

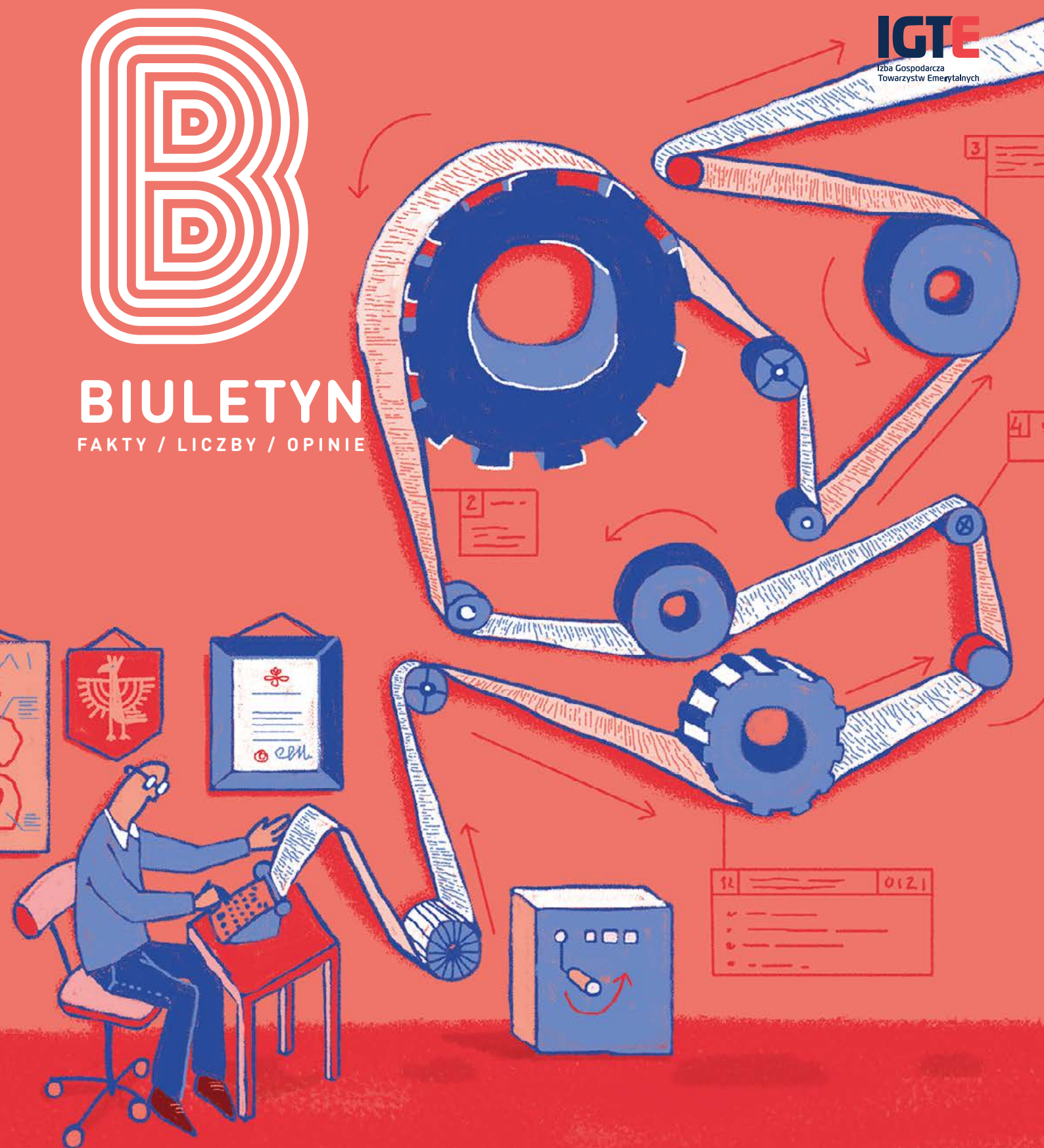


BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE

IGTE

Izba Gospodarcza
Towarzystw Emerytalnych



SPIS TREŚCI



OD WYDAWCY

Nowe czasy

Małgorzata Rusewicz

Takiej sekwencji pozytywnych zdarzeń dotyczących rynku kapitałowego nie było od dawna. Perspektywiczny system długoterminowych oszczędności w postaci PPK jest już na etapie wdrożenia. Zmiany w OFE nabrały konkretnego kształtu, dobrego dla ubezpieczonych i bezpiecznego dla giełdy. Rząd uchwalił Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego, za wdrożenie której odpowiedzialny będzie pełnomocnik Ministra Finansów, Inwestycji i Rozwoju w randze Wiceministra Finansów. Można powiedzieć, że wiele postulatów środowiska zostało spełnionych. Bez wątpienia nadchodzą nowe czasy. Czy mamy jednak przekonanie, że potencjał tkwiący w naszym rynku kapitałowym zostanie tym samym odblokowany i w 2020 roku będziemy obserwowali jego dynamiczny rozwój? Nie, szczególnego optymizmu, ani ekscytacji wśród nas nie widać, jedynie skromne nadzieje.

Od kilku lat rynek znajduje się w stagnacji. Można zaryzykować stwierdzenie, że do tej sytuacji nie tylko przywykliśmy, ale traktujemy ją jako normę. To rodzi liczne zagrożenia. Narzekamy na tyle różnych elementów uniemożliwiających rozwój warszawskiego parkietu i jego otoczenia, iż można odnieść wrażenie, że nasze przepowiadanie samo się spełnia. Nie pomagają afery, brak zaufania, optyka krótkiego terminu, wyczerpanie stymulantów wzrostu, jak choćby interesujących IPO. Wytworzyła się atmosfera pewnego wyczekiwania.

Tymczasem nie powinien nam umknąć fakt, że właśnie teraz przychodzi nam działać w nowych warunkach. Okres, w którym rynek kapitałowy rozwijał się niejako sam, nie wymagał precyzyjnej strategii i szczególnych inicjatyw, towarzyszyła mu dobra aura, a poziom wzrostu wartości spółek

zaspokajał oczekiwania zysku inwestorów, pośredników i dystrybutorów dawno już minął i nieprędko wróci. Mając za sobą etapy dynamicznego organicznego wzrostu i stagnacji wkraczamy w nowy rozdział, w którym potrzebne są precyzyjne, skoordynowane działania regulatora, nadzorczy i uczestników rynku. Musimy wspólnie zająć się tym, by w ramach możliwe szerokiego konsensusu dbać o efektywne funkcjonowanie rynku i mądrze o nim świadczyć. To nie jest droga łatwa, ani szybka, ale za to z perspektywą.

Nie pomagają nam nasze wzorce kulturowe (nie mamy przecież etosu współpracującej wspólnoty), ani wysokiego poziomu konkurencji. Wiele różnych doświadczeń odbiło się negatywnie na rynku, na relacjach w jego obrębie, nie wyłączając tych z klientami. Zmienili się również i oni, mają inną świadomość, inne oczekiwania, coraz większego znaczenia nabierają chociażby czynniki ESG. Kolejne pokolenia zaczynają dysponować kapitałem, który chciałoby pomnożyć, pojawiają się nowe alternatywy inwestycyjne związane z rozwojem technologii i towarzyszącymi im zmianami społecznymi. Rynek kapitałowy w wyścigu po oszczędności ma sporą i sprawną konkurencję.

Nasuwa się tym samym pytanie, raczej retoryczne, czy w nowych czasach sprawdzą się sposoby prowadzenia naszego biznesu z przeszłości. Oczywiście staje się to, że potrzebne są zatem ważne zmiany w rozumieniu rynku i jego mechanizmów na wszystkich poziomach. Co mogłoby je uruchomić? Sądzę, że nowy model przywództwa, inspirującego, zarażającego dobrą wiarą, opartego na takich wartościach jak dialog, transparentność, współpraca z interesariuszami, promowanie dobrych praktyk i podnoszenie standardów, orientacja na klienta.

Nasuwa się tym samym pytanie, raczej retoryczne, czy w nowych czasach sprawdzą się sposoby prowadzenia biznesu z przeszłości

Dziś nie dysponujemy szerokim wachlarzem argumentów, które przekonują inwestorów i emitentów do zainteresowania rynkiem kapitałowym. Możemy jednak to zmienić. Argumenty możemy wykreować wspólnym wysiłkiem oraz intensywną współpracą i za jakiś czas mówić o faktach, a nie o potencjale czy prognozach. To wymaga jednak naszego ponadprzeciętnego zaangażowania, przekroczenia granic, zmiany paradygmatu. Warto zauważyć, że to wyzwanie nie tylko dla najwyższego managementu, ale każdej osoby, która działa w obrębie rynku.

Choć brzmi to jak slogan reklamowy albo bon mot z poradnika psychologii to przyszłość rynku kapitałowego możemy zbudować wspólnymi siłami. Warto, abyśmy zaczęli to robić teraz, ponieważ o lepszy moment może być trudno.

Małgorzata Rusewicz
prezes IGTE, wiceprezes IZFiA



DIALOG Z INTERESA- RIUSZAMI

Wiedza i umiejętności

Wywiad z **Aleksandrem Daszewskim**,
prezesem zarządu Fundacji Edukacji Ubezpieczeniowej,
radcą prawnym w Biurze Rzecznika Finansowego

Stan świadomości finansowej polskiego społeczeństwa nie należy do najwyższych. Jak mierzymy jej poziom i jakich umiejętności brakuje nam najbardziej?

Patrząc na treść wniosków które trafiają do Rzecznika Finansowego, można powiedzieć, że brakuje tzw. „miękkich” umiejętności. Zbyt łatwo klienci dają się namówić na skorzystanie z produktu, który nie jest dla nich korzystny. Można powiedzieć, że klienci darzą przedstawicieli instytucji finansowych nadmiernym zaufaniem. Niestety jest ono nadużywane. Klienci wierzą na słowo sprzedawcy i są naprawdę mocno rozczarowani, gdy w razie jakiś problemów okazuje się, że w warunkach umowy postanowienia regulują daną kwestię inaczej albo oferujący produkt „zapomniał” poinformować o istotnych szczegółach. Trudno ten aspekt uchwycić w badaniach. O ile stan wiedzy można łatwo sprawdzić np. testem, to już sposób zachowania wymaga zupełnie innej, bardziej złożonej metodologii.

