

Kapitał dla rozwoju

Znaczenie Pracowniczych Planów Kapitałowych
dla wzrostu gospodarczego i dobrobytu obywateli

Raport Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami | Luty 2019 r.



IZFiA

Izba Zarządzających
Funduszami i Aktywami

Raport został przygotowany przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz centrum analiz SpotData.

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami jest izbą gospodarczą zrzeszającą towarzystwa funduszy inwestycyjnych i domy maklerskie prowadzące działalność wyłącznie w zakresie doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Izba prowadzi działania mające na celu wspieranie rozwoju gospodarki, w tym w szczególności rynku kapitałowego i pieniężnego w Polsce, upowszechnianie wiedzy dotyczącej gospodarki oraz funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, rynku kapitałowego i pieniężnego w Polsce i na świecie.

SpotData jest centrum analiz ekonomicznych, będącym częścią Bonnier Business Polska, wydawcy „Pulsu Biznesu”. Analitycy SpotData zajmują się dostarczaniem firmom dedykowanych danych branżowych i ogólnogospodarczych, a także przygotowaniem raportów specjalnych.

Prace merytoryczne nad raportem koordynował Ignacy Morawski, dyrektor SpotData.

Podsumowanie zarządcze

- Najważniejszy problem, na który odpowiada program Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), to niedostatek oszczędności prywatnych gospodarstw domowych w Polsce. Niedostatek oznacza, że stopa oszczędzania jest za niska, by na emeryturze przeciętne gospodarstwo domowe mogło osiągnąć dochód w wysokości wystarczającej do podtrzymania standardu życia z okresu aktywności zawodowej. Dzięki programowi emerytura przeciętnego uczestnika może wzrosnąć z ok. 30-40 proc. do ok. 40-60 proc. ostatniej pensji.
- Z perspektywy makroekonomicznej najistotniejsze są dwa efekty programu PPK. Pierwszy to wzrost stopy oszczędzania i tym samym stopy inwestycji, a w efekcie akumulacji kapitału. Drugi efekt to rozwój rynku kapitałowego, który ma służyć podniesieniu dynamiki produktywności. Łącznie te dwa efekty powinny podnieść wzrost gospodarczy i tym samym przełożyć się na szybszy wzrost wynagrodzeń, wyższy zwrot z inwestycji w aktywa finansowe i wyższe emerytury.
- W perspektywie jednego pokolenia, czyli 30 lat, program PPK może, poprzez efekty pośrednie i bezpośrednie, podnieść PKB per capita Polski o 3-10 proc. Analogiczne będzie przełożenie na wysokość wynagrodzeń.
- Polska znajduje się w specyficznym momencie, w którym rola rynku kapitałowego może być bardziej istotna dla rozwoju gospodarczego niż w przypadku krajów uboższych i krajów zamożniejszych. Polska jest gospodarką na tyle rozwiniętą, że znaczenia nabierają innowacyjne inwestycje, które wymagają dywersyfikacji ryzyka i nowoczesnych instrumentów finansowych. Jednocześnie rynek kapitałowy jest na tyle słabo rozwinięty, że negatywne efekty związane z przerostem systemu finansowego, obserwowane w niektórych krajach zachodnich, jeszcze długo będą znikome.
- Istotnym efektem programu, wpływającym na wymienione zmienne makroekonomiczne, będzie wsparcie rozwoju dużych prywatnych firm krajowych. Rola kapitału krajowego w rozwoju gospodarczym powinna rosnąć, jeżeli polska gospodarka ma się zbliżyć do gospodarek rozwiniętych pod względem produktywności.
- Pracownicze Plany Kapitałowe mogą wywierać pozytywny wpływ na gospodarkę, wysokość płac i emerytur, ale ten wpływ nie będzie bezwarunkowy. Powodzenie programu będzie zależało od spełnienia wielu warunków, wśród których najważniejsze to stworzenie bezpiecznego otoczenia instytucjonalnego dla rynku, utrzymanie stabilności fiskalnej państwa, poprawa tzw. *corporate governance* w spółkach Skarbu Państwa oraz wspieranie stopy zatrudnienia.



**prof. Marcin Dyl,
prezes IZFiA**

Słowo wstępu

Pracownicze Plany Kapitałowe to pierwsza w Polsce próba zbudowania dużego, wspieranego przez państwo, systemu dobrowolnego oszczędzania na emeryturę. Jest to program odważny i może się okazać przełomowy dla polskiej gospodarki i polskich obywateli. Jednocześnie trzeba podkreślić, że sukces tego programu będzie zależał od zaangażowania wszystkich podmiotów mających wpływ na jego funkcjonowanie – rządu, regulatora, instytucji finansowych, spółek aktywnych na rynku kapitałowym.

Oddajemy w Państwa ręce raport, którego celem jest zwięzła analiza najważniejszych kanałów, jakimi PPK będą oddziaływały na obywateli i gospodarkę. Dla przeciętnego obywatela kluczowe jest pytanie, czy program będzie mu się opłacał? Czy dzięki dodatkowym oszczędnościom osiągnie wystarczające korzyści w postaci wyższego dochodu na emeryturze i czy dziś warto poświęcić część konsumpcji, by te korzyści osiągnąć? Jednak PPK należy oceniać ze znacznie szerszej perspektywy niż perspektywa pojedynczego człowieka. Jest to program, który w swoim założeniu ma wpływać na szybszy rozwój całej gospodarki, a dzięki temu na wyższe wynagrodzenia i wyższe zwroty generowane na inwestycjach w aktywa finansowe.

W naszym raporcie pokazujemy te efekty makroekonomiczne i ich znaczenie. Nasz wniosek jest taki, że są one istotne i mogą znacząco podnieść dobrobyt obywateli. Ale nie uciekamy od pytań trudnych. Pokazujemy wyzwania związane z szacowaniem tego wpływu, a także warunki, które muszą być spełnione, by ten wpływ był rzeczywiście znaczący. Chcemy, aby nasz raport był silnym głosem w debacie publicznej na temat korzyści z PPK, ale też drogowskazem dla decydentów, pokazującym szanse i zagrożenia związane z realizacją programu.

Spis treści

- 1 **Słowo wstępu** 5
- 2 **Pracownicze Plany Kapitałowe** 6
– kluczowe fakty i kanały oddziaływania na gospodarkę
- 3 **PPK a stopa oszczędności** 10
– dlaczego kraj oszczędzający więcej rozwija się szybciej
- 4 **PPK a rynek kapitałowy** 16
– dlaczego polskie firmy potrzebują płynnego rynku i dlaczego może to wspomóc ich rozwój
- 5 **PPK a budowa krajowego kapitału** 24
– dlaczego istnienie dużych firm krajowych jest ważne dla gospodarki
- 6 **Ryzyka i warunki sukcesu PPK** 30
- 7 **Podsumowanie** 34

PPK – kluczowe założenia i oczekiwany wpływ

Najważniejszy problem, którego rozwiązanie może przynieść program Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), to niedostatek oszczędności prywatnych gospodarstw domowych w Polsce. Niedostatek oznacza, że stopa oszczędzania jest za niska, by na emeryturze przeciętne gospodarstwo domowe mogło osiągnąć dochód w wysokości wystarczającej do podtrzymania standardu życia z okresu aktywności zawodowej. Ten wystarczający poziom dochodu emerytalnego w badaniach szacowany jest na 60-70 proc. ostatniej pensji (jest to tzw. stopa zastąpienia), przy czym poniżej progu 40 proc. zaczyna się już ubóstwo (Góra, Rutecka (2013), Munnell (2014)). Tymczasem większość analiz wskazuje, że obowiązkowe filary systemu emerytalnego mogą zapewnić emeryturę w wysokości 30-40 proc. ostatniej pensji (Góra, Rutecka (2013), Aviva (2016)). Żeby wypełnić lukę między wysokością dochodu z państwowego systemu emerytalnego a optymalną wysokością emerytury przez cały okres trwania świadczenia emerytalnego, przeciętne gospodarstwo domowe powinno oszczędzać ok. 20 proc. dochodu brutto przez 30 lat (Jedynak (2017), jest to szacunek zależny od założeń makroekonomicznych). PPK mają zapewnić pokrycie części tej luki.

Równoległym celem PPK jest stworzenie systemu, który będzie sprzyjał alokowaniu oszczędności emerytalnych gospodarstw domowych w papierach wartościowych emitowanych przez firmy powiększające swoje moce produkcyjne. Mówiąc językiem potocznym, oszczędności emerytalne mają finansować potrzeby inwestycyjne polskich firm. Dzięki rozwojowi rynku kapitałowego wzrost gospodarczy powinien być wyższy, a dzięki temu wyższa ma być wysokość składek emerytalnych i stopa zwrotu z aktywów finansowych.

Dlaczego państwo ma bodźcować ludzi do oszczędzania? W spojrzeniu ekonomii klasycznej racjonalne osoby podejmują w każdym momencie optymalne decyzje dotyczące rozłożenia konsumpcji i oszczędności w poszczególnych etapach swojego życia (Modigliani (1986)). Jednak szczegółowe badania ekonomiczno-psychologiczne pokazywały wielokrotnie, że podmioty nie zawsze podejmują decyzje optymalne, czyli zgodne z ich preferencjami dotyczącymi rozłożenia konsumpcji w czasie (Thaler (1994)). Wynika to m.in. z niespójności czasowej zawartej w wielu wyborach konsumenckich – długookresowy plan konsumenta dotyczący jego decyzji w każdym momencie życia nie jest spójny z bodźcami, jakim podlega on w każdym z tych momentów. Używając porównania, konsument może mieć plan, by w każdym momencie swojego życia zdrowo się odżywiać, ale jednocześnie nie realizować tego planu na bieżąco. Dlatego w ekonomii popularne jest przekonanie, że państwo powinno bodźcować gospodarstwa domowe do oszczędzania.

PPK zakładają, że pracodawca będzie odprowadzał miesięcznie 2 proc. z pensji brutto pracownika i do tego dokładał 1,5 proc. (w relacji do pensji brutto) od siebie (czyli rosłą dodatkowe koszty pracodawcy, poza pensją brutto). Do tego państwo dopłaci każdemu uczestnikowi programu 250 zł na start, a później 240 zł. rocznie.

Żeby wypełnić lukę między wysokością dochodu z państwowego systemu emerytalnego a optymalną wysokością emerytury, pracownik powinien oszczędzać ok. 20 proc. dochodu brutto

Dzięki rozwojowi rynku kapitałowego wzrost gospodarczy powinien być wyższy

Pracownicze Plany Kapitałowe

– kluczowe fakty i kanały oddziaływania na gospodarkę



To będzie opcja, do której pracownicy w wieku 18-55 lat zostaną zapisani automatycznie i z której będą mogli dobrowolnie zrezygnować (składki pracowników zarabiających do 120 proc. wynagrodzenia minimalnego będą niższe – z pensji brutto pracownika będzie odprowadzane 0,5-2 proc., przy czym opłaty pracodawcy i państwa pozostają takie jak w innych przypadkach). W opcji alternatywnej, dobrowolnej, pracownik będzie mógł zadeklarować odprowadzanie 4 proc. wynagrodzenia brutto, do czego pracodawca będzie musiał dodać 4 proc.

Pracownicy w wieku 56-70 lat będą mogli dobrowolnie zapisać się do programu. Cały system będzie wdrażany etapami, od lipca 2019 r. do stycznia 2021 r., w zależności od wielkości podmiotu gospodarczego.

Rząd w uzasadnieniu do ustawy założył, że po pełnym wdrożeniu programu w 2021 r. będzie w nim uczestniczyć ok. 8,6 mln osób, czyli 75 proc. uprawnionych, a aktywa PPK w ciągu pięciu lat od pełnego wdrożenia sięgną 120 mld zł. Aktywa będą zarządzane przez uprawnione do tego instytucje finansowe, wśród których mogą się znaleźć: Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, Powszechne Towarzystwa Emerytalne, Pracownicze Towarzystwa Emerytalne i Zakłady Ubezpieczeń. Wyboru instytucji, w imieniu pracownika, będzie dokonywał pracodawca.

W jaki sposób program PPK będzie oddziaływał na gospodarkę, wynagrodzenia i emerytury? Na program można patrzeć z perspektywy indywidualnej i makroekonomicznej, a dopiero połączenie obu tych spojrzeń pozwala zrozumieć zakładany wpływ.

Z perspektywy indywidualnej istotne są bodźce finansowe i wpływ na wysokość emerytury. Program powinien być opłacalny dla przeciętnego gospodarstwa domowego, które chce oszczędzać na emeryturę i chce część swoich aktywów alokować poza depozytami bankowymi. Opłacalność wynika chociażby z dopłat państwa, które sięgają ok. 0,5 proc. przeciętnego wynagrodzenia brutto w skali roku, co jest wielkością istotną z punktu widzenia zwrotów możliwych do osiągnięcia na rynku finansowym. Rząd zakłada, że uczestnicząc w PPK przez 40 lat, osoba zarabiająca przeciętne wynagrodzenie będzie mogła podnieść stopę zastąpienia o 21 pkt proc. w opcji bazowej i nawet o 45 pkt proc. w opcji rozszerzonej. Te projekcje opierają się jednak na założeniu wypłaty świadczenia tylko przez 10 lat. Co więcej, rząd założył relatywnie wysoką stopę zwrotu z aktywów – realnie 3,5 proc. rocznie, co w erze niskich stóp procentowych będzie trudne do osiągnięcia (patrz Gagnon, Johannsen, Lopez-Salido (2016)). Przy bardziej realnych założeniach makroekonomicznych oraz wypłacie świadczenia przez cały okres otrzymywania emerytury, stopa zastąpienia może wzrosnąć dzięki PPK o ok. 10 pkt proc. w opcji bazowej i ok. 20 pkt proc. w opcji rozszerzonej.

