konstytucji RP o długu publicznym jest ustawa o finansach publicznych. Stanowi ona, że państwowy dług publiczny obejmuje nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych ustalone po konsolidacji, czyli wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora. W celu niedopuszczenia do przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego do PKB konstytucyjnego limitu 60%, w ustawie przyjęto, że realizacja normy konstytucyjnej odbywać się będzie przede wszystkim na płaszczyźnie procedur ostrzegawczych. Jednocześnie przepisy Konstytucji RP oraz potencjalnie duży wpływ

⁴ Rozdział został opracowany na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005*.

udzielanych poręczeń i gwarancji na poziom długu (wpływ odroczoney w czasie) znalazły odzwierciedlenie w uwzględnieniu tego ryzyka w kształtowaniu się relacji długu do PKB.

Tabela 4. 3.

**Dług sektora finansów publicznych w państwach UE
i wybranych państwach kandydackich**

(% PKB)

Kraj	2000	2001
Włochy	110,6	109,4
Belgia	109,3	107,5
Grecja	102,8	99,7
Austria	63,6	61,7
Hiszpania	60,4	57,2
Niemcy	60,3	59,8
Francja	57,4	57,2
Holandia	56,0	53,2
Szwecja	55,3	56,0
Portugalia	53,4	55,6
Dania	46,8	44,5
Finlandia	44,0	43,6
Wielka Brytania	42,4	39,0
Irlandia	39,0	36,6
Luksemburg	5,6	5,5
Unia Europejska - średnia	63,9	63,0
Węgry	55,7	53,0
Słowacja	45,2	44,1
Polska	38,9	38,7
Czechy	17,0	23,7
Estonia	5,0	4,8

Źródło: Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005

Przewidziane w ustawie o finansach publicznych procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące kształtowania się relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB przedstawiają się następująco:

- 1) jeśli relacja długu do PKB w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:
 - a) wprowadza się ograniczenie na relację deficytu budżetu państwa do jego dochodów; relacja ta w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie budżetu państwa na rok $x+2$ nie może być wyższa niż w roku $x+1$,
 - b) relacja deficytu do dochodów uchwalona w budżecie państwa na następny rok budżetowy stanowi górne ograniczenie relacji deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego (JST) do jej dochodów, jaka może zostać uchwalona w budżecie JST.
- 2) Jeśli relacja długu do PKB w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:
 - a) Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej na rok $x+2$, przyjmując jako górne ograniczenie deficytu jego poziom zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB w stosunku do ogłoszonej relacji dla roku x ,
 - b) ograniczeniom podlegają możliwe do uchwalenia deficyty poszczególnych budżetów JST,
 - c) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora publicznego do PKB.
- 3) Jeśli relacja długu do PKB w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:
 - a) w projekcie ustawy budżetowej na rok $x+2$ nie zawiera się deficytu budżetu państwa, a budżety JST uchwała się nie zawierając w nich deficytu,
 - b) wprowadza się zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych,
 - c) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny, którego podstawowym celem jest opracowanie i wdrożenie przedsięwzięć mających na celu obniżenie relacji długu publicznego poniżej 60% PKB.

2.3. Unia Europejska. Różnice w metodologii obliczania długu publicznego

Poziom długu publicznego oraz rozmiar deficytu w krajach członkowskich UE stanowią kryteria, w oparciu, o które Komisja Europejska bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej. Jeśli chodzi o dług, ocenie podlega to, czy stosunek zadłużenia publicznego do PKB nie przekracza wartości bazowej (60%), chyba że stosunek ten maleje w *wystarczającym stopniu* i zbliża się do wartości bazowej w *zadowalającym tempie*.

Definicje długu publicznego stosowane w Polsce i w Unii Europejskiej nie są tożsame. Między państwowym długiem publicznym powiększonym o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielone przez podmioty sektora finansów publicznych, a długiem sektora finansów publicznych (*general government*) wg kryteriów UE występują cztery podstawowe różnice:

- przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji nie są dodawane do długu sektora *general government*,
- zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął i które nie zostały przedawnione ani umorzone), stanowiące w Polsce jedną z kategorii długu publicznego, w UE nie są więc zaliczane do długu (wpływają natomiast na wynik sektora *general government*),
- **do sektora finansów publicznych nie są zaliczane otwarte fundusze emerytalne,**
- Agencja Rynku Rolnego jest podmiotem sektora finansów publicznych, nie wchodzi natomiast w skład sektora *general government*.

Wymienione różnice powodują, że obecnie polski dług sektora finansów publicznych liczony wg kryteriów UE (dług sektora *general government*) jest niższy niż państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych określony w Konstytucji RP i ustawie o finansach publicznych. Dług ten liczony według metodologii krajowej, na koniec 2002 roku wynosił on 48,2% PKB, zaś według metodologii Unii Europejskiej – 43,8% PKB.

3. Papiery dłużne jednostek samorządu terytorialnego⁵

Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego na koniec roku 2001 zamykało się kwotą 10,8 mld zł. Wzrosło ono do końca września 2002 roku do poziomu ok. 12 mld zł. Podaż papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego wzrosła z ok. 300 mln zł w roku 1997 do 650 mln zł w grudniu 1999 i do 2,2 mld zł w grudniu 2002.

Jednostki samorządu terytorialnego w znacznie mniejszym stopniu niż Skarb Państwa refinansują się na rynku kapitałowym, częściej natomiast korzystają z kredytów. Kredyty stanowią aż ok. 80% ich zobowiązań, podczas, gdy papiery wartościowe – ok. 15%, a zobowiązania wymagalne – 5%. Sytuacja ta jest spowodowana wysokimi kosztami stałymi związanymi z przygotowaniem emisji. Z tego względu, udział zobowiązań z tytułu papierów wartościowych w ogóle zobowiązań notowany przez miasta na prawach powiatu, powiaty i samorząd wojewódzki jest kilkakrotnie wyższy (we wrześniu 2002-ponad 20%, podczas, gdy gminy – ok. 8%). Zobowiązania jednostek szczebla ponadgminnego cechuje również większa dynamika.

Rynek komunalnych papierów wartościowych rozwija się jednak bardzo szybko, również jeśli chodzi o liczbę emitentów. Ich liczba wzrosła z 28 pod koniec roku 1997 do 53 w roku 1999, 149 w roku 2001 i 192 na koniec grudnia 2002. Zazwyczaj wielkość emisji nie przekracza 10 mln zł, lecz zdarzają się także emisje o wartości ponad 100 mln zł (Bydgoszcz, Gdynia). Najbardziej aktywne na rynku obligacji komunalnych były jednostki samorządu terytorialnego z województw: wielkopolskiego, dolnośląskiego i pomorskiego.

Zasadą jest, że oprocentowanie obligacji komunalnych oparte jest na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększonych o premię. Dla większości z nich premia wynosiła ok. 0,8-1,25 p.p., choć w przypadku dużych emisji dokonywanych przez miasta na prawach powiatu spadały nawet do ok. 0,4% (Poznań, Szczecin).

⁵ Rozdziały 3 i 4 przygotowano przy wykorzystaniu wydawnictwa *Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych* firmy Fitch i innych dokumentów dostępnych na stronie internetowej www.fitchpolska.pl.

Największymi organizatorami emisji obligacji komunalnych według stanu na dzień 31 grudnia 2002 były: PKO BP, Pekao S.A., BRE Bank i BOŚ.

Istotne zwiększenie podaży komunalnych papierów wartościowych zależeć będzie na równi od dalszego zwiększania ich udziału w zadłużeniu jednostek szczebla ponadgminnego jak i od znacznie szerszego niż dotąd korzystania z tej formy zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu, w tym zwłaszcza gminy. To, czy jednostki te będą zaciągały zobowiązania głównie w formie papierów wartościowych, czy raczej w formie kredytów zależeć będzie przede wszystkim od każdorazowego porównania ceny pozyskania kapitału. Nie sposób jednak pominąć siły przyzwyczajenia, poziomu edukacji ekonomicznej pracowników samorządowych czy efektu działalności promocyjnej instytucji finansowych.

Celowe wydaje się rozważenie organizowania przez gminy z jednego regionu, których sytuacja finansowa jest podobna, wspólnych emisji komunalnych papierów wartościowych w celu redukcji kosztów pozyskania kapitału. Emisji obligacji, niezbędnych do sfinansowania nakładów na inwestycje samorządowe, sprzyjać będzie dalsza obniżka stóp procentowych i wzrost dochodów jednostek samorządu terytorialnego będący konsekwencją wzrostu PKB.

4. Komercyjne papiery dłużne

Dynamicznie rozwija się również rynek komercyjnych papierów dłużnych oraz obligacji przedsiębiorstw i banków. Wyodrębnić można jego dwa segmenty: papierów krótko- i długoterminowych.

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych stanowi największy segment rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Powiększył się on z ok. 2,5 mld zł w roku 1997 do 10,9 mld w roku 2000. Lata 2001-2002 były jednak okresem jego stagnacji.

Dynamicznie rozwija się natomiast rynek obligacji przedsiębiorstw i banków. Od roku 1997 liczba ich emitentów wzrosła z 19 do 59, a wartość wyemitowanych obligacji z ok. 560 mln zł do ponad 6 mld zł. Dynamika rynku w ciągu ostatnich pięciu lat wynosiła

średnio 60% rocznie, w tym w roku 2002 – 99%. Dowodzi to potencjalnie znacznych możliwości jego rozwoju w najbliższych latach.

Do największych organizatorów emisji obligacji korporacyjnych i banków według stanu na dzień 31 grudnia 2002 roku należały: Bank Handlowy, BRE, CA IB Securities oraz PKO BP.

Przeciętna wielkość emisji obligacji przekracza 100 mln USD. Ich oprocentowanie jest stałe (częściej) lub zmienne, oparte o stopę referencyjną LIBOR lub EURIBOR powiększoną o premię w wysokości nieco ponad 1%. W przypadku emisji obligacji bankowych premia jest wyraźnie niższa i nie przekracza 0,5%.

W IV kwartale 2002 roku emitentami największych emisji były: Polskie Sieci Energetyczne S.A. (400 mln zł), Elektrociepłownia Bełchatów (300 mln zł) oraz SCA Packaging Poland sp. z o.o. (200 mln zł).

Wydaje się, że perspektywy rozwoju rynku komercyjnych papierów dłużnych rysują się pozytywnie w najbliższych kilku latach. Cechować je będzie prawdopodobnie wydłużenie okresu zapadalności wyemitowanych papierów dłużnych, przez co ich emitenci będą ograniczać ryzyko refinansowania. Z tego powodu rynek obligacji rozwijać się będzie prawdopodobnie wyraźnie szybciej od rynku papierów krótkoterminowych.

5. Nowe kierunki inwestycji

Aktywa otwartych funduszy emerytalnych stanowią potencjalne źródło finansowania potrzeb inwestycyjnych kraju. Z punktu widzenia potrzeb OFE celowe wydaje się rozwijanie nowych możliwości inwestycji w papiery dłużne. Chodzi tu w szczególności o listy zastawne. Nowym, wartym uwagi źródłem podaży instrumentów dłużnych atrakcyjnych dla funduszy mogą okazać się także podmioty prowadzące działalność w zakresie tzw. inwestycji infrastrukturalnych, w szczególności budowy autostrad. Możliwość znacznego powiększenia wspomnianych rynków zależy jednak od spełnienia

szeregu warunków, w tym w szczególności: płynności tych instrumentów, gwarancji wypłacalności ich emitentów oraz atrakcyjnych stóp zwrotu.

5.1. Listy zastawne

Listy zastawne są papierami wartościowymi emitowanymi przez banki hipoteczne, których zabezpieczenie stanowią hipoteki ustanowione na rzecz banku lub innych wskazanych podmiotów na nieruchomościach dłużnika banku hipotecznego lub osób trzecich.

Listy zastawne, szczególnie te dopuszczone do publicznego obrotu, stawiają dopiero pierwsze kroki na polskim rynku po kilkudziesięcioletnim okresie nieobecności. Ich podaż prawdopodobnie znacznie wzrośnie w związku ze znacznymi potrzebami mieszkaniowymi oraz spadającymi stopami procentowymi.

Wiodącą rolę na rynku listów zastawnych (ponad 90% udziału) odgrywa obecnie bank hipoteczny RHEINHYP-BRE. W czerwcu 2000 roku Bank przeprowadził pierwszą powojenną emisję listów o wartości 5 mln zł. W ciągu trzyletniej działalności (do 31 grudnia 2002 r.) bank ten zrealizował 7 emisji o łącznej wartości 230 mln zł. Aktualnie bank przeprowadza pierwszą na polskim rynku publiczną emisję listów zastawnych o wartości 150-200 mln zł.

Zapoczątkowanie rozwoju polskiego rynku publicznych listów zastawnych jest bardzo ważne z punktu widzenia perspektyw rozwoju rynku OFE. Po kilku latach oczekiwań fundusze uzyskały dostęp do papierów wartościowych potencjalnie bardzo dla nich atrakcyjnych ze względu na długi okres zapadalności i sposób zabezpieczenia. Dotychczas rynek listów zastawnych był dla funduszy zamknięty z uwagi na wymóg inwestowania jedynie w listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu. Nie bez znaczenia jest także pozytywny wpływ przyszłych inwestycji OFE w ten rodzaj instrumentów finansowych na rozwój polskiej gospodarki. Jeżeli banki hipoteczne zdołają zapewnić odpowiednią podaż publicznych listów zastawnych, instrumenty te mają realną szansę stać się istotną częścią portfela inwestycyjnego OFE.

