

1 marca 2010 r.

Informacja o wynikach otwartych funduszy emerytalnych

- Wartości jednostki i średnie stopy zwrotu OFE wzrosły w okresie od 1999 r.
- Mimo kryzysu polskie fundusze emerytalne uzyskały jedno z najlepszych wyników inwestycyjnych w regionie.
- OFE wypracowały od 1999 r. kapitał przekraczający poziom inflacji.
- Wyniki funduszy emerytalnych i waloryzacja ZUS uzupełniają się w ramach systemu emerytalnego – asymetria jest korzystna dla uczestników.
- Fundusze emerytalne wypracowały wyniki lepsze niż fundusze stabilnego wzrostu.

Uwaga: Stopy zwrotu OFE w poszczególnych sekcjach mogą się nieznacznie różnić z uwagi na zastosowanie odmiennych sposobów ich liczenia – w punktach 1-3 obliczone są one na bazie średniej jednostki rozrachunkowej (średnia ważona aktywami, ale z narzuconym limitem maksymalnego udziału); w punkcie 4. zastosowana jest średnia ważona stopa zwrotu bez limitu udziału; zaś w punkcie 5. – mediany stóp zwrotu.

Spis treści:

1. Historyczne stopy zwrotu OFE	2
2. Stopy zwrotu OFE na tle innych krajów regionu	3
3. Porównanie wyników OFE z inflacją, stan na koniec stycznia 2010 r.....	6
4. Porównanie wyników OFE z waloryzacją w ZUS	8
5. Porównanie wyników OFE z funduszami inwestycyjnymi stabilnego wzrostu.....	9

1. Historyczne stopy zwrotu OFE

Tabela poniższa przedstawia nominalne i realne stopy zwrotu uzyskane przez otwarte fundusze emerytalne w okresie od września 1999 r. do końca stycznia 2010 r. Stopy policzone są na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych publikowanych przez KNF. Od momentu startu systemu, wartość jednostki wzrosła nominalnie o 181,3%, czyli o 93% w kategoriach realnych.

Średnia nominalna stopa zwrotu w okresie 2000-2009 wyniosła 9,2% rocznie., a średnia realna stopa zwrotu 5,9% rocznie. Dla okresu 2000-2008 wartości te wynosiły, odpowiednio 8,8% i 5,5% rocznie. Dla porównania, średnie nominalna stopa zwrotu z okresu 1998-2008 dla Wielkiej Brytanii i USA oscylowała w granicach 3-4% rocznie (OECD, 2008: 5).

Tabela 1 – Wyniki otwartych funduszy emerytalnych w okresie od początku września 1999 do końca stycznia 2010 r.

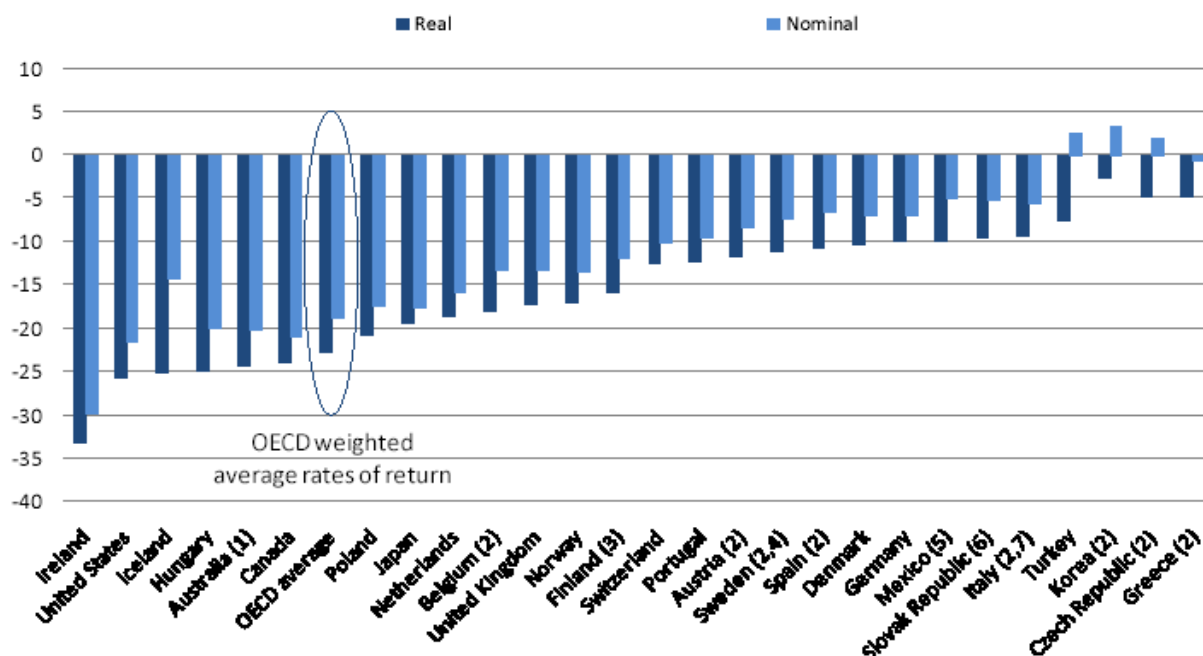
	Nominalna stopa zwrotu w danym okresie	Realna stopa zwrotu w danym okresie	Wartość jednostki rozrachunkowej (zł)
1999 (od września)	14,1%	3,9%	11,51
2000	13,0%	4,2%	13,01
2001	5,7%	2,0%	13,75
2002	15,3%	14,4%	15,85
2003	10,9%	9,1%	17,58
2004	14,2%	9,4%	20,08
2005	15,0%	14,2%	23,09
2006	16,4%	14,8%	26,88
2007	6,2%	2,1%	28,55
2008	-14,2%	-16,9%	24,51
2009	13,7%	9,9%	27,88
2010 (styczeń)	0,9%	0,4%	28,13