Z jakimi indywidualnymi konsekwencjami wiąże się niski poziom edukacji finansowej? Jakie są przeciętne, a jakie najbardziej jaskrawe konsekwencje?

Tu chciałbym zaznaczyć, że jestem głęboko przeciwny przerzucaniu odpowiedzialności za przypadki oferowania produktów niedopasowanych do potrzeb klientów, na samych klientach i brak ich wiedzy. Niestety takie stanowisko prezentują często przedstawiciele branży finansowej. Czasem mam wrażenie, że branża finansowa chciałaby mieć za klientów samych doktorów ekonomii i prawa, którzy potrafią sami ocenić jakość nowoczesnych, często bardzo złożonych produktów finansowych. Dodatkowo najlepiej, żeby mieć obie specjalności, bo przecież prawnik może nie do końca zidentyfikować skutki

ekonomiczne korzystania z danego produktu. To trochę tak, jakby wymagać od osoby kupującej komputer, żeby potrafiła sama ocenić, który jest dla niej najlepszy. Od tego jest dobry sprzedawca, który potrafi zapytać do czego ten sprzęt ma być potrzebny, co zwykle robimy na komputerze. Zwróćmy uwagę, że ustawa o dystrybucji ubezpieczeń, implementująca tzw. dyrektywę dystrybucyjną, narzuca podobne standardy. Zgodnie z nią sprzedawca musi zbadać potrzeby klienta i zaoferować produkt odpowiadający na nie. Trochę to przykre, że takie – dość wydawałoby się oczywiste wymogi – trzeba było zapisywać w dyrektywie i ustawie.

Czy są jakieś pomysły na zmianę tej sytuacji?

Tak, na przykład na forum OECD trwają prace w tej kwestii. Analizy tej organizacji wskazują bowiem, iż edukacja realizowana w systemie projektów budujących wiedzę, świadomość (z ang. *awareness*) jest istotna ale ma charakter doraźny i nie eliminuje przyczyn problemów. Skuteczną metodą jest natomiast stymulacja zachowań (z ang. *behaviour*) konsumenckich. Dlatego OECD zakłada, że konsumenci powinni być wyposażeni nie tylko w wiedzę, ale także w umiejętności pozwalające podejmować właściwe decyzje (z ang. *financial literacy*).

W kontekście świadomości, warto wspomnieć o budowaniu oszczędności emerytalnych w ramach PPK. Jakie bariery i szanse dotyczące wdrożenia pan dostrzega?

Barierą może być brak zaufania do konstrukcji różnego rodzaju form gromadzenia oszczędności emerytalnych. Mieliśmy trzy filary: ZUS, OFE i dobrowolne oszczędności np. w formie ubezpieczeń z funduszem kapitałowym.

Zbyt łatwo klienci dają się namówić na skorzystanie z produktu, który nie jest dla nich korzystny

System OFE jest powoli demontowany. Umowy z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym oferowane przez ubezpieczycieli miały toksyczną konstrukcję, która doprowadziła wiele osób do poważnych strat. Podstawowym wyzwaniem będzie więc przejrzyste pokazanie konstrukcji produktów oferowanych w ramach PPK. Chodzi o to, żeby klient miał pewność, że środki tam zgromadzone nie będą obciążane nadmiernymi opłatami i nic się nie zmieni w kwestii ich własności.

Jest Pan prezesem Fundacji Edukacji Ubezpieczeniowej, działającej przy Rzeczniku Finansowym. Jakie działania edukacyjne prowadzicie?

Ze względu na ograniczone zasoby finansowe staramy się tak dobrać sposoby naszej aktywności, żeby osiągnąć maksymalnie dobry efekt, możliwe niskim kosztem. Koncentrujemy się na działaniach skierowanych głównie do środowiska naukowego np. wspierając wydawanie wydaniu kolejnych numerów zeszycu naukowego „Rozprawy Ubezpieczeniowe. Konsument na rynku usług finansowych”. Publikacja ta służy upowszechnianiu specjalistycznej

i fachowej wiedzy z zakresu problematyki finansowej pośród zainteresowanej młodzieży akademickiej, środowisk naukowych i branżowych. Bardzo długą tradycję ma też „Konkurs na najlepszą pracę doktorską, magisterską, licencjacką i podyplomową z zakresu ochrony klienta na rynku finansowym”. Bardzo nam miło, że od lat Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych wspiera tą inicjatywę, dzięki czemu wyróżnienia przyznawane przez kapitułę konkursu mają też wymiar finansowy. Dobrą tradycją stało się też, że organizujemy w ciągu roku konferencje poświęcone problemom związanym z ochroną konsumentów w różnych obszarach. Zwykle gromadzimy około 200-300 uczestników, prelegenci przygotowują prezentacje, które potem udostępniamy na stronie Rzecznika Finansowego. Na przykład najnowsza konferencja była poświęcona prezentacjom głównych tez Raportu Doradczego Komitetu Naukowego pt. „Nieprawidłowości na rynku Finansowym a ochrona konsumenta”. To niemal 500 stronicowe opracowanie, które jest dostępne pod linkiem: https://rf.gov.pl/pdf/DKN_Raport_nieprawidlowosci_wrzesien2019.pdf

Czym jest wspomniany Doradczy Komitet Naukowy?

To społecznie działający zespół powołany w 2016 r. przez Rzecznika Finansowego. Tworzą go ludzie nauki reprezentujący różne dziedziny wiedzy oraz różne ośrodki naukowe. Do jego zadań należy między innymi diagnozowanie i określanie kluczowych problemów ochrony klientów podmiotów rynku finansowego z perspektywy środowiska naukowego oraz proponowanie sposobów ich rozwiązania. Nie ukrywam, że dla nas takie spojrzenie z nieco

innej perspektywy na te problemy jest bardzo cenne. Dodatkowo Komitet nie zamyka się we własnym gronie. Na przykład do przygotowania wspomnianego powyżej raportu zaproszono nie tylko naukowców, ale też praktyków reprezentujących instytucje finansowe. Dodatkowo poproszono ich nie tylko o opisanie negatywnych zjawisk, ale też sformułowanie propozycji zapobiegania i przeciwdziałania.

Jakie Pan widzi szanse na wzrost świadomości finansowej Polaków na skutek działań Funduszu Edukacji Finansowej zarządzanego przez Rzecznika Finansowego?

Tu na początek małe sprostowanie. Rzecznik Finansowy owszem dysponuje środkami FEF, ale pełni tu rolę swego rodzaju „kasjera”. O tym ile środków, komu i na jaki cel należy wypłacić ma decydować Rada Funduszu Edukacji Finansowej. To kolegialne ciało składające się z 12 osób, reprezentujących 10 instytucji. Rada Edukacji Finansowej podejmuje uchwały zwykłą większością głosów w obecności co najmniej 6 członków. Przedstawiciel Rzecznika Finansowego w radzie ma jeden głos. Można powiedzieć, że „pierwsze skrzypce” gra tu Ministerstwo Finansów, które ma trzech przedstawicieli. Ministerstwo wskazuje też przewodniczącego Rady, którego głos jest decydujący w przypadku równej liczby głosów. Reasumując, Rzecznik Finansowy – dysponuje środkami FEF, obsługuje i realizuje zadania FEF wyznaczone przez Radę oraz prowadzi obsługę Rady. Jak w praktyce i szczegółach będzie to wyglądało będzie wiadomo po wydaniu przez Ministra Finansów rozporządzenia w sprawie ustalenia regulaminu funkcjonowania Funduszu. Na dziś (początek października 2019 r. – przyp. red) nie ma jeszcze tego dokumentu.

Jak Pan z perspektywy doświadczeń prezesa Fundacji Edukacji Ubezpieczeniowej, widzi rolę tego Funduszu?

To ważne podkreślenie, że mogę tu wypowiadać się wyłącznie z tej perspektywy, bo przedstawicielem Rzecznika Finansowego we wspomnianej Radzie jest inna osoba. Moim zdaniem, to dobrze, że taki Fundusz powstał, bo stworzy nowe możliwości działania podmiotom publicznym. Jeśli porównać zasięg i rozmach inicjatyw realizowanych przez instytucje finansowe i przez podmioty publiczne, to widać, że budżety tych pierwszych na ten cel są większe. Przy czym jeśli porównać podejście Rzecznika Finansowego i instytucji finansowych do niektórych kwestii, to często widać fundamentalne różnice. Spójrzmy na przykład na spory dotyczące np. polis z UFK, OC komunikacyjnego, kredytów „walutowych”, rozliczenia wcześniejszej spłaty kredytu konsumenckiego czy odpowiedzialności za nieautoryzowaną transakcję. Nie ulega wątpliwości, że programy edukacyjne realizowane przez podmioty rynku finansowego będą prezentowały ich stanowisko w tych kwestiach, a przynajmniej pomijały „niewygodny” temat uprawnień klientów w sporze. Dlatego ważne jest, żeby podmioty publiczne, których członkowie tworzą Radę FEF, miały odpowiednie środki na promowanie wiedzy na temat praw klientów.

pytał **Filip Pietkiewicz-Bednarek**



BADANIA



Przygotowanie emerytalne Polaków

Mike Mansfield

Polacy, podobnie jak mieszkańcy innych krajów, żyją dłużej niż kiedykolwiek wcześniej, a więc spędzają więcej czasu na emeryturze niż poprzednie pokolenia. To, jak przygotowujemy się do wieku emerytalnego, jest jedną z największych szans ale i największym wyzwaniem w XXI wieku.