Z perspektywy makroekonomicznej istotne są dwa efekty. Większość ekonomistów koncentruje się na efekcie wzrostu stopy oszczędzania i tym samym stopy inwestycji, a w konsekwencji akumulacji kapitału. Zgodnie z klasyczną teorią wzrostu gospodarczego ma to podnieść długookresowy PKB per capita Polski poprzez wyższą akumulację kapitału na pracownika, co powinno się przełożyć również na wyższe płace i emerytury. Jednak sam efekt akumulacji kapitału może być mniej istotny w stosunku do efektów kompozycji aktywów finansowych gospodarstw domowych, czyli rozwoju rynków papierów wartościowych.

Na program można patrzeć z perspektywy indywidualnej i makroekonomicznej, a dopiero połączenie obu tych perspektyw pozwala zrozumieć zakładany wpływ programu

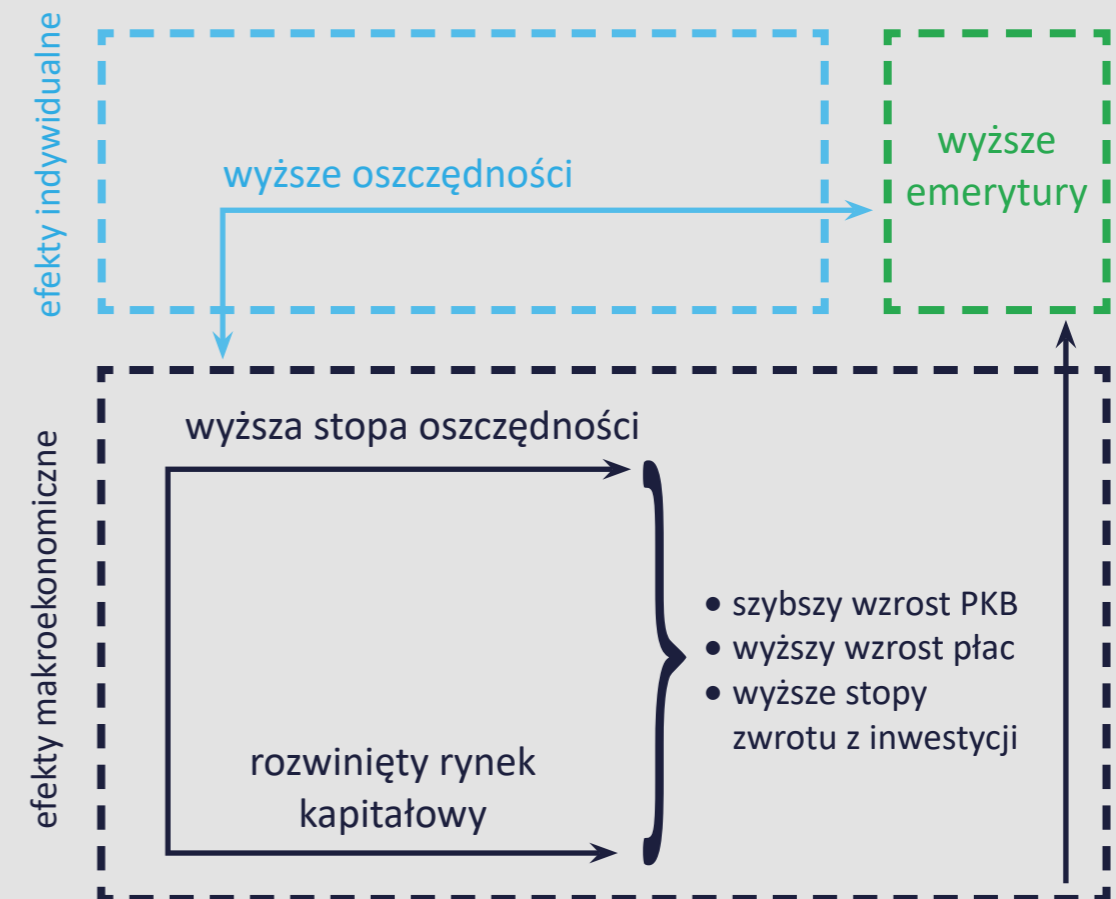
Wiele wskazuje, że rozwój rynku kapitałowego może mieć znacznie większy wpływ na dynamikę PKB per capita niż sama stopa oszczędzania w gospodarce

Wiele wskazuje, że rozwój rynku kapitałowego może mieć znacznie większy wpływ na dynamikę PKB per capita, wynagrodzeń i wysokość emerytur niż sama stopa oszczędzania w gospodarce.

Z programem związane są również ryzyka. Można je podzielić na dwie grupy. Po pierwsze, są to ryzyka związane z oddziaływaniem samego programu na zachowanie podmiotów gospodarczych. Program zwiększa klin podatkowy i generuje koszty fiskalne. Ryzyka z tym związane mogą być łagodzone poprzez większą podaż pracy skorelowaną z atrakcyjnością PPK dla pracowników (efektywne podniesienie pensji oraz wprowadzenie ubezpieczenia emerytalnego). Po drugie, korzyści z programu będą się ujawniały wyłącznie po budowie efektywnego otoczenia instytucjonalnego dla rynku kapitałowego, czyli reguł, które będą sprzyjały przejrzystości i bezpieczeństwu obrotu na rynku. Bez takiego otoczenia oszczędzający mogą być poddani nadmiernemu ryzyku inwestycyjnemu.

Wykres 1. Kanały oddziaływania PPK z perspektywy indywidualnej i makroekonomicznej

Pracownicze Plany Kapitałowe mają bezpośrednio podnieść emeryturę oszczędzającej osoby dzięki akumulacji aktywów finansowych, ale również podnieść wzrost gospodarczy dzięki zwiększeniu stopy oszczędzania i stymulowaniu rozwoju rynku kapitałowego.



Jak oszczędności wpływają na wzrost gospodarczy

Istnieje bardzo dobrze udokumentowana korelacja między stopą oszczędności a wzrostem gospodarczym. Widać ją na wykresie 2. Kraje, które większą część dochodu oszczędzają, notują wyższy wzrost gospodarczy (po uwzględnieniu wyjściowego poziomu rozwoju). Ta korelacja intuicyjnie prowadzi do wniosku, że podniesienie stopy oszczędności wiąże się z poprawą perspektyw rozwojowych. Ale żeby ten intuicyjny wniosek potwierdzić, potrzebne jest odwołanie się do badań ekonomicznych.

Przypomnijmy, że oszczędności gospodarstw domowych w PPK mogą sięgnąć ok. 10 mld zł rocznie, czyli ok. 0,5 proc. PKB. Częściowo efekt ten będzie zniwelowany przez redukcję oszczędności dobrowolnych poza systemem PPK (efekt może nawet przekroczyć 50 proc. sumy łącznych oszczędności), ale jednocześnie w długim okresie rozwój instrumentów finansowych o atrakcyjnej stopie zwrotu może się przełożyć na większą skłonność do dobrowolnego oszczędzania poza systemem emerytalnym.

W teorii ekonomii podejście do wyjaśniania zależności między stopą oszczędności a wzrostem gospodarczym było różne. Nie wszyscy ekonomiści twierdzą, że wyższe oszczędności powodują szybszy rozwój – niektórzy wskazują, że jest odwrotnie. Jedną z najbardziej popularnych teorii wyjaśniających zachowania konsumpcyjne i oszczędnościowe gospodarstw domowych, czyli teorię cyklu życia, rozwijaną przez noblistę Franco Modiglianiego w latach 50. i 60. XX wieku, wskazuje, że zależność przebiega od wysokiego wzrostu gospodarczego do wysokiej stopy oszczędności, a nie odwrotnie. W teorii tej konsumpcja i oszczędności zależą m.in. od postrzegania przez gospodarstwo domowe swojej ścieżki dochodu w całym życiu. Gospodarstwo domowe dąży do równego rozłożenia konsumpcji na przestrzeni lat, dlatego oszczędza w okresie podwyższonych dochodów i redukuje oszczędności w okresie niskich dochodów. Dlatego młode osoby mają ujemne oszczędności, osoby w średnim wieku wyraźnie dodatnie oszczędności, a osoby w podeszłym wieku znów ujemne oszczędności. W warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego osoby młodsze mają wyższy oczekiwany życiowy dochód niż osoby starsze, dlatego relacja oszczędności do dochodu jest generalnie wyższa. Istnieją badania empiryczne, które potwierdzają taki kierunek zależności. Na przykład Carroll i Weil (1993) pokazują na podstawie analizy danych makro- i mikroekonomicznych, że wysoki wzrost dochodu powoduje wyższą stopę oszczędzania, ale odwrotnego efektu już nie widać lub jest on bardzo słaby.

Jednak dominujący kierunek w badaniach ekonomicznych jest obecnie taki, że korelację między stopą oszczędzania a wzrostem gospodarczym postrzega się jako zależność przyczynowo-skutkową przebiegającą od oszczędności do wzrostu.

W długim okresie rozwój instrumentów finansowych o atrakcyjnej stopie zwrotu może się przełożyć na większą skłonność do dobrowolnego oszczędzania również poza systemem PPK

Korelację między stopą oszczędzania a wzrostem gospodarczym postrzega się jako zależność przyczynowo-skutkową przebiegającą od oszczędności do wzrostu

PPK a stopa oszczędności
– dlatego kraj oszczędzający więcej rozwija się szybciej

W dwóch głównych typach teorii wyjaśniających źródła wzrostu gospodarczego – teorii neoklasycznej i teorii tzw. endogenicznego wzrostu – wyższa stopa oszczędności przekłada się na wyższy wzrost dochodu per capita poprzez wyższą akumulację kapitału per capita. Siła tego efektu jest różna, ale kierunek zależności identyczny.

Najpopularniejszym punktem odniesienia dla wszelkich dyskusji nad wzrostem gospodarczym jest słynna teoria Roberta Solowa. Wyjaśnia ona, że poziom rozwoju jest wynikiem stopy oszczędności (i inwestycji) i dynamiki populacji, a dynamika rozwoju jest efektem postępu technologicznego. Z kolei najśłynniejsza modyfikacja tej teorii, czyli model Grega Mankiwa, Davida Romera i Davida Weila (z 1992 r.), pokazuje, że gdy w modelu uwzględnimy kapitał zarówno fizyczny, jak i ludzki, to wyższa akumulacja kapitału fizycznego przez wyższą stopę oszczędności podnosi zarówno poziom dochodu per capita, jak i wzrost dochodu per capita. Wynika to z faktu, że w przeciwieństwie do modelu Solowa dochodzenie gospodarki do stanu równowagi trwa długo i przez to wyższy stan równowagi oznacza również wyższy wzrost gospodarczy.

W teorii endogenicznego wzrostu gospodarczego (rozwijanej na przykład przez Paula Romera, Roberta Lucasa czy Petera Howitta) stopa oszczędności przekłada się na wzrost dochodu per capita w nieco inny sposób – podwyższa kapitał per capita, ale również podnosi dynamikę wydajności pracy dzięki alokowaniu części oszczędności (i przez to inwestycji) w aktywność badawczo-rozwojową. To bardzo istotna różnica z punktu widzenia zrozumienia roli rynku kapitałowego w systemie długookresowego oszczędzania. Liczy się bowiem nie tyle sama akumulacja kapitału, ile efektywność jego wykorzystania. Obrazując to przykładem, zaopatrzyć kraj w fabryki i maszyny nie jest bardzo trudno, natomiast wykorzystać te fabryki i maszyny do produkcji towarów pożądaných przez obywateli w różnych krajach jest już znacznie trudniej. Innymi słowy, jakość inwestycji ma równie duże, a może nawet większe znaczenie co ilość inwestycji.

Kluczowe we wszystkich modelach jest to, że stopa oszczędności przekłada się na stopę inwestycji. Kraje, które mają wyższą stopę oszczędności, mają też zwykle wyższą stopę inwestycji – zjawisko to znane jest pod nazwą zagadki Feldsteina-Horioki. Wynika ono m.in. z preferencji do krajowego inwestowania (ang. home-bias). Ale nie musi jednoznacznie oznaczać, że wyższa stopa oszczędności przekłada się na wyższą stopę inwestycji w sposób automatyczny. Oszczędności i inwestycje w miarę się bilansują, ale to nie oznacza, że proces inwestycyjny jest bezpośrednio zależny od procesu oszczędnościowego – to bilansowanie uwzględnia bardzo złożone relacje między obiema zmiennymi. Z punktu widzenia analizy sytuacji takiej gospodarki jak polska ważne jest to, że wyższa stopa oszczędności obniża koszt kapitału, ryzyko inwestycyjne i podnosi efektywność dyfuzji technologii w gospodarce. Jak pokazują Aghion, Howitt (2005), stopa oszczędności jest szczególnie istotna dla wzrostu gospodarczego krajów, które nie są bardzo blisko światowej granicy technologicznej.

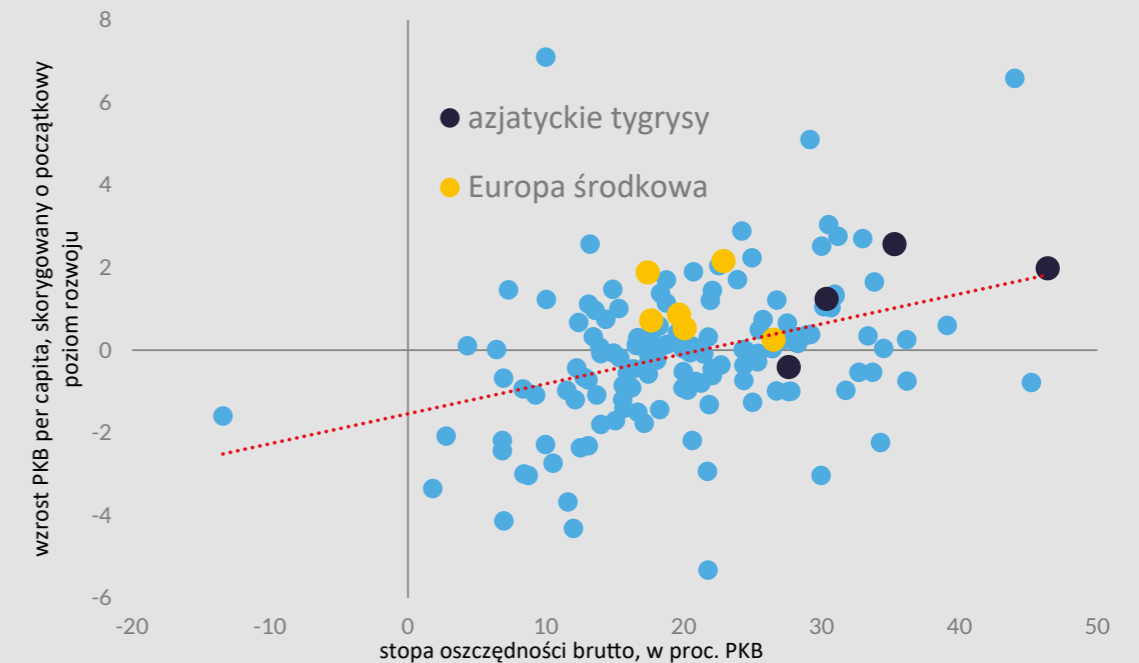
Można powiedzieć, że teoria ekonomii nie przynosi absolutnie jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o wpływ stopy oszczędności na dynamikę PKB, ale daje istotne wskazania, że taki wpływ istnieje. Polityka wpływająca na podniesienie stopy oszczędności ma dużą szansę przynieść pozytywne efekty w postaci wyższej dynamiki dochodów.