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

2. Stopy zwrotu OFE na tle innych krajów regionu

a) Wpływ kryzysu finansowego z roku 2008

Wykres 1 – Nominalne i realne stopy zwrotu funduszy emerytalnych w wybranych krajach OECD w okresie od stycznia do października 2008 r.

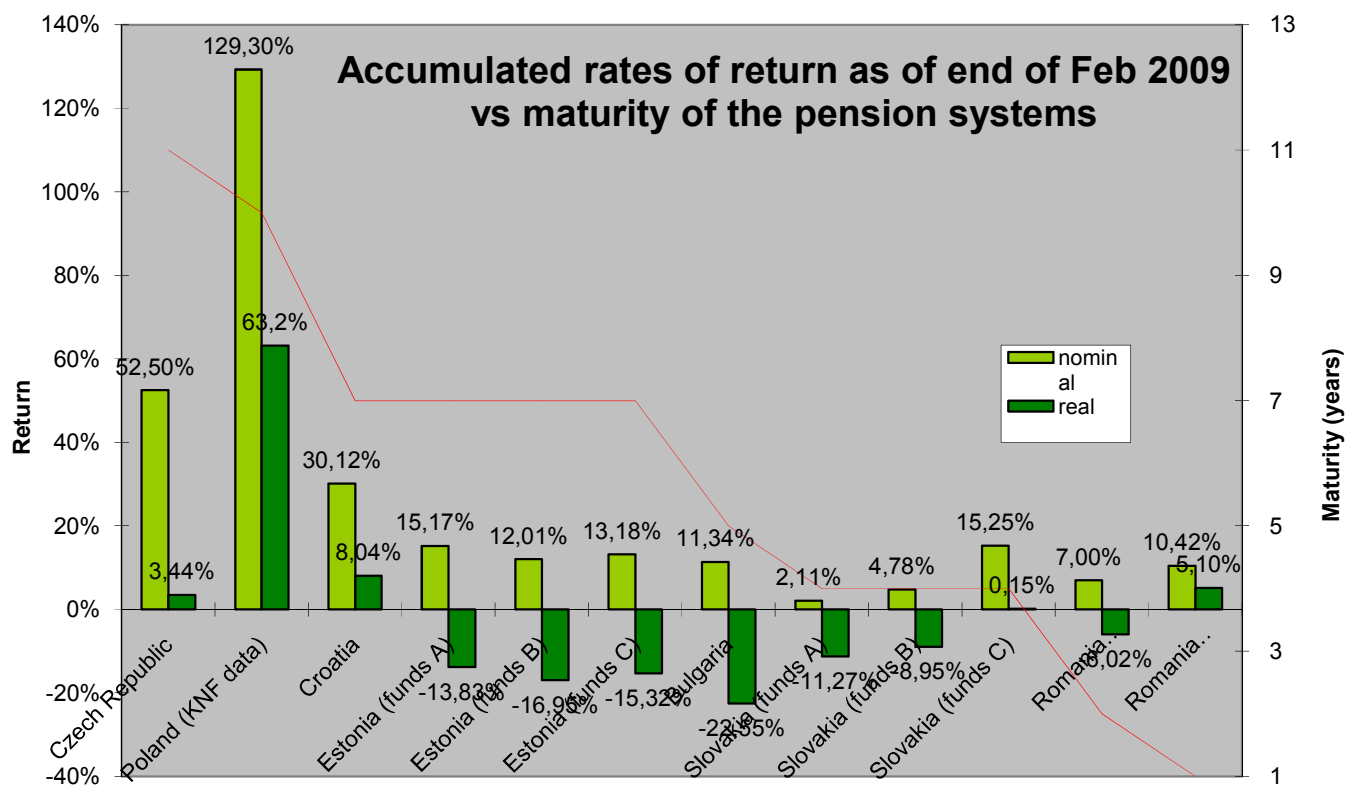


Źródło: OECD (2008), *Pensions at a Focus December 2008 – Issue 5*, <http://dx.doi.org/10.1787/514583284066>.

Kryzys finansowy spowodował znaczny spadek wartości indeksów giełdowych na świecie i poważne obniżenie wartości aktywów funduszy emerytalnych. Wykres 1. pokazuje, że w okresie od stycznia do końca października 2008 r. wyniosło ono ok. 20%. Wynik OFE był zbliżony do średniej ważonej OECD. Warto zauważyć, że w przypadku Polski nie oznaczało to zrealizowanych strat, ponieważ w roku 2008 r. nie było jeszcze osób pobierających emerytury z OFE.