Nasza obecna umowa społeczna między rządami, pracodawcami i osobami fizycznymi jest poddana poważnej presji finansowej. Decyzja o powrocie do poprzedniego wieku emerytalnego, który miał stopniowo rosnąć do 67 lat, w połączeniu ze spadkiem liczby urodzeń i emigracją młodszych pracowników oznaczają, że wskaźnik obciążenia demograficznego w Polsce przewyższa średnią dla pozostałej części Unii Europejskiej.

Należy więc oczekiwać, że dzisiejsi pracownicy uwzględnią rosnące ryzyko i wezmą odpowiedzialność za samofinansowanie większej części swojej emerytury. Jednak wielu z nich nie jest do tego odpowiednio przygotowanych. Istnieje więc ryzyko, że nie będą mieć w przyszłości satysfakcjonującej finansowo emerytury.

Potrzebujemy nowej umowy społecznej, trwałej, opartej na zasadzie solidarności, która wszystkim umożliwi przejście na godną emeryturę. Ta nowa umowa społeczna powinna obejmować również nowych partnerów społecznych, takich jak naukowcy, organizacje pozarządowe, instytucje finansowe czy podmioty zajmujące się opieką zdrowotną. Powinna uwzględniać innowacje, nowe technologie, wiedzę na temat finansów i potrzebę budowania otoczenia przyjaznego starszym osobom.

Aegon od 8 lat prowadzi badania nad przygotowaniem ludzi do przejścia na emeryturę w 15 krajach na całym świecie, w tym w Polsce. Robimy to, aby zwiększyć świadomość i stymulować dialog

na temat trendów, wyzwań i możliwości związanych z długowiecznością, starzeniem się społeczeństwa i bezpieczeństwem emerytalnym.

W 2018 r. przygotowaliśmy raport wzywający do zawarcia nowej umowy społecznej i nakreśliśmy plan przejścia na emeryturę w XXI wieku. W maju tego roku opracowaliśmy nowy raport koncentrujący się na wzmocnieniu pozycji indywidualnych oszczędzających w procesie przygotowania się do osiągnięcia bezpiecznej emerytury w zmieniającym się świecie.

Kiedy przyglądałem się danym z naszego nowego raportu, w szczególności trzy wartości przykuły mój wzrok. Przekonują mnie one, że musimy zrobić więcej, aby pomóc ludziom poczuć się lepiej przygotowanymi do przejścia na emeryturę:

- Tylko trzech na dziesięciu pracowników na całym świecie (29%) jest pewnych, że będą mogli wygodnie przejść na emeryturę. Wynik dla Polski jest drugim najniższym spośród wszystkich 15 krajów objętych badaniem – tutaj czuje się pewnie zaledwie 9% pracujących (Rysunek 1).
- Prawie jedna czwarta ludzi (23%) jest pewna, że będzie ich stać na opiekę zdrowotną po przejściu na emeryturę. Ponownie, wynik Polski jest drugim od końca i wynosi 11%.
- Dwie na pięć osób (41%) przynajmniej raz w miesiącu czują się zestresowane, myśląc o planowaniu finansów (Rysunek 2). Pod tym względem Polska jest podobna do reszty świata (39%).

Chociaż te fakty budzą niepokój – a zwłaszcza poziom zaufania do emerytury, jaki widzimy w Polsce – nie chcemy podsycać strachu. Strach mógłby rodzić obawy i przynieść odwrotny skutek. W rzeczywistości potrzebne są pilne reformy. Jednak ludzie nie mogą sobie

Polacy, podobnie jak mieszkańcy innych krajów, żyją dłużej niż kiedykolwiek wcześniej, a więc spędzają więcej czasu na emeryturze niż poprzednie pokolenia

pozwolić na opóźnienie przygotowań do przejścia na emeryturę, dopóki nie zostaną one wdrożone.

Przygotowanie do emerytury to nie tylko oszczędzanie pieniędzy na czas, kiedy już nie będziemy pracować. Chodzi również o utrzymanie dobrego zdrowia i aktualizowanie kwalifikacji zawodowych, tak by ludzie mogli dostosować się do zmian na rynku pracy i kontynuować pracę, dopóki nie zdecydują, że nadszedł odpowiedni czas na przejście na emeryturę.

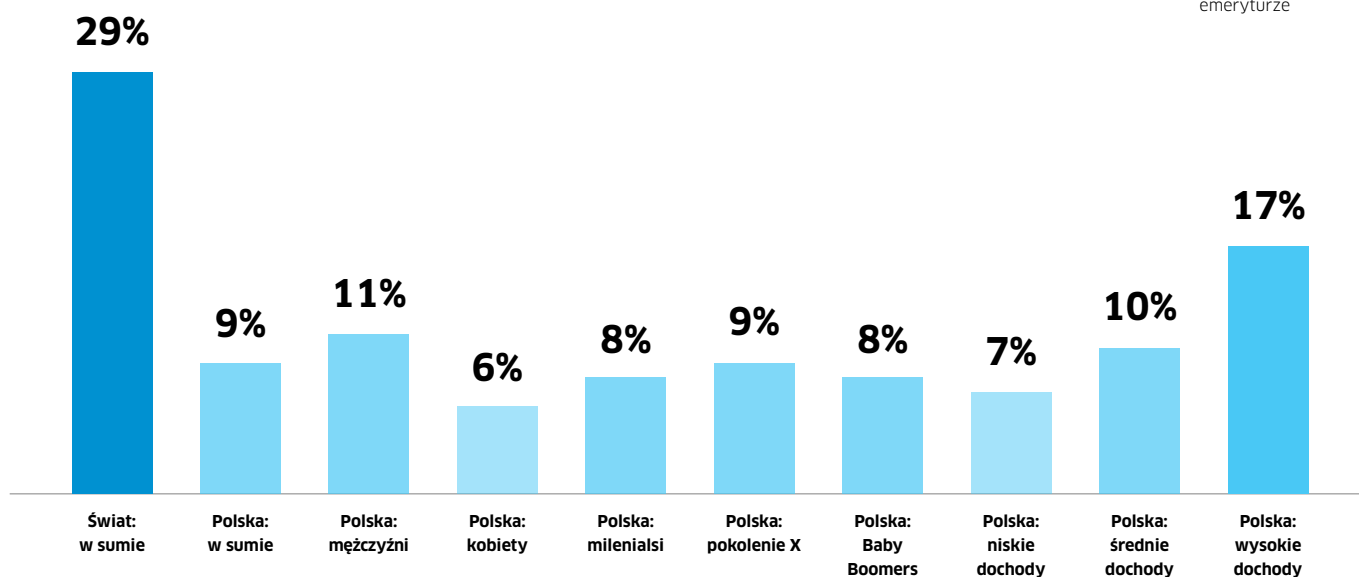
Wyniki ankiety wskazują na potrzebę holistycznego podejścia do planowania emerytalnego opartego na pięciu zasadach:

1. Zaczniij oszczędzać wcześniej i rób to regularnie: najlepszą drogą do gotowości do przejścia na emeryturę jest jak najwcześniejsze rozpoczęcie oszczędzania, którego nawyk powinien nam wejść w krew. Policzyliśmy, że jeśli pracownik zacznie oszczędzać w wieku 20 lat i będzie odkładał 8% swojej rocznej pensji, przy uwzględnieniu stóp procentowych

RYSUNEK 1

Zaledwie 9% pracowników w Polsce jest pewne,
że uda im się zapewnić sobie wygodną emeryturę

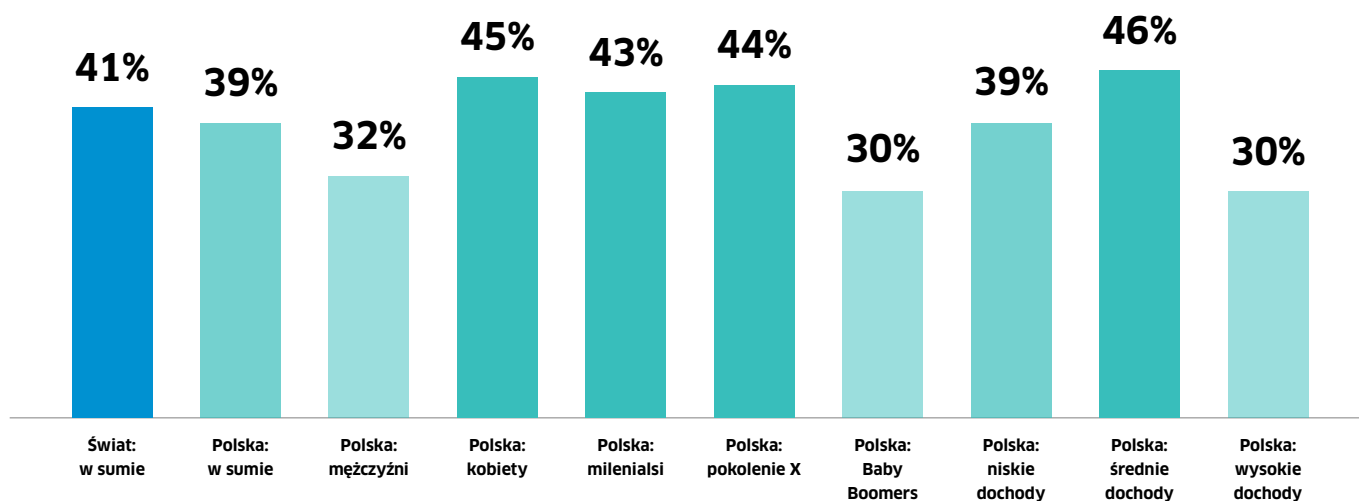
Wynik netto, jeśli
chodzi o osiągnięcie
wystarczająco wyso-
kiego przychodu na
emeryturze



RYSUNEK 2

Dwie piąte Polaków co najmniej raz w miesiącu odczuwa stres na myśl
o długoterminowym planowaniu finansowym w związku z emeryturą

Stres w związku
z długoterminowym
planowaniem finansów
co najmniej raz
w miesiącu



Sukces w tworzeniu nowej umowy społecznej można osiągnąć jedynie poprzez współpracę między partnerami społecznymi

i inflacji, będzie mógł cieszyć się emeryturą wyższą o 153%. Wskaźnik ten spadnie do 80%, jeśli opóźni on rozpoczęcie oszczędzania do 30. roku życia.