W modelach endogenicznego wzrostu gospodarczego wyższa stopa oszczędności podnosi kapitał per capita, ale również podnosi dynamikę wydajności pracy

Z punktu widzenia analizy sytuacji takiej gospodarki jak polska, ważne jest to, że wyższa stopa oszczędności obniża koszt kapitału, ryzyko inwestycyjne i podnosi efektywność dyfuzji technologii

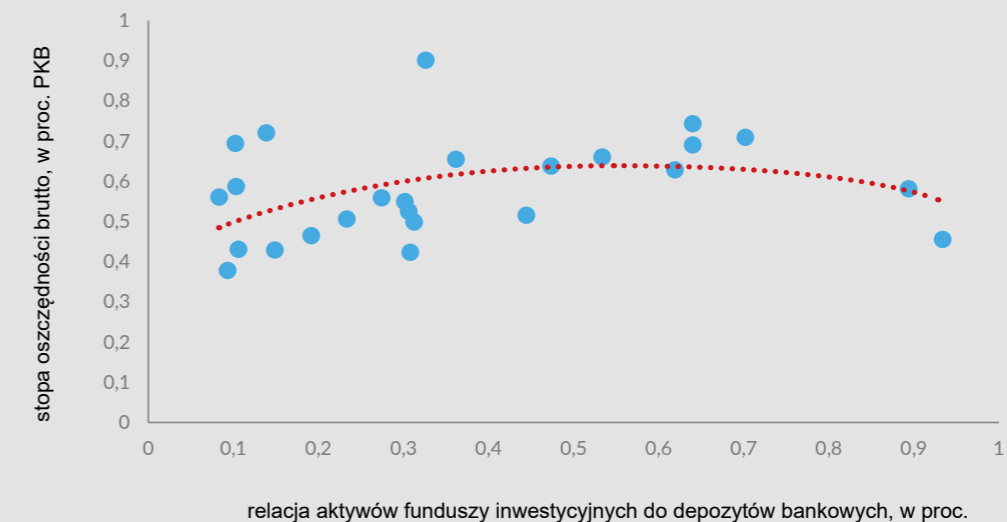
Wykres 2. Stopa oszczędzania a wzrost gospodarczy – średnia za lata 1990-2017 (źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego)

Wyższa stopa oszczędności wiąże się z wyższym wzrostem gospodarczym. Ale w którym kierunku przebiega zależność i czy w ogóle taka zależność występuje? Większość mainstreamowych teorii ekonomicznych wskazuje, że wyższe oszczędności POWODUJĄ wyższy wzrost PKB per capita.



Wykres 3. Kompozycja aktywów finansowych a stopa oszczędności w krajach OECD w 2017 r. (źródło: Bank Światowy)

Wzrost stopy oszczędności spowodowany przez PPK nie będzie wystarczająco wysoki, by wywołać bezpośrednio istotne skutki makroekonomiczne. Ale można liczyć, że rozwój rynku kapitałowego i produktów finansowych może pobudzić dodatkowe oszczędzanie gospodarstw domowych. Wśród krajów OECD z niższym poziomem rozwoju rynku kapitałowego, widać dodatnią korelację między rozwojem instytucji rynku kapitałowego a stopą oszczędności.



Dlaczego Polska potrzebuje wyższych oszczędności

- Polska należy do krajów o najniższej stopie oszczędności w Unii Europejskiej. Niekonsumowana część dochodu w relacji do PKB wynosi w Polsce ok. 19 proc., podczas gdy średnia dla strefy euro sięga 25 proc., podobnie jak średnia dla Czech, Węgier i Słowacji, czyli krajów regionu, z którymi Polskę najczęściej się porównuje. Przekłada się to na niższą stopę inwestycji, która w Polsce wynosi niecałe 18 proc., przy średniej dla strefy euro na poziomie 21,5 proc., a dla największych krajów regionu – 24,5 proc. W programie gospodarczym rządu (tzw. Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju) założono, że celem polityki gospodarczej powinno być osiągnięcie stopy inwestycji w Polsce zbliżonej do 25 proc. PKB, co wiąże się z koniecznością zwiększenia stopy oszczędności. Napisano w nim: „Sukces Strategii w długiej perspektywie zależy w dużym stopniu od powodzenia przedsięwzięcia znaczącego wzrostu skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych oraz poprawy stabilności finansów publicznych”.
- W Polsce, podobnie jak w większości krajów rozwiniętych, spada udział gospodarstw domowych w oszczędnościach, a rośnie udział firm. Wynika to z wielu powodów, m.in. ze spadających relatywnych cen dóbr kapitałowych czy obniżającego się udziału wynagrodzeń w PKB. Ale w Polsce udział firm w oszczędnościach jest większy niż w Europie Zachodniej. Stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wynosi niewiele ponad 4 proc., podczas gdy średnia zarówno dla strefy euro jak i największych krajów Europy Środkowej wynosi ok. 12 proc. Polska stała się krajem, w którym sektor gospodarstw domowych oszczędza w stopniu minimalnym. Biorąc pod uwagę skalę wyzwań związanych z wysokością przyszłych emerytur, stało się to zjawiskiem niepokojącym. Uniknięcie masowego ubóstwa emerytalnego wymaga, aby stopa oszczędności emerytalnych wynosiła ok. 8-10 proc. A przecież oszczędności emerytalnie nie są i nie mogą być jedynymi oszczędnościami gospodarstw domowych. Łączna stopa oszczędności gospodarstw domowych powinna przekraczać 10 proc.
- Polskie gospodarstwa domowe relatywnie wysoką część aktywów finansowych utrzymują w formie bardzo płynnych, krótkoterminowych instrumentów, co może podnosić koszt kapitału dla firm. W samej gotówce utrzymywanych jest 9 proc. aktywów, podczas gdy w całej Unii Europejskiej jest to ok. 2 proc. W depozytach bankowych jest 23 proc. aktywów, w porównaniu ze średnią dla UE na poziomie 16 proc. A wśród depozytów w Polsce, większość stanowią te krótkoterminowe. Preferencja ludności dla aktywów płynnych i krótkookresowych oznacza, że struktura oszczędzania jest niedopasowana do struktury finansowania inwestycji, która opiera się na zobowiązaniach długoterminowych. To niedopasowanie może ograniczać dostępność kapitału dla firm w Polsce.

Niekonsumowana część dochodu w relacji do PKB wynosi w Polsce ok. 19 proc., podczas gdy średnia dla strefy euro sięga 25 proc.

W samej gotówce utrzymywanych jest 9 proc. aktywów, podczas gdy w całej Unii Europejskiej jest to ok. 2 proc.

Kanały oddziaływania stopy oszczędzania na wzrost gospodarczy

Program Pracowniczych Planów Kapitałowych może bezpośrednio podnieść stopę oszczędności w gospodarce o ok. 0,3 pkt proc. PKB. Jest to efekt netto, wynikający z wyższych oszczędności emerytalnych i pewnej redukcji oszczędności dobrowolnych. Dodatkowo można oczekiwać, że dzięki rozwojowi atrakcyjnej oferty inwestycyjnej skłonność do oszczędzania podniesie się bardziej, niż wskazują efekty bezpośrednie. Bazując na opisanych powyżej badaniach ekonomicznych, można zakładać, że wyższa stopa oszczędności przełoży się na wyższy wzrost gospodarczy poprzez następujące mechanizmy:

- wyższa stopa oszczędności pozwoli osiągać wyższą stopę inwestycji, przy której nie narasta nierównowaga zewnętrzna w postaci ujemnego salda obrotów bieżących. To powinno podnieść stabilność makroekonomiczną Polski i przez to zmniejszyć premię za ryzyko i stopy procentowe w relacji do scenariusza z niższymi oszczędnościami. Niższa premia za ryzyko powinna sprzyjać akumulacji kapitału i tym samym wyższej dynamice PKB per capita,
- wyższa stopa oszczędności pozwoli zwiększyć alokację kapitału na projekty badawcze i rozwojowe, a tym samym podnieść dynamikę efektywności wykorzystania środków produkcji, co ma bezpośrednie przełożenie na dynamikę PKB per capita,
- wyższa stopa oszczędności zwiększy atrakcyjność Polski jako miejsca do inwestowania dla zagranicznych firm pochodzących z krajów znajdujących się na granicy technologicznej i tym samym zwiększy transfer technologii do Polski,
- wyższa stopa oszczędności gospodarstw domowych może pozwolić na zwiększenie udziału aktywów długookresowych w ogólnych aktywach tego sektora w Polsce, co z kolei może się przełożyć na niższy koszt finansowania dla firm, wyższą stopę inwestycji i tym samym wyższy wzrost PKB per capita,
- szacunki ekonometryczne wskazują, że podniesienie stopy oszczędności o 1 pkt proc. daje wyższy wzrost PKB o ok. 0,1 pkt proc., co w perspektywie 25 lat przekłada się na wzrost poziomu dochodu per capita łącznie o 2,5 proc.

Wyższa stopa oszczędności pozwoli osiągać wyższą stopę inwestycji, przy której nie narasta nierównowaga zewnętrzna w postaci ujemnego salda obrotów bieżących

Wyższa stopa oszczędności zwiększy atrakcyjność Polski jako miejsca do inwestowania dla zagranicznych firm pochodzących z krajów znajdujących się na granicy technologicznej

Kraje bogatsze mają większe rynki kapitałowe. Co z tego wynika?

Akumulacja kapitału ma znaczenie, co opisane zostało dokładnie w poprzednim rozdziale. Jednak sposób, w jaki ludzie oszczędzają, i aktywa, jakie gromadzą, mogą mieć, niezależnie od wysokości stopy oszczędności, również istotny wpływ na rozwój gospodarczy. Dokładniejsze analizy wskazują, że wpływ ten może być nawet istotniejszy od oddziaływania samej stopy oszczędności. **Pracownicy Planu Kapitałowego mogą sprawić, że zwiększy się udział instrumentów kapitałowych w aktywach gospodarstw domowych, co powinno się przełożyć na korzyści dla całej gospodarki.**

Prosta analiza danych pokazuje, że im kraj jest bogatszy, tym bardziej ma rozwinięty rynek kapitałowy i infrastrukturę z nim związaną. Ale podobnie jak w przypadku stopy oszczędności, kierunek zależności przyczynowej może być różny. Przecież jeżeli kraje zamożniejsze mają większy odsetek obywateli posiadających ferrari, to nie znaczy, że rozprzestrzenienie własności tego typu samochodu przekłada się na wzrost gospodarczy i zamożność. Podobny zarzut można postawić tezie, że rynek kapitałowy podnosi tempo rozwoju. Badania ekonomiczne pozwalają jednak zidentyfikować zależność między rozwojem rynku kapitałowego a rozwojem ogólnym, czego na pewno nie da się powiedzieć o ferrari i PKB.

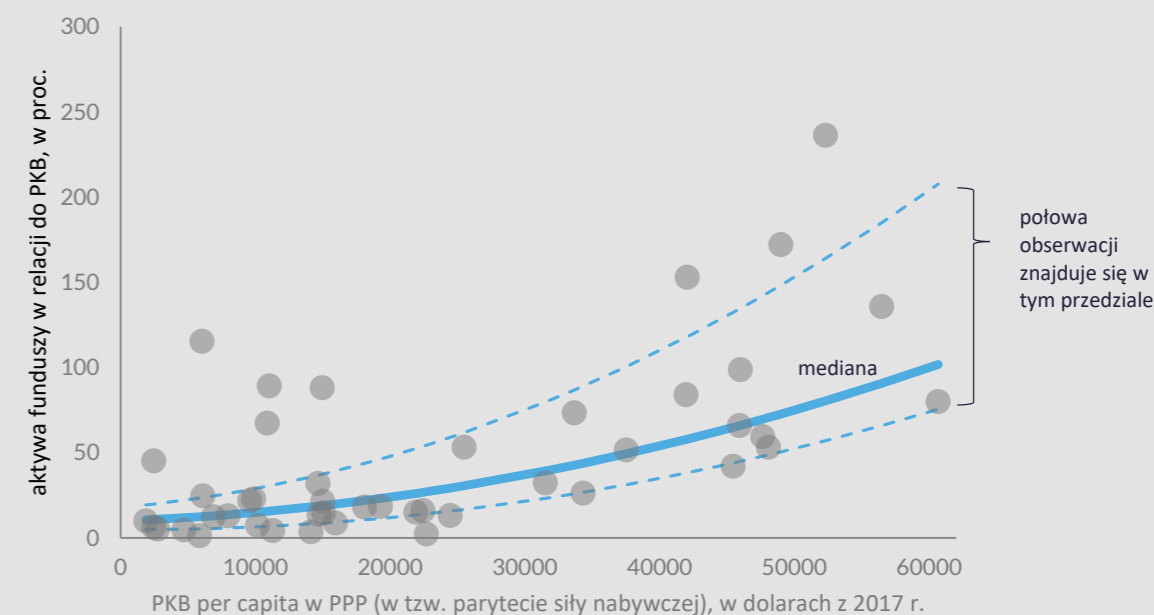
Badania ekonomiczne pozwalają zidentyfikować zależność między rozwojem rynku kapitałowego a rozwojem gospodarczym

PPK a rynek kapitałowy

– dlaczego polskie firmy potrzebują płynnego rynku i dlaczego może to wspomóc ich rozwój

Wykres 4. PKB per capita a wielkość aktywów funduszy inwestycyjnych i emerytalnych (źródło: Bank Światowy)

Im kraj bogatszy, tym bardziej rozwinięte są rynki kapitałowe i ich otoczenie. Jednak relacja nie jest liniowa. Rola rynku kapitałowego rośnie szybciej w krajach bardziej rozwiniętych, czyli po przekroczeniu 20 000-30 000 dolarów w PKB per capita. Wiele wskazuje, że wraz z rozwojem gospodarki rośnie znaczenie usług dostarczanych przez tego typu instytucje.