Mimo kryzysu finansowego, otwarte fundusze emerytalne wypracowały w okresie 1999-2009 realną stopę zwrotu (zob. wykres 2). Wyniosła ona ponad 68%, podczas gdy wynik nominalny – prawie 130%. Wynik ten w dużej mierze był możliwy dzięki relatywnie wysokiemu udziałowi akcji w portfelu inwestycyjnym – przykładowo fundusze emerytalne w Republice Czeskiej uzyskały realną stopę zwrotu w wysokości ok. 3,5%, głównie z uwagi na konserwatywną politykę inwestycyjną. Potwierdza to zasadność inwestowania w akcje w długim okresie, jednak konieczne jest także stworzenie funduszy konserwatywnych dla zabezpieczenia uzyskiwanych wyników osobom zbliżającym się do wieku emerytalnego.

Wykres 2 – Zakumulowane nominalne i realne stopy zwrotu na koniec lutego 2009 r. w wybranych krajach Europy Środkowej i Centralnej a długość funkcjonowania danego systemu emerytalnego

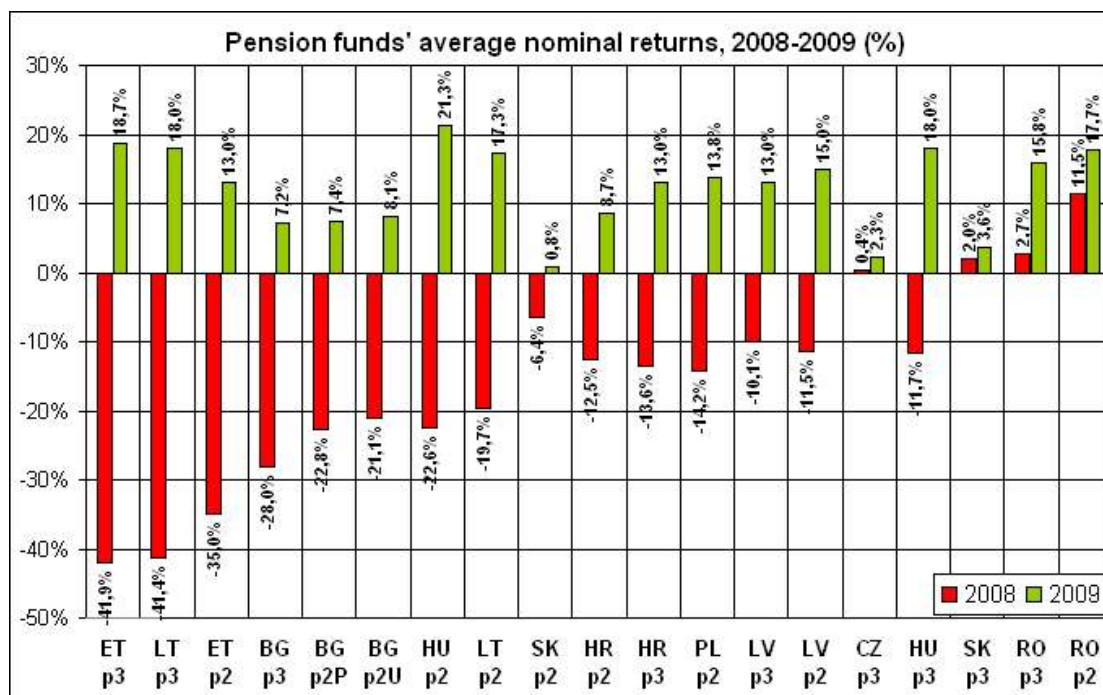


Źródło: Stańko D. (2009). *Pension funds returns. The case of Central and Eastern Europe*, s. 27 w: Investments and Payouts in Funded Pension Systems, International Federation for Pension Fund Administrators (FIAP), Santiago, Chile.