2. Opracuj pisemną strategię emerytalną: poświęcenie czasu na opracowanie pisemnego planu pomaga ludziom ustalić priorytety finansowe i zorientować się, czy są na dobrej drodze do spełnienia swoich planów. Jednak z naszej ankiety wynika, że tylko 16% pracowników na całym świecie ma taki spisany plan przygotowań do przejścia na emeryturę. W Polsce odsetek ten jest jeszcze niższy i wynosi zaledwie 8%.

3. Właściwe planowanie to nie tylko spisanie planu. Nawet najlepiej opracowane plany mogą się rozsypać. Właśnie dlatego trzecim fundamentem jest stworzenie planu awaryjnego na wypadek nieprzewidzianych wydarzeń. Na przykład konsekwencje konieczności wcześniejszej rezygnacji z pracy z powodu złego stanu zdrowia obejmują nie tylko utracę zarobku, ale także brak składek emerytalnych.

4. Przyjęcie zdrowego stylu życia jest czwartym fundamentem. Jest to

prawdopodobnie najważniejszy element przygotowania do wygodnej i aktywnej emerytury. Dokonując dziś właściwych wyborów związanych ze stylem życia, ludzie mogą wydłużyć swoje życie, jednocześnie poprawiając stan swojego zdrowia i po prostu cieszyć się życiem teraz i w przyszłości.

5. Piąta kwestia to nauka przez całe życie: pracownicy muszą zobowiązać się do nieustannego kształcenia, aby ich kwalifikacje zawodowe były aktualne. Chodzi tu również o świadome planowanie finansowe. Nasze badanie wykazało, że tylko 30% ludzi na świecie (27% w Polsce) była w stanie poprawnie odpowiedzieć na trzy pytania opracowane przez dr Annę Marię Lusardi i Oliwię Mitchell, sprawdzające podstawową wiedzę na temat odsetek, inflacji i dywersyfikacji ryzyka (Rysunek 3).

Nowa umowa społeczna powinna obejmować wiele zainteresowanych stron. Sukces w tworzeniu nowej umowy społecznej można osiągnąć jedynie poprzez współpracę między partnerami społecznymi, wśród których są zarówno tradycyjni, ale także nowi partnerzy społeczni.

Pracownicy muszą podjąć intensywniejsze działania i wziąć na siebie większą odpowiedzialność za swoje przygotowanie finansowe i swój stan zdrowia. W szczególności powinni ustalić cele dotyczące przejścia na emeryturę oraz zdrowego i aktywnego starzenia się. Powinni także opracować i spisać plan oszczędzania na przyszłą emeryturę.

Pracodawcy odgrywają istotną i coraz większą rolę w pomaganiu pracownikom w przygotowaniu się do zdrowej i bezpiecznej emerytury poprzez opracowanie i wdrożenie programów oszczędzania w miejscu pracy, takich jak uruchamianie właśnie w Polsce Pracownicze Plany Kapitałowe. Mogą również pomóc pracownikom

w uzyskaniu informacji na temat możliwych sposobów przejścia na emeryturę.

Władze są odpowiedzialne za organizację systemów emerytalnych swoich krajów. Będą więc nadal odgrywać znaczącą rolę w zapewnianiu dochodów i opieki zdrowotnej emerytom. Rządzący są odpowiedzialni za zapewnienie długoterminowej stabilności świadczeń z tytułu zabezpieczenia społecznego i tworzenie zachęt podatkowych, aby przekonać ludzi do oszczędzania. W ich interesie jest również zachęcanie ludzi do kontynuowania pracy także po osiągnięciu wieku emerytalnego, co zmniejszy presję na systemy emerytalne i opieki zdrowotnej.

Pracownicy instytucji finansowych, placówek medycznych, pedagogów i inne grupy społeczne muszą pomagać osobom w zrozumieniu kwestii finansowych i opracowaniu kompleksowych planów oszczędzania na emeryturę. Plany te powinny obejmować nie tylko gromadzenie, ale i późniejsze wydawanie oszczędności emerytalnych, aby oszczędzający mogli mieć zapewniony dodatkowy dochód do końca swojego życia.

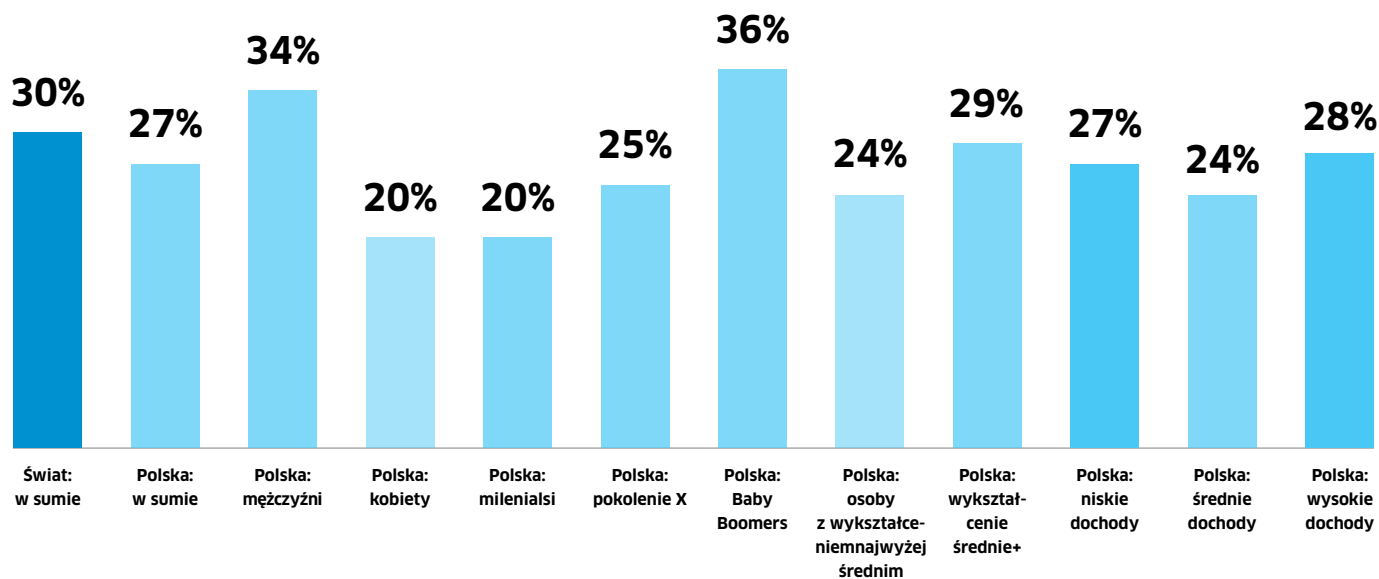
Nowa umowa społeczna musi uwzględniać potrzebę przenoszenia na oszczędzających odpowiedzialności w zakresie finansowego przygotowania do przejścia na emeryturę, zapewniając jednocześnie niezbędne narzędzia, zasoby i infrastrukturę. Musi szanować zasadę solidarności, zapewniając jednocześnie odpowiednie zabezpieczenia, które pozwolą ludziom starzeć się z godnością, uniknąć ubóstwa w podeszłym wieku i zapewnić, że nikt nie pozostanie w tyle. Sukces zależeć będzie od tego, czy uda się zbudować relacje oparte o współpracę, wspólne cele i korzyści oraz zaufanie.

Mike Mansfield

dyrektor programowy Centrum Badań Długowieczności i Emerytur Aegon

RYSUNEK 3

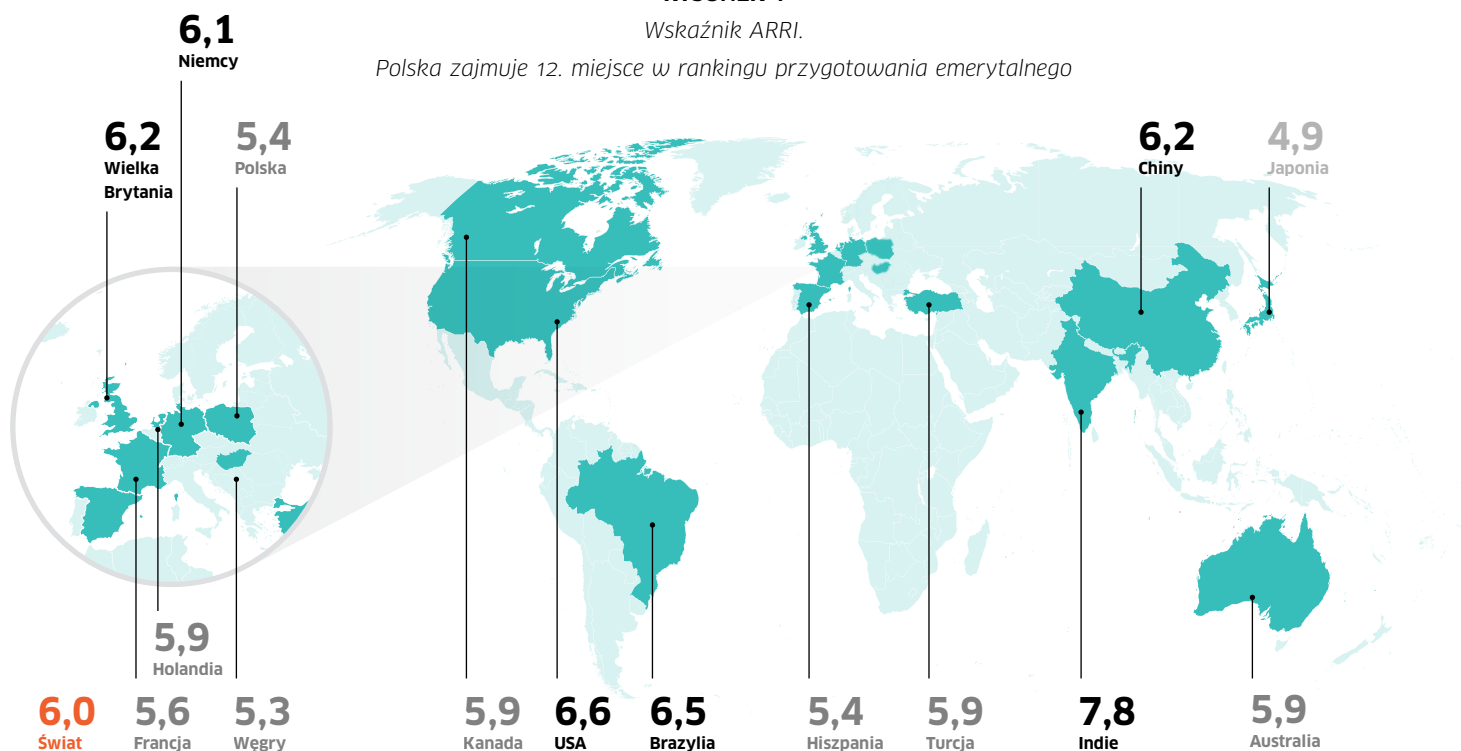
Jedna czwarta Polaków udzieliła poprawnej odpowiedzi na wszystkie pytania z „wielkiej trójki” pytań z zakresu wiedzy o finansach