Rolę rynku kapitałowego można wyjaśniać na różne sposoby, a trzy najważniejsze kanały wpływu na rozwój to: 1) dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego i dzięki temu zwiększenie finansowania ryzykownych i bardziej produktywnych projektów rozwojowych; 2) zwiększenie przejrzystości rynku i tym samym większa efektywność obiegu informacji; 3) zwiększenie finansowania firm poprzez umożliwienie emisji akcji i obligacji. Kanały pierwszy i trzeci są do siebie podobne i prawdopodobnie najistotniejsze – najczęściej pojawiają się w teoriach ekonomicznych.

Kluczowe dla zrozumienia roli rynku kapitałowego jest to, że aktywność zarówno oszczędnościowa, jak i inwestycyjna mogą mieć różny charakter. Oszczędzający mają do wyboru aktywa bezpieczne i płynne lub bardziej ryzykowne i długookresowe, czyli np. mogą wybrać – w skrajnych przypadkach – bony skarbowe lub akcje. A firmy mają do wyboru projekty mniejsze i bezpieczniejsze lub większe, bardziej złożone, czyli np. mogą wybrać rozbudowę istniejącej linii produkcyjnej lub budowę nowej fabryki w nowej technologii (patrz teorie Aghion, Angeletos i inni (2005), Acemoglu, Zilibotti (1997)). Istnienie rynku kapitałowego sprzyja alokacji oszczędności w bardziej ryzykownych aktywach, dzięki czemu rośnie finansowanie bardziej ryzykownych inwestycji w aktywa trwałe. Rozwój finansowy kraju, rozumiany zarówno jako rozwój rynku bankowego, jak i rozwój rynku kapitałowego sprawia, że bardziej produktywny projekty inwestycyjne pojawiają się częściej. Dzięki temu produktywność w gospodarce rośnie szybciej.

Ten mechanizm w formie teorii endogenicznego wzrostu gospodarczego opisał Levine (1989). W tym uproszczonym modelu przedsiębiorca zwiększa skłonność do inwestowania w ryzykowne przedsięwzięcia, jeżeli wie, że z inwestycji będzie mógł relatywnie łatwo wyjść poprzez sprzedaż udziałów w firmie. A zatem większa płynność rynku akcji sprzyja przedsiębiorczości. W ten sposób częściej powstają produktywnie firmy i wyższe jest tempo akumulacji kapitału ludzkiego. W praktyce bodźce, jakim podlegają właściciele i menedżerowie firm, są oczywiście bardziej złożone, ale implikowana przez model zależność została potwierdzona. Ten sam autor potwierdził ją w badaniach empirycznych (Levine, Zervos (1996)). Zadekstronował w nich, że kraje o wyższej relacji obrotów giełdowych do PKB notują wyższe tempo wzrostu gospodarczego (ogółem i per capita) oraz wyższą akumulację kapitału. Do bardzo podobnych wniosków doszli Rousseau, Wachtel (2000).

Trzeba jednak przyznać, że liczba badań teoretycznych i empirycznych nad rolą rynku kapitałowego nie jest duża w porównaniu na przykład do literatury dotyczącej wzrostu gospodarczego ogółem. Jak wskazuje Zingales (2015), dowody na korzystny wpływ rynku kapitałowego na gospodarkę nie są przytłaczające.

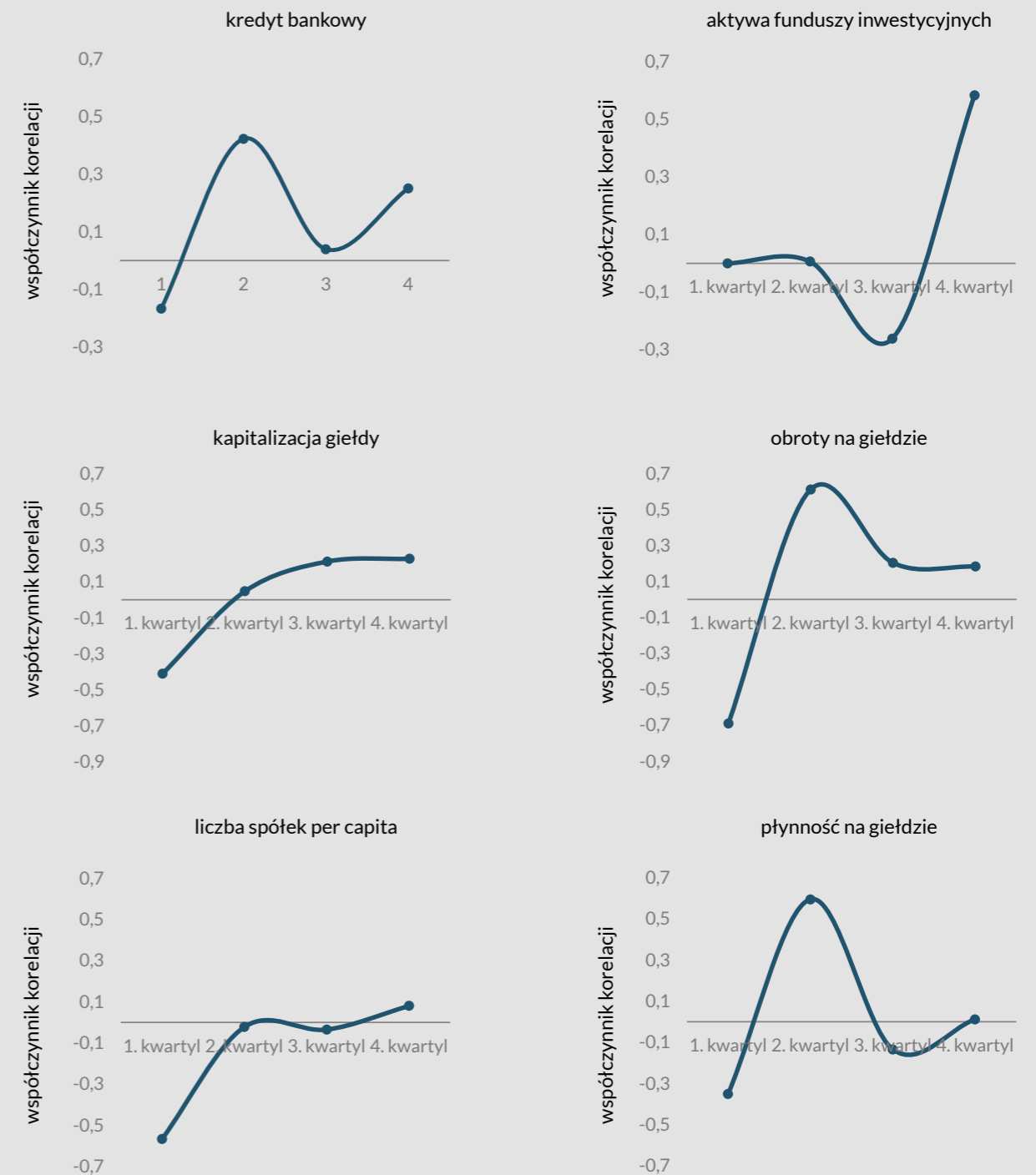
Z punktu widzenia analizy sytuacji w polskiej gospodarce bardzo istotne jest wskazanie, że zależność między rozwojem rynku kapitałowego a rozwojem gospodarczym jest nieliniowa. Oznacza to, że wpływ rynku kapitałowego na rozwój może być różny na różnych poziomach rozwoju gospodarczego. Pokazujemy to na wykresie 5, na którym widać korelację między różnymi wskaźnikami rozwoju rynku a wzrostem gospodarczym w zależności od poziomu dochodu per capita. Kapitalizacja giełdy czy wielkość funduszy inwestycyjnych są pozytywnie skorelowane ze wzrostem gospodarczym w krajach z górnego kwartyłu rozkładu dochodu i negatywnie skorelowane w krajach uboższych.

Rynek kapitałowy generalnie sprzyja bardziej ryzykownym oszczędnościom i alokacji tych oszczędności w bardziej ryzykownych inwestycjach

Wpływ rynku kapitałowego na rozwój może być różny na różnych poziomach rozwoju gospodarczego

Wykres 5. Korelacja między rozwojem rynku kapitałowego a wzrostem gospodarczym w zależności od poziomu PKB per capita. Kraje zostały podzielone na kwartyle i w każdym kwartyle korelacja między wzrostem a zmienną opisującą rozwój rynku została zmierzona oddzielnie (źródło: obliczenia własne na podstawie danych Banku Światowego)

Dane wskazują, że w krajach najbardziej rozwiniętych zbieżność rozwoju rynku kapitałowego i wzrostu gospodarczego jest najwyższa. Korelacja nie musi oznaczać zależności przyczynowej, ale zarówno teoria ekonomii, jak i analizy ekonometryczne wskazują, że może istnieć zależność między rozwojem rynku a dynamiką PKB per capita.



Nieliniowość relacji między rynkiem kapitałowym i rozwojem gospodarczym jest kluczem do zrozumienia przyszłej roli rynku w Polsce. Im bliżej granicy technologicznej jest Polska, tym bardziej ryzykowne będą inwestycje podejmowane przez polskie przedsiębiorstwa, ponieważ w mniejszym stopniu będą się opierały na imitacji, a w większym na innowacjach. To wymaga takich form finansowania, które sprzyjają podejmowaniu ryzyka. Rynek kapitałowy sprzyja dywersyfikacji ryzyka, a zatem obniża koszty finansowania najtrudniejszych projektów inwestycyjnych. Im więc bliżej granicy technologicznej będzie Polska, tym mniejsza będzie rola samej stopy oszczędności, a większa – kompozycji tych oszczędności i rozwoju rynku kapitałowego.

Modelowo mechanizm ten opisują m.in. Boyd i Smith (1998). Wskazują oni, że inwestycje finansowane długiem są coraz kosztowniejsze do oceny wraz z wyższym poziomem PKB per capita (rośnie koszt ewaluacji), dlatego firmy w coraz większym stopniu odwołują się do finansowania poprzez rynek kapitałowy, które staje się tańsze i łatwiejsze. Podobne implikacje ma model zbudowany przez Acemoglu i Zilibottiego (1997), choć mechanizm tego modelu jest inny. Wskazują oni, że rozwój gospodarczy wiąże się nieodłącznie z rozbudową rynku finansowego, który pozwala dywersyfikować ryzyko. Na niskich poziomach rozwoju inwestycje mają losowy charakter, ponieważ dostęp do narzędzi umożliwiających dywersyfikację jest niski. Dlatego też wzrost gospodarczy w krajach uboższych jest bardziej zmienny – przy niskiej dywersyfikacji większa jest rola czystego przypadku w generowaniu sukcesu/porażki inwestycyjnej. Z tego też powodu w uboższych krajach finansowanie dłużne jest bardziej popularne. Oszczędzając, nie mogąc dywersyfikować ryzyka, szukają bezpieczeństwa. Im kraj jest zamożniejszy, tym szersze jest pole do dywersyfikacji, co oszczędzającym otwiera możliwości do ekspozycji na ryzyko, a firmom do finansowania większych i bardziej produktywnych projektów.

W badaniach empirycznych ten kierunek analiz rozwijają Demirug-Kunc, Levine (2011), którzy pokazują, że wraz z rosnącym poziomem dochodu rośnie statystycznie znaczenie rynku kapitałowego i spada (relatywnie) znaczenie rynku bankowego. Wskazuje to na zmianę zapotrzebowania na różne rodzaje usług finansowych na różnych poziomach rozwoju. Te badania potwierdzają opisaną powyżej teorię. W ten sposób należy też interpretować dane zaprezentowane na wykresie 5. Wprawdzie dane pokazują zwykłą korelację, ale biorąc pod uwagę dostępną teorię, można tę korelację interpretować jako zależność przyczynową. Co więcej, w analizie ekonometrycznej wykorzystaliśmy metody, które lepiej identyfikują zależność przyczynową – jako zmienną wyjaśniającą wzrost gospodarczy wykorzystywaliśmy poziom rozwoju rynku na początku analizowanego okresu, by uniknąć problemu tzw. reverse causality.

Nieliniowość relacji między rynkiem kapitałowym a rozwojem gospodarczym dotyczy nie tylko zmiany relacji na różnych poziomach dochodu, ale też na różnych poziomach wielkości rynku kapitałowego. Im bardziej rynek jest rozwinięty, tym jego krańcowe znaczenie jest mniejsze. Zwiększenie kapitalizacji giełdy z 200 do 300 proc. PKB nie wiąże się z żadną różnicą w tempie rozwoju gospodarczego, ale już zwiększenie kapitalizacji z 20 do 40 proc. PKB ma istotne znaczenie. Dlaczego? Im większy jest rynek kapitałowy, tym bardziej ujawniają się negatywne efekty z nim związane, takie jak nadmierna koncentracja spółek na krótkookresowych wynikach finansowych.