Z analizy wynika, że mimo dużych spadków na giełdzie, polski kapitałowy system emerytalny był w stanie wypracować dodatnie realne stopy zwrotu. Oczywiście, z uwagi na spadki w 2008 r. zakumulowana realna stopa zwrotu dla kohort, które oszczędzają w OFE przez krótki okres była ujemna. Jednakże porównania z innymi krajami wskazują, że negatywny wynik dotyczył znacznie mniejszej liczby kohort niż w innych krajach (por. Stańko 2009). Uwidacznia to znaczenie inwestowania długoterminowego (polski system jest jednym z najdłużej funkcjonujących), lokowania środków w akcje (aż do czasu wprowadzenia multifunduszy na Słowacji i krajach bałtyckich, polskie OFE były jednymi z relatywnie najbardziej agresywnie inwestujących instytucji w regionie) oraz umiejętności inwestycyjne (w latach 1999-2005, polskie OFE uzyskiwały wyniki statystycznie przewyższające indeks WIG, zob. Stańko, 2006).

b) Wyniki funduszy w roku 2008 i 2009

Wykres 3 – Średnie nominalne stopy zwrotu funduszy emerytalnych w Europie Środkowej i Wschodniej w latach 2008-2009



Data sources: national supervisory bodies, national pension funds' associations, own calculations and estimates.

Źródło: Bobocea, Mihai (2010). *How we weathered the storm: a Romanian experience in CEE context*, prezentacja na konferencję CEE Insurance and Pension Funds 2010, Warszawa, 29 stycznia 2010 r.

Średnie nominalne stopy zwrotu uzyskane przez fundusze emerytalne w Polsce i krajach Europy Środkowej przedstawione są na wykresie 3. (p2, p3 oznaczają filar obowiązkowy i dobrowolny; oznaczenia przy Bułgarii – U system obowiązkowy powszechny, P – system obowiązkowy dla pracujących w specjalnych warunkach).

Wyniki wskazują, że w 2009 r. większości krajów regionu nastąpiła znaczna poprawa sytuacji. W przypadku Polski fundusze odrobiły prawie cały spadek wartości aktywów – średni wynik nominalny netto po dwóch latach wyniósł minus 2,45%, realnie zaś minus 8,67% (por. tabelę 1.). Jak na skalę kryzysu, wyniki te należy uznać za dość satysfakcjonujące, tym bardziej, że w dłuższym okresie stopy zwrotu są realnie dodatnie (por. tabelę 1. oraz wykres 2.).

3. Porównanie wyników OFE z inflacją, stan na koniec stycznia 2010 r.

Tabela 2 – Aktywa emerytalne zakumulowane na koncie OFE osoby zarabiającej średnie wynagrodzenie w okresie: początek września 1999 r. – koniec stycznia 2010 r. w porównaniu do stanu rachunku bankowego oprocentowanego miesięcznym wskaźnikiem CPI (inflacji).

Fundusz	Zakumulowane aktywa	Składka OFE
Aegon	29 254,61	21 826,80
AIG	30 218,99	21 826,80
Allianz (od 09.1999)	30 260,88	21 826,80
Aviva	30 011,94	21 826,80
Axa	30 354,52	21 826,80
Bankowy	29 227,76	21 826,80
Generali	30 861,46	21 826,80
ING	30 699,12	21 826,80
Nordea	29 417,65	21 826,80
Pocztylion	29 395,56	21 826,80
Polsat	30 954,84	21 826,80
PZU	30 342,55	21 826,80
Pekao (od 08.1999)	30 525,26	21 826,80
Warta	30 024,89	21 826,80
CPI miesięczne	25 072,65	21 826,80

Źródło: Obliczenia własne.