Realizacja programu nastąpi w drodze emisji minimum 3, a maksymalnie 6 serii w wysokości 80–200 mln zł każda. Emisja skierowana jest przede wszystkim do podmiotów

instytucjonalnych (funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych) oraz inwestorów indywidualnych. Subemitentem usługowym emisji jest BRE Bank SA natomiast oferującym DI BRE Banku. Oba podmioty odpowiedzialne są za prowadzenie „księgi popytu”, na podstawie której wyłonione zostanie grono inwestorów zaproszonych do udziału w subskrypcji danej serii.

Jest wysoce prawdopodobne, że najbliższe lata przyniosą przełom na rynku listów zastawnych i instrumenty te będą jednymi z najszybciej rozwijających się segmentów rynku. Sprawą o kluczowym znaczeniu dla ich popularyzacji będzie stabilna, prorozwojowa polityka fiskalna i pieniężna państwa.

5.2. Inwestycje infrastrukturalne

Skala możliwego zaangażowania otwartych funduszy emerytalnych w tzw. inwestycje infrastrukturalne będzie w dużej mierze pochodną odpowiednich regulacji prawnych i zachęt ekonomicznych. Zaangażowanie funduszy w ten rodzaj działalności może mieć tak charakter właścicielski (zakup akcji), jak i wierzycielski (zakup obligacji, których emitentami będą przedsiębiorstwa prowadzące działalność w tym zakresie.

Dla ewentualnego rozwoju rynku konieczne jest przede wszystkim przesądzenie przez władze publiczne zakładanego modelu finansowania rozwoju sieci autostrad. Jeśli miałyby one być finansowane ze źródeł publicznych, bez konieczności zwrotu zainwestowanych środków, trudno wyobrazić sobie udział otwartych funduszy emerytalnych w tym przedsięwzięciu. Sprzeciwiałby się on zasadzie ochrony interesu członków.

W przypadku wyboru szeroko stosowanego na świecie modelu partnerstwa publiczno-prywatnego, którego istota polega na wybudowaniu obiektu przede wszystkim ze środków prywatnych w zamian za prawo do jego czasowego odpłatnego udostępniania osobom trzecim, niezbędne jest określenie możliwości generowania przez tego rodzaju inwestycje strumienia przychodów niezbędnego do obsługi środków niepublicznych zaangażowanych w to przedsięwzięcie. I tu podstawowym zadaniem podmiotów zarządzających OFE jest przede wszystkim dbałość o interes członków funduszu i

unikanie przedsięwzięć nie zapewniających osiągnięcia satysfakcjonującej stopy zwrotu lub wiążących się z nadmiernym ryzykiem.

Zakres podaży ewentualnych instrumentów finansowych związanych z opisywaną działalnością, a tym bardziej profilu ich ryzyka, nie jest w chwili obecnej możliwy.

6. Prognoza dynamiki rynku papierów dłużnych w latach 2003-2010

Próba szacunku dynamiki rynku papierów dłużnych użytecznych z punktu widzenia otwartych funduszy emerytalnych jest zadaniem trudnym. Na polski rynek papierów dłużnych oddziałuje szereg czynników, których siła wpływu i wzajemne interakcje trudne są do jednoznacznego liczbowego ujęcia. Z tego powodu przygotowano trzy warianty prognozy dynamiki rynku papierów dłużnych – pesymistyczny, realistyczny i optymistyczny.

Tabela 4. 4.

Warianty rozwoju rynku papierów dłużnych

w latach 2003-2010

(mld zł)

Wariant	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pesymistyczny	300,3	332,1	357,4	381,9	408,9	435,0	455,0	469,9
Realistyczny	306,4	343,3	373,4	403,3	436,2	469,0	495,7	517,3
Optymistyczny	312,5	353,9	388,9	425,8	468,4	512,5	550,7	586,5

Źródło: Szacunki własne

Lwią część polskiego rynku instrumentów dłużnych stanowią skarbowe papiery wartościowe. Ich udział w rynku papierów dłużnych z wyłączeniem papierów dłużnych, których emitentem jest NBP, będzie mała. W roku 2010 wciąż jednak będzie to ponad 80% rynku.

Tabela 4. 5.

**Dynamika rozwoju wybranych segmentów polskiego
ryнку papierów dłużnych (poza NBP)**

wariant realistyczny

mld zł

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Skarbowe papiery wartościowe	281,9	312,8	336,0	358,3	383,6	408,1	425,4	436,5
Komunalne papiery wartościowe	2,1	2,9	3,7	4,6	5,4	6,3	7,1	8,0
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw i banków	13,2	14,8	16,3	17,6	19,0	20,1	21,4	22,6
Obligacje przedsiębiorstw i banków	8,4	11,3	14,7	18,4	22,1	26,5	31,8	38,2
Listy zastawne	0,8	1,5	2,7	4,4	6,1	8,0	10,0	12,0
SUMA	306,4	343,3	373,4	403,3	436,2	469,0	495,7	517,3
Dynamika (rok poprzedni=100)	116,1	112,0	108,8	108,0	108,2	107,5	105,7	104,4
Udział skarbowych papierów wartościowych	92,0%	91,1%	90,0%	88,8%	87,9%	87,0%	85,8%	84,4%

Źródło: Obliczenia własne

Dynamika wzrostu podaży skarbowych papierów wartościowych jest efektem potrzeb pożyczkowych państwa zwiększonych dodatkowo zmianą struktury długu, polegającą na znacznej redukcji udziału kredytów kosztem wzrostu znaczenia skarbowych papierów wartościowych, w tym w szczególności obligacji.

Przy założonym średnim tempie wzrostu PKB w latach 2003-2010 na poziomie 3% rocznie przyjęto, że dynamika zadłużenia Skarbu Państwa wyniesie w roku 2003 10%, 2004 – 7%, 2005 – 4%, w latach 2006-2007 – 3%, a w roku 2008 i następnych – 2%. Założona dynamika zadłużenia Skarbu Państwa będzie pochodną coraz silniejszych ograniczeń dla swobody dalszego zadłużania się stawianych przez Konstytucję RP, ustawę o finansach publicznych i kryteria z Maastricht.

Dynamika podaży skarbowych papierów wartościowych będzie prawdopodobnie szybsza niż dynamika zadłużenia Skarbu Państwa z uwagi na konieczność spłaty kredytów wobec

państw-członków Klubu Paryskiego. Zakłada się, że zadłużanie się w tempie szybszym niż wzrost PKB będzie możliwe jedynie do roku 2005. Przez dwa kolejne lata relacja zadłużenia Skarbu Państwa do PKB pozostanie stabilna, a następnie będzie powoli maleć wskutek konieczności zastosowania mechanizmów sanacyjnych przewidzianych w ustawie o finansach publicznych.

Ograniczenia prawne wywrą istotny wpływ również na dynamikę i zmianę struktury (spadek znaczenia kredytów, wzrost podaży papierów wartościowych) zadłużenia **jednostek samorządu terytorialnego**. Założono roczną dynamikę przyrostu zadłużenia w omawianym okresie na poziomie dwukrotnie wyższym niż dla Skarbu Państwa (przede wszystkim z uwagi na niższy aktualny poziom zadłużenia i konieczność dokonania szeregu inwestycji infrastrukturalnych). Wyniesie on zatem 20% w roku 2003, 14% w roku 2004, 8% w roku 2005, 6% w latach 2006-2007 oraz 4% w latach następnych.

Założono ponadto, że do roku 2010 relacja zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji komunalnych papierów wartościowych wzrośnie z obecnych kilkunastu do ok. 40%. Podobnie zatem, jak miało to miejsce w przypadku zadłużenia Skarbu Państwa, dynamika zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji papierów wartościowych będzie wyższa niż dynamika zadłużenia ogółem.

W odniesieniu do **krótko- i długoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa i banki** oraz do **listów zastawnych** przyjęto następującą dynamikę zadłużenia z ich tytułu:

Tabela 4. 6.

Zakładana dynamika rozwoju rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw i banków oraz listów zastawnych

wariant realistyczny

(% do roku poprzedniego)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Krótkoterminowe papiery dłużne	15	12	10	8	8	6	6	6
Obligacje przedsiębiorstw i banków	40	35	30	25	20	20	20	20
Listy zastawne	100	90	80	60	40	30	25	20

Źródło: Szacunki własne

Założona powyżej dynamika rozwoju rynków krótkoterminowych papierów dłużnych, obligacji przedsiębiorstw i banków oraz listów zastawnych jest znacznie wyższa od przewidywanej dynamiki wzrostu zadłużenia sektora finansów publicznych⁶. Powodem jest nie tylko ograniczenie możliwości zadłużania się przez podmioty prawa publicznego, ale również spodziewany wzrost poziomu inwestycji przedsiębiorstw po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, a w odniesieniu do szczególnie szybkiego rozwoju rynku listów zastawnych - dużych potrzeb mieszkaniowych ludności, które mogą znacznie łatwiej niż dotąd zostać zaspokojone w warunkach trwałego zmniejszenia stóp procentowych.

⁶ Zbliżone oceny rozwoju rynków obligacji jednostek samorządu terytorialnego oraz komercyjnych papierów dłużnych przedstawiono w opracowaniu Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową *Perspektywy rozwoju wybranych segmentów rynku Corporate Finance w Polsce w latach 2002 – 2006 w ocenie instytucji finansowych*.

V. POLSKI RYNEK UDZIAŁOWY DO ROKU 2010

1. Obecny stan polskiej giełdy

1.1. Rynek w roku 2002

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie należy do ważnych rynków kapitałowych regionu. Jej znaczenie jest szczególnie istotne wśród europejskich *emerging markets*. Postępująca globalizacja rynków kapitałowych oznacza, że trendy kształtujące się na świecie przenoszą się także na nasz rynek, ale ich natężenie jest zróżnicowane na poszczególnych giełdach.

Praktycznie od roku 2000 na GPW dominuje bessy i mimo okresowych zwyżek obserwuje się długoterminowy trend spadkowy. Rok 2002 przyniósł jednak zahamowanie skali deprecjacji indeksów, szczególnie jeśli uwzględnić sytuację na innych rynkach Europy i świata. Dekoniunktura nie sprzyjała plasowaniu nowych emisji na rynku, a Skarb Państwa praktycznie zatrzymał proces prywatyzacji przez giełdę. Z tych względów kapitalizacja rynku z końca roku 2002 pozostaje nadal wyraźnie niższa w porównaniu z końcem poprzedniej dekady.

Na GPW coraz większą rolę zaczynają odgrywać otwarte fundusze emerytalne. Na koniec roku 2002 w ich portfelach znajdowały się akcje o wartości ponad 8,2 mld zł, czyli prawie 7,5% kapitalizacji giełdy. Udział OFE we *free float* był jeszcze większy, a z oczywistych względów fundusze dominowały szczególnie po stronie kupna.

Główny indeks warszawskiej giełdy WIG nominalnie wzrósł w roku 2002 o 3,2%, nieco słabiej wypadł indeks największych spółek WIG20, który obniżył się o 2,7%. Zdecydowanie najgorzej wypada w tym zestawieniu indeks spółek wysokich technologii TechWIG, który w roku 2002 zgodnie z ogólnoświatową tendencją zanotował mocny spadek o 39,7%.

Tabela 5. 1.

Indeksy GPW

ROK	2002		2001	
	stopa zwrotu (%)	wartość na koniec roku	stopa zwrotu (%)	wartość na koniec roku
WIG20	-2,7	1 175,64	-33,5	1 208,34
MIDWIG	-6,9	950,24	1,6	1 020,49
WIG	3,2	14 366,65	-22	13 922,16
TechWIG	-39,7	356,07	-59,5	590,21
NIF	1,3	59,76	-1,3	59,01
WIRR	-22,6	1 365,62	-35,8	1 763,73

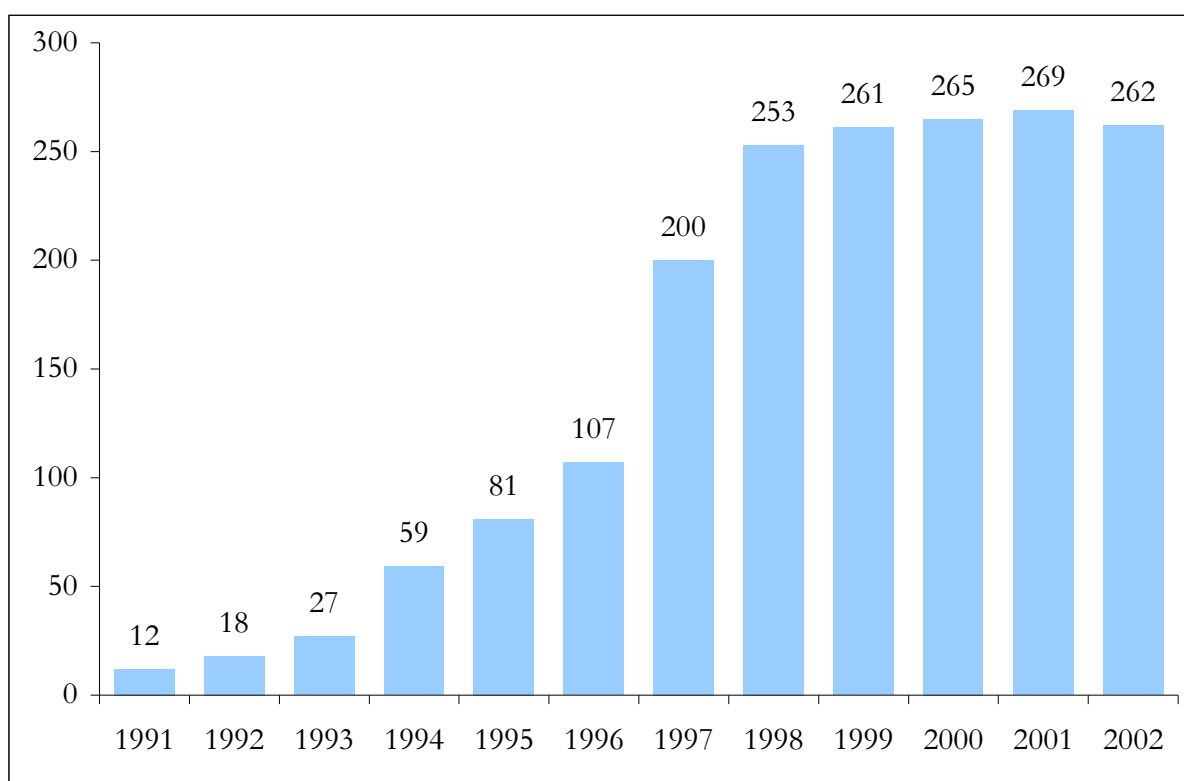
Źródło: GPW

Rok 2002 był okresem stabilizacji na polskiej giełdzie, a dokonana konsolidacja indeksów może stanowić podstawę do rozpoczęcia w przyszłości wyraźnego trendu wzrostowego. Dla realizacji takiego scenariusza niezbędne są jednak dwa czynniki: przyspieszenie polskiej gospodarki i powrót dobrej koniunktury na najważniejsze rynki świata. Bez tego może okazać się, że stabilizacja z roku 2002 być tylko okazją do wyjścia z rynku dużych inwestorów, a giełdę czekają niebawem dalsze spadki.