RYSUNEK 4

Wskaźnik ARRI.

Polska zajmuje 12. miejsce w rankingu przygotowania emerytalnego





EKSPERTYZA

**Determinanty popytu na odwróconą
hipotekę w Polsce**

dr Maciej Cycoń



W zreformowanym systemie emerytalnym wysokość emerytury ustalana jest w oparciu o formułę zdefiniowanej składki, zgodnie z którą uprawnienia emerytalne lub kapitał dzielone są przez oczekiwane dalsze trwanie życia. Obliczanie wysokości świadczeń emerytalnych z wykorzystaniem formuły zdefiniowanej składki prowadzić będzie, wraz z wydłużaniem się trwania życia, do obniżania stopy zastąpienia. Świadczenia z bazowej części systemu emerytalnego będą mogły zapewnić przyszłym pokoleniom seniorów jedynie podstawowy poziom bezpieczeństwa socjalnego. Dbałość o odpowiednie wypełnienie luki dochodowej, w celu finansowania

Świadczenia z bazowej części systemu emerytalnego będą mogły zapewnić przyszłym pokoleniom seniorów jedynie podstawowy poziom bezpieczeństwa socjalnego

potrzeb konsumpcyjnych w okresie starości, leży po stronie jednostek (gospodarstw domowych). Rolą państwa jest natomiast stworzenie instrumentów dostatecznie motywujących do budowania dodatkowego zabezpieczenia na okres starości. Stopień upowszechnienia oszczędzania na emeryturę, w ramach promowanych przez państwo form dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego, jest jednakże niewielki. Dotyczy to zresztą nie tylko III filara, ale również innych form dodatkowego oszczędzania na starość.

O ile aktywa płynne polskich seniorów, czy też osób zbliżających się do wieku senioralnego, mogą nie stanowić znacznej wartości, o tyle na ogół posiadają oni nieruchomości mieszkalne, które mogą stać się źródłem dodatkowego dochodu w okresie starości. Jedną z możliwości uzyskania przez emerytów dodatkowych środków finansowych może być skorzystanie z usługi finansowej o nazwie odwrócona hipoteka. W niniejszym tekście w uproszczeniu przyjęto, iż „odwrócona hipoteka” stanowi synonim pojęcia „usługi *equity release*”.

Odwrócona hipoteka skierowana jest do osób starszych posiadających prawo własności nieruchomości. Usługa ta umożliwia „uwolnienie” kapitału zakumulowanego w nieruchomości, poprzez przekształcenie niepłynnego kapitału zakumulowanego w nieruchomości w płynne środki finansowe. W ramach odwróconej hipoteki właściciel nieruchomości, w zamian za przeniesienie własności nieruchomości, otrzymuje comiesięczną lub jednorazową wypłatę od instytucji finansowej, zachowując przy tym prawo dożywotniego mieszkania w nieruchomości. Formy odwróconej hipoteki stosowane w poszczególnych państwach różnią się od siebie. Wyodrębnić można jednak dwa główne

modele: model sprzedażowy i model kredytowy¹. Podstawowa różnica pomiędzy modelami dotyczy momentu przeniesienia własności nieruchomości. W modelu sprzedażowym odbywa się to w chwili zawarcia umowy, natomiast w modelu kredytowym po zakończeniu stosunku umownego – co do zasady po śmierci kredytobiorcy. Pozostałe różnice stanowią konsekwencję odmiennego określenia momentu przeniesienia własności nieruchomości. Porównanie modelu sprzedażowego i kredytowego przedstawione zostało w Tabeli 1.

Fundusze hipoteczne oferujące model sprzedażowy odwróconej hipoteki pojawiły się na polskim rynku w 2008 r. Oferowane przez nie renty dożywotnie funkcjonowały w oparciu o konstrukcję umów dożywocia oraz renty, regulowanych przepisami Kodeksu cywilnego. Pierwotnie, wzorując się na doświadczeniach większości krajów, w których oferowane są renty dożywotnie, nie przewidywano potrzeby stworzenia dedykowanych regulacji prawnych dla modelu sprzedażowego.

Jednocześnie, wobec zainteresowania klientów ofertą funduszy, Ministerstwo Finansów rozpoczęło prace nad ustawą o odwróconym kredycie hipotecznym, regulującą model kredytowy. Ustawa o odwróconym kredycie hipotecznym została uchwalona przez Sejm 23 października 2014 r., a Prezydent podpisał ją 10 listopada 2014 r. Do tej pory żaden bank nie zdecydował się jednakże na wprowadzenie do swojej oferty odwróconego kredytu hipotecznego.

Projekt regulacji modelu sprzedażowego odwróconej hipoteki został złożony przez Ministerstwo Gospodarki 26 czerwca 2014 r. W związku z licznymi uwagami, prace nad projektem nie zostały zakończone do końca VII kadencji Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej

TABELA 1

Porównanie modelu sprzedażowego i kredytowego odwróconej hipoteki

Źródło: opracowanie własne na podstawie U. Reinfer, S. Clerc-Renaud, E. F. Perez-Cerrillo, A. Tiffe, M. Knobloch, *Study on equity release schemes in the EU, part I General Report*, Institut für Finanzdienstleistungen e.V., Hamburg 2010, s. 8.

Wyszczególnienie	Model sprzedażowy	Model kredytowy
Moment przeniesienia własności nieruchomości	Chwila zawarcia umowy	Zakończenie stosunku umownego (najczęściej śmierć konsumenta)
Podmiot będący właścicielem nieruchomości w trakcie trwania umowy	Instytucja finansowa ^a	Konsument
Podmiot ponoszący koszty utrzymania nieruchomości	Instytucja finansowa lub konsument	Konsument
Podmiot ponoszący opłaty publiczno-prawne, związane z nieruchomością	Konsument	Konsument
Podmiot ponoszący skutki utraty wartości nieruchomości	Instytucja finansowa ^a	Konsument (jego spadkobiercy) lub instytucja finansowa (w przypadku wystąpienia <i>negative equity</i>)
Podmiot otrzymujący zysk ze wzrostu wartości nieruchomości	Instytucja finansowa ^a	Konsument (jego spadkobiercy)
Dedykowane regulacje prawne	Nie ^b	Tak
Podmioty oferujące usługę	Instytucje kredytowe	Inne instytucje finansowe (np. zakłady ubezpieczeń)

^a Jeżeli sprzedana została tylko część nieruchomości, to nieruchomość do końca trwania stosunku umownego, stanowi współwłasność konsumenta i instytucji finansowej.

^b Wyjątkami są Wielka Brytania i Irlandia.

(2011 – 2015). W pierwszych latach kolejnej kadencji Sejmu temat ten nie był podejmowany. Jesienią 2018 roku premier podjął decyzję o uzupełnieniu rządowej strategii „Polityka społeczna wobec osób starszych do roku 2030” o problematykę odwróconej hipoteki i renty dożywotniej.

W pracy doktorskiej pt. *Odwrócona hipoteka jako forma zabezpieczenia emerytalnego*, autor podjął próbę oszacowania popytu na odwróconą hipotekę w Polsce oraz identyfikację determinant popytu. Dane niezbędne do przeprowadzenia badań empirycznych zebrane zostały metodą CATI w oparciu o zlecone badania ankietowe². Skłonność

do oddania nieruchomości zadeklarowało niecałe 8% badanych. Ponad 92% badanych wykazało brak skłonności do oddania nieruchomości, niezależnie od wartości świadczenia. Wśród respondentów skłonnych do oddania nieruchomości, przeważająca większość (75%) wyceniła kwotę rekompensaty miesięcznej na 2000 zł lub więcej. Wysokość świadczenia na takim poziomie byłaby w rzeczywistości trudna do uzyskania i możliwa przede wszystkim w przypadku właścicieli mieszkań zlokalizowanych w największych miastach, czy też seniorów w wieku 80 lat i starszych. Dlatego też efektywna pojemność rynku (szacując w sposób ostrożny) nie

przekracza 2% populacji osób uprawnionych. Tak określoną pojemność należy traktować jako potencjał rynkowy, a nie utożsamiać ze skalą rzeczywistego zainteresowania tego rodzaju usługą. Aktywowanie popytu efektywnego wymaga dodatkowo intensywnych działań marketingowych, które mogłyby przeprowadzić jedynie banki lub zakłady ubezpieczeń. Instytucje te na obecnym etapie rozwoju rynku nie są jednakże zainteresowane oferowaniem usług ERS. W Stanach Zjednoczonych, najbardziej rozwiniętym rynku odwróconej hipoteki, odsetek uprawnionych seniorów, którzy skorzystali z odwróconej hipoteki kształtuje się na poziomie nieco ponad

Rolą państwa jest natomiast stworzenie instrumentów dostatecznie motywujących do budowania dodatkowego zabezpieczenia na okres starości

2%, co dodatkowo potwierdza charakter niszowy tego rodzaju usługi.