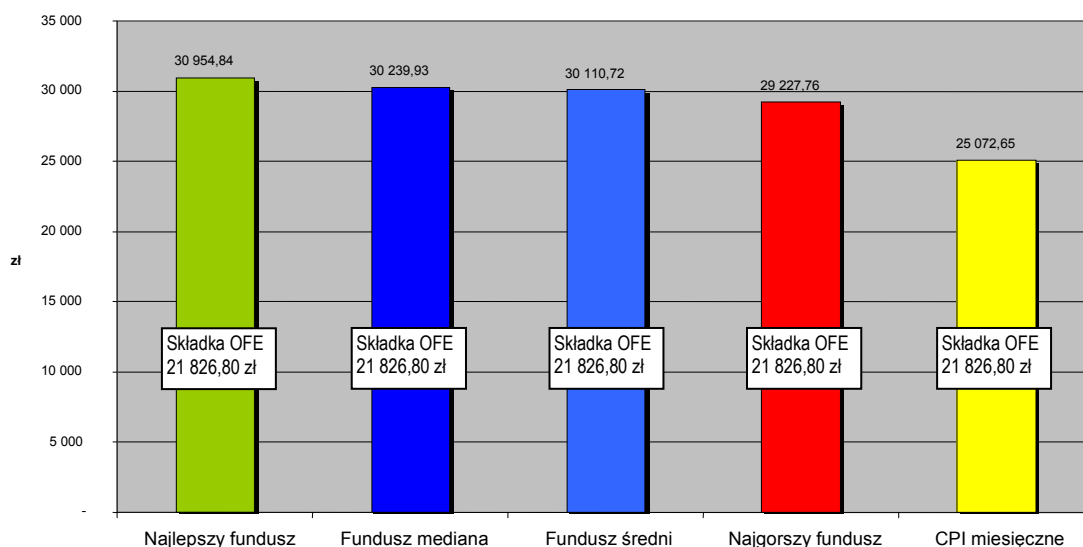
W tabeli 2. przedstawiono hipotetyczne stany rachunków na koniec stycznia 2010 r. w poszczególnych OFE dla osoby, której składki emerytalne zaczęły wpływać do OFE we wrześniu 1999 r. Stan tych rachunków uwzględnia już wszystkie koszty poniesione przez członka OFE na rzecz PTE. Wyniki porównane są ze stanem hipotetycznego, darmowego konta bankowego, oprocentowanego stopą miesięcznej inflacji (indeksem CPI). Oszczędzanie w OFE lub na rachunku bankowym nie polega na jednorazowej inwestycji, lecz na comiesięcznych wpłatach na konto, dlatego przy obliczeniach należy uwzględnić wartość pieniądza w czasie.

W obliczeniach przyjęto następujące założenia:

- przez cały okres oszczędzania dana osoba otrzymuje zarobki na poziomie przeciętnego wynagrodzenia;
- składka za wynagrodzenie z danego miesiąca wpływa na konto OFE z miesięcznym opóźnieniem;
- osoba nie ma przerw w zatrudnieniu;
- zastosowano historyczne (rzeczywiste) stopy zwrotu wyliczone z wartości jednostek rozrachunkowych dla każdego OFE;
- zastosowano historyczne (rzeczywiste) opłaty dystrybucyjne pobierane przez dane PTE dla osób, które nie zmieniły funduszu (założenie prawdziwe dla ok. 80% członków OFE oszczędzających w tym okresie);
- opłaty za zarządzanie są już uwzględnione w wartościach jednostek rozrachunkowych.

Wartość nominalna składek wpłaconych co miesiąc do funduszu w okresie od początku września 1999 r. do końca stycznia 2010 r. wyniosła 21 826,80 zł. Kapitały zgromadzone w OFE, już po uwzględnieniu wszystkich opłat, wynoszą od 29 227,76 zł (najgorszy fundusz) do 30 954,84 zł (najlepszy fundusz). Gdyby te same składki wpłacać na hipotetyczne, darmowe konto bankowe oprocentowane miesięczną inflacją (wskaźnik CPI obrazujący wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych), wartość konta wyniosłaby 25 072,65 zł. Jak widać, OFE wypracowały kapitał ponad inflację w wysokości od 4 155,11 zł do 5 882,19 zł, mimo kryzysu finansowego z roku 2008.

Wykres 4 – Porównanie zakumulowanych kapitałów na kontach OFE (po uwzględnieniu wszystkich opłat) i dla darmowego depozytu bankowego oprocentowanego wg miesięcznego tempa wzrostu cen (CPI) w okresie od początku września 1999 r. do końca stycznia 2010 r.



Źródło: Obliczenia własne.