Rok 2002 nie przyniósł niestety przełomu w zakresie liczby spółek notowanych na rynku. Obserwowana już od 4 lat stagnacja w tym zakresie wynika w dużej mierze z zahamowania procesu prywatyzacji poprzez giełdę spółek należących do Skarbu Państwa. Pogarszająca się sytuacja gospodarcza odbija się także na sytuacji finansowej spółek giełdowych, co w skrajnych wypadkach oznacza zniknięcie z parkietu spowodowane upadkiem firmy. Niskie wyceny zachęcają także do skupowania akcji przez dominujących inwestorów i wycofywanie spółek z giełdy. Wszystko to doprowadziło w roku 2002 do pierwszego w historii naszej giełdy spadku liczby notowanych spółek.

Wykres 5. 1.

Liczba spółek w publicznym obrocie



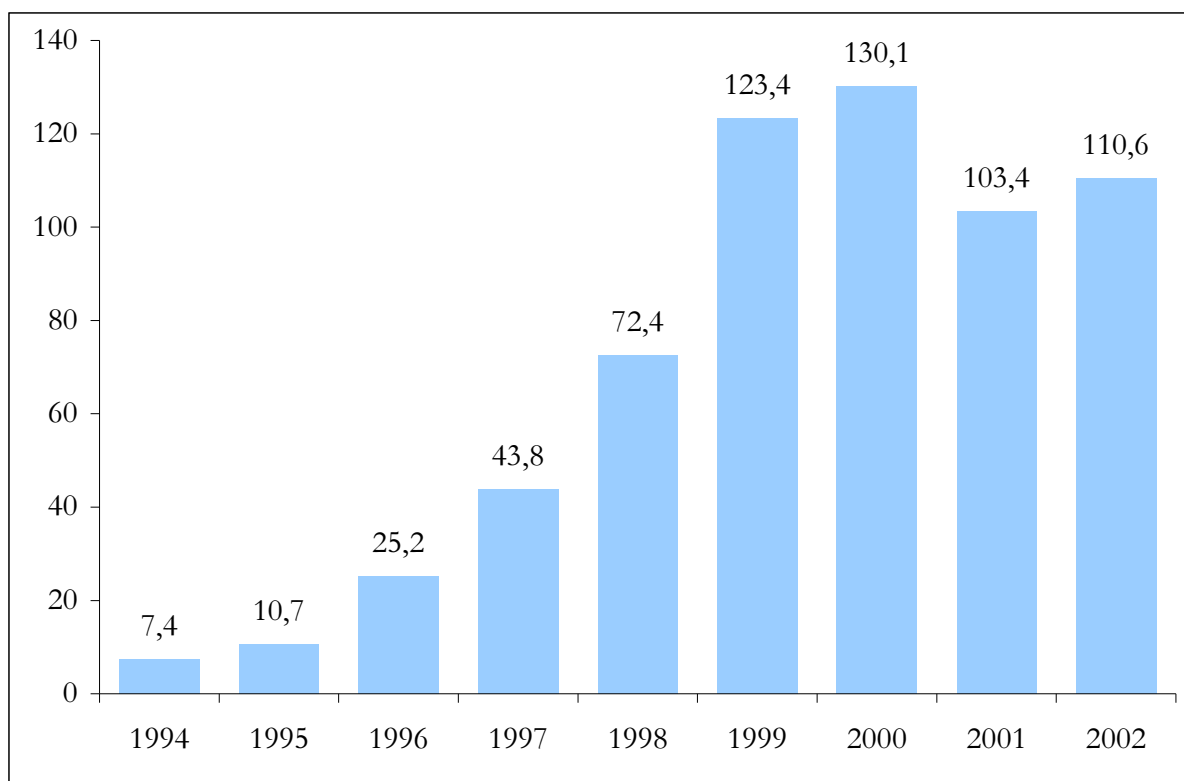
Źródło: KPWiG

Na koniec roku 2002 kapitalizacja GPW przekroczyła 110 mld zł. Jest to wyraźnie mniej niż jeszcze dwa czy trzy lata temu. Stan taki wynika głównie z dwóch czynników: spadku kursów notowanych spółek i po części wychodzenia z rynku niektórych podmiotów. *Free float*, czyli udział akcji pozostających w wolnym obrocie w kapitalizacji rynku, wyniósł według wyliczeń GPW 34%.

Wykres 5. 2.

Kapitalizacja GPW

mld zł



Źródło: GPW

Zamieranie koniunktury widoczne jest także przy analizie obrotów generowanych na rynku. W roku 2002 ogólne obroty na GPW przekroczyły 71,5 mld zł, z czego ponad 94% przypadło na akcje. Oznacza to, że w porównaniu do roku 2001 obroty spadły o

1/5. Kryterium wartości transakcji jest dla każdego rynku wartością kluczową, na podstawie której można oceniać siłę giełdy. Przez pryzmat płynności oceniają rynek wszyscy duzi inwestorzy, rozważający inwestycje na danym obszarze. Brak płynnego i aktywnego rynku podważa w znacznym stopniu prawidłowość wycen notowanych instrumentów oraz zwiększa podatność giełdy na działania spekulacyjne.

Tabela 5. 2.

Struktura obrotów w roku 2002

mln zł

Instrumenty finansowe	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe	Inne	Razem
	(mln zł)	udział (%)			
Akcje	47 729	92,17	15 933	3 826	67 488
Prawa do akcji	7	0,01	--	--	7
Prawa poboru	24	0,05	2	--	26
Obligacje	3 986	7,70	145	--	4 131
Certyfikaty inwestycyjne	27	0,05	--	--	27
Warranty	8	0,02	--	--	8
RAZEM Rynek kasowy	51 781	100	16 080	3 826	71 686

Źródło: GPW

Tabela 5. 3.

Zmiana obrotów 2002/2001

%

Instrumenty finansowe	Transakcje sesyjne	Transakcje pakietowe	Inne	Razem
Akcje	-21	-20	-6	-20
Prawa do akcji	-96	--	--	-96
Prawa poboru	-78	-100	--	-98
Obligacje	-22	261	--	-20
Certyfikaty inwestycyjne	574	--	--	574
Warranty	-58	--	--	-58
RAZEM Rynek kasowy	-21	-24	-6	-21

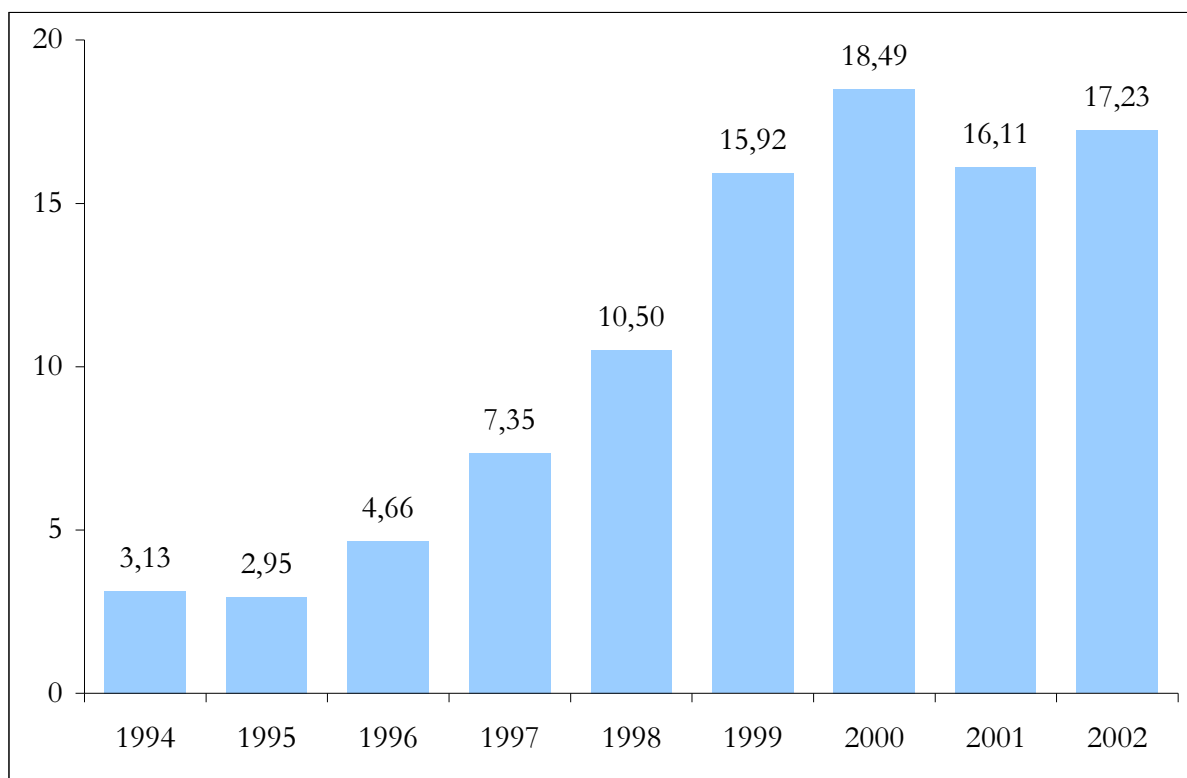
Źródło: GPW

Znaczenie giełdy w gospodarce można określić na podstawie stosunku kapitalizacji notowanych spółek do PKB. W przypadku GPW proporcja ta rosła na korzyść giełdy aż do roku 2000, kiedy wartość rynkowa notowanych spółek odpowiadała prawie 18,5% PKB. W kolejnych latach wskaźnik ten obniżał się i to mimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Zgodnie z szacunkami, w roku 2002 stosunek kapitalizacji giełdy do PKB wyniósł niewiele ponad 17% i był tylko nieznacznie większy niż np. cztery lata temu.

Wydaje się, że chociażby ze względu na potencjał funduszy emerytalnych zainteresowanych inwestowaniem w akcje, znaczenie giełdy w gospodarce powinno wzrastać. Nie stanie się to jednak bez stworzenia odpowiednich warunków sprzyjających finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych poprzez publiczny rynek udziałowy.

Wykres 5. 3.

Średnia kapitalizacja GPW jako % PKB



Źródło: GPW, GUS

1.2. Polska giełda na tle rynków europejskich

Porównując polską giełdę z rynkami innych krajów należy wskazać na dużą względną siłę naszego rynku w roku 2002. Większość największych rynków świata notowała w tym okresie głębokie spadki, podczas gdy GWP zanotowała ponad 3% wzrost mierzony podstawowym indeksem. Straty największych rynków wyrażały się w liczbach dwucyfrowych, a indeks giełdy we Frankfurcie obniżył się w ciągu roku prawie o 44%. Z pewnością duży wpływ na taki wynik GPW miały inwestycje funduszy emerytalnych stale zwiększających swoje zaangażowanie w akcjach.

Pojawia się w tym kontekście pytanie o adekwatność wycen polskich spółek, ponieważ zdaniem wielu analityków sytuacja polskiej gospodarki i poszczególnych firm nie jest najlepsza. Z tego względu może się okazać, że akcje polskich spółek są mocno przewartościowane i dlatego w przyszłości nie znajdą się inwestorzy skłonni do podejmowania inwestycji na naszym rynku. Stan taki należy uznać za szczególnie niekorzystny z punktu widzenia interesów członków funduszy emerytalnych.

Tabela 5. 4.