Im bliżej granicy technologicznej jest Polska, tym bardziej ryzykowne będą inwestycje podejmowane przez polskie przedsiębiorstwa

Im bardziej rynek jest rozwinięty, tym jego krańcowe znaczenie jest mniejsze, nawet w krajach najzamożniejszych

Polska jest w tej specyficznej sytuacji, że należy do krajów relatywnie wysoko rozwiniętych (znajduje się w górnym kwartyle rozkładu dochodu), ale jednocześnie w tej grupie posiada relatywnie słabo rozwinięty rynek kapitałowy. To pozwala sądzić, że krańcowe znaczenie rynku kapitałowego dla polskiej gospodarki jest znacznie większe niż w przypadku krajów biedniejszych (gdzie rynek nie odgrywa tak istotnej roli) i większe niż w przypadku krajów zamożnych (gdzie rynki są już wystarczająco duże).

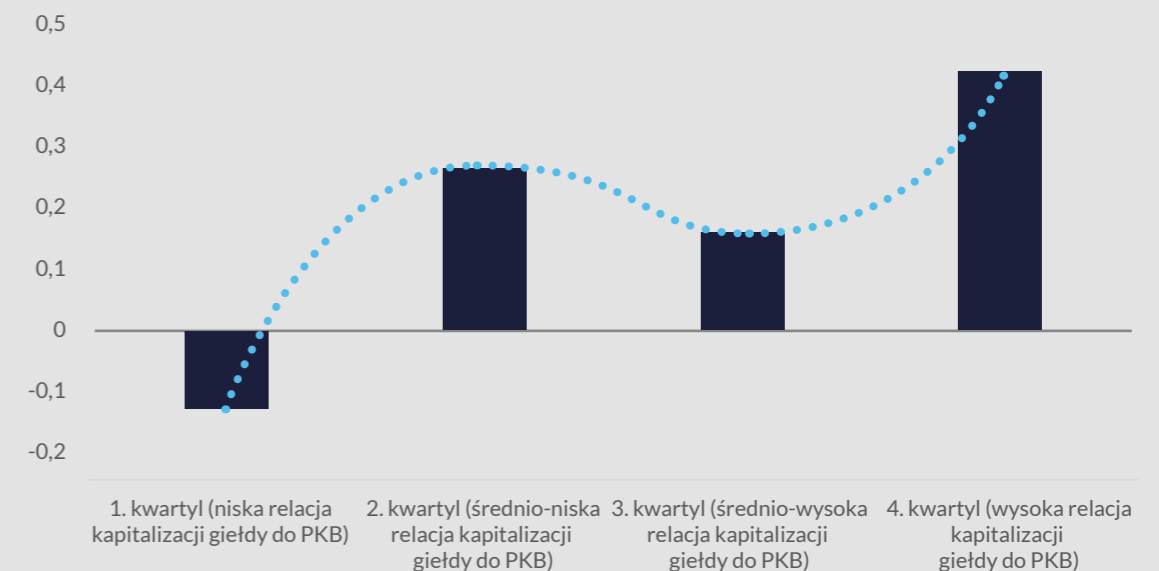
Ciekawym sposobem na zobrazowanie roli rynku kapitałowego jest porównanie tempa dyfuzji technologii z inwestycji zagranicznych w różnych warunkach funkcjonowania rynku kapitałowego. Alfaro i inni (2002) wskazują, że dobrze rozwinięty rynek kapitałowy udrażnia proces transferu technologii od inwestorów zagranicznych do firm krajowych. Bez rozwiniętego rynku finansowego i, szerzej, kapitałowego transfer ten jest często bardzo słaby. Niektóre badania pokazują wręcz, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne podnoszą produktywność w fabrykach budowanych przez samych inwestorów, ale obniżają produktywność w fabrykach lokalnych. Gdy jednak firmy mają dostęp do różnych form finansowania, znacznie rośnie prawdopodobieństwo, że nastąpi dyfuzja technologii od inwestorów do firm lokalnych.

Jak pokazane jest na wykresie 6, korelacja między bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a dynamiką PKB największa jest w krajach o najwyższym poziomie rozwoju rynku finansowego.

Krańcowe znaczenie rynku kapitałowego dla polskiej gospodarki jest znacznie większe niż w przypadku krajów biedniejszych i większe niż w przypadku krajów zamożnych

Wykres 6. Korelacja między napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych a wzrostem gospodarczym przy różnych poziomach rozwoju rynku kapitałowego (źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW i Banku Światowego)

Rozwój rynku kapitałowego sprzyja dyfuzji technologii od inwestorów zagranicznych do firm krajowych. Widać to po fakcie, że korelacja między bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a wzrostem PKB jest wyższa w krajach, w których rynek kapitałowy jest bardziej rozwinięty.



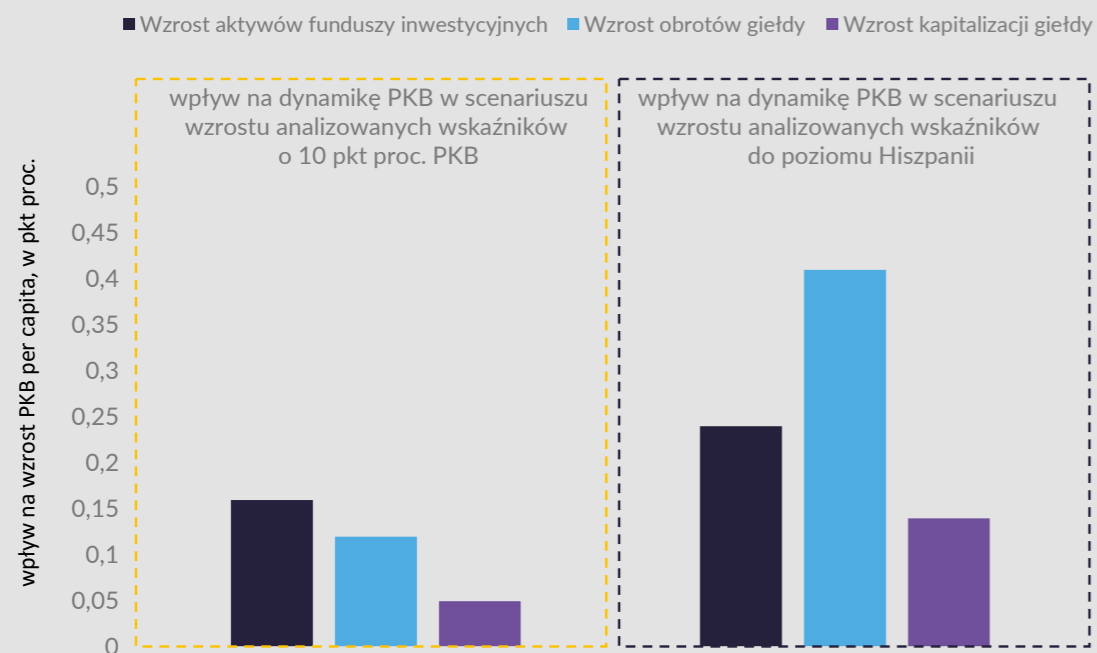
Wpływ PPK na wzrost gospodarczy

Rząd zakłada, że rocznie na rynek kapitałowy będzie trafiał strumień oszczędności w wysokości ok. 0,5 proc. PKB w scenariuszu minimum. To oznacza, że łączna kapitalizacja funduszy w programie w ciągu 20 lat sięgnie 10 proc. PKB. Można jednak zakładać, że rozwój rynku zmobilizuje dodatkowe oszczędności spoza PPK – przyciągnie kapitał zarówno krajowy, jak i zagraniczny. Zwiększyć się mogą obroty na giełdzie, płynność, kapitalizacja itd.

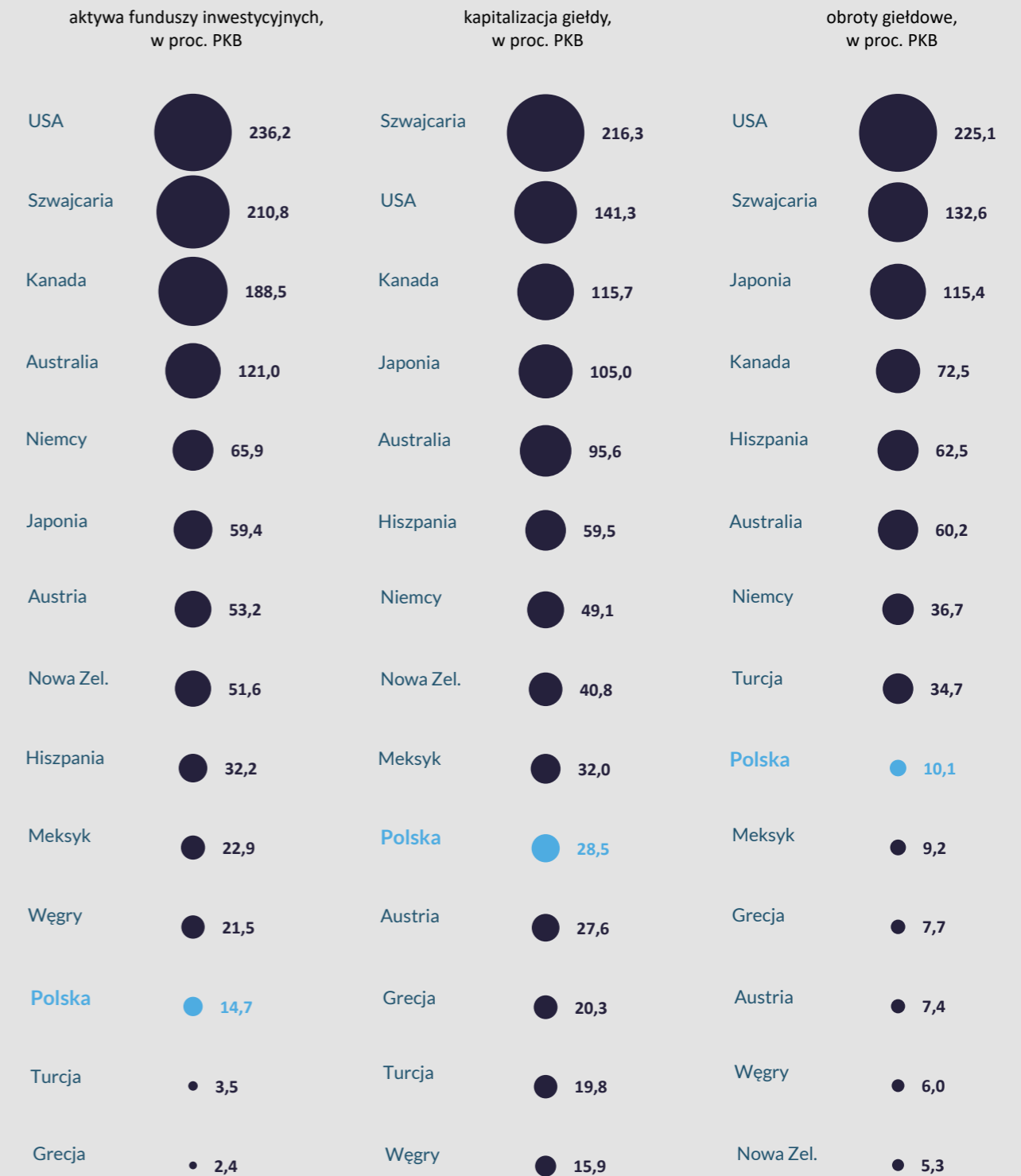
W celu oszacowania wpływu rozwoju rynku kapitałowego na rozwój gospodarczy zbudowaliśmy model ekonometryczny podobny do tego, który wykorzystał Levine (1996) i do modeli stosowanych w badaniach empirycznych nad determinantami wzrostu gospodarczego. W modelu tym wzrost PKB per capita jest funkcją wyjściowego poziomu PKB per capita (efekt konwergencji – kraje uboższe rozwijają się szybciej), wyjściowej stopy inwestycji oraz wyjściowych wartości zmiennych związanych z rynkiem kapitałowym. Z szacunków tych wynika, że podniesienie aktywów funduszy inwestycyjnych o 10 proc. w relacji do PKB dałoby 0,15 pkt proc. we wzroście PKB, a wzrost aktywów do poziomu Hiszpanii dałby 0,24 pkt proc. dodatkowego wzrostu PKB per capita rocznie. Te potencjalne efekty będą się ujawniały stopniowo i ważne jest, by traktować je jako zasięg możliwych scenariuszy. Kluczowy wniosek jest taki, że odbudowanie w Polsce aktywnego rynku może w zauważalny sposób poprawić perspektywy rozwojowe kraju. Licząc łącznie efekty wyższej stopy oszczędności oraz rozwoju rynku kapitałowego, PKB per capita może zwiększyć się dzięki PPK o 3-10 proc. w ciągu jednego pokolenia.

Podniesienie aktywów funduszy inwestycyjnych z obecnego poziomu o 10 proc. w relacji do PKB dałoby 0,15 pkt proc. dodatkowego wzrostu PKB rocznie

Wykres 7. Wpływ rynku kapitałowego na wzrost PKB – podsumowanie (źródło: analizy autorów)



Wykres 8. Polski rynek kapitałowy na tle innych krajów w 2017 r. (źródło: Bank Światowy)



Małe nie jest piękne, czyli dlaczego gospodarka potrzebuje dużych firm

W poprzednim rozdziale pokazano zostało, że rozwój Pracowniczych Planów Kapitałowych może mieć istotny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce poprzez wsparcie rozwoju rynku kapitałowego. W oddzielnym rozdziale chcemy wyodrębnić jeden z najistotniejszych aspektów tego wpływu, jakim jest budowa silnych krajowych przedsiębiorstw. **Jest to jeden z głównych celów Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Stwierdza ona, że „krajowy kapitał jest podstawą stabilności wszystkich gospodarek rozwiniętych i dynamiczny wzrost jego roli stanowi priorytet”. Program PPK może umożliwić realizację tego celu, ułatwiając powstawanie dużych krajowych, prywatnych przedsiębiorstw.**

O ile kapitał zagraniczny odegrał i odgrywa w Polsce bardzo istotną rolę ze względu na transfer technologii i finansowanie ujemnego salda obrotów bieżących, o tyle za zdecydowaną większość inwestycji odpowiadają firmy krajowe. Co więcej, z kilku powodów rola kapitału krajowego w rozwoju gospodarczym powinna rosnąć, jeżeli polska gospodarka ma się zbliżyć do gospodarek rozwiniętych pod względem produktywności. Jak pokazują Czerniak i Bobiński (2018), rola tzw. czempionów narodowych w gospodarkach rozwiniętych jest współcześnie bardzo ważna i większość krajów rozwiniętych stosuje szereg miękkich narzędzi wspierających rozwój dużych firm krajowych. Polska też stara się to robić, a rozwój rynku kapitałowego może być ku temu jednym z najsukcesywniejszych sposobów.