Przeanalizowano także, jak zmieniłaby się wysokość zgromadzonych kapitałów emerytalnych w przypadku, gdyby analizowana osoba zmieniła fundusz po kwietniu 2004 r. i nie mogła liczyć na niższe opłaty dystrybucyjne wynikające z programów lojalnościowych¹. Dla Amplico (d. AIG), Generali, Nordea i Polsatu, z uwagi na brak występowania w tych funduszach programów lojalnościowych, wysokość kapitałów nie uległaby zmianie.

Natomiast kapitał uległby zmniejszeniu w przypadku: Aegona (o 105,58 zł), Avivy (o 1044,88 zł), Axy (o 516,21 zł), Bankowym (o 135,32 zł), ING (o 485,81 zł), Pocztylionie (o 136,13 zł), PZU (o 207,05 zł), Pekao (o 527,27 zł) oraz Warcie (o 824,97 zł). Są to wartości odpowiadające od 0,4% do 3,5% wartości wyjściowego kapitału, przy średniej arytmetycznej na poziomie 0,9%.

Podobne obliczenia zostały przeprowadzone przez firmę Analizy Online (2009) dla okresu od końca sierpnia 1999 roku do końca lipca 2009 r. Wnioski są identyczne – w badanym okresie OFE uzyskały zakumulowaną stopę zwrotu przewyższającą zakumulowaną stopę inflacji. Co

¹ Nowelizacja ustawy o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych z 2003 r. wprowadziła maksymalne wysokości opłat pobieranych przez PTE oraz zlikwidowała możliwość ich różnicowania względem klientów. W związku z tym, jeśli dana osoba zmieniła fundusz w kwietniu 2004 r. lub później, traciła uprawnienia wynikające ze stażu.

więcej, średni wynik inwestycyjny OFE był wyższy, niż średnik wynik inwestycyjny funduszy stabilnego wzrostu².

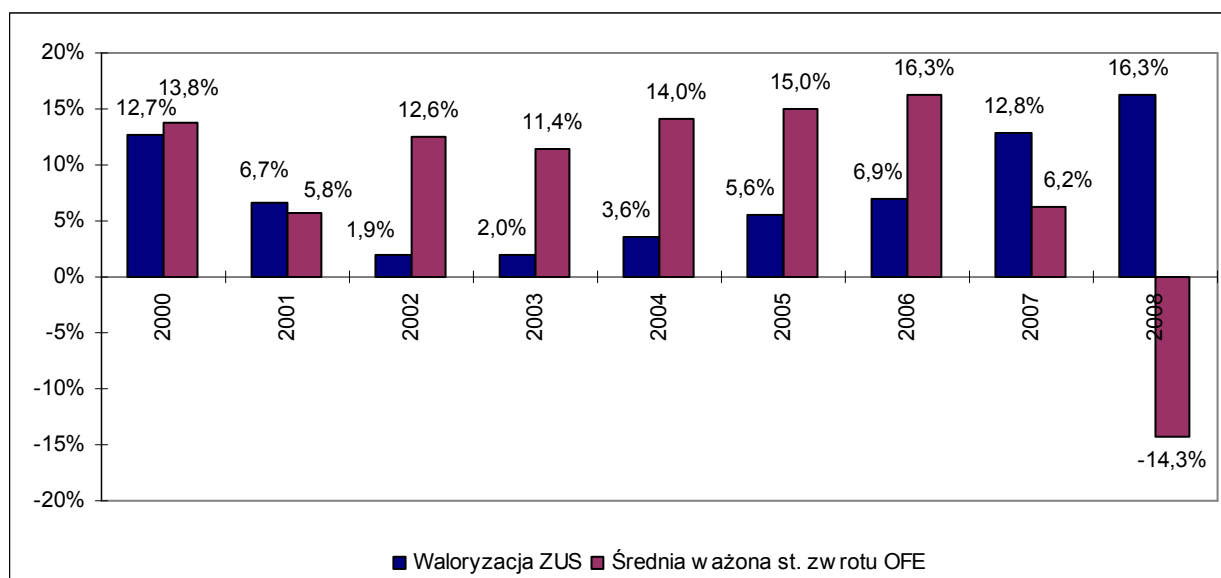
Nie jest zatem prawdą twierdzenie Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, zawarte w dokumencie „Informacja Ministra Pracy i Polityki Społecznej dotycząca rozliczenia składek emerytalnych wpłaconych do ZUS i OFE za okres lipiec 1999 r. – kwiecień 2009 r.” (MPiPS, 2009), że otwarte fundusze emerytalne uzyskały w tym okresie stopę zwrotu niższą od inflacji. Cytowany dokument Ministerstwa Pracy stosuje bowiem błędną metodę obliczeń, nie uwzględniającą miesięcznego wpłacania składek do OFE³. Stopa zwrotu uczestnika OFE była realnie dodatnia, nawet po odjęciu kosztów oszczędzania w OFE.

4. Porównanie wyników OFE z waloryzacją w ZUS

Łączna średnia ważona stopa zwrotu OFE w okresie 2000 – 2008 r. wyniosła 109,5 % w porównaniu z waloryzacją ZUS w tym okresie na poziomie 91,6%. Średnioroczna stopa zwrotu OFE w powyższym okresie sięgnęła 8,6 %, podczas gdy waloryzacja uprawnień emerytalnych w ZUS wyniosła 7,5 % (Sołdek, 2010).

Tempo waloryzacji kapitałów w ZUS związane jest z sytuacją na rynku pracy (realnym wzrostem funduszu płac), który reaguje z pewnym opóźnieniem na sytuację na rynkach finansowych. Dlatego też wysoka waloryzacja uprawnień emerytalnych zgromadzonych w pierwszym filarze w roku 2008 r. (16,3%) wynikała z wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń z roku 2007 r. Wysoka waloryzacja ZUS towarzyszyła znacznym spadkom stóp zwrotu na rynku OFE (zob. wykres 5). Oczekuje się, że w tym roku tempo waloryzacji kapitałów emerytalnych w pierwszym filarze będzie znacznie niższe, z uwagi na zwiększone bezrobocie.

Wykres 5 – Porównanie wyników OFE (średnia ważona stopa zwrotu) z waloryzacją kapitałów emerytalnych w ZUS w okresie lat 2000 – 2008.



² Zob. www.igte.com.pl/matiinf/2009/AOI_ofe_inflacja_swp%2009%2009.pdf.

³ Zob. list IGTE z dnia 20 listopada 2009 r. skierowany w tej sprawie do Minister J. Fedak (www.igte.com.pl/matiinf/2009/Microsoft%20Word%20-%20J%20Fedak%20MPiPS%20sprostowanie.pdf) na który Izba nie uzyskała do dzisiaj odpowiedzi.

Źródło: Sołdek, Andrzej (2010). *Jak OFE zarządza naszymi składkami*, PTE PZU S.A., prezentacja na konferencję KPP z dnia 4 lutego 2010 r.

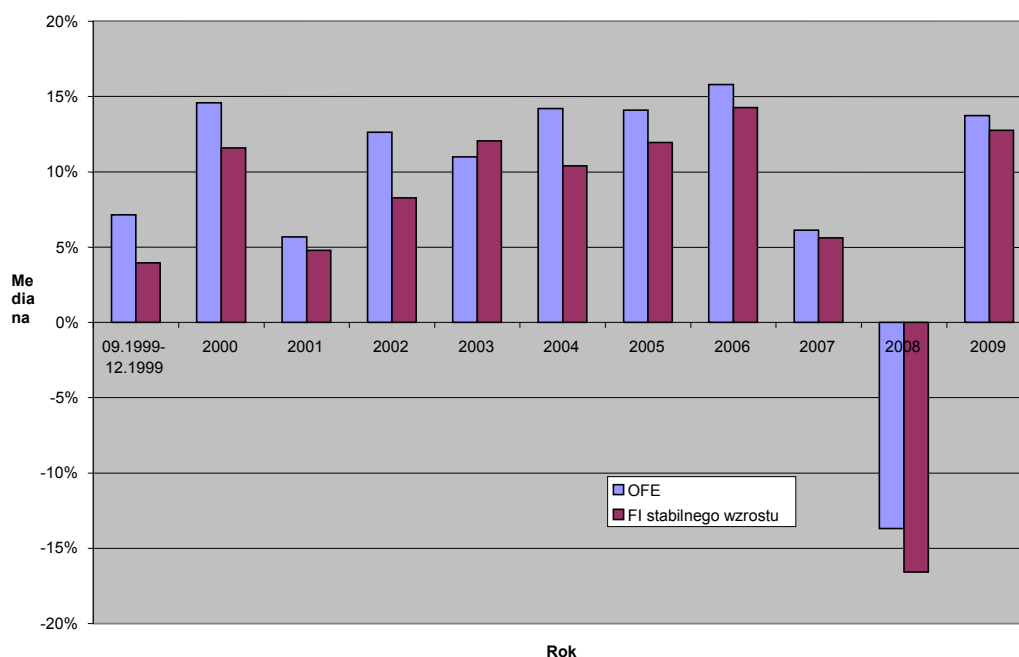
W związku z tym, bezpośrednie porównanie stóp zwrotu OFE z tempem waloryzacji uprawnień emerytalnych w ZUS nie ma większego sensu, gdyż właśnie asymetryczność wyników w obu filarach gwarantuje mniejszą wahliwość stanów konta w okresie oszczędzania, a co za tym idzie – stabilniejszą wartość zgromadzonego kapitału i uprawnień w momencie przejścia ubezpieczonego na emeryturę.

5. Porównanie wyników OFE z funduszami inwestycyjnymi stabilnego wzrostu

Instytucjami o podobnym profilu ryzyka co OFE są fundusze inwestycyjne stabilnego wzrostu. Średnioroczna stopa zwrotu z OFE (mediana) wyniosła w latach 1999-2009 wartość 9,1 %, czyli była o 2 pp wyższa od średniorocznej stopy zwrotu z funduszy stabilnego wzrostu (mediana) w wysokości 7,1 % (Sołdek, 2010).

Wykres 6. przedstawia historyczne średnie stopy zwrotu uzyskiwane przez OFE oraz przez fundusze inwestycyjne stabilnego wzrostu. Jedynie w roku 2003 średnia stopa zwrotu funduszy inwestycyjnych była wyższa od średniej stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych.

Wykres 6 – Porównanie wyników OFE i funduszy stabilnego wzrostu w okresie 1999 – 2009



Źródło: Sołdek, Andrzej (2010). *Jak OFE zarządza naszymi składkami*, PTE PZU S.A., prezentacja na konferencję KPP z dnia 4 lutego 2010 r.

Porównanie OFE z funduszami inwestycyjnymi dokonane przez Analizy Online, cytowane w punkcie 3. i bazujące na odmiennym horyzoncie inwestycyjnym także wskazuje, że wyniki funduszy emerytalnych są lepsze niż porównywalnych funduszy inwestycyjnych. Wydaje się, że jednym z zasadniczych powodów jest obowiązkowość uczestnictwa w OFE i dobrowolność oszczędzania w funduszach inwestycyjnych. W przypadku dobrowolnych

funduszy inwestycyjnych wielokrotnie obserwuje się zjawisko paniki inwestorów indywidualnych, którzy wycofują swoje środki z funduszy w najgorszym możliwym momencie, to jest w okresie największych spadków giełdowych. W związku z tym osoby te realizują straty kapitałowe, co zmusza fundusze inwestycyjne do sprzedawania aktywa po niekorzystnych cenach, przyczyniając się do jeszcze silniejszych spadków cen. Otwarte fundusze inwestycyjne muszą ponadto utrzymywać znacznie wyższy poziom rezerwy płynnościowej na wypadek pojawienia się zleceń umorzenia jednostek uczestnictwa. W efekcie, utrzymują część aktywów w płynnych instrumentach o niskiej dochodowości.

Jak zatem widać, dobrowolność oszczędzania na emeryturę ma swoją wymierną cenę w postaci niższych stóp zwrotu.

Źródła:

Analizy Online (2009). *Analiza opłacalności inwestycji w ramach Otwartych Funduszy Emerytalnych*, 4 września 2009 r., materiał dostępny na stronie:

www.igte.com.pl/matiinf/2009/AOI_ofe_inflacja_swp%2009%2009.pdf.

Bobocea, Mihai (2010). *How we weathered the storm: a Romanian experience in CEE context*, prezentacja na konferencję CEE Insurance and Pension Funds 2010, Warszawa, 29 stycznia 2010 r.

MPiPS (2009). *Informacja Ministra Pracy i Polityki Społecznej dotycząca rozliczenia składek emerytalnych wpłaconych do ZUS i OFE za okres lipiec 1999 r. – kwiecień 2009 r.*, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Warszawa, http://www.mpips.gov.pl/userfiles/File/Analizy/skladki99_09.pdf.

OECD (2008), *Pensions at a Focus December 2008 – Issue 5*, Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).

Soldek, Andrzej (2010). *Jak OFE zarządza naszymi składkami*, PTE PZU S.A., prezentacja na konferencję KPP 4 lutego 2010 r.

Stańko, Dariusz (2006). *Efektywność inwestycyjna OFE w latach 1999-2005*, w: Jajuga K. i Ronka-Chmielowiec W. (red. nauk.), „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek”, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 1133, ss. 500-508.

Stańko, Dariusz (2009). *Pension funds returns. The case of Central and Eastern Europe*, s. 26-45 w: Investments and Payouts in Funded Pension Systems, International Federation for Pension Fund Administrators (FIAP), Santiago, Chile.