Popyt na odwróconą hipotekę jest determinowany sytuacją finansową seniora. W świetle przeprowadzonych badań, skłonność do oddania nieruchomości nie jest istotnie zależna od wysokości emerytury, łącznego miesięcznego dochodu netto oraz łącznego miesięcznego dochodu netto gospodarstwa. Nie stwierdzono również istotnego związku pomiędzy skłonnością do oddania nieruchomości a poziomem posiadanych oszczędności, posiadaniem innej nieruchomości oraz posiadaniem długów. Profil polskiego konsumenta odwróconej hipoteki odbiega zatem od modelowego profilu konsumenta, którym ma być osoba zaliczana do grupy *asset-rich, incom-poor (cash-poor)*. Wyjaśnieniem takiej rozbieżności może być istnienie barier dla rozwoju rynku usług *equity release*, których

oddziaływanie jest silniejsze niż sytuacja finansowa.

Psychologiczno-kulturową barierą rozwoju rynku usług *equity release* jest szczególny stosunek do nieruchomości mieszkalnej. Nieruchomość traktowana jest jako podstawowy składnik aktywów, który powinien zostać przekazany najbliższemu i pozostać w kręgu rodzinnym. Istnienie tej bariery widoczne jest w analizie zależności pomiędzy skłonnością do oddania nieruchomości a subiektywną oceną wartości nieruchomości oraz liczbą dzieci. Popyt na odwróconą hipotekę jest istotnie zależny od każdego z tych czynników. Mając na uwadze prognozy demograficzne, w szczególności w zakresie niskiego poziomu dzietności, wzrastającej liczby gospodarstw domowych jednoosobowych oraz zmiany modelu rodziny, można przypuszczać, że znaczenie bariery psychologiczno-kulturowej będzie z czasem słabnąć.

Perspektywy rozwojowe rynku związane są przede wszystkim z prognozowanym wzrostem populacji seniorów. Kolejne pokolenia osób starszych będą odznaczać się zwiększonymi, w porównaniu z obecnymi seniorami, potrzebami. Związane będzie to z innymi nawykami konsumpcyjnymi, przyzwyczajeniem do określonego stylu życia oraz koniecznością sfinansowania nowych wydatków (np. opieki długoterminowej). Jednocześnie, luka dochodowa po przejściu na emeryturę w przypadku kolejnych kohort seniorów będzie się powiększać, wywołując coraz silniejszy szok dochodowy.

dr Maciej Cycoń

Katedra Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń. Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Jedną z możliwości uzyskania przez emerytów dodatkowych środków finansowych może być skorzystanie z usługi finansowej o nazwie odwrócona hipoteka

PRZYPISY

1. W polskim piśmiennictwie przyjęto się nazywanie modelu sprzedażowego rentami dożywotnimi, model kredytowy funkcjonuje natomiast pod nazwą odwrócony kredyt hipoteczny.

2. Badanie ankietowe przeprowadzone zostało na ogólnopolskiej próbie osób fizycznych w wieku 65 lat i więcej, posiadających prawo własności do nieruchomości lub spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu. Przy wykorzystaniu operatu losowania, liczącego łącznie 2000 kontaktów, uzyskano 305 kompletnych wywiadów (N=305). Badanie popytu na usługi *equity release* przeprowadzone zostało metodą wyceny warunkowej, w schemacie WTA (*willingness to accept*).



OPINIE

**Odpowiedzialność
za rynek kapitałowy**

Michał Duniec

Rynek kapitałowy potrzebuje świeżej krwi. Ale żeby tak się stało, branża musi sprzątnąć bałagan z ostatnich lat. PPK? Pomogą, ale to dopiero początek.

Polski PKB rośnie w tempie 4-5% rocznie, giełdy na zachodzie kwitną, a warszawska GPW tkwi w wieloletnim marazmie (por. Wykres 1). Parkiet przy ul. Książęcej od dawna nie jest już barometrem polskiej gospodarki. Powody są znane. Niezależna sprawa OFE, afery, a ostatnio coraz bardziej regulacje. Ostatnio miałem przyjemność wygłosić prezentację dotyczącą wyzwania dla instytucji polskiego rynku kapitałowego, w ramach konferencji „Kapitał emerytalny i rynek kapitałowy – reformy, wyzwania i szanse na wzrost” zorganizowanej przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych 10 września br. Diagnoza była złożona.

Skupmy się na pozytywnym przekazie i pełnym zrozumieniu, że rynek kapitałowy może służyć lokowaniu nadwyżek finansowych na dziesięciolecia

Koniec OFE, nowy początek

Umorzenie części obligacyjnej otwartych funduszy emerytalnych w 2014 roku i wprowadzenie mechanizmu „suwaka” to chyba najczęściej pojawiająca się odpowiedź na pytanie, dlaczego na GPW jest tak źle. Dziś znamy projekt ustawy likwidującej OFE i przenoszącej (w opcji domyślnej) aktywa na prywatne IKE z potrąceniem 15-proc. opłaty przekształceniowej. Po siedmiu latach będziemy mogli zacząć od zera i przestać mówić, że to „wina OFE”. Dlatego głównym wyzwaniem jest zmiana sposobu komunikacji. Odetnijmy OFE grubą kreską i skupmy się na pozytywnym przekazie i pełnym zrozumieniu, że rynek kapitałowy może służyć lokowaniu nadwyżek finansowych na dziesięciolecia.

Mam tu na myśli przede wszystkim komunikację Pracowniczych Planów Kapitałowych. Trwa pierwsza tura, w której najwięksi pracodawcy wybierają instytucję zarządzającą. Od 1 stycznia wyboru będą dokonywać mniejsze przedsiębiorstwa. Ogromnym wyzwaniem będzie dotarcie do wszystkich pracodawców z rzetelną informacją o tym, co to w ogóle jest PPK i jak przekonać pracowników, że to ma sens. Trafiony dobór komunikacji będzie szczególnie ważny w czasie kolejnej bessy. PPK będą inwestować na rynkach akcji i obligacji i będą zdarzać się okresy z ujemnymi stopami zwrotu. Ale nawet gdyby powtórzył się scenariusz z 2008 roku, to pamiętajmy, że krach nie naruszy tego, co wpłaci pracownik – przedtem musiałby pochłonąć wpłaty pracodawcy, państwa i wcześniejszy zysk kapitałowy. Co więcej, formuła funduszy zdefiniowanej daty sprawia, że tylko część środków (z czasem coraz mniejsza) inwestowana jest na rynku akcji. Z takim, pozytywnym przekazem,

Ogromnym wyzwaniem będzie dotarcie do wszystkich pracodawców z rzetelną informacją o tym, co to w ogóle jest PPK i jak przekonać pracowników, że to ma sens

powinna wychodzić branża do uczestników PPK.

Legendarne miliardy na depozytach

Na depozytach bankowych leży absolutnie największa część oszczędności Polek i Polaków. Ponad 864 mld zł, czyli ponad połowa z 1 500 mld zł wszystkich oszczędności gospodarstw domowych. To marnotrawstwo. Pieniądze mogłyby pracować lepiej, zwłaszcza że przy prawie 3-proc. inflacji i dwa razy niższym średnim oprocentowaniu depozytów, te miliardy realnie tracą na wartości. Dlaczego gospodarstwa domowe nic sobie z tego nie robią? Wszystkim w branży zależy na tym, żeby to zmienić. Odpowiedź na pytanie jak, jest złożona. Ale jednym z jej elementów jest „powrót do normalności”. Depozyty

Depozyty puchną, nie tylko dlatego, że gospodarstwa nie wiedzą, co z nimi zrobić, ale również dlatego, że boją się je wystawiać na ryzyko, słysząc o Amber Gold, toksycznych UFK czy w końcu obligacjach GetBack

puchną, nie tylko dlatego, że gospodarstwa nie wiedzą, co z nimi zrobić, ale również dlatego, że boją się je wystawiać na ryzyko, słysząc o Amber Gold, toksycznych UFK czy w końcu obligacjach GetBack. To te sprawy przebijają się na nagłówki gazet, a nie spółki, które regularnie płacą dywidendę wyższą od najlepszych lokat albo fundusze, które dostarczają inwestorom dobre stopy zwrotu. Za dużo się mówi o aferach, a za mało o korzyściach płynących

z inwestowania na rynku kapitałowym. Branża musi nad tym pracować.

Kto weźmie odpowiedzialność za GPW?

Prawdopodobnie nikt z ponad 2,4 mln klientów funduszy nie wie, że poza PPK, branża inwestycyjna żyje tylko jednym tematem – „zachęty”. Po komunikacie KNF z grudnia ub.r. w tej sprawie, dystrybutorzy funduszy i TFI nie wiedzą, jak mogą rozliczać się między sobą. Paraliż decyzyjny utrzymuje się od miesięcy, więc biznes w wielu miejscach zamarł. Ten niezafatwiony temat nie pozwala myśleć TFI, jak można rozwijać biznes funduszy w przyszłości. Regulator do spółki z branżą powinni jak najszybciej wypracować docelowy model dystrybucji funduszy. W innym wypadku możemy obudzić się w Polsce bez niezależnych TFI, oferujących ciekawe strategie, ale przede wszystkim bez dystrybutorów, u których będziemy mogli przebiegać w ofercie wielu konkurencyjnych funduszy.