Powstawanie dużych firm krajowych jest istotne z kilku powodów. Po pierwsze, co jest argumentem najbardziej liberalnym, duże firmy są znacznie bardziej produktywne niż firmy małe. Jak pokazuje Łaszek (2015), Polska ma duży problem z produktywnością małych i średnich firm, która znacznie odstaje od średniej europejskiej. Powód może być taki, że polskie średnie i małe firmy są w skali europejskiej firmami mikro, a firmy mikro są mało wydajne m.in. z powodu niskich korzyści skali, niskich nakładów na badania i rozwój oraz niskiego potencjału marketingowego. Gospodarka oparta na mikro, małych i średnich firmach ma zatem ograniczony potencjał zwiększania produktywności. Wspieranie instytucji finansowych, które ułatwiają budowę dużych firm krajowych, może to ograniczenie częściowo usunąć.

Po drugie, warunki międzynarodowej konkurencji są takie, że firmy międzynarodowe nie lokują i nie będą lokowały najbardziej wydajnych elementów łańcucha produkcyjnego w krajach takich jak Polska. Wynika to częściowo ze specyfiki procesów produkcyjnych, a częściowo z miękkiej presji politycznej stosowanej przez rządy krajów rozwiniętych. Na rynki wschodzące transferowana jest tylko taka technologia, która jest konieczna do obniżenia kosztów produkcji, ale nie technologie najnowocześniejsze. Im bliżej granicy technologicznej jest Polska, tym większy będzie wysiłek firm wkładany w eksperymentowanie, szukanie nowych technologii, budowanie międzynarodowych kanałów sprzedaży, tworzenie marki. Z tymi wyzwaniem są w stanie poradzić sobie jedynie duże firmy krajowe.

Gospodarka oparta na małych firmach ma ograniczony potencjał zwiększania produktywności

Warunki międzynarodowej konkurencji są takie, że inwestorzy zagraniczni nie lokują najbardziej wydajnych elementów łańcucha produkcyjnego w krajach takich jak Polska

PPK a budowa krajowego kapitału
– dlaczego istnienie dużych firm krajowych jest ważne dla gospodarki

Po trzecie, firmy krajowe generują największy popyt na menedżerów wysokiego szczebla zajmujących odpowiedzialne funkcje w strukturze przedsiębiorstwa, a dzięki temu przyczyniają się do budowania kapitału ludzkiego. Nie oznacza to, że firmy zagraniczne nie odgrywają bardzo istotnej roli w budowaniu kompetencji menedżerskich w Polsce – są w tym procesie bardzo ważnym elementem. Ale kompetencje związane z budową strategii rozwoju, również na rynkach międzynarodowych, i podejmowaniem najbardziej odpowiedzialnych decyzji są w stanie budować głównie podmioty krajowe.

Rynek kapitałowy sprzyja rozwojowi dużych firm. Wskazują na to zarówno proste dane, jak i badania międzynarodowe. Patrząc na polski rynek, można dostrzec, że liczba firm o bardzo wysokich obrotach w grupie spółek giełdowych rośnie znacznie szybciej niż w ogólnej populacji firm (niefinansowych) w Polsce. Do tej kalkulacji nie zalicza się oczywiście debiutów giełdowych – chodzi o częstotliwość awansu firm już obecnych na giełdzie na kolejne poziomy w rozkładzie dochodów. Jedną z przyczyn szybszego rozwoju firm giełdowych jest to, że mają one znacznie łatwiejszy dostęp do kapitału – są to firmy bardziej przejrzyste i dzięki temu nierzadko traktowane jako bardziej wiarygodne. Dzięki temu na giełdzie nie obowiązuje tzw. prawo Gibrata, wg którego tempo rozwoju firm jest niezależne od ich wielkości (małe firmy mają teoretycznie większe pole do rozwoju, ale są też bardziej ograniczone finansowo – te efekty się znoszą). Wśród firm giełdowych firmy małe i średnie mają znacznie większe szanse na awans do grupy firm dużych niż w ogólnej populacji firm.

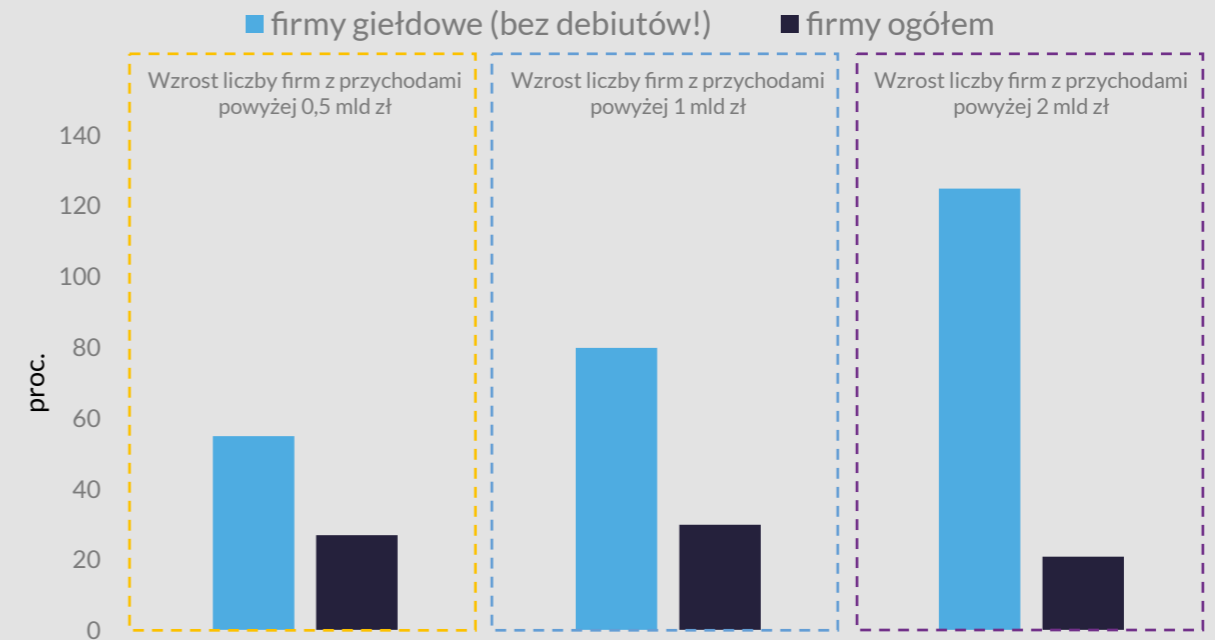
Wpływ rynku kapitałowego na tempo rozwoju firm jest udokumentowany przez szereg badań empirycznych. Rajan, Zingales (1996) jako jedni z pierwszych pokazali, że ogólny rozwój rynku finansowego sprawia, iż firmy z sektorów bardziej uzależnionych od finansowania zewnętrznego (mniej opierających się na generowanych przepływach finansowych przy dokonywaniu inwestycji) rozwijają się szybciej. Didier, Levine, Schmukler (2015) analizują dane z ponad 45 tys. firm pochodzących z 50 krajów i dochodzą do wniosku, że firmy emitujące papiery wartościowe rosną szybciej (średniorocznie 12 proc. pod względem przychodów) niż firmy funkcjonujące poza rynkiem kapitałowym (średniorocznie 4,5 proc.). Bardzo ważny wniosek wyłaniający się z tego badania jest również taki, że najistotniejszy wpływ na tempo rozwoju firm dostępność do rynku kapitałowego ma w przypadku firm mniejszych. Dostępność do rynku kapitałowego wpływa bowiem na złagodzenie ograniczeń finansowych, niższy koszt kapitału i tym samym wyższe inwestycje. Jest to wniosek istotny z punktu widzenia analizy sytuacji w Polsce. Jako kraj, który ma wyraźną potrzebę przesunięcia rozkładu dystrybucji firm w prawo i wsparcia awansu firm z pozycji „małej” do „dużej”, możemy wykorzystać rynek kapitałowy jako jeden z najbardziej efektywnych środków do osiągnięcia tego celu.

Rynek kapitałowy sprzyja rozwojowi dużych firm. Wskazują na to zarówno proste dane, jak i badania międzynarodowe

Dostępność do rynku kapitałowego wpływa na złagodzenie ograniczeń finansowych, niższy koszt kapitału i tym samym wyższe inwestycje

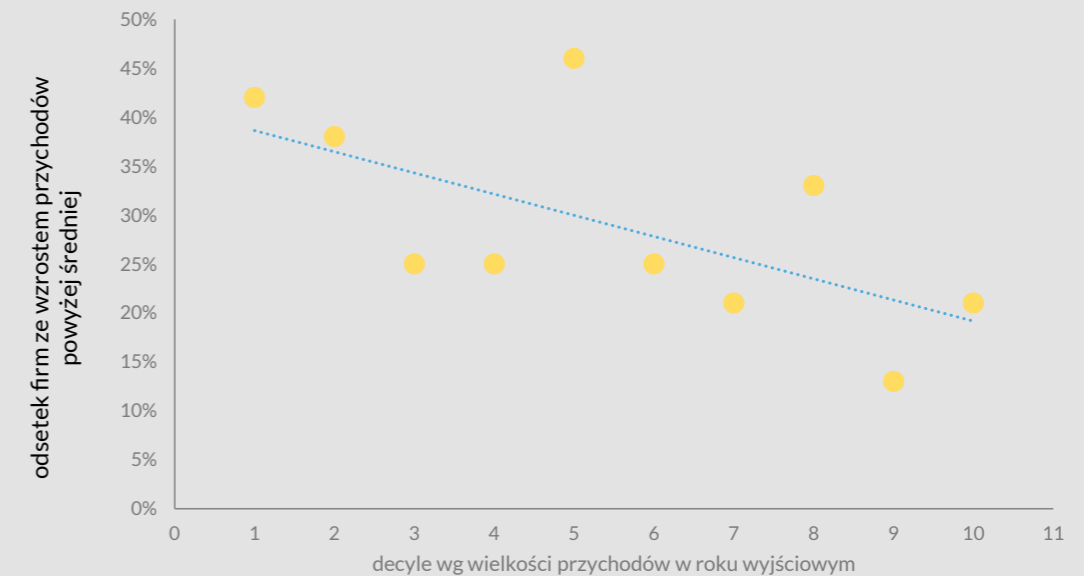
Wykres 9. Relatywny wzrost liczby dużych firm – w całej populacji firm niefinansowych i wśród spółek giełdowych w latach 2013-2017 (opracowanie własne na podstawie danych GUS i danych spółek giełdowych z indeksu WIG)

Rynek kapitałowy sprzyja powstawaniu dużych krajowych przedsiębiorstw. Wzrost liczby dużych firm na giełdzie jest szybszy niż w gospodarce ogółem i nie jest to efekt przyciągania dużych firm na giełdę, tylko dynamiki ich przychodów.



Wykres 10. Prawdopodobieństwo osiągnięcia dynamiki przychodów powyżej średniej w zależności od wielkości firmy, na podstawie danych z lat 2013-2017 (źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółek giełdowych)

Na rynku kapitałowym nie obowiązuje prawo Gibrata, wg którego rozwój firm nie jest skorelowany z ich wielkością. Giełda daje szansę na szybszy rozwój firmom mniejszym, a tym samym powiększa pulę dużych firm w gospodarce.



PPK mogą pomóc uniezależnić gospodarkę od małych firm

Powyżej udokumentowane zostało znaczenie dużych firm dla rozwoju gospodarki oraz znaczenie rynku kapitałowego dla rozwoju dużych firm. W tym miejscu ukazane zostanie, dlaczego w przypadku Polski zapotrzebowanie na rozwój instytucji wspierających powstawanie dużych firm jest tak istotne. **Pracownicze Plany Kapitałowe wpłyną na rozwój rynku kapitałowego, a przez to przyczynią się do złagodzenia ograniczeń finansowych dla średnich polskich przedsiębiorstw, z których wiele będzie mogło dokonać skoku rozwojowego. To pomoże uporać się z wyzwaniami strukturalnymi związanymi z cechami populacji polskich przedsiębiorstw.**

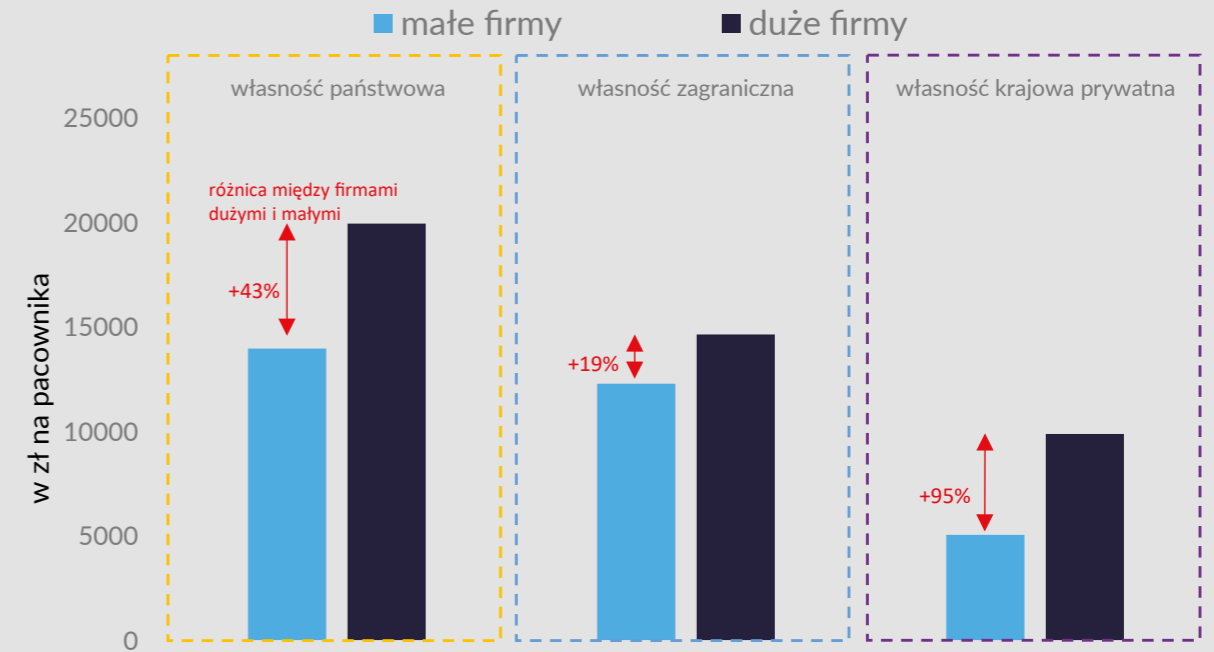
- Polska wciąż jest krajem firm mikro i małych. Udział firm zatrudniających poniżej 20 osób w zatrudnieniu ogółem sięga w Polsce 43 proc., wobec 39 proc. dla całej Unii Europejskiej i 31 proc. dla Niemiec. Choć pod tym względem Polska wypada lepiej niż południowe peryferie Unii Europejskiej, czyli Grecja, Włochy, Hiszpania i Portugalia, gdzie firmy mikro i małe odpowiadają za 50-60 proc. zatrudnienia. Generalnie jednak polska gospodarka będzie bardziej efektywna, jeżeli w większym stopniu będzie się opierała na firmach większych.
- Wśród firm dużych w Polsce dominują firmy państwowe i firmy zagraniczne. Na „Liście 500 Rzeczpospolitej”, która grupuje 500 największych podmiotów gospodarczych w kraju pod względem przychodów, wciąż mniej niż połowa to krajowe firmy prywatne. Ich udział rośnie, bo jeszcze przed dekadą wynosił ok. 33 proc., a dziś zbliża się powoli do 50 proc., ale w warunkach dużego, płynnego rynku kapitałowego będzie prawdopodobnie rósł jeszcze szybciej.
- Duże podmioty zagraniczne w Polsce inwestują w przeliczeniu na pracownika aż o 50 proc. więcej niż średnia dla dużych podmiotów prywatnych krajowych. Wskazuje to na wyzwania związane z finansowaniem inwestycji przez podmioty krajowe.

Udział firm zatrudniających poniżej 20 osób w zatrudnieniu ogółem sięga w Polsce 43 proc., wobec 39 proc. dla całej Unii Europejskiej i 31 proc. dla Niemiec

Na „Liście 500 Rzeczpospolitej”, która grupuje 500 największych podmiotów gospodarczych w kraju pod względem przychodów, wciąż mniej niż połowa to są krajowe firmy prywatne

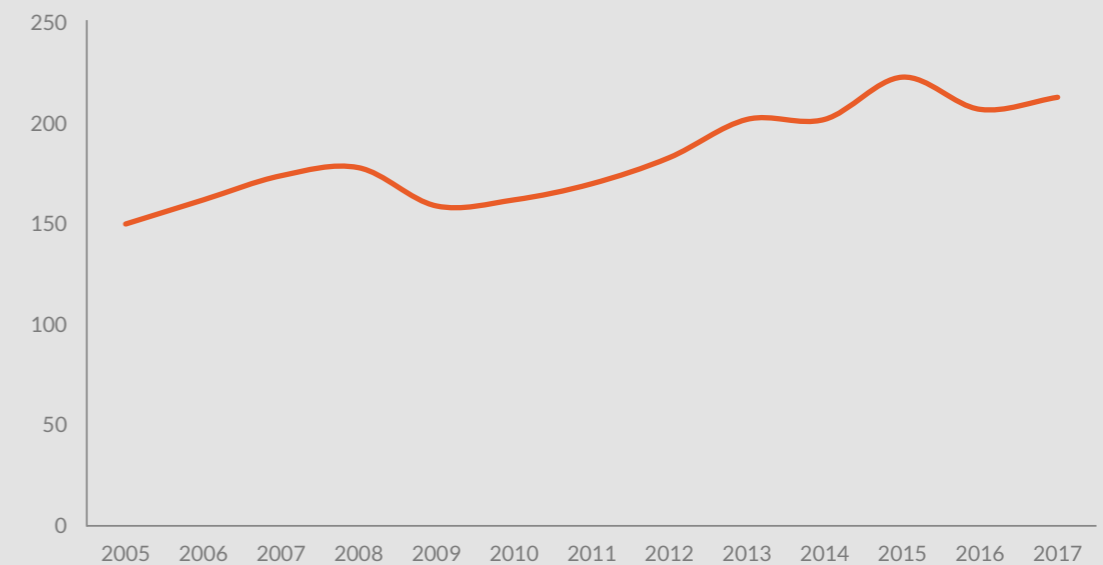
Wykres 11. Inwestycje na pracownika w firmach państwowych, zagranicznych i krajowych prywatnych (źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS za 2018 r.)

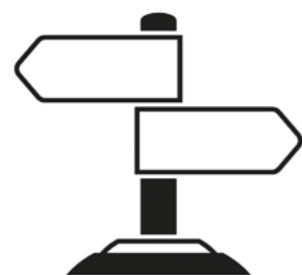
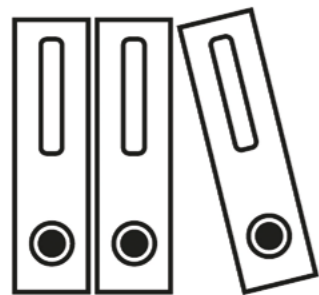
Krajowe firmy prywatne inwestują znacznie mniej niż firmy państwowe i zagraniczne. Co więcej, wśród nich istnieje znacznie większa różnica w aktywności inwestycyjnej firm małych i dużych. To wskazuje na istotne ograniczenia w dostępie do finansowania w tej grupie.



Wykres 12. Liczba krajowych firm prywatnych na „Liście 500 Rzeczpospolitej” (źródło: opracowanie PwC na podstawie danych „Rzeczpospolitej”)

Wśród największych firm w Polsce większość stanowią firmy zagraniczne i firmy państwowe. Choć udział krajowych firm prywatnych powoli rośnie, to wciąż nie przekracza 50 proc. Pracownicze Plany Kapitałowe i rozwój rynku kapitałowego mogą pomóc to zmienić.





Ryzyka i warunki sukcesu PPK

Otoczenie prawne i makroekonomiczne zdeterminuje sukces PPK

Pracownicze Plany Kapitałowe mogą wywierać pozytywny wpływ na gospodarkę, wysokość płac i emerytur, co zostało zaprezentowane w poprzednich rozdziałach. Ten wpływ jednak nie będzie bezwarunkowy. Choć stopa oszczędności i rozwój rynku kapitałowego mają przełożenie na dynamikę PKB per capita, to zróżnicowanie tej dynamiki między krajami jest duże i trudno te różnice tłumaczyć wyłącznie czynnikami analizowanymi w tym raporcie. Są kraje ze słabo rozwiniętym rynkiem kapitałowym, których gospodarki radzą sobie doskonale (np. Słowacja), oraz takie, które mają rozwinięty rynek kapitałowy, a które nie świecą przykładem (np. RPA). Wpływ rynku kapitałowego zależy od spełnienia wielu warunków. Najważniejsze z nich wymieniamy poniżej.

- **Stabilność finansów publicznych.** Dopłaty publiczne do PPK są istotnym elementem decydującym o opłacalności programu z punktu widzenia przeciętnego gospodarstwa domowego. Jednak dopłaty te będą zawsze tą pozycją w finansach publicznych, którą w razie dużych napięć w budżecie będzie relatywnie łatwo zlikwidować – łatwiej niż transfery społeczne. Historia otwartych funduszy emerytalnych pokazała, że rząd chętniej obniża publiczne wsparcie dla kapitałowego systemu emerytalnego niż inne pozycje wydatkowe w budżecie. Dlatego utrzymanie stabilności finansów publicznych jest koniecznym elementem, który zapewni bezpieczeństwo systemowi zachęt dla gospodarstw domowych (oprócz tego, że stabilność ta wpływa korzystnie na wzrost gospodarczy w długim okresie także wieloma innymi kanałami).
- **Odpowiednio wysoki efektywny wiek emerytalny.** Wpływ PPK na stopę zastąpienia, a zatem też na postrzeganą atrakcyjność tego programu, będzie zależał od długości oszczędzania przez przeciętnego uczestnika programu. Osiągnięcie optymalnej stopy zastąpienia będzie możliwe tylko w sytuacji, gdy przeciętny pracownik będzie oszczędzał przez ok. 40 lat, a to wymaga, aby faktyczny wiek przechodzenia na emeryturę był wyższy niż 60 lat.
- **Monitorowanie reakcji przedsiębiorstw na wyższy klin podatkowy.** Niektórzy ekonomiści (np. Rzońca, Wojciechowski (2018)) zwracają uwagę, że program PPK zwiększa klin podatkowy (różnica między pensją netto a całkowitymi kosztami zatrudnienia) i że to zjawisko może mieć negatywne konsekwencje w postaci niższego zatrudnienia, niższych zysków firm i niższych inwestycji. Inny potencjalnie negatywny efekt rosnącego klina podatkowego to stworzenie bodźców dla firm, by starały się nieoficjalnie zniechęcać pracowników do uczestnictwa w PPK. Nie jest jasne, czy takie efekty mogą występować, ale ich monitorowanie będzie pożądane i w razie występowania tych negatywnych zjawisk rząd powinien zastosować instrumenty mogące łagodzić ich skutki (np. rozważyć obniżenie klina podatkowego).
- **Umocnienie instytucji otoczenia rynku kapitałowego.** Zaufanie do rynku kapitałowego w ostatnich latach bardzo wyraźnie się obniżyło.

Historia otwartych funduszy emerytalnych pokazała, że rząd chętniej obniża publiczne wsparcie dla kapitałowego systemu emerytalnego niż inne pozycje wydatkowe w budżecie

Zaufanie do rynku kapitałowego w ostatnich latach bardzo wyraźnie się obniżyło i musi zostać odbudowane

Wynika to m.in. z głośnych przypadków naruszania interesów akcjonariuszy i drobnych oszczędzających przez duże spółki (np. sprawa GetBack). Odbudowanie zaufania do rynku wymaga nie tylko wpuszczenia nań dużego strumienia oszczędności emerytalnych, ale przede wszystkim stworzenia instytucji, które będą znacznie bardziej efektywnie niż do tej pory łączyły ochronę drobnych inwestorów ze wsparciem dla rozwoju nowoczesnej oferty finansowej. Dobre podsumowanie koniecznych zmian można znaleźć m.in. w publikacji Bitnera, Bukowskiego i Pastora (2016) pt. „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla rynku kapitałowego”. Autorzy wymieniają w niej m.in. konieczność takich zmian, jak: poprawa jakości relacji z akcjonariuszami mniejszościowymi w spółkach, wydzielenie nadzoru nad rynkiem kapitałowym z Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, lepsza ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przez nadzorcę, ułatwienie tworzenia produktów finansowych przez nadzorcę, wprowadzenie konieczności oceny regulacji pod kątem wpływu na rynek kapitałowy. Wpuszczenie oszczędności Polaków na rynek kapitałowy bez zwiększenia bezpieczeństwa rynku będzie ryzykowne.

- **Poprawa corporate governance w spółkach Skarbu Państwa (SSP).** Jest to bardzo istotny element, ponieważ Spółki Skarbu państwa należą do największych i najbardziej płynnych na Giełdzie Papierów Wartościowych. W przestrzeni publicznej często podnoszone są obawy, że PPK narażą oszczędzających na ryzyko związane z upolitycznieniem decyzji w SSP. Są to obawy w jakimś stopniu uzasadnione, ponieważ doświadczenie ostatnich lat pokazuje, że interesy akcjonariuszy mniejszościowych w SSP często nie są respektowane. Jeżeli spółki Skarbu Państwa mają służyć realizacji celów politycznych, co może być z różnych powodów uzasadnione, to nie powinny być obecne na Giełdzie Papierów Wartościowych. Ryzyko związane z takimi działaniami powinno być ponoszone przez ogół podatników, a nie przez akcjonariuszy mniejszościowych. Jednocześnie liczba takich firm powinna być mocno ograniczona.

- **Ogólna poprawa jakości instytucji ochrony prawnej w Polsce.** Badania Levine (2003) pokazują, że jakość instytucji ma znacznie większy wpływ na gospodarkę niż parametry związane z rozwojem rynku kapitałowego. Demonstrujemy na wykresie 12., że w krajach o wysokim wskaźniku rządów prawa (ang. rule of law), korelacja między rozwojem rynku kapitałowego a wzrostem gospodarczym jest znacznie wyższa niż w krajach o niskim wskaźniku. Pokazuje to, że rynek kapitałowy może spełniać swoje funkcje wyłącznie w dobrym otoczeniu prawnym.

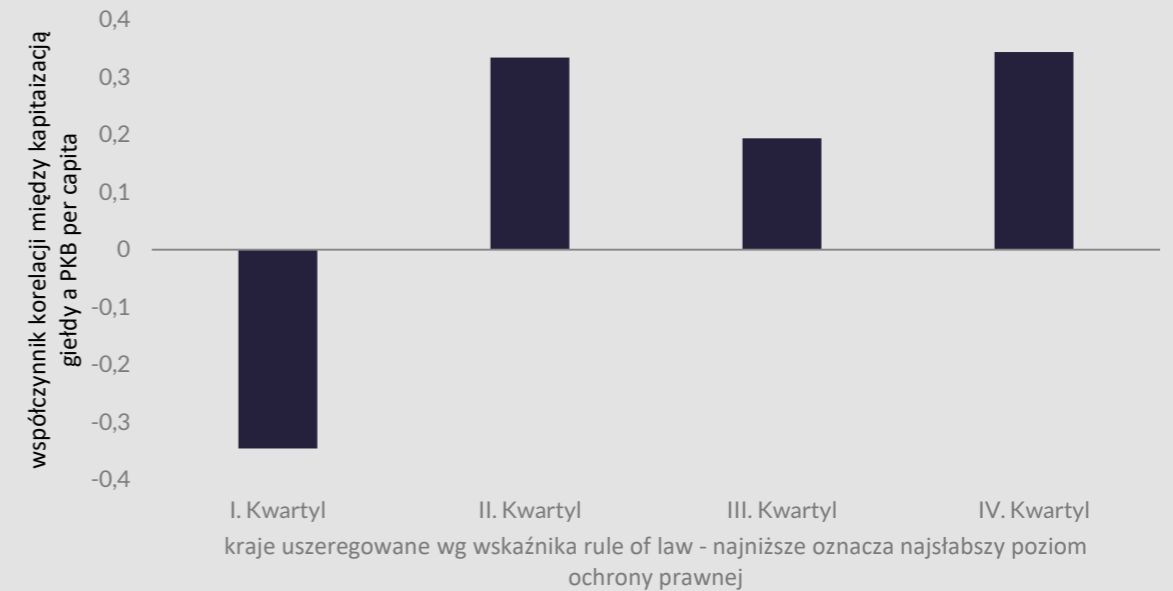
- **Wyjaśnienie sytuacji prawnej otwartych funduszy emerytalnych.** Rząd deklarował, że większość aktywów OFE zostanie przekazana na własność ich uczestnikom. Jednak na razie ten postulat nie jest realizowany. A wielkość aktywów jest na tyle duża, że niepewność prawna z nimi związana mocno ogranicza aktywność inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych. Warto pamiętać, że dla rozwoju rynku bardzo ważna jest jego płynność, czyli aktywność inwestorów w wymianie papierów wartościowych. Pełne korzyści z PPK nie zostaną osiągnięte wyłącznie poprzez budowę dużych funduszy gromadzących aktywa finansowe, ale wymagają stworzenia rynku przyciągającego różne klasy inwestorów. Bez usunięcia niepewności związanej z losiem OFE, ten cel nie zostanie osiągnięty.

W przestrzeni publicznej podnoszone są obawy, że PPK narażą oszczędzających na ryzyko polityczne. Są to obawy w jakimś stopniu uzasadnione

Wielkość aktywów OFE jest na tyle duża, że niepewność prawna z nimi związana mocno ogranicza aktywność inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych

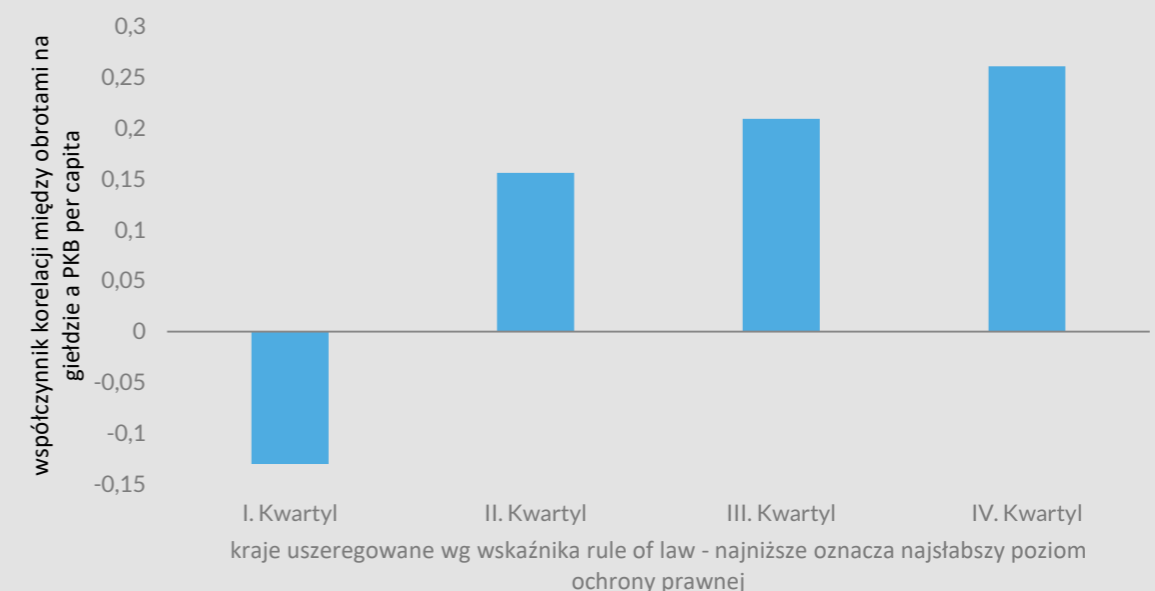
Wykres 13. Korelacja między kapitalizacją giełdy a PKB per capita na różnych poziomach jakości rządów prawa (ang. rule of law) (źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego i World Governance Indicators)

Rynek kapitałowy wpływa pozytywnie na gospodarkę, jeżeli towarzyszy mu otoczenie prawne sprzyjające bezpieczeństwu transakcji gospodarczych. Dlatego w krajach o wysokim wskaźniku rule of law korelacja między wielkością giełdy a wzrostem gospodarczym jest znacznie wyższa niż w krajach o niskim wskaźniku.



Wykres 14. Korelacja między obrotami na giełdzie a PKB per capita na różnych poziomach jakości rządów prawa (ang. rule of law) (źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego i World Governance Indicators)

Wpływ obrotów giełdowych na PKB per capita jest jeszcze mocniej uzależniony od ochrony prawnej niż wpływ kapitalizacji giełdy. Relacja narasta monotonicznie wraz ze wzrostem wskaźnika rule of law. Może to oznaczać, że obrót na giełdzie sprzyja produktywnym inwestycjom tylko wtedy, gdy inwestorzy i akcjonariusze są dobrze chronieni przed nadużyciami. W innym wypadku aktywność giełdowa może sprzyjać głównie tzw. pogoni za rentą.



- Pracownicze Plany Kapitałowe wpłyną na podniesienie stopy oszczędności. Wyższa stopa oszczędności pozwoli osiągnąć wyższą stopę inwestycji, przy której nie narasta nierównowaga zewnętrzna w postaci ujemnego salda obrotów bieżących. To powinno podnieść stabilność makroekonomiczną Polski i przez to zmniejszyć premię za ryzyko i stopy procentowe w relacji do scenariusza z niższymi oszczędnościami. Niższa premia za ryzyko powinna sprzyjać akumulacji kapitału i tym samym wyższej dynamice PKB per capita.
- Polska jest w tej specyficznej sytuacji, że należy do krajów relatywnie wysoko rozwiniętych (znajduje się w górnym kwartylu rozkładu dochodu), ale jednocześnie w tej grupie posiada relatywnie słabo rozwinięty rynek kapitałowy. To pozwala sądzić, że krańcowe znaczenie rynku kapitałowego dla polskiej gospodarki jest znacznie większe niż w przypadku krajów biedniejszych (gdzie rynek nie odgrywa tak istotnej roli) i większe niż w przypadku krajów zamożnych (gdzie rynki są już wystarczająco duże).
- Łączny wpływ PPK na wzrost PKB per capita poprzez wyższą stopę oszczędności i rozwoju rynku kapitałowego może się zawierać w przedziale 0,1-0,3 pkt proc. rocznie, przy czym wpływ ten będzie się ujawniał stopniowo, w miarę budowania potencjału finansowego przez fundusze zarządzające aktywami oraz w miarę rozwoju rynku kapitałowego.
- PPK stwarzają szansę na szybszy rozwój polskich firm, co z kolei może pozwolić gospodarce uniezależnić się od dominacji firm mikro i małych. Polska wciąż jest krajem zdominowanym przez takie firmy. Udział firm zatrudniających poniżej 20 osób w zatrudnieniu ogółem sięga w Polsce 43 proc., wobec 39 proc. dla całej Unii Europejskiej i 31 proc. dla Niemiec. Choć pod tym względem Polska wypada lepiej niż południowe peryferie Unii Europejskiej, czyli Grecja, Włochy, Hiszpania i Portugalia, gdzie firmy mikro i małe odpowiadają za 50-60 proc. zatrudnienia. Generalnie jednak polska gospodarka będzie bardziej efektywna, jeżeli w większym stopniu będzie się opierała na firmach większych.
- Pracownicze Plany Kapitałowe mogą wywierać pozytywny wpływ na gospodarkę, wysokość płac i emerytur. Ten wpływ jednak nie będzie bezwarunkowy. Choć stopa oszczędności i rozwój rynku kapitałowego mają przełożenie na dynamikę PKB per capita, to zróżnicowanie tej dynamiki między krajami jest duże i trudno te różnice tłumaczyć wyłącznie czynnikami analizowanymi w tym raporcie. Są kraje ze słabo rozwiniętym rynkiem kapitałowym, których gospodarki radzą sobie doskonale, oraz takie, które mają rozwinięty rynek kapitałowy, a które nie świecą przykładem (np. RPA). Wpływ rynku kapitałowego zależy od spełnienia wielu warunków, takich jak utrzymanie stabilności makroekonomicznej, zapewnienie stabilności instytucjonalnej, stworzenie efektywnego otoczenia instytucjonalnego dla rynku kapitałowego czy poprawa tzw. corporate governance w spółkach Skarbu Państwa.

- Aviva „Mind the Gap, Quantifying the pension savings gap in Europe”, 2017
- Acemoglu D., Zilibotti F., “Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth”, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 4, 1997.
- Aghion P., Howitt P., “When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?”, Bank of Canada, 2005.
- Aghion P., Angeletos G., Banerjee A., Manova K., “Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-Enhancing Investment”, NBER Working Paper No. 11349, 2005.
- Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., “FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets”, Harvard Business School, 2000.
- Augier L., Soedarmono W., “Threshold Effect and Financial Intermediation in Economic Development”, MPRA Paper No. 14905, 2009.
- Baranzini M., “Modigliani’s Life-Cycle Theory of Savings Fifty Years Later”, *PSL Quarterly Review*, Vol. 58, s. 109-172 (233-234), 2005.
- Bencivenga V.R., Smith B.D., “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 58 (2), s. 195-209, 1991.
- Bitner M., Bukowski M., Pastor K., „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla rynku kapitałowego”, WISE Europa, 2016
- Boyd J.H., Smith B.D., “The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development”, FED Minneapolis Working Paper 542, 1995.
- Carroll C., Weil D., “Saving and Growth: A Reinterpretation”, NBER Working Paper No. 4470, 1993.
- Czerniak A., Bobiński A., “Czempioni narodowi jakich potrzebuje Polska”, *Polityka Insight*, 2018.
- Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., “Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison”, World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 1671, 1999.
- Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R., “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, World Bank Policy Research Working Paper No. 5805, 2011.
- Dider T., Levine R., Schmukler S., “Capital Market Financing, Firm Growth, Firm Size Distribution”, NBER Working Paper No. 20336, 2014.
- Fink G., Haiss P., Hristoforova S., “Bond Markets and Economic Growth”, IEF Working Paper No. 49, 2003.
- Gagnon E., Johannsen B., Lopez-Salido D., “Understanding the New Normal: The Role of Demographics,” *Finance and Economics Discussion Series 2016-080*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Greenwald B., Stiglitz J., “Financial Market Imperfections and Productivity Growth”, NBER Working Paper No. 2945, 1989.
- GRAPE, „Świat bez PPK byłby lepszy”, 2018, pobrano ze strony: <http://www.grape.org.pl/ppk>
- Góra, M., Rutecka, J., „Elastyczny system emerytalny a potrzeby jego uczestników” *Ekonomista*, 6, 2013
- Howitt P., “Endogenous Growth and Cross-Country Income Differences”, *The American Economic Review*, Vol. 90 (4), s. 829-846, 2000.
- King R., Levine R., “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (3), s. 717-737, 1993.
- Jedynak T., „Luka emerytalna a potencjał do oszczędzania w polskich gospodarstwach domowych”, *Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej*, Nr 73, 2017
- Jedynak T., „The directions of the development of supplementary pension scheme in Poland”, *Journal of Insurance, Financial Markets and Consumer Protection*, 22,3, 2016
- Levine R., “Stock Markets, Growth, and Policy”, World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 484, 1990.
- Levine Ross, Loayza N., Beck T., “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46 (1), s. 31-77, 2000.
- Levine R., Zervos S., „Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 88 (3), s. 537-558, 1998.
- Łaszek A., „Następne 25 lat. Jakie reformy musimy przeprowadzić, by dogonić Zachód?”, *Forum Obywatelskiego Rozwoju*, 2015.
- Mankiw G., Romer D., Weil D., “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 (2), pp. 407-437, 1992.
- Modigliani F., “Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations”, *The American Economic Review*, Vol. 76 (3), s. 297-313, 1986.
- Rajan R., Zingales L., “Financial Dependence on Growth”, NBER Working Paper No. 5758, 1996.
- Romer P., “Increasing Returns and Long-Run Growth”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94 (5), s. 1002-1037, 1986.
- Rousseau P., Wachtel P., “Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24 (12), s. 1933-1957, 2000.
- Rzońca A., Wojciechowski W., „Pracownicze plany kapitałowe mają wady”, *Rzeczpospolita*, 3.03.2018, pobrano ze strony: <http://archiwum.rp.pl/artukul/1367933-Pracownicze-plan-y-kapitalowe-maja-wady.html>
- Thaler R., “Psychology and Savings Policies”, *American Economic Review* 84, 1994.
- Zingales L., “Presidential Address: Does Finance Benefit Society?”, *The Journal of Finance*, 70: 1327-1363, 2015.



Izba Zarządzających
Funduszami i Aktywami

Izba Zarządzających
Funduszami i Aktywami
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa
tel. 22 537 76 30, fax. 22 537 76 31
poczta@izfa.pl



Współautorami opracowania są analitycy SpotData

Bonnier Business (Polska) sp. z o.o.
ul. Kijowska 1
03-738 Warszawa
tel. +48 22 333 99 19
ignacy.morawski@spotdata.pl