Indeksy głównych giełd papierów wartościowych

Rok	2002		2001	
	stopa zwrotu (%)	wartość na koniec roku	stopa zwrotu (%)	wartość na koniec roku
WIG	3,2	14 366,6	-22,0	13 922,2
ATX	0,8	1 150,0	6,3	1 140,4
DJIA	-17,5	8 341,6	-6,3	10 110,2
BUX	8,5	7 738,6	-9,2	7 131,13
BOVESPA	-17,0	11 268,5	-11,0	13 577,6
FTSE100	-24,5	3 940,4	-16,2	5 217,4
PX50	16,8	460,7	-17,5	394,6
DAX	-43,9	2 892,6	-19,8	5 160,1
NASDAQ COMP.	-32,4	1 335,5	-20,0	1 976,4
CAC-40	-33,7	3 063,9	-22,0	4 624,6
NIKKEI 225	-18,6	8 578,9	-23,5	10 542,6
CESI	18,2	1 243,4	-36,5	1 052,2

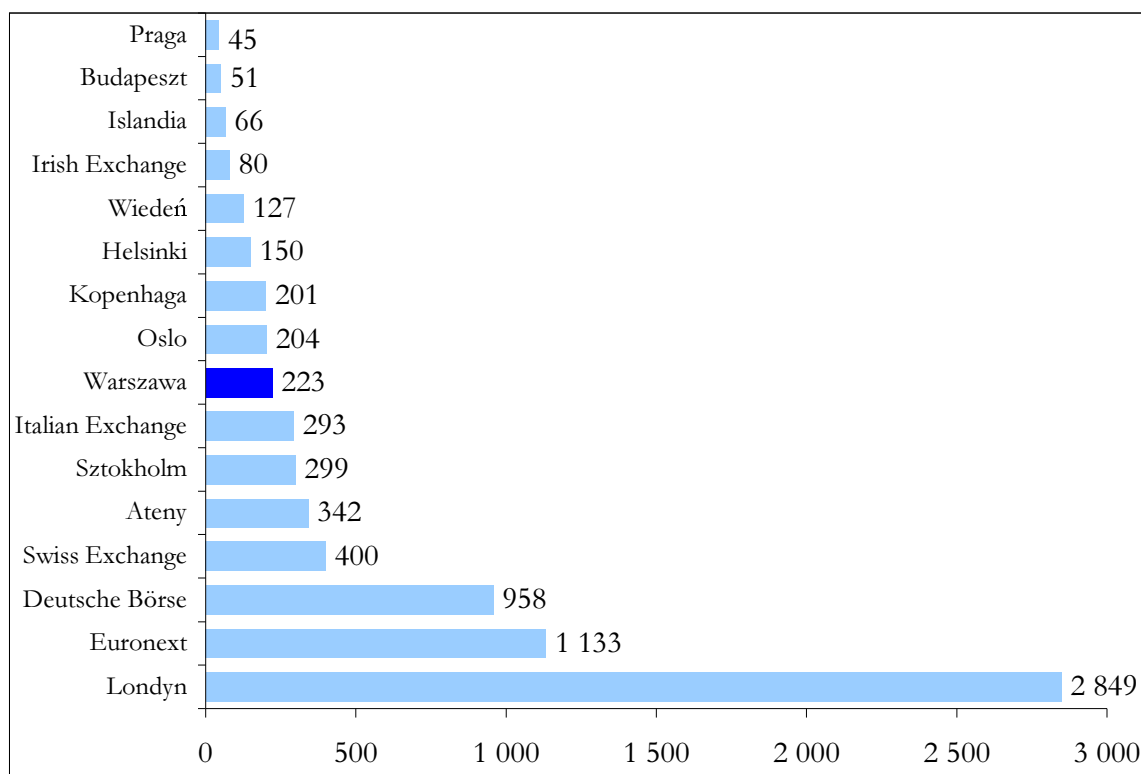
Źródło: GPW

Dla określenia miejsca naszej giełdy w Europie niezbędne wydaje się pokazanie GPW na tle innych rynków przez pryzmat następujących czynników: liczba notowanych spółek, średnia wartość notowanej spółki i wreszcie kapitalizacja całego rynku.

Pod względem liczby notowanych spółek na rynku podstawowym GPW wyprzedza wiele giełd regionu. Oczywiście pozostaje daleko w tyle za liderami, czyli Londynem, Madrytem czy giełdą EuroNext, jednak tym względem warszawski parkiet można uznać za rynek średniej wielkości w skali europejskiej.

Wykres 5. 4.

Liczba spółek notowanych na rynku podstawowym



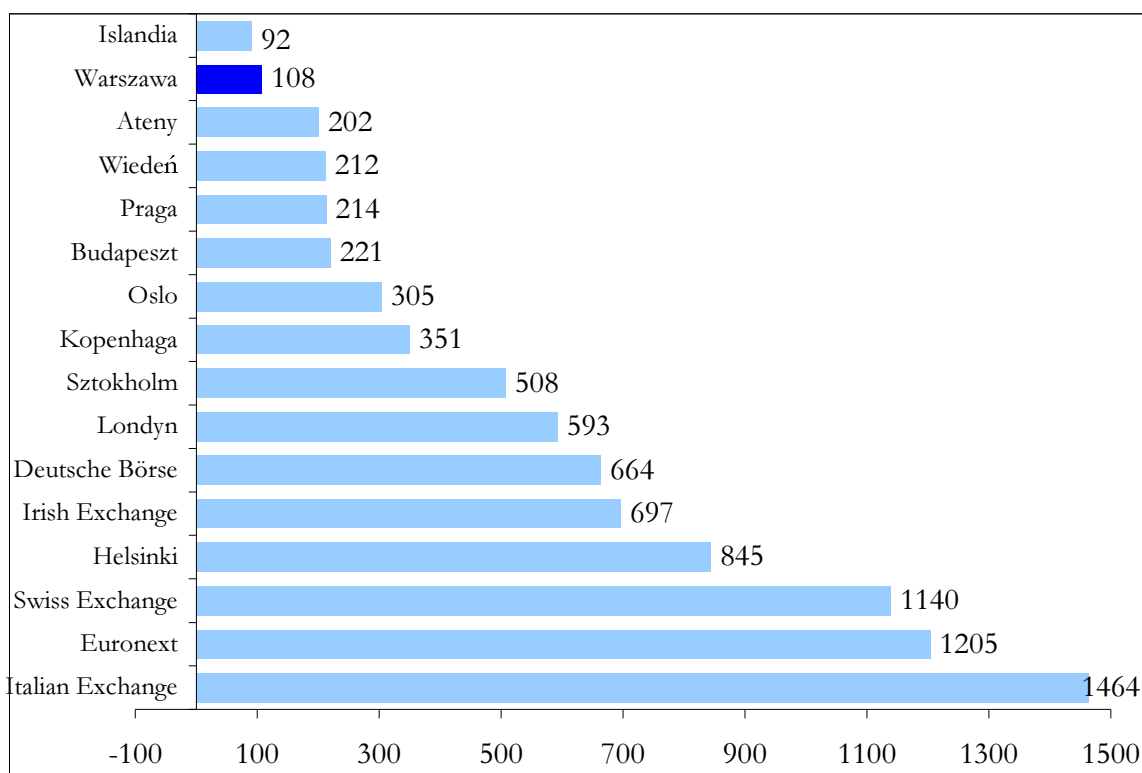
Źródło: KPWiG

Niestety pozycja GPW jest dużo słabsza pod względem innego istotnego wskaźnika, czyli średniej wartości notowanej spółki. Średnia kapitalizacja spółek, notowanych na warszawskim parkiecie wynosiła na koniec roku 2002 około 108 mln euro. Jest to jeden z najniższych wskaźników wśród giełd europejskich. Należy w tym miejscu wziąć pod uwagę także inną niekorzystną specyfikę naszej giełdy, czyli dominujący udział w jej kapitalizacji tylko wąskiej grupy największych podmiotów, takich jak TP S.A., PKN, KGHM czy kilka banków. Brak dopływu nowych znaczących emitentów wyraźnie podnosi ryzyko inwestycji na GPW, szczególnie z punktu widzenia dużych inwestorów instytucjonalnych. Bez rozszerzenia oferty o duże polskie spółki oferta warszawskiej giełdy może okazać się nieatrakcyjna dla wielu potencjalnych graczy.

Wykres 5. 5.

Średnia wartość spółki na rynku podstawowym

mln euro



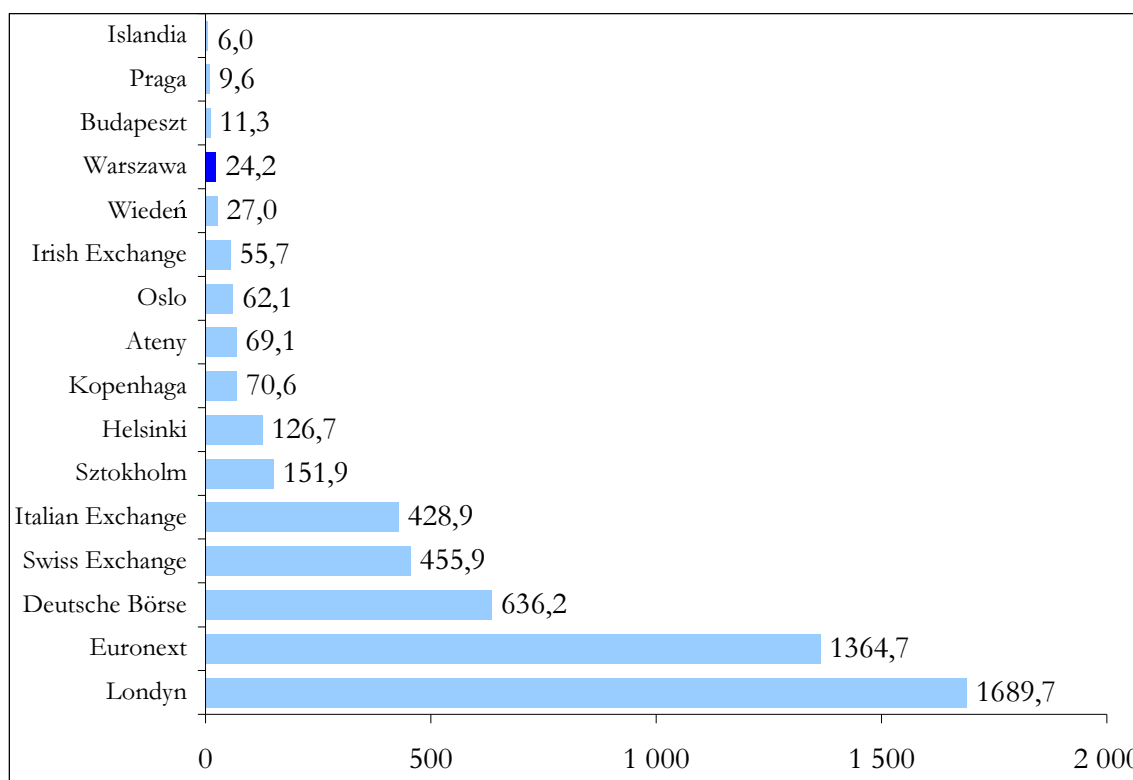
Źródło: KPWIG

Pod względem kapitalizacji należy określić GPW jako mały rynek w porównaniu do większości parkietów zachodnioeuropejskich. Nie można z pewnością oczekiwać, że warszawskiej giełdzie uda w się tej dziedzinie dogonić rozwinięte i dojrzałe rynki, które swoją pozycję budowały przez całe dekady, ale wydaje się że GPW może odegrać istotną rolę w regionie Europy środkowo-wschodniej. Na tym obszarze pozycja naszego rynku jest znacznie mocniejsza. Potencjał i perspektywy rozwoju GPW pozwalają ją zaliczyć do największych rynków regionu. Przy odpowiednio prowadzonej polityce na parkiet można będzie przyciągnąć w niedalekiej przyszłości poważnych emitentów i inwestorów.

Wykres 5. 6.

Kapitalizacja giełd europejskich w roku 2002

mld euro



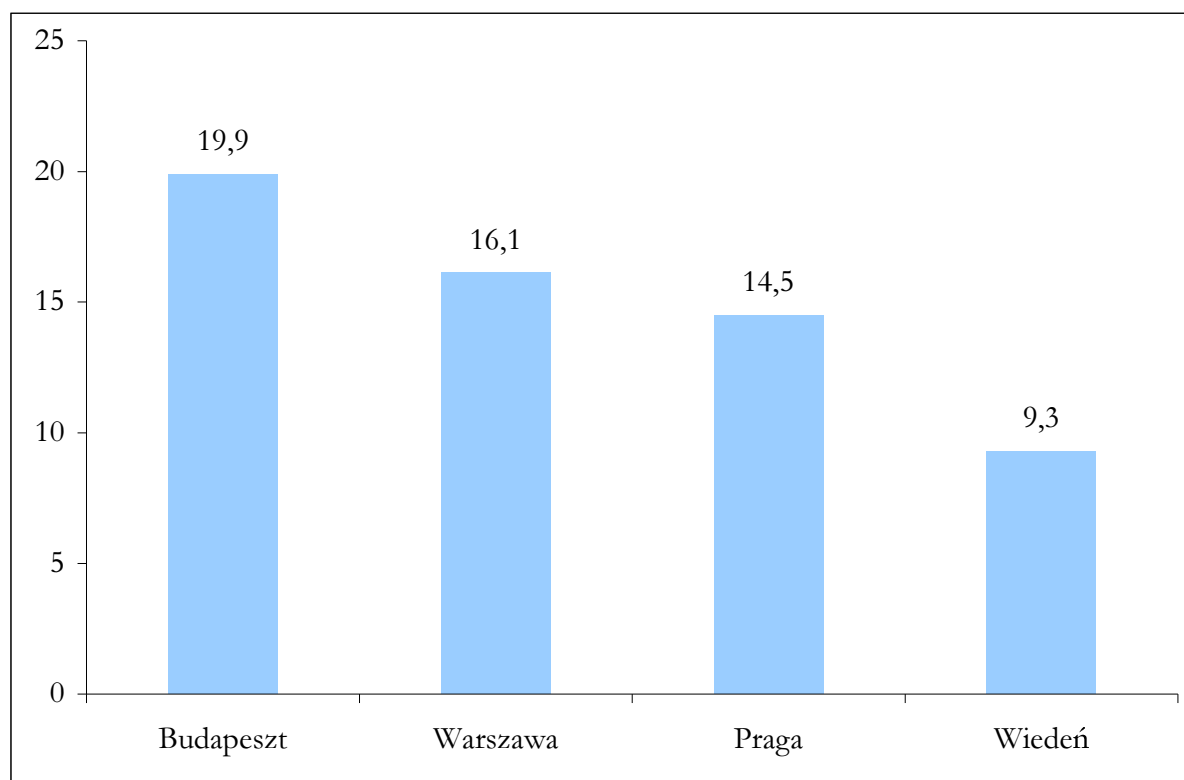
Źródło: KPWiG

Znaczenie giełdy w gospodarce można określić zestawiając jej kapitalizację z PKB. Wskaźnik ten w krajach regionu Europy środkowo-wschodniej zasadniczo nie przekraczał 20%. Polski parkiet wyprzedza pod tym względem rynki Czech czy Austrii, ale na razie pozostaje w tyle za Węgrami. Niepokojące jest także wyraźne zahamowanie wzrostu relacji kapitalizacji naszej giełdy do PKB w ostatnich dwóch latach.

Wykres 5. 7.

Kapitalizacja wybranych giełd jako % PKB kraju siedziby

stan: grudzień 2001



Źródło: KPWiG na podstawie CONSTAT i OECD

1.3. Rynek terminowy

Coraz bardziej istotnym segmentem obecnym na GPW staje się rynek terminowy. Jego dynamiczny rozwój zaczął się już w roku 1999. Obecnie obroty na rynku terminowym, mimo spadku w roku 2002, przekraczają obroty rynku kasowego. W zasadzie jednak obroty koncentrują się tylko na jednej grupie instrumentów - kontraktach terminowych na WIG20. Co ciekawe w roku 2002, obrót tymi instrumentami przekraczał 2-krotnie wartość obrotu akcjami wchodzącymi w skład indeksu. W skali całego rynku obroty rynku terminowego przekroczyły w 2002 roku 77 mld zł, z czego na kontrakty indeksowe (głównie na WIG20 i TechWIG) przypadło ponad 75,5 mld zł.

Tabela 5. 5.

Struktura obrotów w roku 2002

mln zł i %

Instrumenty finansowe	Obrót		Wolumen	
	wartość	udział	wartość	udział
Kontrakty indeksowe	75 521	97,58	3 077 836	89,97
Kontrakty akcyjne	1 332	1,72	92 097	2,69
Kontrakty walutowe	482	0,62	5 957	0,17
Jednostki indeksowe	62	0,08	245 019	7,16
RAZEM Rynek terminowy	77 396	100	3 420 909	100

Źródło: GPW

Obecnie na rynku terminowym zdecydowanie dominują inwestorzy indywidualni, z tego względu można uznać, że jest on wykorzystywany wyłącznie w celach spekulacyjnych. Na dalszy plan schodzi możliwość zabezpieczania się przez ryzykiem. Jednak to drugie zabezpieczające oblicze rynku terminowego jest z pewnością najważniejsze dla takich inwestorów jak fundusze emerytalne. I tutaj warszawski parkiet wygląda bardzo okazale. Mankamentem jest wąski wachlarz płynnych instrumentów, ale wydaje się że możliwości są bardzo duże. Dalszy rozwój rynku kontraktów terminowych uwarunkowany jest sytuacją na rynku instrumentów bazowych, czyli akcji.

Tabela 5. 6.

Zmiana obrotów 2002/2001 (%)

Instrumenty finansowe	Obrót	Wolumen
Kontrakty indeksowe	-22	-16
Kontrakty akcyjne	44	52
Kontrakty walutowe	-58	-58
Jednostki indeksowe	928	997
RAZEM Rynek terminowy	-22	-9

Źródło: GPW

2. Perspektywy rozwoju

Z punktu widzenia celu niniejszego opracowania istotne jest określenie potencjału warszawskiej giełdy w perspektywie roku 2010. Dokładne i szczegółowe określenie podstawowych wskaźników rynku takich jak kapitalizacja czy płynność nie jest z oczywistych względów możliwe. Pozostaje prześledzenie wpływu niektórych zjawisk ekonomicznych na wspomniane wskaźniki i próba przybliżonego szacowania rozwoju rynku.

Najważniejsze czynniki wpływające na rozwój polskiego rynku udziałowego to:

- nowe emisje,
- koniunktura giełdowa,
- uwarunkowania instytucjonalne.

Możliwości szacowania wpływu przedstawionych obszarów na sytuację GPW są także zróżnicowane. Istnieją plany dalszego prowadzenia w Polsce procesu prywatyzacji i na ich podstawie można dokonać próby szacowania skutków tego zjawiska dla giełdy.

Znacznie trudniej jest przewidzieć skalę podaży akcji emitowanych na giełdzie przez spółki niepaństwowe. Na rynku nie ma wiarygodnych danych na temat szczegółów rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego. Pewnych przybliżeń można dokonać tylko w krótkiej perspektywie.

Niełatwo jest także przewidzieć stan koniunktury na giełdzie w następnych latach. Analizę zjawiska można przeprowadzić tylko w kategoriach potencjału wynikającego z realizacji określonego scenariusza wzrostu czy spadku rynku.

Znaczna zmiana jakościowa dokonałaby się także w sytuacji wejścia GPW w struktury rynku ponadnarodowego. Istnieją takie plany w odniesieniu do giełdy warszawskiej i dlatego istotne jest uwzględnienie tego zjawiska przy określaniu perspektyw.

2.1. Nowe emisje

Plany prywatyzacyjne

Najbardziej aktualne stanowisko polskiego rządu w sprawie przyszłości polskiego rynku kapitałowego znaleźć można w opracowanym w roku 2002 programie „Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca”. Dokument „Zarys strategii rozwoju rynku kapitałowego” jest uszczegółowieniem treści zawartych w tym programie. W dokumentach tych odniesiono się także do kwestii prywatyzacji spółek Skarbu Państwa poprzez publiczny rynek kapitałowy. Wśród dużych przedsiębiorstw przeznaczonych do przynajmniej częściowej prywatyzacji przez giełdę wskazano: PZU, PKO BP, BGŻ, PSE, PKE, PGNiG, PLL LOT, PKP, Ciech, Ruch, ZA Puławy, WSiP, Polmos Białystok. W dyskusjach wskazuje się także na możliwość prywatyzacji w perspektywie następnych lat nieistniejącego jeszcze polskiego holdingu farmaceutycznego, w skład którego wejść mają Polfy: Warszawa, Pabianice i Tarchomin. Pojawiają się także zapowiedzi wprowadzenia na rynek kapitałowy alternatywnej dla TP S.A. grupy telekomunikacyjnej, która powstałaby w wyniku konsolidacji aktywów telekomunikacyjnych będących we władaniu podmiotów kontrolowanych przez SP. Nie wyklucza się także wprowadzenia na parkiet pozostających jeszcze w posiadania Państwa akcji TP S.A. Ministerstwo Skarbu Państwa ocenia, że przed rokiem 2006 na GPW trafią akcje 14 spółek należących obecnie do Państwa.

Pojawia się problem z oszacowaniem rynkowej wartości przedstawionych spółek. Kolejna kwestia to, jaka część akcji zostanie sprzedana w drodze publicznej emisji, a jaka trafi bezpośrednio do inwestora strategicznego.

Na podstawie różnych szacunków wartość niektórych spółek SP można w przybliżeniu oszacować w następujący sposób⁷:

- BGŻ – zgodnie z opinią prezesa banku oferta publiczna może mieć wartość ok. 400 mln zł,
- PKO BP - fundusze własne banku wynosiły na koniec września 2002 5,06 mld zł, a suma bilansowa 84,6 mld zł. Porównując go z kapitalizacją giełdową Pekao SA (16,2 mld zł), można szacować jego wartość na 12 - 20,6 mld zł. Najnowsza

⁷G. Brycki, *Rynek śpi i czeka*, w: Rzeczpospolita, 4 grudnia 2002

koncepcja ministerstwa skarbu zakłada wprowadzenie na giełdę 30 proc. akcji PKO BP., czyli MSP mogłoby zażądać za ten pakiet niecałe 5 mld zł.

- PZU - 21-proc. pakiet akcji tej spółki, który miał w 2001 r. kupić Eureko, wyceniano na 2,5 mld zł. Jednak od tego czasu ceny akcji firm ubezpieczeniowych na giełdach znacznie spadły.
- TP S.A. - 10-proc. pakiet akcji należący dziś do państwa, na podstawie bieżącej wyceny giełdowej, jest wart około 2 mld zł.
- Ciech - firma doradcza PricewaterhouseCoopers wyceniła tę spółkę na 436,8 mln zł.
- ZA Puławy – podczas ostatniej oferty publicznej SP oferował prawie 7,5 mln akcji z minimalną ceną emisyjną 35 zł., co oznacza że akcje przeznaczone dla inwestorów miały wartość ponad 260 mln zł, a kapitalizacja całej spółki sięgała prawie 500 mln zł.

Okazuje się, że dostęp do wiarygodnych i aktualnych wycen wielu spółek Skarbu Państwa nie jest obecnie łatwy, a czasem jest wręcz niemożliwy. Przedstawione powyżej sumy są tylko nieprecyzyjnym przybliżeniem wartości spółek, ale sugerują że w najbliższych latach na rynek mogą wpłynąć akcje firm należących obecnie do SP o wartości przekraczającej znacząco 10 mld zł. Suma ta w zasadzie powinna zwiększyć tylko *free float* giełdy. Oznacza to, że kapitalizacja rynku wzrosnąć może z tego tytułu o ok. 30 mld zł – przyjmując, że akcje w wolnym obrocie będą stanowić ok. 30% kapitalizacji.

Innym sposobem oceny potencjału polskiej giełdy może być analiza oczekiwań i przewidywań w tym zakresie instytucji finansowych obecnych na polskim rynku. Tego rodzaju badanie przeprowadził Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową⁸. Zgodnie z wynikami przedstawionymi w raporcie przedstawiciele polskich instytucji finansowych spodziewają się, że do roku 2006 Skarb Państwa zaoferuje w ofertach publicznych akcje o wartości ok. 7,4 mld zł. Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że do roku 2010 suma ta może osiągnąć przedstawione wcześniej 10 mld.

⁸ M. Chmielewski, M. Cholewa, A. Mokrzycki, *Perspektywy rozwoju wybranych segmentów rynku Corporate Finance w Polsce w latach 2002 – 2006 w ocenie instytucji finansowych*, IBnGR, 2002

Należy także rozważyć kilka scenariuszy w zakresie wartości ofert prywatyzacyjnych Skarbu Państwa. Przedstawiony powyżej wariant można uznać za dość realistyczny, przemawia za tym chociażby opinia specjalistów w zakresie rynku finansowego. Wydaje się jednak, że możliwa jest także realizacja innych koncepcji kontynuowania procesu prywatyzacji. Z jednej strony prywatyzacja może zostać znacząco zahamowana lub prowadzona z pominięciem rynku publicznego – taką właśnie sytuację obserwowano w latach 2001-2002. Na parkiet trafiałyby wtedy akcje należące do SP o śladowej wartości lub nie byłoby ich wcale. Z drugiej strony Skarb Państwa jest obecnie znaczącym inwestorem w spółkach notowanych już na GPW, według obliczeń na koniec 2002 roku pakiet wszystkich akcji należących do państwa miał wartość nieco ponad 7 mld zł. W optymistycznym scenariuszu można więc założyć, że znaczna część tych akcji może trafić na rynek w latach 2003-2010.

Tabela 5. 7.

Wartość ofert publicznych SP w latach 2003-2006

	mld zł			
	2003	2004	2005	2006
Wariant pesymistyczny	0,00	0,00	0,00	0,00
Wariant realistyczny	2,64	2,36	1,55	0,85
Wariant optymistyczny	3,14	2,94	2,22	1,62

Źródło: Szacunki własne oraz IBnGR

Emisje prywatne

Prognozowanie publicznych emisji przeprowadzanych przez instytucje inne niż Skarb Państwa jest jeszcze trudniejsze, ze względu na brak jednolitych i skoordynowanych przewidywań w tym zakresie. Pozostaje praktycznie posłużenie się opiniami praktyków rynku kapitałowego. Wykorzystując cytowane wcześniej opracowanie IBnGR szacuje się, że w latach 2003-2006 publiczne emisje inne niż SP osiągną wartość 18 mld zł. Jeżeli trend ten utrzyma się to do roku 2010 na GPW mogą trafić akcje o wartości ok. 45 mld

zł. Wyniki te wskazują, że wedle opinii przedstawicieli naszych instytucji finansowych motorem wzrostu kapitalizacji i *free floatu* warszawskiej giełdy będą w pierwszej kolejności niepaństwowe instytucje i przedsiębiorstwa.

Przedstawiając możliwe scenariusze w zakresie publicznych ofert realizowanych przez spółki nie należące do SP przyjęto jako scenariusz bazowy (realistyczny) przewidywania ekspertów badanych przez IBnGR. W wariacie pesymistycznym przyjęto, że w roku 2003 skala emisji będzie niższa o 10% od scenariusza bazowego. W kolejnych latach tempo przyrostu będzie niższe także o 10% od występującego w wariacie realistycznym.

Wariant optymistyczny przewiduje, że w roku 2003 wartość emisji będzie wyższa o 10% niż w wariacie bazowym, a w kolejnych latach tempo przyrostu przekraczać będzie o 10% wariant realistyczny.

Tabela 5. 8.

**Wartość ofert publicznych prywatnych spółek
wchodzących na giełdę w latach 2003-2006**

	mld zł			
	2003	2004	2005	2006
Wariant pesymistyczny	0,92	1,20	1,16	1,32
Wariant realistyczny	1,02	1,48	1,59	2,01
Wariant optymistyczny	1,12	1,79	2,12	2,94

Źródło: Szacunki własne oraz IBnGR

Tabela 5. 9.

Wartość ofert emisyjnych spółek publicznych 2003-2006

	mld zł			
	2003	2004	2005	2006
Wariant pesymistyczny	2,28	2,31	2,25	2,28
Wariant realistyczny	2,53	2,85	3,08	3,47
Wariant optymistyczny	2,78	3,45	4,10	5,08

Źródło: Szacunki własne oraz IBnGR

Wpływ emisji na kapitalizację rynku zależy od tego czy spółka jest już notowana czy dopiero debiutuje. Z oczywistych względów debiutant nie sprzedaje wszystkich swoich akcji – zwykle jest to ok. 30%. Pozostała część zostaje u dotychczasowych właścicieli lub trafia do wybranych inwestorów strategicznych. Z kolei, jeśli spółka jest już notowana to nowa emisja akcji w znacznie większym stopniu zwiększa pulę instrumentów znajdujących się w wolnym obrocie. Z tego względu początkowo przyrost *free floatu* jest porównywalny z przyrostem kapitalizacji. Biorąc pod uwagę te zjawiska można szacować, że jeśli przewidywania ekspertów potwierdzą się, prywatni emitenci mogą do roku 2010 zwiększyć kapitalizację warszawskiego parkietu o ok. 80-90 mld zł.

Podsumowanie

Analizując potencjał GPW z punktu widzenia podaży nowych akcji należy podkreślić, że nasz publiczny rynek udziałowy ma szansę na dynamiczny rozwój w najbliższych latach. Przytoczone wcześniej wyniki wskazują, że do roku 2010 kapitalizacja GPW może wzrosnąć, w zależności od przyjętego wariantu, do poziomu między 165 a nawet 265 mld zł.

Tabela 5. 10.

Kapitalizacja GPW

w latach 2003-2010

mld zł

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wariant pesymistyczny	126	131	133	134	140	148	156	165
Wariant realistyczny	134	148	157	163	175	188	202	218
Wariant optymistyczny	136	153	167	180	198	218	240	265

Źródło: Obliczenia własne i IBnGR

Tabela 5. 11.

Akcje w wolnym obrocie (*free float*) na GPW

w latach 2003-2010

mld zł

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wariant pesymistyczny	37,7	39,3	39,9	40,1	42,1	44,4	47,0	49,7
Wariant realistyczny	44,7	49,3	52,2	54,4	58,3	62,7	67,6	72,9
Wariant optymistyczny	47,7	53,6	58,3	62,9	69,3	76,4	84,4	93,2

Źródło: Obliczenia własne i IBnGR

Wartości te są oczywiście mocno przybliżone i nie można ich traktować w kategoriach precyzyjnych prognoz. Pokazują jednak, że GPW ma szansę na znaczące zwiększenie swojej roli nie tylko na polskim rynku kapitałowych, ale także w całej gospodarce. Dla realizacji takiego scenariusza niezbędne jest podjęcie intensywnych wysiłków ze strony GPW w celu przyciągnięcia inwestorów.

Jeden z kluczowych czynników zwiększających atrakcyjność pozyskiwania kapitału przez giełdę to redukcja kosztów wprowadzenia akcji na parkiet. Obecnie koszty te szacuje się na ok. 5% wartości emisji, ale nie mniej niż 500 tys. zł. Stanowi to znaczącą barierę,

szczególnie dla mniejszych emitentów. Wedle zgodnych opinii praktyków rynku cały proces nie powinien kosztować więcej niż 3%, a oszczędności można np. szukać w wydatkach ponoszonych na sporządzenie i druk prospektu emisyjnego, które przy mniejszych emisjach stanowią znaczną część budżetu przeznaczonego na wprowadzenie akcji do publicznego obrotu. Kolejny istotny czynnik to czas. Obecnie od chwili podjęcia decyzji o emisji do giełdowego debiutu upływa co najmniej pół roku, a to znacznie podnosi ryzyko całego przedsięwzięcia i zmniejsza jego atrakcyjność dla emitenta.

2.2. Wpływ koniunktury giełdowej na kapitalizację i płynność rynku

Wpływ koniunktury giełdowej na kapitalizację i płynność rynku jest ogromny. Rosnący rynek przyciąga nowych inwestorów i podnosi zdecydowanie obroty. Dla przykładu w czasie szczytu hossy w I kwartale roku 2000 średnie miesięczne obroty tylko na rynku akcji oscylowały wokół 7 mld zł. Ale już w końcu pierwszej fali spadkowej na początku jesieni 2000 obroty spadły do 2 mld zł. Dokonująca się przez większość roku 2002 konsolidacja na rynku przyniosła obroty na rynku akcji na poziomie ok. 3,5 mld zł miesięcznie. Liczby te pokazują jak gwałtownie zmienia się płynność rynku w różnych fazach cyklu koniunkturalnego. Można oczekiwać, że jeśli sytuacja gospodarcza Polski zacznie się szybko i systematycznie poprawiać na rynek giełdowy wróci ożywienie.

2.3. Udział GPW w strukturach ponadnarodowych

Obecnie GPW nie funkcjonuje w żadnych strukturach ponadnarodowych. Na całym świecie szybko nasilają się tendencje integracyjne (Euronext, Norex) i globalizacyjne (Nasdaq) giełd oraz instytucji depozytowo-rozliczeniowych (Clearstream, Euroclear). Rośnie konkurencja pomiędzy rynkami, rosną inwestycje w nowoczesne technologie, stale podnoszona jest jakość usług przy jednoczesnym obniżaniu kosztów działalności. Małym i średnim giełdom, o ograniczonej ofercie produktowej i wysokich kosztach działania,

które nie nawiążą współpracy z silnymi ośrodkami zagranicznymi, grozi szybka marginalizacja. Konieczne jest więc zajęcie przez GPW odpowiedniej pozycji konkurencyjnej w regionie poprzez włączenie jej w struktury silnego sojuszu europejskiego.

Jaki jest wpływ konsolidacji rynków kapitałowych pokazuje zestawienie największych rynków europejskich. Tylko giełda w Londynie działa samodzielnie, pozostałe rynki przeszły fazę konsolidacji.

Największe rynki europejskie:

- Euronext – 1 133 krajowe spółki, kapitalizacja 1 365 mld euro (IX 2002); sojusz giełd w Paryżu, Brukseli, Amsterdamie i Lizbonie; wspólny system obrotu NSC wykorzystywany przez wiele innych giełd, w tym także GPW (WARSET); 2001 r. rozpoczęty proces przejęcia giełdy instrumentów pochodnych Liffe
- Frankfurt – sojusz Deutsche Boerse, Wiedeń i Eurex; 1085 spółek, kapitalizacja 663 mld euro (IX 2002); wspólny system obrotu Xetra; w 2000 r. powstała giełda NEWEX, mająca za zadanie skupienie obrotu akcjami dużych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej
- Londyn – 2 849 spółek, kapitalizacja 1 690 mld Euro (IX 2002); system obrotu SETS; największa europejska giełda papierów wartościowych; 2000 r. nieudana próba fuzji z Frankfurtem; 2001 r. nieudana próba przejęcia giełdy Liffe; największy rynek kwitów depozytowych polskich spółek
- Nasdaq, Nasdaq Europe, Nasdaq Japan - rynek globalny; spółki wysokotechnologiczne; cel strategiczny - stworzenie ogólnosiwiatowego całodobowego rynku akcji; Nasdaq Europe - 43 spółki, kapitalizacja 2,8 mld Euro (IX 2002)
- Norex - 770 notowanych spółek, kapitalizacja 319 mld Euro (IX 2002); sojusz giełd w Sztokholmie, Kopenhadze, Oslo i Rejkjawi; wspólny system obrotu Saxess; przeżywa trudności organizacyjne i koncepcyjne w procesie tworzenia regionalnego centrum wokół giełdy w Sztokholmie

VI. POLSKI RYNEK FINANSOWY A OFE DO ROKU 2010

Warunki realizacji polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych są w znacznej mierze determinowane kierunkami i dynamiką rozwoju gospodarki narodowej, w tym także innych instytucji finansowych. Próby określenia prawdopodobnych scenariuszy rozwoju otwartych funduszy emerytalnych na tle zasadniczych segmentów polskiego rynku finansowego (m.in. banki, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, inwestorzy zagraniczni) skonfrontowano z przewidywaną podażą tych instrumentów. Instrumenty te ujęto w dwóch zasadniczych grupach - instrumenty właścicielskie (obejmującej przede wszystkim akcje) i dłużne (głównie skarbowe papiery wartościowe). Podaż instrumentów finansowych ujęto w trzech scenariuszach: pesymistycznym, realistycznym i optymistycznym. Popyt zgłaszany przez OFE analizowano głównie przez pryzmat scenariusza realistycznego.

1. Determinanty podaży instrumentów finansowych

Podaż instrumentów finansowych zależeć będzie przede wszystkim od:

- potrzeb finansowych sektora finansów publicznych,
- potrzeb inwestycyjnych w gospodarce narodowej,
- uwarunkowań prawno-instytucjonalnych.

Potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych, w tym w szczególności Skarbu Państwa, w istotny sposób wpływają na polski rynek finansowy. Ich znaczna skala powoduje ograniczenie zasobów kapitału dostępnych dla ludności i przedsiębiorstw. Z

drugiej jednak strony, w oparciu o papiery dłużne Skarbu Państwa ustala się stopę procentową wolną od ryzyka.

W najbliższych latach należy się spodziewać zmniejszenia tempa przyrostu długu publicznego z uwagi na konieczność spełnienia wymogów określonych przepisami Konstytucji RP, ustawy o finansach publicznych i kryteriów z Maastricht. Podaż skarbowych papierów wartościowych będzie dodatkowo zmniejszona wskutek prawdopodobnego wydłużania się okresu zapadalności i *duration* tych instrumentów.

Ważnym źródłem podaży instrumentów finansowych będzie **sektor przedsiębiorstw**. Jej skala zależeć będzie przede wszystkim od oceny perspektyw rozwojowych gospodarki i związanych z tym planów inwestycyjnych oraz kosztu pozyskania kapitału. Podaż długo- i krótkoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa powinna rozwijać się szybciej niż podaż instrumentów emitowanych przez podmioty sektora publicznego.

Czynnikiem, którego wpływ na podaż instrumentów finansowych trudno przecenić jest **otoczenie prawno-instytucjonalne**, w tym zwłaszcza **przepisy podatkowe**. Właściwa polityka państwa w tym zakresie dawałaby szansę na przewyżczenie barier rozwoju, z którymi boryka się polska gospodarka.

2. Czynniki kształtujące popyt na instrumenty finansowe

Podstawowymi czynnikami kształtującymi popyt na instrumenty finansowe okażą się prawdopodobnie:

- wejście Polski do Unii Europejskiej i związane z nim przyśpieszenie tempa wzrostu PKB,
- trwały spadek stóp procentowych,
- zmiana struktury oszczędności.

Perspektywa rychłego uzyskania przez Polskę **członkostwa w Unii Europejskiej** spowoduje dalsze poszerzenie możliwości inwestowania nadwyżek kapitału tak przez

inwestorów polskich na rynkach zagranicznych, jak i inwestorów z zagranicy w Polsce. Kierunek i siłę wpływu tego faktu na popyt na instrumenty finansowe polskich emitentów określać będą z jednej strony ryzyka: inwestycyjne kraju – siedziby emitenta, branży i danego podmiotu, z drugiej natomiast – spodziewana wysokość oferowanych stóp zwrotu.

Przypuszczalny **trwały spadek realnych stóp procentowych** spowoduje poszerzenie liczby projektów inwestycyjnych potencjalnie możliwych do sfinansowania. Daje to szansę na dynamiczny rozwój relatywnie słabo rozwiniętych obecnie rynków komercyjnych papierów wartościowych i listów zastawnych oraz na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych.

Spadek stóp procentowych przyspieszy zapewne również **zmianę struktury oszczędności** w kierunku zmniejszenia się znaczenia sektora bankowego przy jednoczesnym zwiększeniu udziału funduszy inwestycyjnych. Stanowić to będzie impuls dodatkowo zwiększający popyt na papiery wartościowe w najbliższych kilku latach.

3. Podaż i popyt na polskim rynku finansowym

W roku 2010 prognozowana podaż instrumentów finansowych zawrze się przypuszczalnie pomiędzy 520 a 680 mld zł (wariant realistyczny – ok. 590 mld zł), w porównaniu z ok. 310 mld zł w roku 2003. W horyzoncie prognozy będzie więc ona rosła o ok. 9,6% rocznie (wariant pesymistyczny – ok. 7,7%, optymistyczny – ok. 11,9%).

Tabela 6. 1.

Podaż instrumentów na rynku papierów wartościowych według kategorii (narastająco)

w latach 2003-2010

mld zł

Rok	Wariant pesymistyczny			Wariant realistyczny			Wariant optymistyczny		
	Akcje*	Obligacje	Razem	Akcje*	Obligacje	Razem	Akcje*	Obligacje	Razem
2003	37,7	300,3	338,0	44,7	306,4	351,1	47,7	312,5	360,2
2004	39,3	332,1	371,4	49,3	343,3	392,6	53,6	353,9	407,5
2005	39,9	357,4	397,3	52,2	373,4	425,6	58,3	388,9	447,2
2006	40,1	381,9	422,0	54,4	403,3	457,7	62,9	425,8	488,7
2007	42,1	408,9	451,0	58,3	436,2	494,5	69,3	468,4	537,7
2008	44,4	435,0	479,4	62,7	469,0	531,7	76,4	512,5	588,9
2009	47,0	455,0	502,0	67,6	495,7	563,3	84,4	550,7	635,1
2010	49,7	469,9	519,6	72,9	517,3	590,2	93,2	586,5	679,7

*free float

Źródło: Obliczenia własne

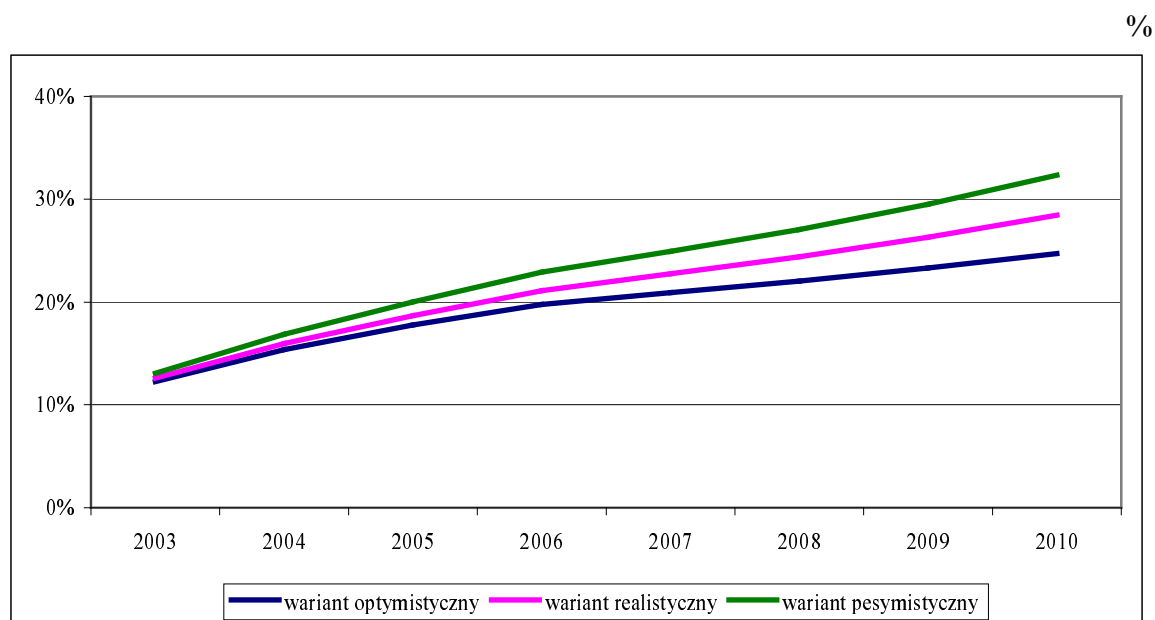
W latach 2003-2010 szczególnie dynamicznie będzie rozwijał się rynek otwartych funduszy emerytalnych. Relacja aktywów OFE do prognozowanej podaży papierów wartościowych wzrośnie z ok. 13% do 25-32% w zależności od scenariusza rozwoju podaży instrumentów finansowych. W związku ze względną niezależnością dynamiki

aktywów OFE od sytuacji gospodarki narodowej, relacja ta będzie tym wyższa im bardziej pesymistyczny scenariusz dynamiki podaży będzie się realizował. Tak duża dynamika rozwoju rynku stwarza potencjalne niebezpieczeństwo wypychania za granicę części kapitałów inwestorów innych niż otwarte fundusze emerytalne.

Wykres 6. 1.

Relacja popytu OFE do podaży instrumentów finansowych ogółem

w latach 2003-2010



Źródło: Obliczenia własne

Należy zauważyć, że potencjalna możliwość zaspokojenia popytu krajowego podażą krajowych instrumentów finansowych nie jest równoznaczna z tym, że to właśnie wyłącznie te instrumenty znajdują się w portfelach polskich inwestorów. W warunkach jednolitego europejskiego rynku finansowego nie wydaje się możliwe ani określenie skali finansowych inwestycji zagranicznych w Polsce, ani polskich za granicą. Dla określenia sytuacji na polskim rynku finansowym istotne będzie przede wszystkim saldo przepływów kapitałowych w kontaktach z zagranicą.

Uwzględniając realia funkcjonowania jednolitego rynku finansowego w obecnym gronie państw członkowskich Unii należy założyć faktyczną koncentrację popytu polskich instytucji finansowych na rynku polskim, przy raczej uzupełniającej roli inwestycji za granicą. Inwestorzy zagraniczni, z uwagi na rozmiary posiadanych przez nich środków, będą w stanie znacznie istotniej wpływać na polski rynek finansowy, niż inwestorzy polscy na rynki zagraniczne. Wynika to z relatywnej płytkości rynku polskiego w porównaniu z rynkami finansowymi krajów wysoko rozwiniętych.

OFE są specyficznym segmentem polskiego rynku finansowego. Ich specyfika wywierać będzie rosnący wpływ na kształt całego rynku finansowego. Generowanie przez otwarte fundusze emerytalne strumienia oszczędności w sposób autonomiczny, nie zaś w odpowiedzi na realne zapotrzebowanie ze strony podmiotów poszukujących kapitału, powoduje realną groźbę powstania oszczędności, które może być trudno zagospodarować na rynku krajowym. Istnieje niebezpieczeństwo, że w warunkach silnych ograniczeń prawnych swobody działalności inwestycyjnej, będą one inwestowane w sposób nieefektywny. Może to prowadzić do wystąpienia efektu bąbla spekulacyjnego. Polega on na nieuzasadnionym ekonomicznie wzroście cen instrumentów finansowych, w których inwestorzy będą zmuszeni ulokować swoje środki w związku z brakiem prawnych możliwości inwestycji alternatywnych.

4. Podaż i popyt na rynku akcji

Możliwość wystąpienia bąbla spekulacyjnego wydaje się szczególnie prawdopodobna na rynku akcji. Wynika to z relatywnie małej ich podaży mierzonej *free float*, ograniczanej dodatkowo spadkiem wartości indeksów giełdowych. Szybko rosnące aktywa OFE lokowane w akcje w sposób długookresowy dodatkowo pomniejszają dostępną podaż. Potrzebne jest jej zwiększenie ze źródeł zewnętrznych. Mogłaby ona pochodzić z wprowadzania na giełdę akcji nowych spółek lub nowych emisji akcji spółek już na niej notowanych. Znaczną rolę ma tu do odegrania Skarb Państwa. Istnieją plany sprzedaży części akcji należących do niego spółek poprzez wprowadzenie ich na GPW w Warszawie. Skala prywatyzacji tą metodą do roku 2010 jest trudna do bardziej

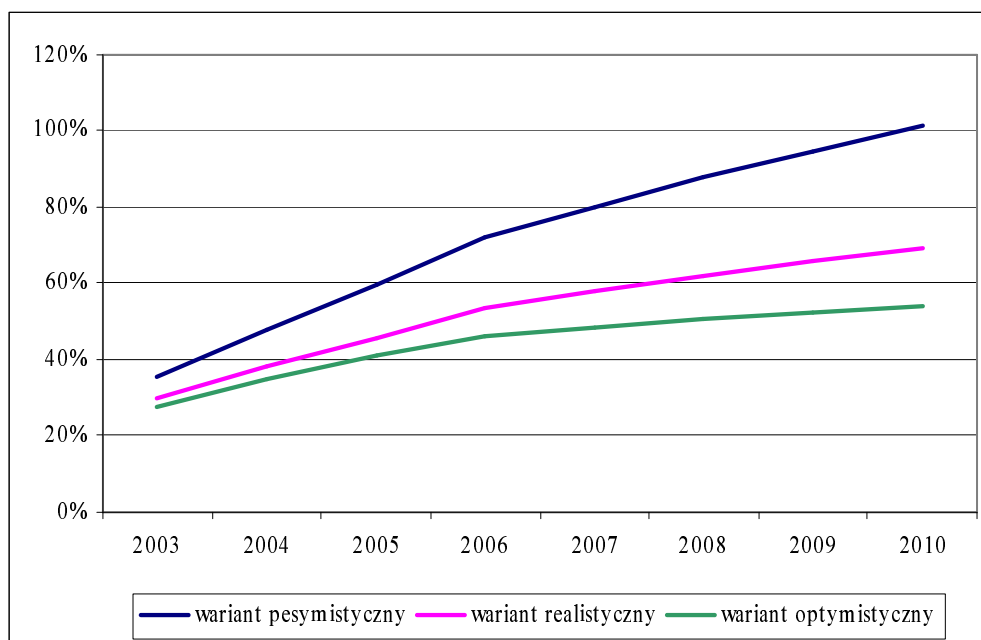
precyzyjnego określenia. Znaczna skala prywatyzacji za pośrednictwem GPW oraz duża liczba ofert kierowanych bezpośrednio do OFE mogłyby przyczynić się do ograniczenia ryzyka wystąpienia niedostatku podaży na rynku. Jego wystąpienie jest szczególnie prawdopodobne w przypadku małej dynamiki rozwoju rynku akcji (scenariusz pesymistyczny).

Wykres 6. 2.

Relacja portfela akcyjnego OFE do *free float* GPW

w latach 2003-2010

%



Źródło: Obliczenia własne

Trudno natomiast spodziewać się, szczególnie do roku 2005, zasadniczego zwiększenia podaży akcji ze źródeł prywatnych. Rynek regulowany, wymagający dość szczegółowej polityki informacyjnej, stawia spółki giełdowe w gorszej pozycji od ich konkurentów, którzy nie są notowani na giełdzie i od których nie wymaga się tak szczegółowej prezentacji własnych osiągnięć i planów. Podkreślana powszechnie korzyść płynąca z obecności na rynku regulowanym, jaką jest niższy koszt pozyskiwanego kapitału, nie wydaje się aktualnie zachętą dostatecznie atrakcyjną w sytuacji relatywnej nadpodaży wolnych środków w stosunku do zgłaszanego na nie efektywnego popytu.

Tabela 6. 2.

Popyt OFE na instrumenty udziałowe
narastająco

w latach 2003-2010

mld zł

	Wariant pesymistyczny		Wariant realistyczny		Wariant optymistyczny	
	25% akcji w aktywach	35% akcji w aktywach	25% akcji w aktywach	35% akcji w aktywach	25% akcji w aktywach	35% akcji w aktywach
2003	10,9	15,2	11,1	15,5	11,3	15,8
2004	15,2	21,2	15,7	21,9	16,2	22,7
2005	18,9	26,5	19,9	27,8	20,9	29,2
2006	22,6	31,6	24,2	33,8	25,7	36,0
2007	25,8	36,2	28,1	39,4	30,4	42,6
2008	29,3	41,0	32,4	45,4	35,6	49,8
2009	32,9	46,1	37,0	51,8	41,2	57,7
2010	36,7	51,4	42,0	58,8	47,4	66,3

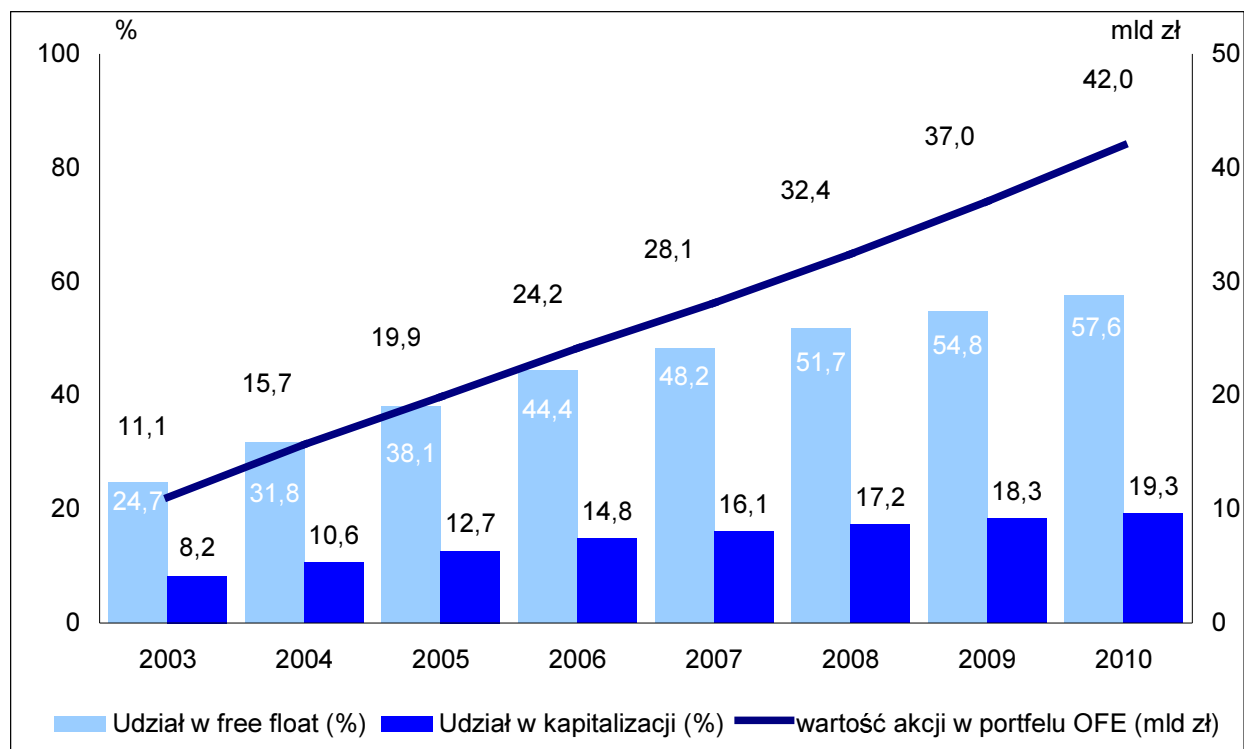
Źródło: Obliczenia własne

Skala popytu na akcje zgłaszana przez OFE zależy będzie tak od decyzji PTE jaką część portfela ulokować w ten rodzaj instrumentów, jak i od tempa wzrostu aktywów funduszy. Do roku 2010 wyniesie ona łącznie narastająco 37-66 mld zł (prawdopodobnie ok. 50 mld zł). Zależy to będzie od dynamiki wzrostu aktywów OFE oraz ich części, która zostanie zainwestowana w akcje.

Wykres 6. 3.

Portfel akcyjny i udział OFE w rynku akcji

w latach 2003-2010



Źródło: Obliczenia własne

Konieczne wydaje się również podjęcie działań zmierzających do odpowiedniej dywersyfikacji portfela w ujęciu branżowym. Zwiększanie podaży akcji spółek o podobnym profilu ryzyka (np. instytucji finansowych) powoduje, że bardzo trudno jest skutecznie zmniejszyć ryzyko inwestycyjne, na które narażone są środki członków OFE.

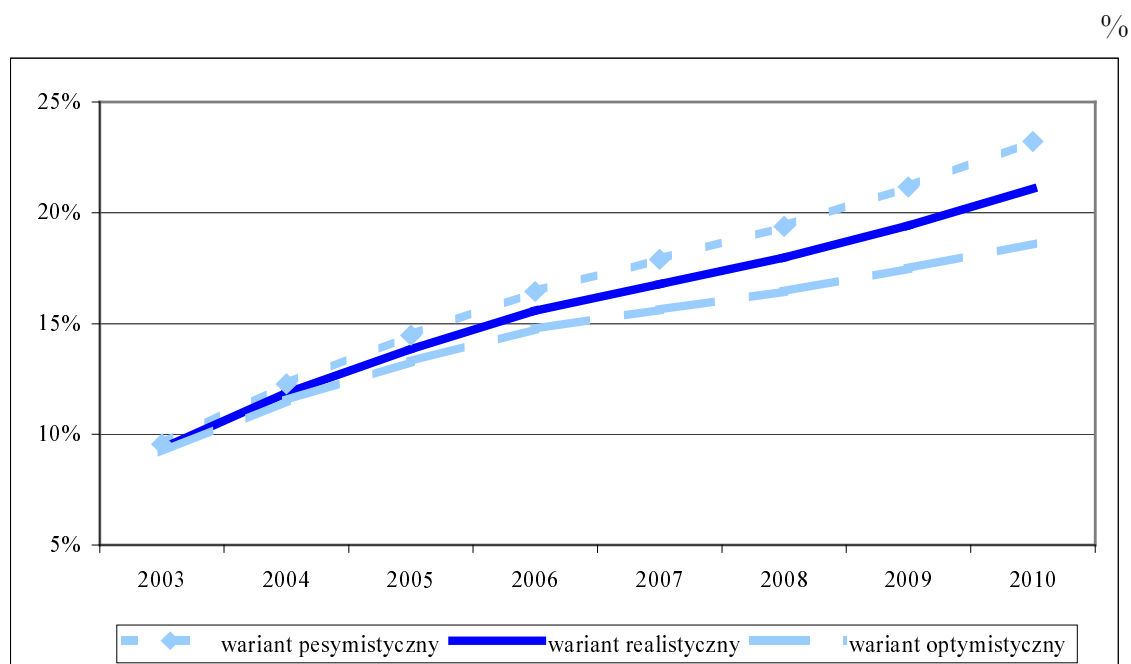
5. Podaż i popyt na rynku instrumentów dłużnych

Rynek instrumentów dłużnych nie będzie tak bardzo narażony na ryzyko powstania bąbla spekulacyjnego jak rynek akcji. Wynika to z jego znacznie większej głębokości. W latach 2003-2010 pozostanie on nadal wyraźnie zdominowany przez skarbowe papiery wartościowe, których udział w rynku papierów dłużnych zmniejszy się jednak z ok. 90% do ok. 80%. Jest wysoce prawdopodobne, że nie tylko Skarb Państwa, ale także jednostki samorządu terytorialnego zmniejszą będą stopniowo udział kredytów w strukturze swojego zadłużenia na rzecz papierów wartościowych, co będzie ważnym czynnikiem zwiększającym podaż tych ostatnich.

Wykres 6. 4.

Relacja popytu OFE do podaży instrumentów dłużnych

w latach 2003-2010



Źródło: Obliczenia własne

Wyraźnie dynamiczniej niż rynek skarbowych i komunalnych papierów wartościowych rozwijać się będzie sektor komercyjnych papierów wartościowych tak krótko-, jak i

długoterminowych. Jego rozwój w istotny sposób zależy będzie przede wszystkim od perspektyw rozwoju polskiej gospodarki. Ta sama uwaga dotyczy rynku listów zastawnych - instrumentów szczególnie atrakcyjnych z punktu widzenia otwartych funduszy emerytalnych. Mają one szansę na dynamiczny rozwój z uwagi na znaczne potrzeby w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Zasadniczymi barierami dla rozwoju tego segmentu rynku wydają się natomiast: relatywnie niski poziom dochodów ludności, niestabilna polityka gospodarcza państwa w dziedzinie wspierania budownictwa mieszkaniowego oraz ograniczenia prawne i administracyjne (nieuregulowany stan prawny wielu nieruchomości, nieprawidłowości i wysoki koszt funkcjonowania systemu ksiąg wieczystych).

Tabela 6. 3.

Popyt OFE na instrumenty dłużne (narastająco)

mld zł

	Wariant pesymistyczny		Wariant realistyczny		Wariant optymistyczny	
	60% obligacji w aktywach	70% obligacji w aktywach	60% obligacji w aktywach	70% obligacji w aktywach	60% obligacji w aktywach	70% obligacji w aktywach
2003	26,0	30,4	26,5	30,9	27,0	31,5
2004	36,4	42,5	37,6	43,9	38,9	45,4
2005	45,4	53,0	47,7	55,7	50,1	58,5
2006	54,2	63,2	58,0	67,6	61,7	72,0
2007	62,0	72,3	67,5	78,8	73,0	85,2
2008	70,3	82,0	77,8	90,8	85,4	99,6
2009	79,0	92,1	88,9	103,7	98,9	115,4
2010	88,1	102,8	100,7	117,5	113,6	132,6

Źródło: Obliczenia własne

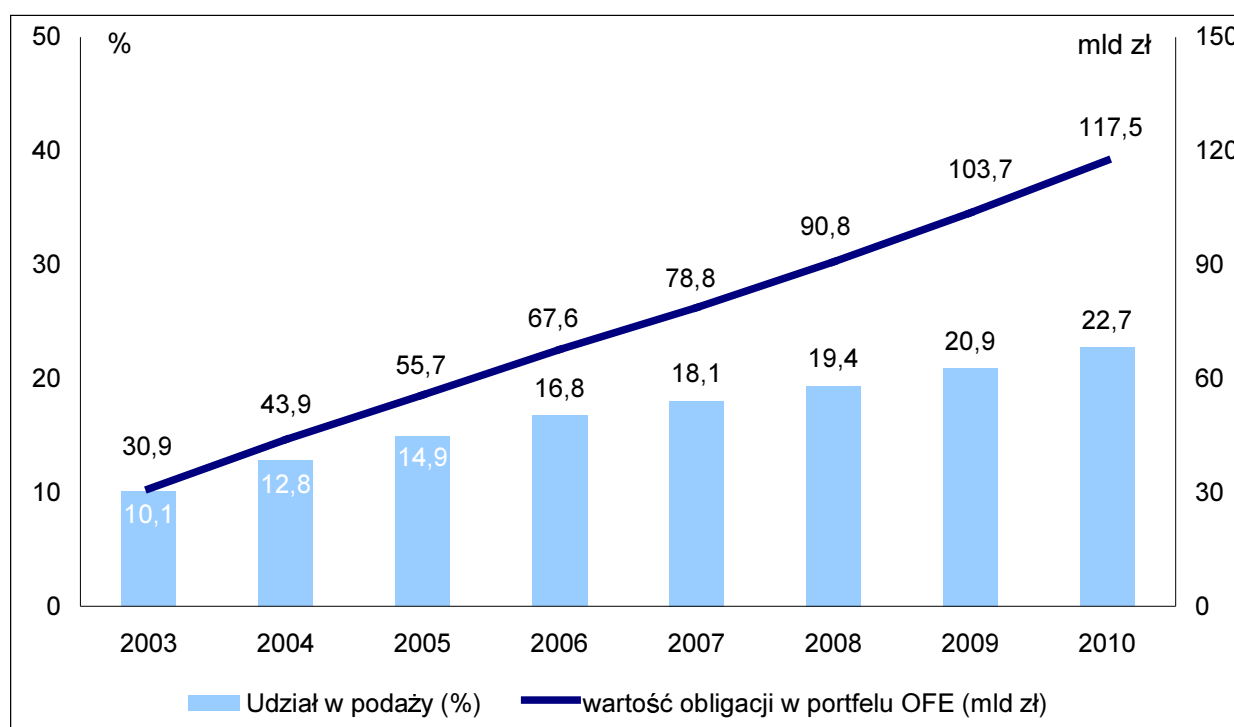
Popyt OFE na instrumenty dłużne, w tym zwłaszcza na skarbowe papiery wartościowe, wydaje się zapewniony. Instrumenty te stanowią jednak istotną część portfela wszystkich rodzajów instytucji finansowych. Nabywają je także inwestorzy indywidualni. Zwiększający się popyt, w dużej mierze generowany przez OFE powodować może niedostatki podaży instrumentów o charakterystykach szczególnie pożądanym przez

inwestorów. Zostaną one prawdopodobnie rozwiązane poprzez spadek rentowności tych instrumentów. Nie pozostanie to jednak bez negatywnego wpływu na wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych.

Wykres 6. 5.

Portfel dłużny i udział OFE w emisji instrumentów dłużnych

w latach 2003-2010



Źródło: Obliczenia własne

Powstanie otwartych funduszy emerytalnych, obok przerwania ryzyka demograficznego na ubezpieczonych, miało na celu zapewnienie stabilnego finansowania długu Skarbu Państwa i zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego poprzez stworzenie obfitego źródła kapitału długoterminowego. Podjęto działania zmierzające do tego, aby kapitał ten był inwestowany w kraju. Nie przewidziano jednak sytuacji, gdy gospodarka nie będzie w stanie wchłonąć tego kapitału, przeznaczając go na realizację względnie bezpiecznych i rentownych projektów inwestycyjnych. Sytuacja ta uderzać może w interes członków OFE.

Z powyższych względów celowe wydaje się takie kształtowanie polityki gospodarczej państwa, które sprzyjać będzie zwiększeniu atrakcyjności krajowych projektów inwestycyjnych. Do osiągnięcia tego celu niezbędne wydają się: reforma finansów publicznych i stworzenie warunków do rzeczywistego rozwoju przedsiębiorczości. Korzystne byłoby także stworzenie możliwości finansowania przez OFE znacznie szerszej niż dotąd palety przedsięwzięć inwestycyjnych (np. dopuszczenie również inwestycji w spółki kapitałowe niepubliczne).

W przypadku braku możliwości realizacji scenariusza przedstawionego powyżej, dla ochrony interesów członków OFE celowe wydaje się dopuszczenie na szerszą skalę inwestycji na rynkach zagranicznych.

BIBLIOGRAFIA

Wykorzystane materiały i opracowania:

1. Cykl publikacji Biuletyn Rating&Rynek, dostępny na stronie www.fitchpolska.com/
2. Cykl publikacji Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych, dostępny na stronie www.fitchpolska.com/
3. Dług krajowy Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych - w układzie podmiotowym
4. Dług krajowy Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych - w układzie według instrumentów
5. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji
6. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją
7. M. Chmielewski, M. Cholewa, A. Mokrzycki, Perspektywy rozwoju wybranych segmentów rynku Corporate Finance w Polsce w latach 2002 – 2006 w ocenie instytucji finansowych, IBnGR 2002
8. Problemy i wyzwania polskiego rynku kapitałowego przed przystąpieniem do Unii Europejskiej, KPWiG 2002
9. Przyszłość Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, Zeszyty BRE Bank-CASE, 2003-06-24

10. Stan przygotowań polskiego rynku kapitałowego do integracji z Unią Europejską, KPWiG 2002
11. Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-05, załącznik do ustawy budżetowej, dostępny na stronie www.mofnet.gov.pl/, podstrona Dług publiczny
12. Zadłużenie krajowe skarbu państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym wg nominalu
13. Zadłużenie sektora finansów publicznych - dane za II kwartał 2002
14. Zadłużenie sektora finansów publicznych - dane za III kwartał 2002
15. Zadłużenie skarbu państwa (publikacja comiesięczna)
16. Zadłużenie skarbu państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów
17. Zadłużenie skarbu państwa wg kryterium rezydenta wg nominalu
18. Zarys strategii rozwoju rynku kapitałowego, KPWiG 2003
19. Zbiór opracowań tabelarycznych i tabelaryczno-opisowych Ministerstwa Finansów obejmujący następujące, cyklicznie aktualizowane, opracowania dostępne pod adresem www.mofnet.gov.pl/ podstrona Dług publiczny

Inne źródła:

1. Baza danych KNUiFE
2. Gazeta Wyborcza z dnia 3 kwietnia 2003r.
3. Rzeczpospolita z dnia 4 grudnia 2002r.
4. Strona internetowa dziennika Rzeczpospolita – www.rp.pl/

5. Strona internetowa międzynarodowego stowarzyszenia towarzystw funduszy inwestycyjnych www.fefsi.org/
6. Strona internetowa Narodowego Banku Polskiego www.nbp.pl/
7. Strona internetowa Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych www.stfi.com.pl/