Problemy dotyczą również branżę maklerską. Branżę, która w latach 90. brała na siebie ciężar rozwoju rynku kapitałowego. To przez nią szerokim strumieniem płynął kapitał na GPW. Dziś już tak nie jest. W liście do Premiera, Izba Domów Maklerskich napisała, że branża zmierza w kierunku całkowitej zapaści. Ciężą jej nadmierne regulacje, kolejne domy wchłaniane są w struktury banków i tam marginalizowane, w konsekwencji zaczyna brakować specjalistów, którzy chcieliby pracować w takim środowisku.

GPW nie dla młodych

Wszystko to sprawia, że polski rynek kapitałowy nie jest miejscem, w którym chce się „być”. Dzisiaj inwestorzy na giełdzie to najczęściej ci, którzy weszli na rynek w latach 90. lub na początku

tego wieku. Ci młodzi odwracają wzrok w zupełnie innym kierunku – bitcoin, forex oraz cała masa innych instrumentów, na których „nie da się stracić”. Gdy porównamy wykres WIG do S&P 500 – przestaniemy się dziwić (Wykres 2). Inwestorzy są zawiedzeni tym, że pomimo dynamicznego wzrostu polskiej gospodarki, nie idą za tym stopy zwrotu. Ci z większym apetytem na ryzyko szukają więc alternatywy.

Wyzwaniem dla branży jest nawiązanie jakiegokolwiek dialogu, a potem polemiki z podmiotami oferującymi tak ekstremalnie ryzykowne lub po prostu nieetyczne produkty inwestycyjne. W innym wypadku po kolejnym „Amber Goldzie czy GetBacku” cała branża zostanie wrzucona do jednego worka, do którego nikt nie będzie chciał zajrzeć.

Confidence must be earned

„Na zaufanie trzeba zasłużyć” – to hasło jednej z zagranicznych firm zarządzających aktywami. W przypadku polskiego rynku kapitałowego nie będzie jednak łatwo. Na pewno nie jest to również kwestia, którą da się załatwić w ciągu kilku najbliższych lat. Bądźmy cierpliwi i pokorni, wprowadzajmy dobre praktyki z rynków rozwiniętych, sami eliminujemy niedociągnięcia w drodze samoregulacji. A kiedy nasz rynek znów zasłuży na zaufanie? Odpowiedź jest prosta, normalność to pierwszy krok do odbudowy zaufania. Bez niego nie będzie dodatknych stóp zwrotu, na których brak tak wszyscy psioczemy.

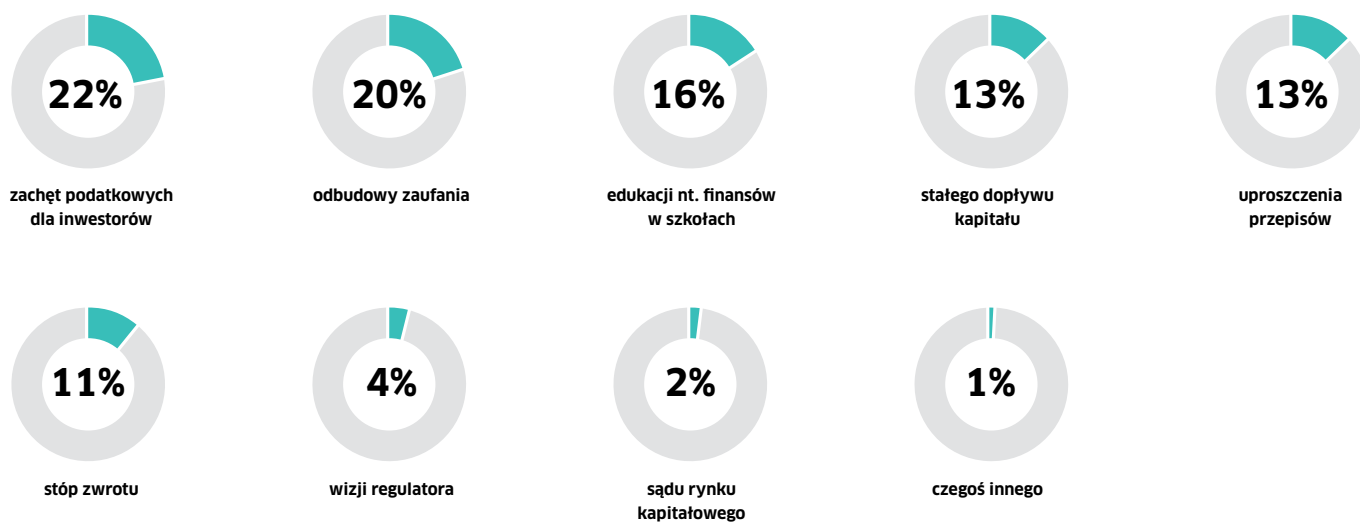
Michał Duniec

prezes zarządu Analiz Online

WYKRES 1

Czego najbardziej potrzebuje polski rynek kapitałowy?

Źródło: Ankieta przeprowadzona w dniach 3-8 września br. w serwisie analizy.pl



WYKRES 2

Indeks WIG na tle S&P 500

Źródło: analizy.pl / stooq.pl





GŁOS NAUKI

**Homo economicus
vs homo psychologicus**

prof. dr hab. Marek Szczepański

Większość pracowników sektora finansowego albo ukończyła studia ekonomiczne, albo dokształcała się w tym kierunku na studiach podyplomowych. Kto miał okazję studiować mikroekonomię, musiał siłą rzeczy zapoznać się z tradycyjną koncepcją podmiotu gospodarującego – *homo economicus*, działającego zawsze w sposób racjonalny i konsekwentny, mającego stałe preferencje, dokonującego wyboru między bieżącą konsumpcją a oszczędnościami i inwestycjami w sposób przemyślany, maksymalizującego własną użyteczność (korzyści, zadowolenie) w ramach posiadanych zasobów (tzw. linia ograniczenia budżetowego). Standardowe ramy pojęciowe ekonomii w ujęciu tradycyjnym ignorują lub wprost wykluczają efekty badań zachowań ludzkich prowadzonych przez psychologię

Standardowe ramy pojęciowe ekonomii w ujęciu tradycyjnym ignorują lub wprost wykluczają efekty badań zachowań ludzkich prowadzonych przez psychologię poznawczą i społeczną

poznawczą i społeczną. Tymczasem ekonomia jako całość dotyczy właśnie zachowania ludzi. Ludzie, w przeciwieństwie do abstrakcyjnego modelu *homo economicus*, to istoty z krwi i kości. Kierują się w swoim postępowaniu nie tylko rozumem, ale także emocjami. Mają problemy z silną wolą i samodyscypliną. Ulegają licznym pokusom (np. dążenie do natychmiastowej gratyfikacji, czyli zwykłej konsumpcji, kosztem odroczonych korzyści z oszczędzania i inwestowania) oraz złudzeniom i pułapkom myślowym (mających swoje podstawy w głęboko zakorzenionych mechanizmach funkcjonowania naszego umysłu).

Dlaczego w naukach ekonomicznych królował *homo economicus* i „niebehawioralne” podejście do podmiotu gospodarującego? Jedni naukowcy przyjmowali go jako właściwy, nie podlegający dyskusji, mocno zakorzeniony w praktyce naukowej, traktowany jako bezalternatywny, obecny we wszystkich podręcznikach ekonomii. Inni z kolei przyjmowali go dlatego, że standardowy model był łatwiejszy do sformalizowania, przydany do prowadzenia badań ilościowych.

Również w naukach o finansach dominuje jeszcze tradycyjny paradygmat (wzorzec naukowości), z kluczowym twierdzeniem – tzw. hipotezą rynku efektywnego (ang. *efficient market hypothesis* – EMH), zgodnie z którą w każdej chwili ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje dostępne na ich temat. Jeśli pojawia się informacja o instrumencie finansowym, to dociera ona jednocześnie do wszystkich inwestorów, którzy natychmiast dokonują jej przetworzenia na decyzje (o kupnie, sprzedaży etc.). Jeśli więc rynek jest efektywny, to pojawienie się nowej informacji spowoduje jej natychmiastowe odzwierciedlenie w cenie i żaden inwestor nie

będzie w stanie osiągnąć przewagi nad innymi.

Tymczasem na rynku finansowym występuje szereg anomalii, odstępstw od efektywności rynku, niemożliwych do wytłumaczenia na gruncie EMH. Należą do nich m.in. – opisane w monografii A. Szyski *Finanse behawioralne*. Nowe podejście do finansowania na rynku kapitałowym, anomalie kalendarzowe (efekt miesiąca roku – np. sezonowy wzrost cen akcji w styczniu, czy efekt dnia w tygodniu – różnice w stopach zwrotu w różnych dniach tygodnia). Takich anomalii jest znacznie więcej. Należą do nich choćby „zachowania stadne” wśród inwestorów giełdowych – swoją drogą temat na osobny artykuł.

Skąd się biorą porażki i sukcesy w długoterminowym oszczędzaniu i inwestowaniu?

Badając źródła porażek i sukcesów w oszczędzaniu i inwestowaniu – na przykład w długoterminowym gromadzeniu środków w dodatkowych systemach emerytalnych – w literaturze naukowej i w tekstach popularnonaukowych bazujących na tradycyjnym paradygmacie *homo economicus* wskazuje się najczęściej na czynniki natury ekonomicznej: dochód rozporządzalny gospodarstw domowych (czyli to, co pozostaje w gospodarstwie po opłaceniu podatków i obowiązkowych składek na ubezpieczenia społeczne), dostępność i atrakcyjność instrumentów finansowych, ogólną koniunkturę gospodarczą etc. Z czynników o charakterze psychologicznym najczęściej wskazywany jest stan wiedzy (np. poziom edukacji emerytalnej), znajomość dostępnych na rynku usług finansowych, wiedza na temat poziomu ryzyka związanego z inwestowaniem np. w różnego typu funduszach inwestycyjnych (obecnie obowiązkowo

W odróżnieniu od ekonomii klasycznej, ekonomia behawioralna nie wywodzi się z koncepcji racjonalnego decydenta

sprawdzana przed dokonaniem tego typu inwestycji – w formie ankiet wypełnianych w domu maklerskim czy poprzez Internet).

W odróżnieniu od ekonomii klasycznej, ekonomia behawioralna nie wywodzi się z koncepcji racjonalnego decydenta. Ekonomisci behawioralni za pośrednictwem różnego typu eksperymentów, obserwacji i innych metod badań empirycznych starali się dostarczyć wiedzy opisowej i bazującej na niej teorii o tym, jak ludzie (zarówno drobni inwestorzy, jak i doświadczeni inwestorzy instytucjonalni) rzeczywiście podejmują decyzje ekonomiczne, w tym także inwestycje na rynku finansowym, w warunkach niepewności i ryzyka. Ich celem było opisanie różnego typu odstępstw od efektywności rynku, nie dających się wyjaśnić w oparciu o założenie o racjonalności. Obecnie ekonomia behawioralna i związane z nią finanse behawioralne stanowią jeden z najbardziej dynamicznie rozwijających się nurtów współczesnej myśli ekonomicznej.

Racjonalność, ale jaka?

Ekonomisci behawioralni nie są bynajmniej zwolennikami działań irracjonalnych. Wskazują natomiast na ograniczenia modelu racjonalnego decydenta i na to, że w świecie rzeczywistym podmioty gospodarujące kierują się co najwyżej ograniczoną racjonalnością (*bounded rationality*). Dysponując ograniczonym dostępem do informacji, ograniczonym czasem, także pod wpływem czynników psychologicznych (emocje, sfera wolicjonalna) stosują często „myślenie na skróty”, różnego typu heurystyki, co w niektórych sytuacjach prowadzi do pożądaných rezultatów, ale może także powodować podejmowanie nieoptymalnych lub wręcz całkowicie błędnych decyzji. Badania różnego typu błędów poznawczych i pułapek myślenia rozwinęły w kolejnych dekadach XX w. i na początku XXI w. inni przedstawiciele ekonomii behawioralnej.

Jak słusznie wskazuje Piotr Zielonka w swojej książce *Punkt odniesienia*. Rzecz o motywacyjnych i poznawczych inklinacjach w ekonomii behawioralnej, istnieją różne rodzaje racjonalności, z czego wyróżnić można co najmniej dwa: racjonalność instrumentalną i racjonalność epistemiczną. Terminy te brzmią bardzo teoretycznie, ale warto je zapamiętać, bo to rozróżnienie może być bardzo pomocne w zrozumieniu, jak ludzie faktycznie myślą i działają, jak podejmują decyzje finansowe.

Racjonalność instrumentalna wyraża się w działaniu, które pozwala zaspokoić określone potrzeby przy użyciu dostępnych zasobów fizycznych i umysłowych. Ekonomisci odwołujący się do tradycyjnego modelu *homo economicus* sprowadzili racjonalność instrumentalną do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności (korzyści, bogactwa). Na gruncie tej samej wiedzy i stałych preferencji,

niezależnie od tego, jak przedstawiony zostanie („sformatowany”) problem decyzyjny, w jakiej kolejności ułożone zostaną dostępne opcje, racjonalny podmiot podejmie zawsze taką decyzję, która maksymalizuje jego oczekiwaną użyteczność. W rzeczywistości występuje jednak szereg odstępstw od racjonalności instrumentalnej, których przyczyny – jak wynika z badań realizowanych na gruncie ekonomii behawioralnej – kryją się głównie w sferze motywacyjnej (por. Tabela 1).

Z kolei racjonalność epistemiczna odnosi się do sfery poznawczej. Zakłada, że opinie – które przekładają się przecież na konkretne decyzje, także finansowe – nie są zniekształcane przez stereotypy, uprzedzenia czy emocje, trafnie odwzorowują rzeczywistość. Często jednak tak nie jest. Odstępstwa od racjonalności epistemicznej (poznawczej) występują przede wszystkim w sferze ocen (por. Tabela 2).

Pożytki z ekonomii i finansów behawioralnych

Na gruncie ekonomii behawioralnej zidentyfikowano znacznie więcej inklinacji poznawczych i motywacyjnych prowadzących do błędnych lub przy najmniej nieoptymalnych w danych warunkach decyzji. Warto zatem bliżej zainteresować się ekonomią i finansami behawioralnymi, z korzyścią dla inwestorów i działających na rynku instytucji finansowych.

W niektórych w miarę prostych sytuacjach decyzyjnych, przy pełnej dostępności danych i stałych preferencjach, tradycyjny model *homo economicus* może nadal być z powodzeniem stosowany. Ale w warunkach ograniczonego dostępu do informacji, niepewności i ryzyka, silnych emocji towarzyszących inwestowaniu i trudnych do przewidzenia zdarzeń wpływających bardzo często na rynki finansowe bardzo przydatna

może okazać się znajomość ekonomii i finansów behawioralnych. Model *homo psychologicus*, człowieka inwestora dysponującego co najwyżej ograniczoną

racjonalnością, podlegającego różnego typu ograniczeniom, błędom poznawczym i motywacyjnym jest na pewno bliższy rzeczywistości.

dr hab. Marek Szczepański

prof. PP, kierownik Katedry Nauk Ekonomicznych Politechniki Poznańskiej, współpracownik Instytutu Emerytalnego

TABELA 1

Wybrane skłonności motywacyjne inwestorów (inklinacje) stanowiące odstępstwo od racjonalności instrumentalnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P.Zielonka, Giełda i psychologia. *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2019.

Nazwa inklinacji	Objaśnienie	Nazwa inklinacji	Objaśnienie
Księgowanie mentalne	Proces kodowania, wartościowania i kategoryzowania przepływów pieniężnych. Różnego typu przepływy pieniężne przypisywane są przez ludzi do różnych kont umysłowych (szufladek). Środki ułożone na tych kontach mentalnych nie są traktowane jako jedno konto zbiorcze, np. ktoś może mieć jakąś sumę ułożoną na koncie mentalnym jako „oszczędności na czarną godzinę” i w razie niedoboru środków na bieżące wydatki zaciąga kredyt, np. korzystając z karty kredytowej.	Efekt utopionych kosztów	Polega na tym, że trudne bądź niemożliwe do odzyskania środki (pieniądze, energię zaangażowanie) włożone w realizację jakiegoś projektu wpływają na decyzję o kontynuowaniu tego projektu.
		Efekt posiadania	Ludzie wyżej wyceniają dobra, które posiadają, niż dobra, które nie są ich własnością.
		Efekt status quo	Tendencja do pozostawiania przy aktualnym stanie rzeczy na skutek awersji do strat wykazywanej przez decydenta.
		Hedoniczne kadrowanie	Sumowanie bądź rozdzielanie przepływów pieniężnych w celu uzyskania wyższego poziomu satysfakcji.

TABELA 2

Wybrane skłonności poznawcze inwestorów (inklinacje) stanowiące odstępstwo od racjonalności epistemicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Zielonka, *Punkt odniesienia*.

Rzecz o motywacyjnych i poznawczych inklinacjach w ekonomii behawioralnej,

CeDeWu, Warszawa 2019, P.Corr, A.Piagol, *Behavioral economics the basics*, New York 2019.

Nazwa inklinacji	Objaśnienie	Nazwa inklinacji	Objaśnienie
Nadmierna pewność przekonań i umiejętności	Nadmierna pewność co do własnej wiedzy może przejawiać się w niewłaściwym podawaniu prawdopodobieństwa zdarzeń, nadmiernych zawężaniu przedziału prawdopodobieństwa przy podawaniu prognoz, błędne oceny twierdzeń zdroworozsądkowych i ich wiarygodności	Nadmierny optymizm	Przejawia się na dwa sposoby: zaniżania prawdopodobieństwa niepożądanego dla danej osoby zdarzenia (np. zawału serca, choroby wątroby itp.) lub w wymiarze porównawczym – przeświadczenie, że niepożądane w mniejszym stopniu zagraża danej osobie niż innym ludziom
Heurystyka zakotwiczenia	Ludzie szacują nieznane sobie wielkości (np. liczbę mieszkańców miasta w innym kraju) w oparciu o dostępne im w danej chwili, przypadkowe informacje	Pułapka potwierdzania	Poszukiwanie lub interpretowanie napływających informacji w taki sposób, aby uzyskać potwierdzenie wcześniej przyjętych opinii.
Heurystyka dostępności	Uproszczona metoda wnioskowania polegająca na podejmowaniu decyzji na podstawie faktów najłatwiej przywoływanych w pamięci (dostępność oparta na doświadczeniu) lub w oparciu o zdarzenia posiadające zabarwienie emocjonalne (dostępność związana z pamięcią).		

WYDAWCA

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

REDAKTOR NACZELNY

Filip Pietkiewicz-Bednarek

PROJEKT GRAFICZNY I SKŁAD

Volià! Information Design Studio
www.voila-infographics.com

ILUSTRACJA NA OKŁADCE:

Volià! Information Design Studio

NUMERY ARCHIWALNE:

<http://igte.pl/wydawnictwa/biuletyn/>

IZBA GOSPODARCZA TOWARZYSTW EMERYTALNYCH

to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 11 towarzystw reprezentujących interesy ponad 16 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 160 mld złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.



www.igte.pl

Na naszej stronie odnajdziecie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE



www.youtube.com/IGTE

Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzyjcie na naszym kanale



twitter.com/_IGTE

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na Twitterze



www.facebook.com/IGTE

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB



www.linkedin.com/company/igte/

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów