

Jest to skorygowana wersja artykułu, który ukazał się w miesięczniku „Prawo Ubezpieczenia, Reasekuracja” nr 4(111), kwiecień 2006 r., str. 73-83).

Poprawki dotyczą:

1. tytułu – skróconego bez mojej wiedzy i zgody przez redakcję
2. noty (zastrzegającej, iż artykuł nie stanowi oficjalnego stanowiska IGTE) – nie wydrukowanej w czasopiśmie przez redakcję, bez mojej wiedzy i zgody
3. bibliografii – nie wydrukowanej w czasopiśmie przez redakcję, bez mojej wiedzy i zgody
4. dolnej części tabeli 3 (str. 79) – wydrukowanej błędnie przez redakcję
5. autokorekty wartości realnej stopy zwrotu (str. 80) i przybliżonej, zakumulowanej stopy inflacji za okres połowa 1999 r. – koniec 2005 r. (str. 80) – są to moje błędy.

dnia 7 czerwca 2006 r.

Dariusz Stańko

OFE – nowoczesne narzędzia realizacji celów polityki społeczno-ekonomicznej państwa

dr Dariusz Stańko
doradca w Izbie Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych¹
adiunkt w Katedrze Ubezpieczenia Społecznego SGH

1. OFE jako część systemu zabezpieczenia emerytalnego

Otwarte fundusze emerytalne (OFE) funkcjonują na polskim rynku kapitałowym od ponad sześciu lat. Stanowią element tzw. drugiego filara, opartego na finansowaniu kapitałowym. Ich zadaniem jest gromadzenie i inwestowanie składek emerytalnych w celu wypracowania środków emerytalnych, które – po przejściu na emeryturę – sfinansują zakup produktu emerytalnego, najprawdopodobniej renty dożywotniej.

Z finansowego punktu widzenia OFE są funduszami inwestycyjnymi o specyficznych cechach (por. Stańko, 2004b: 42-43). Jednak z uwagi na ich rolę, bezpośrednia porównywalność OFE z innymi rodzajami instytucjami finansowymi jest dość ograniczona.

Dzieje się tak, ponieważ otwarte fundusze emerytalne stanowią integralną część systemu zabezpieczenia emerytalnego państwa. Należą zatem do tzw. bazowego systemu emerytalnego, czyli systemu organizowanego przez państwo i podlegającego silnej instytucjonalizacji (Szumlicz, 2003: 189), zarówno w znaczeniu regulacyjnym (normy prawne systemu), jak i organizacyjnym (podmiotowym).

Bazowy (społeczny, publiczny) system emerytalny gwarantuje jego uczestnikom uzyskiwanie standardowych (lub, jak to ma miejsce w przypadku niektórych krajów - minimalnych) świadczeń emerytalnych, a tym samym – odpowiedni poziom konsumpcji w okresie starości. Chodzi więc o ochronę wszystkich emerytów przed ryzykiem ubóstwa. Jego podstawowymi cechami są: publiczny (publicznoprawny) charakter, przymusowość i powszechność (zob. Szumlicz, 2004: 13-15) a także – występujące bardzo często – gwarancje państwa.

¹ Opinie wyrażone w tekście są osobistymi poglądami autora i nie stanowią oficjalnego stanowiska Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

W Polsce bazowy system emerytalny jest realizowany w dwóch postaciach (filarach): części bezpośrednio zarządzanej przez państwo, oraz zarządzanej przez instytucje prywatne (powszechne towarzystwa emerytalne). Filar pierwszy jest finansowany w sposób repartycyjny (bieżące składki przeznaczane są na bieżące emerytury), filar drugi – w sposób kapitałowy (bieżące składki są inwestowane na rynku finansowym). Konto emerytalne ubezpieczonego składa się zatem z dwóch subkont – jednego w ZUS-ie oraz drugiego w wybranym OFE.

Powszechność systemu w bazowym systemie emerytalnym państwo uzyskuje najczęściej poprzez wprowadzenie przymusu uczestnictwa. W ten sposób ochroną przed ryzykiem popadnięcia w ubóstwo w okresie starości obejmowana jest większość społeczeństwa. Przymus oszczędzania służy ponadto przeciwdziałaniu zachowaniom nieracjonalnym (wywołanym krótkowzrocznością tych jednostek, które dobrowolnie nie oszczędzałyby na starość na skutek braku dostatecznej wiedzy lub przezorności) jak i zachowaniom racjonalnym, ale z punktu widzenia interesów ogółu - negatywnym (np. rozmyślnej rezygnacji z oszczędzania w oczekiwaniu na pomoc socjalną z budżetu państwa w okresie starości; jest to tzw. „pokusa nadużycia”). Poprzez wymuszanie oszczędności, państwo egzekwuje także realizację celu emerytalnego przez te osoby, które nie odkładałyby takich oszczędności z powodów „quasi-objektywnych”, czyli niskiego poziomu dochodów rozporządzalnych, czy też – na skutek naturalnej, ludzkiej tendencji do odkładania decyzji o oszczędzaniu (dziecie, pracy itd.) na później.

Narzucenie obowiązku uczestnictwa niesie za sobą koszty. Bezpośrednie związane są z koniecznością organizacji i nadzoru systemu. Koszty pośrednie mają naturę ekonomiczną i wiążą się z „wypaczeniem” zachowań uczestników rynku, a zatem – z obniżaniem poziomu dobrobytu konsumenta (Holcombe 1999: 187-188). Do kategorii kosztów pośrednich można też zaliczyć obniżenie możliwych do osiągnięcia stóp zwrotu w przypadku istnienia znaczących ograniczeń inwestycyjnych.

Jak zauważa M. Góra (2003: 25), oprócz wyżej wymienionych przesłanek racjonalnych, obowiązkowość „jest także ochroną zapobiegliwych, dalekowzrocznych i uczciwych przed ryzykiem finansowania utracjuszy, krótkowzrocznych i nieuczciwych, które to ryzyko powstaje przy założeniu dobrowolnego uczestnictwa w systemie emerytalnym.” Osoby z pierwszej grupy, stworzyłyby odpowiednie rezerwy na przyszłość nawet przy braku

przymusu; ich wynik mógłby być wręcz lepszy, ponieważ realizowany poza systemem obowiązkowym². Niemniej jednak, ze względu na obecność osób z drugiej grupy, także oni muszą uczestniczyć w powszechnym, obowiązkowym systemie emerytalnym.

Obowiązkowość uczestnictwa w publicznym systemie emerytalnym powoduje, że, po pierwsze, struktura aktywów funduszy jest stabilniejsza (zob. Stańko, 2004b: 43), oraz, po drugie, że państwo bierze na siebie odpowiedzialność za prawidłowe funkcjonowanie systemu. Musi zatem stworzyć system gwarancji dla uczestników, lub przynajmniej – poprzez odpowiedni nadzór – dbać o bezpieczeństwo gromadzonych aktywów.

Bezpieczeństwo systemu osiągnąć jest poprzez wprowadzanie gwarancji dla uczestników oraz tworzenie ram inwestycyjnych dla PTE określających wielkość i rodzaj dozwolonych inwestycji (o systemie regulacji portfeli funduszy emerytalnych zob. Davis, 2001). System ten wpływa więc na wysokość możliwych do osiągnięcia przez OFE stóp zwrotu.

Gwarancja minimalnego poziomu świadczeń w przypadku systemu polskiego to instytucje: minimalnej emerytury (obliczanej dla łącznych dochodów z pierwszego i drugiego filara) oraz minimalnej wymagalnej stopy zwrotu (funkcjonującej w drugim filarze). Pierwsza z nich prawdopodobnie wpłynie na decyzję rządu o narzuceniu na członków OFE obowiązku wykupywania renty dożywotniej za zgromadzone oszczędności (na temat wpływu instytucji emerytury minimalnej jako opcji finansowej na wybór sposobu wypłat zob. Stańko, 2005a), druga – praktycznie od samego początku funkcjonowania wywiera opisany już w literaturze negatywny wpływ na zachowania inwestycyjne OFE (por. np. Stańko, 2005a; 2005 b; oraz dyskusję w Jajuga i Szumlich, 2004).

Na tle powyższych rozważań powstaje pytanie czyją własnością są aktywa zgromadzone w OFE? Jedną z przesłanek reformy emerytalnej było stworzenie przejrzystego systemu, w którym wielkość emerytury każdego obywatela zależeć będzie od wielkości odkładanych składek na jego indywidualnym koncie. Z tego też powodu, należy stwierdzić, iż oszczędności gromadzone w otwartych funduszach emerytalnych, są własnością obywateli.

² M. Góra motywuje tę tezę tym, że system obowiązkowy – jako ten, który wiąże się z różnego rodzaju gwarancjami i ograniczeniami – przynosi niższe dochody, niż w przypadku systemu w pełni dobrowolnego, w którym istnieje ponadto możliwość lepszego dopasowania produktów emerytalnych do indywidualnych preferencji. Na temat ceny za obowiązkowość uczestniczenia w systemie emerytalnym zob. Góra (2003: 31-37).

Jednakże na prawo do dysponowania tymi środkami są narzucone pewne istotne ograniczenia, wynikające z charakteru systemu publicznego. By osiągnąć zakładany cel społeczny, jakim jest likwidacja biedy wśród osób starszych, państwo nie tylko zmusza obywateli do oszczędzania, ale też nie daje im możliwości skorzystania z tych aktywów przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Gromadzone aktywa emerytalne są zatem nie płynne.

Zazwyczaj też w końcowej fazie systemu emerytalnego, tj. fazie dekapitalizacji, państwo narzuca obowiązek zakupu renty dożywotniej za jednorazową składkę, czyli zgromadzone oszczędności. Jest to rozwiązanie typowe dla systemów emerytalnych o zdefiniowanej składce – wymóg wykupu renty istnieje na przykład w Wielkiej Brytanii (Cannon and Tonks, 2006), przy czym konieczność wykupu renty jest związana z uprzywilejowanym opodatkowaniem oszczędności w pierwszej fazie systemu emerytalnego – fazie akumulacji. W przypadku powszechnych kapitałowych systemów emerytalnych wybór innych produktów emerytalnych jest zazwyczaj możliwy wtedy, gdy przyszły emeryt będzie w stanie uzyskać za zgromadzone środki odpowiednio wysoką rentę (np. 130% emerytury minimalnej). W Chile prawie dwie trzecie wszystkich emerytów pobiera świadczenia w formie rent dożywotnich (James, Martinez, Iglesias, 2006: 1).

Dlatego oszczędności emerytalne w bazowym systemie nie mogą być utożsamiane z oszczędnościami zgromadzonymi w systemie dobrowolnym. Podejście takie jest nęcące, ale niestety, błędne. Postulat, aby umożliwić występowanie z drugiego filara oraz zarządzanie tymi oszczędnościami według własnego uznania jest możliwy do spełnienia jedynie wtedy, gdy my wszyscy, jako społeczeństwo, dojdziemy do wniosku, iż realizowana przez system powszechny funkcja społeczna nie jest tak cenna jak ta część indywidualnej wolności, którą można „odzyskać”³. W tym wypadku, ceną za możliwość indywidualnego kształtowania swoich decyzji emerytalnych byłoby ubóstwo (zawinione, czy też nie) pewnej części emerytów, oraz związane z tym koszty społeczne (tzw. niekorzystne efekty zewnętrzne, np. napięcia społeczne, niski stan higieny i zdrowia itp.) oraz finansowe (płacone w postaci podatków na sfinansowanie programów opieki społecznej).

³ Dodatkowo, postulat taki zakłada, że wybory wszystkich obywateli są w pełni racjonalne, rynki finansowe przejrzyste (nie występuje na przykład asymetria informacji) i wydajne (ceny odzwierciedlają aktualną wartość ekonomiczną instrumentów finansowych). Nawet, gdyby założenia te były w praktyce możliwe do spełnienia, to nadal pozostaje czynnik losowy związany z ryzykami społecznymi, jak i finansowymi. Część osób mogłaby zatem utracić swoje oszczędności emerytalne. Implikuje to konieczność tworzenia rozwiązań społecznych opartych na mechanizmie ubezpieczeniowym, czyli tworzeniu wspólnot ryzyka.

Postulat wprowadzenia pełnej „swobody” wydaje się zatem dość hipotetyczny a zjawiska ograniczania wolności jednostkowej obywatela występują w wielu aspektach życia społecznego. Przykładem są podatki, obowiązkowe szczepienia ochronne, bądź wymóg zapinania pasów w pojazdach.

Oprócz podstawowego celu emerytalnego, OFE realizują także dodatkowe funkcje. Otwarte fundusze emerytalne stanowią narzędzie polityki gospodarczej ukierunkowanej na rozwój rynków finansowych oraz zwiększenie wzrostu gospodarczego. Fundusze zgłaszają stały popyt na instrumenty finansowe⁴ przez co wpływają stabilizująco na rynek finansowy, szczególnie giełdowy. W związku z tym, cykle koniunkturalne ulegają pewnemu wygładzeniu. Jako akcjonariusze przedsiębiorstw akcyjnych i udziałowcy innych przedsiębiorstw mają możliwość zwiększania wydajności zarządzania korporacyjnego tych firm, a tym samym zwiększają wydajność inwestycji w gospodarce. Ponadto, inwestując w obligacje skarbu państwa, fundusze ułatwiają finansowanie długu publicznego⁵.

OFE mogą wpływać też na rozwój oszczędności długoterminowych oraz poszczególnych rynków (np. nieruchomości czy inwestycji infrastrukturalnych). W chwili obecnej efekt ten jest jednak nieznaczny, ponieważ w niektóre klasy aktywów nie można inwestować (*vide* nieruchomości), a w przypadku pozostałych – limity inwestycyjne bądź brak odpowiednich pośredników rynkowych znacząco ograniczają te inwestycje. Dodatkowo, wysoki poziom realnych stóp procentowych powoduje tzw. efekt wypychania⁶ – OFE wybierają bezpieczne instrumenty skarbowe, inwestują mniej w realne inwestycje takie jak akcje i obligacje przedsiębiorstw.

Oszczędzanie na emeryturę za pośrednictwem funduszu emerytalnego, w którym wysokość emerytury zależy od wnoszonych składek (tzw. system o zdefiniowanej składce) przyczynia

⁴ Jako inwestorzy instytucjonalni, fundusze w większym stopniu są skłonni do stosowania strategii „*buy and hold*”, czyli utrzymywania przez długi czas danego aktywów w portfelu.

⁵ Pamiętać należy jednak o tym, że popyt ze strony OFE zachęca państwo do zwiększania emisji długu, co przekłada się na koszty jego finansowania ponoszone przez podatników, w tym także członków OFE. Ponadto, nadmierny popyt – wymuszany np. odpowiednią konstrukcją ram inwestycyjnych – jest niekorzystny z punktu widzenia oszczędzających. Finansują oni dług państwa zarówno poprzez zwiększone podatki (koszty obsługi długu), jak i zmniejszone stopy zwrotu w drugim filarze (suboptymalna alokacja aktywów).

⁶ Finansowanie znacznego długu państwowego wiąże się z koniecznością sprzedaży dużej ilości obligacji skarbowych. By zachęcić nabywców, rząd musi zaproponować odpowiednio wysokie oprocentowanie swoich papierów dłużnych. Stopy zwrotu z obligacji państwowych są wyższe lub porównywalne z obligacjami prywatnymi przy niewspółmiernie niższym ryzyku niewypłacalności. To z kolei powoduje, iż emitenci obligacji sektora prywatnego są „wypychani” z rynku kredytowego i nie uzyskują odpowiednich środków na inwestycje. W efekcie wzrost gospodarczy jest spowolniony.

się także do większej przejrzystości systemu, jeśli chodzi o zasady ustalania wysokości świadczeń. Zależność między emeryturą a odkładanymi oszczędnościami ogranicza zjawisko uchylania się przed uczestnictwem w systemie (zmniejsza się zakres zatrudnienia nieformalnego) oraz zachęca do późniejszego wychodzenia z rynku pracy (dłuższy okres oszczędzania wpływa na wzrost świadczenia). Ostatni efekt jest wzmocniony wprowadzeniem do formuły świadczenia elementu zależności aktuarialnej, czyli długości dalszego oczekiwanego trwania życia. W ten sposób późniejsze przejście na emeryturę wynagradzane jest zwiększeniem miesięcznego świadczenia, ponieważ okres dekumulacji zgromadzonego kapitału jest krótszy.

2. Efektywność OFE jako inwestorów instytucjonalnych

Przy realizacji danej funkcji ważną kwestią jest ustalenie efektywności danego rozwiązania. W przypadku OFE interesuje nas określenie efektywności inwestycyjnej, przy czym należy brać pod uwagę fakt, że możliwe do uzyskania wyniki są w istotnym stopniu predefiniowane limitami inwestycyjnymi (na przykład pewne klasy aktywów są niedostępne).

Wyniki uzyskane do tej pory przez powszechne towarzystwa emerytalne zarządzające funduszami są bardzo dobre (zob. Tab. 1). Od początkowych miesięcy funkcjonowania systemu, tj. od 1 czerwca 1999 r. do dnia 31 grudnia 2005 r. średnia nominalna stopa zwrotu dla rynku przekroczyła 130%. W skali rocznej stopa ta wyniosła 13,74% nominalnie oraz 8,86% realnie. W ostatnich czterech latach realne stopy zwrotu były powyżej 9% rocznie, co świadczy o tym, że PTE w sposób efektywny pomnażały oszczędności uczestników powszechnego systemu emerytalnego.

Tabela 1 Średnie stopy zwrotu na rynku OFE

Lata	Nominalne stopy zwrotu (%)		Realne stopy zwrotu (%)	
	(w PLN)		(w PLN)	
	p.a.	p.a. narastająco	pa	p.a. narastająco
1999 (od czerwca)	32,48	32,48	20,66	20,66
2000	13,03	19,17	4,18	6,05
2001	5,69	13,59	2,02	4,42
2002	15,27	14,06	14,36	7,16
2003	10,91	13,36	9,06	7,58
2004	14,22	13,51	9,41	7,91
2005	14,99	13,74	14,19	8,86

Stopy zwrotu liczone na bazie wartości średniej jednostki udziałowej. Za wartość średniej jednostki w dniu 1 czerwca 1999 r. przyjęto 10,00.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNUiFE oraz GUS.

Zarządzający funduszem wykazują się także efektywnością inwestycyjną w świetle miar z teorii finansów⁷. I tak według miary Sharpe’a, w okresie od 1 czerwca 1999 do 28 lutego 2005 r., najlepszy fundusz osiągnął wartość współczynnika równą 0,133, najgorszy zaś – 0,045, przy średniej 0,09 dla badanych 15 OFE (Stańko, 2006b: 2)⁸. Estymacja współczynnika Jensena (alfa) dla całej branży emerytalnej wynosi od 2,33% p.a. (15 OFE) do 2,73% p.a. (13 OFE) dla modelu opartego na benchmarku V20 (zmodyfikowanym indeksie WIG20 – zob. Stańko, 2005a; załącznik) oraz GOPL (indeksie Merrill Lynch obligacji rządu polskiego) (Stańko, 2006b: 3). Oznacza to, że aktywne zarządzanie funduszami przyniosło w badanym okresie dodatkową wartość w porównaniu do rezultatów, jakie można by osiągnąć z (hipotetycznie bezkosztowego) inwestowania w indeksy akcji i obligacji⁹.

3. Koszty uczestnictwa w OFE

Analizując koszty uczestnictwa w otwartych funduszach emerytalnych należy stwierdzić, iż są one niższe niż w przypadku dobrowolnych funduszy inwestycyjnych o zbliżonym profilu inwestycyjnym (fundusze zrównoważone). W roku 2004, procentowy udział kosztów operacyjnych netto w średnich aktywach obu klas inwestorów instytucjonalnych wyniosły (wyniki i definicje kosztów – zob. Tabele 2 i 3): 3,22% w przypadku funduszy inwestycyjnych oraz 1,89% w przypadku OFE (IGTE, 2006).

Tabela 2 Koszty funkcjonowania funduszy inwestycyjnych stabilnego wzrostu w okresie od 31 grudnia 2003 r. do 31 grudnia 2004 r. (dane w tys. zł)

Fundusze	aktywa netto		koszty*	Statystyka
	31.12.03	31.12.04		
CU FIO Stabilnego Inwestowania	335 686,6	439 133,7	12 742,8	maksimum
PZU FIO Stabilnego Wzrostu MAZUREK	146 502,9	198 319,6	3 320,6	4,79%
Skarbiec-III Filar FIO	107 426,1	167 759,0	3 226,8	minimum
Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu SFIO	131 225,4	323 785,5	7 089,5	1,51%
SEB-4 Stabilnego Wzrostu SFIO	427 418,3	217 689,7	12 925,9	średnia
Allianz Stabilnego Wzrostu FIO ***		109 015,0	1 080,0	2,78%
DWS FIO Zabezpieczenia Emerytalnego	123 279,2	348 419,2	3 965,5	mediana
SFIO CitiSenior	128 584,5	252 894,3	4 175,8	2,67%
Millennium SFIO Stabilnego Wzrostu **		20 806,9	498,2	1. kwartyl
WARTA Trzeciofilarowy Zrównoważony FIO	10 873,0	19 130,4	449,9	2,01%
LUKAS Stabilnego Wzrostu FIO	64 572,1	215 138,4	2 933,6	3. kwartyl
PKO/CS FIO Stabilnego Wzrostu	296 241,2	658 949,4	16 107,8	4,79%
AIG FIO Stabilnego Wzrostu ***		115 564,1	873,1	IQ range
Pioneer Pekao Stabilnego Wzrostu FIO	2 112 422,0	1 992 109,0	74 854,0	2,78%
SUMA	3 884 231,3	5 078 714,1	144 243,3	

⁷ Po opis i dyskusję na temat podstawowych miar efektywności inwestycyjnej zob. Stańko (2004).

⁸ Por. też artykuł w „Rzeczpospolitej” (Ostrowska, 2006), w którym występują podobne wartości dla okresu 30 września 1999 – 31 marca 2006 r. Brak jest jednak dokładnych informacji dotyczących metodologii obliczeń.

⁹ Obliczenia nie uwzględniają jednak kosztów aktywnego zarządzania oraz opłat dystrybucyjnych – zob. szerzej w Stańko, 2006b:2).

średnie aktywa netto 2003-2004
4 481 472,7

% udział kosztów
3,22

* koszty operacyjne netto:

1. Koszty operacyjne
 - a. wynagrodzenie dla towarzystwa
 - b. opłaty dla depozytariusza i inne związane z prowadzeniem rejestru aktywów
 - c. usługi w zakresie rachunkowości
 - d. usługi wydawnicze, poligrafia
 - e. koszty marketingowe
 - f. koszty dystrybucyjne/wynagrodzenie dla dystrybutorów
 - g. koszty zarządzania aktywami
2. Koszty pokrywane przez towarzystwo (różna szczegółowość opłat i zobowiązań w Bilansach FI)

UWAGA: Nie ujęto opłat pobieranych na rzecz TFI, stanowiących koszty, a nie wyszczególnionych w bilansach FI

** działa od I kw. 2004 r.

*** działa od czerwca 2004 r.

Źródło: IGTE (2006) na podstawie rocznych raportów finansowych funduszy inwestycyjnych za 2004 r. (Internet)

Tabela 3 Koszty funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych w okresie od 31 grudnia 2003 r. do 31 grudnia 2004 r. (dane w tys. zł)

OFE	aktywa netto		koszty OFE 31.12.04**	Statystyka
	31.12.03	31.12.04		
AIG OFE	3 833 870,7	5 334 993,4	99 939,7	maksimum
OFE Allianz Polska	1 210 766,8	1 670 469,1	25 377,9	2,37%
Bankowy OFE	1 368 055,9	1 985 702,6	36 434,2	minimum
Commercial Union OFE	12 710 482,8	17 371 055,1	229 544,1	1,53%
CS L&P OFE	1 143 909,0	1 954 100,5	30 167,0	średnia
OFE DOM	749 711,8	1 011 153,8	14 394,5	2,02%
OFE Ergo-Hestia	915 359,9	1 343 616,1	26 013,1	mediana
Generali OFE	1 481 544,0	2 101 419,0	40 050,3	2,03%
ING NN Polska OFE	10 046 859,1	14 079 019,8	236 221,6	1. kwartyl
OFE Kredyt Banku*	264 161,3			1,94%
Pekao OFE	721 973,6	1 013 825,4	18 139,2	3. kwartyl
OFE Pocztylion	937 525,5	1 308 458,3	26 584,3	2,37%
OFE Polsat	181 840,0	558 844,3	7 121,7	IQ range
OFE PZU	6 272 652,4	8 695 143,6	151 685,8	0,43%
SAMPO OFE	1 374 876,4	2 169 579,8	39 394,2	
OFE Skarbiec-Emerytura	1 619 499,6	2 029 563,2	36 521,4	
SUMA	44 833 088,8	62 626 943,9	1 017 589,0	

średnie aktywa netto 2003-2004
53 730 016,4

% udział kosztów
1,89

* skonsolidowany - nie ujęty w Roczniku ubezpieczeń i funduszy emerytalnych na koniec 2004 r.

** koszty OFE stanowią przychody PTE wynikające z zarządzania funduszem i obejmują:

1. przychody z tytułu kwot pobieranych przez OFE od wpłacanych składek
 2. wynagrodzenie za zarządzanie OFE
 3. przychody z tytułu opłat na rzecz PTE uiszczanych przez członków OFE i związanych z wypłatami transferowymi
 4. przychody od OFE przeznaczone na tworzenie rachunku premiowego
- oraz:
5. wynagrodzenie depozytariusza

Źródło: IGTE (2006) na podstawie KNUiFE: Rocznik ubezpieczeń i funduszy emerytalnych 2004; KNUiFE: Prospekty informacyjne OFE za 2004 r oraz danych miesięcznych KNUiFE: za grudzień 2003 i 2004 r.

Oszczędzanie na emeryturę za pomocą OFE jest tańsze ponieważ koszty rozkładane są na rosnącą masę aktywów. Można ponadto zaryzykować tezę, iż rynek dobrowolnych oszczędności emerytalnych charakteryzuje się mniejszą przejrzystością opłat, niż silnie regulowany rynek OFE.

Koszty oszczędzania stanowiły 2,37% w przypadku najdroższego OFE oraz 1,53% w przypadku najtańszego OFE, W przypadku funduszy inwestycyjnych, koszty wynosiły maksymalnie 4,79%, minimalnie 1,51%. O ile zatem najtańsze fundusze w obu kategoriach charakteryzują się podobnym współczynnikiem, o tyle koszty oszczędzania w najdroższym OFE były w 2004 r. dwa razy niższe. Mediany dla obu branż wynoszą 2,03% (OFE) oraz 2,67% (fundusze inwestycyjne).

Na uwagę zasługuje fakt, iż poziom kosztów OFE jest znacząco mniej zróżnicowany niż w branży funduszy inwestycyjnych – przedział międzykwartyłowy (tj. różnica między najdroższymi 25% a najtańszymi 25% funduszami) wynosi dla OFE zaledwie 0,43%, podczas gdy dla funduszy inwestycyjnych zróżnicowanie jest ponad sześciokrotnie większe. Oznacza to zatem, że w procesie wyboru danego funduszu kwestie kosztów są nieporównywalnie ważniejsze w przypadku oszczędzania dobrowolnego, nie tylko ze względu na wyższy poziom kosztów ogółem tej branży, ale też – większe ryzyko wyboru funduszu inwestycyjnego o kosztach znacząco odbiegających od średniej branżowej.

Dla roku 2005 wskaźnik udziału wszystkich kosztów operacyjnych (bez kosztów związanych z tworzeniem rachunku premialnego i opłat dla depozytariuszy) spadł do 1,563% wartości przeciętnych rocznych aktywów lub 0,624% wartości wynagrodzeń brutto. Z tego, opłaty za zarządzanie wyniosły 0,496% przeciętnych rocznych aktywów (Stańko, 2006a).

Dyskutując na temat efektywności i kosztów OFE należy wspomnieć także o kwestii aktywnego i pasywnego zarządzania finansowego. Literatura finansów nie daje zdecydowanej odpowiedzi na pytanie, która z technik daje lepsze wyniki netto. Jednakże badania autorów analizujących efektywność inwestowania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych na Zachodzie sugerują, że dla statystycznego uczestnika rynku inwestowanie pasywne w dłuższym okresie czasu jest tańsze (por. Stańko, 2005a). Można by zatem zastanawiać się, czy w przypadku bazowego, kapitałowego rynku emerytalnego w Polsce nie lepszym byłoby przekształcenie OFE w fundusze indeksowe. Problemem jest jednak rozmiar rynku OFE w stosunku do wielkości rodzimego rynku kapitałowego oraz kwestia konkurencji jego uczestników. Inwestowanie pasywne sprawdza się bowiem na rynku efektywnym, na którym portfel rynkowy (i stanowiący jego przybliżenie indeks) jest portfelem optymalnym (szerzej na temat problemów funduszy indeksowych w rozwiązaniach emerytalnych zobacz Shah i Fernandes, 2000)

Niemniej jednak obecnie zarządzanie aktywne w przypadku OFE daje statystycznie istotnie wyższe stopy zwrotu niż w przypadku indeksów. Badania Stańko (2005a) wskazują, że nadwyżka ta maleje z czasem, co sugeruje wzrastającą efektywność polskiego rynku kapitałowego. Tym samym zwiększać się będzie atrakcyjność inwestowania indeksowego. Póki co jednak, na rynku finansowym w Polsce instytucje tego rodzaju praktycznie nie funkcjonują.

4. Efektywność filara kapitałowego

Przedstawione wyżej wyniki opisują efektywność OFE jako inwestorów instytucjonalnych, natomiast nie biorą pod uwagę opłat dystrybucyjnych (pobieranych procentowo od każdej nowej składki) oraz kosztów związanych z aktywnym inwestowaniem (koszty transakcyjne, wpływ transakcji na cenę, koszty badań, zarządzania itp.). Pewnym przybliżeniem mierzącym „wydajność” systemu kapitałowego jest relacja wartości oszczędności emerytalnych zakumulowanych w systemie od momentu jego stworzenia (kwiecień 1999) do wartości wpłaconych do tej pory składek i odsetek karnych. Na koniec roku 2005 wpłacone składki wyniosły 63,87 miliarda złotych, podczas gdy zakumulowane środki - 86,08 miliarda złotych. Wspomniany wskaźnik wyniósł 34,8%, podczas gdy realna stopa zwrotu wyniosła plus 3,7% (zakumulowana inflacja pomiędzy 1 kwietnia 1999 r. a 31 grudnia 2005 r. wyniosła ok. 29,9%).

Jednakże składki nie zostały zainwestowane jednorazowo, w pierwszym dniu działania systemu, lecz były wpłacane regularnie w odstępach miesięcznych (założenie pierwsze; w rzeczywistości częstotliwość wpłat może być nieco inna). Należy zatem wziąć pod uwagę wartość pieniądza w czasie. Przyjęto (założenie drugie), że w skali rocznej składki były rozłożone równomiernie na poszczególne miesiące (miesięczne składki emerytalne są tej samej wielkości¹⁰). Po trzecie, założono, że składki wpłacane są pierwszego dnia miesiąca.

Przy powyższych warunkach nominalna dochodowość systemu (mierzona wewnętrzną stopą zwrotu) po 81 miesiącach działania (od kwietnia 1999 r. do grudnia 2005 r.) wyniosła 89,8% dla całego okresu, oraz 10,0% w skali rocznej. Realne stopy zwrotu kształtowały się, odpowiednio na poziomie 46,1% (cały okres) i 5,8% (rocznie). Wyniki te uległy znaczącej

¹⁰ Założenie to nie ma większego wpływu na wynik, ponieważ nie występowały dramatyczne fluktuacje w wielkości wpłat.

poprawie w stosunku do lat poprzednich – np. w grudniu 2004 r. roczna realna stopa zwrotu wyniosła 4,1%, podczas gdy w początkowych latach po reformie była ona ujemna. Oznacza to, iż po blisko sześciu latach funkcjonowania, kapitałowy system emerytalny realnie zwiększył oszczędności członków OFE.

Systemowa stopa zwrotu jest niższa od wyników uzyskiwanych przez OFE, ponieważ bierze pod uwagę wpływ opłat. Dużą rolę odgrywają tutaj opłaty dystrybucyjne, ponieważ na początkowym etapie tworzenia systemu to właśnie one najbardziej zmniejszają kapitał podlegający inwestowaniu. Przykładowo, zakładając comiesięczne wpłaty w wysokości 100 zł, miesięczne opłaty: prowizyjną i za zarządzanie na poziomie odpowiednio 8,5% i 0,05% oraz nominalną stopę zwrotu z inwestycji równą 15% (w skali rocznej)¹¹, zgromadzony kapitał po roku wyniesie 1 146,33 zł wobec wpłaconych do systemu 1 200 zł. Mimo bardzo wysokiej stopy zwrotu na rynku finansowym (15%), “systemowa” będzie ujemna, czyli – 4,47% w skali roku. *Ceteris paribus*, stopa zwrotu po pięciu latach wyniosłaby zaledwie 2,72%. Ilustracja ta w dużej mierze wyjaśnia rzeczywistą różnicę stóp zwrotu z inwestycji OFE i systemowej stopy zwrotu. W miarę wzrostu wielkości zakumulowanych oszczędności w systemie, wpływ opłat dystrybucyjnych na systemową stopę zwrotu będzie coraz mniejszy.

Jak wygląda efektywność konta kapitałowego w porównaniu z kontem pierwszofilarowym, finansowanym repartycyjnie? W porównaniu do “rentowności” pierwszego filara, OFE charakteryzowały się znacznie wyższą stopą zwrotu. Studium Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej (MPiPS, 2005) przedstawia efektywność z lokowania identycznej sumy pieniędzy w pierwszym filarze (kapitał z ZUS), drugim filarze (kapitał z OFE) oraz lokatach bankowych (zob. Tabela 4). Założenia analizy przewidują, że kwota w wysokości składki odprowadzanej na drugi filar dla osoby zarabiającej średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej, która rozpoczęła pracę we wrześniu 1999 r. jest inwestowana w pierwszym filarze, drugim filarze oraz w postaci lokaty bankowej.

Pod koniec czerwca 2005 r. średni kapitał zgromadzony w drugim filarze wyniosłby 131,1% wartości zgromadzonych składek, zaś w przypadku konta repartycyjnego wartość ta wyniosłaby jedynie 110,5%, co stanowi wynik porównywalny ze średnią lokatą bankową (111,3%). Rentowność systemu kapitałowego jest zatem zdecydowanie wyższa i przewaga w

¹¹ Przyjęte parametry są zbliżone do sytuacji panującej w momencie wprowadzania kapitałowego systemu emerytalnego.

stosunku do alternatywnych metod inwestowania ulega stopniowemu powiększeniu, w miarę jak koszty uczestnictwa w OFE ulegają relatywnemu zmniejszeniu.

Tabela 4 Porównanie wariantów inwestowania kapitałowej składki emerytalnej

	VI 2000	VI 2001	VII 2002	VI 2003	VI 2004	VI 2005
kapitał z ZUS	105,3	108,5	111,6	109,7	108,5	110,5
średni kapitał z OFE	99,0	94,3	106,4	113,6	120,7	131,1
najniższy wśród OFE	97,6	95,4*	101,1	107,4	115,0	124,3
najwyższy wśród OFE	97,8	95,5*	110,1	119,6	124,0	137,1
średni kapitał z lokat bankowych	104,3	110,9	112,8	112,1	111,2	111,3
ROR	102,7	106,4	106,6	105,6	104,6	104,0

* dane w dokumencie źródłowym były przedstawione (przyp. D.S.)

Średni kapitał z lokat bankowych przedstawia średnią dla lokat typu ROR, 1-,6- i 12-miesięcznych.

Tabela przedstawia zgromadzony kapitał z comiesięcznie odprowadzanych składek w wysokości składek z II filaru emerytalnego w relacji do kwoty skumulowanych składek odprowadzonych na II filar dla osoby zarabiającej średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej, która rozpoczęła pracę we wrześniu 1999 r. (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie MPPiS (2005).

5. Czynniki decydujące o wysokości przyszłej emerytury z drugiego filara

Na wielkość świadczenia uzyskiwanego z drugiego filara ma wpływ kilka zmiennych. Zmienną losową (o ile abstrahujemy od umiejętności inwestycyjnych zarządzających danym funduszem) jest dochodowość z inwestycji w poszczególnych okresach. Wprawdzie można ustalać oczekiwaną stopę zwrotu poprzez zaakceptowanie odpowiedniego poziomu ryzyka, jednakże ostateczny wynik procesu inwestowania może znacznie odchylić się od wartości oczekiwanej.

Drugim czynnikiem, na który oszczędzający mają nieco większy wpływ jest poziom kosztów, determinowany przez wysokość opłat danego funduszu. Stawki te ustalane są przez PTE, jednak w praktyce są one identyczne i wynoszą maksymalne wartości określone w ustawie. Pułapy opłat zostały wprowadzone w ramach nowelizacji z dnia 27 sierpnia 2003 r. Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu OFE. Aktualne rozwiązania faworyzują pod tym względem większe fundusze, bowiem stawki opłat maksymalnych maleją wraz ze wzrostem zarządzanych aktywów netto.

Kolejnym czynnikiem egzogenicznym jest dla uczestników rynku przeciętna długość dalszego oczekiwanego trwania życia „ich” kohorty (średnia) oraz zakres niepewności związanej z tym parametrem (odchylenie standardowe)¹².

¹² Przeciętna długość dalszego trwania życia dla osób w wieku emerytalnym wpływa na wielkość świadczenia (zależność odwrotnie proporcjonalna). Niepewność związana z oszacowaniem tego parametru stanowi istotne

Uczestnik kapitałowego, bazowego systemu emerytalnego w Polsce ma największy wpływ na ostatnią zmienną, czyli na wiek przejścia na emeryturę (o ile jego decyzje emerytalne nie są wymuszane np. przez sytuację na rynku pracy lub jego stan zdrowia). Im dłuższy okres oszczędzania, tym większa wartość zgromadzonych składek oraz – przy krótszym oczekiwanym okresie przebywania na emeryturze – wyższe świadczenia.

6. Nie zrealizowane elementy drugiego filara

Proces tworzenia kapitałowego filaru bazowego systemu emerytalnego nie został jeszcze zakończony. W fazie akumulacji brak jest nadal możliwości lepszego dopasowywania profili inwestycyjnych OFE do (zmieniających się w czasie) preferencji inwestorów poprzez tworzenie funduszy o różnych profilach ryzyka (np. multifundusze występujące w Chile bądź *life funds* występujące w USA), w tym – funduszy konserwatywnych (planowane pierwotnie „fundusze typu B”, szczególnie ważnych w okresie poprzedzającym przejście uczestnika na emeryturę. Za rozwiązaniem tego typu przemawia też fakt, iż z uwagi na cykle cenowe, należy oczekiwać, że stopy zwrotu OFE mogą ulec pogorszeniu.

Docelowy profil inwestycyjny funduszy typu B zależy od tego, jak zostanie zaprojektowany system emerytalny w fazie dekumulacji, czyli od tego, jakie instytucje będą wypłacały emerytury, jakie produkty będą dostępne, oraz jak zorganizowany będzie rynek wypłat.

Sam system emerytalny wymaga także istotnych usprawnień w dziedzinie systemu oceny wyników inwestycyjnych oraz norm inwestycyjnych (por. Stańko, 2004a).

7. Zakończenie

W ramach niniejszego artykułu przedstawiono rolę i specyfikę otwartych funduszy emerytalnych w kontekście realizowania zadań społeczno-ekonomicznych państwa. Zaprezentowano też podstawowe informacje dotyczące ich dotychczasowych rezultatów, zarówno w kontekście wyników inwestycyjnych, jak i kosztów. Ponadto, scharakteryzowano OFE w oparciu o miary finansowe oraz w porównaniu do alternatywnego sposobu finansowania, to jest – pierwszego filara emerytalnego.

ryzyko dla instytucji wypłacającej renty, w związku z czym jest ona uwzględniana w cenie zakupu renty. Obniża to wartość świadczenia.

W artykule próbowano także uwypuklić problem braku bezpośredniej porównywalności produktów obowiązkowego rynku emerytalnego z instrumentami finansowymi dostępnymi na dobrowolnych rynkach finansowych. Systemy emerytalne rozwiązują (bądź w znacznym stopniu ograniczają) problemy związane z nieracjonalnością zachowań i hazardem moralnym¹³, jednakże za cenę niższej płynności – i często – niższych stóp zwrotu. Pamiętać należy zatem, iż inne instrumenty nie stanowią czystej alternatywy (substytutu) dla obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych. Nawet, jeśli byłoby możliwe stworzenie takiego substytutu, to na przykład z racji wielkości inwestowanych środków, stopy zwrotu z takich instrumentów uległyby pogorszeniu.

Dotychczasowe wyniki skłaniają do wniosków, iż OFE zasługują na miano nowoczesnych narzędzi polityki państwa, oraz, że polski system kapitałowy w istotny sposób przyczynia się do zwiększenia bezpieczeństwa emerytalnego Polaków. Nie znaczy to, oczywiście, że proces tworzenia systemu został zakończony. Szereg ważnych elementów, takich jak fundusze konserwatywne czy rynek wypłat muszą być w jak najszybszy sposób zaprojektowane i wprowadzone w życie, tak, by cele reformy emerytalnej z 1998 roku zostały w pełni zrealizowane. Ponadto, warto zastanowić się nad zmianą systemu oceny efektywności inwestycyjnej oraz sposobu zarządzania aktywami.

¹³Z kolei konsekwencje braku szczęścia w systemie obowiązkowym mogą w znacznej mierze być ograniczone poprzez ich ubezpieczeniowy charakter (redystrybucja, system gwarancji).

Literatura

Cannon, Edmund and Ian Tonks (2006). Survey of annuity pricing, Department for Work and Pensions, Research Report No. 318, <http://www.dwp.gov.uk/asd/asd5/rports2005-2006/rrep318.pdf>.

Davis E. Philip (2001). Portfolio Regulation of Life Insurance and Pension Funds, The Pensions Institute, Discussion Paper PI-0101, Brunel University: Londyn, <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0101.pdf>.

Góra Marek (2003). System emerytalny, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa.
Holcombe, G. Randall (1999). Public Finance: Government Revenues and Expenditures in the United States Economy, DeVoe Moore Center.

IGTE (2006). OFE-FI-ZUS kapitał koszty, materiał nie opublikowany (M.W.), Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych: Warszawa.

Jajuga, Krzysztof, Szumlicz Tadeusz (2004, red.). Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych, Forum Dyskusyjne Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, FD 3/2004, KNUiFE, <http://www.knuife.gov.pl/publikacje/forum/forum0304.pdf>.

James, Estelle, Guillermo Martinez and Augusto Iglesias (2006). The Payout Stage in Chile: Who Annuityzes and Why?, Journal of Pension Economics and Finance (*w druku*), wersja NCPA Paper No. 271, 2004., <http://www.estellejames.com/downloads/payout-chile.pdf>.

Ostrowska, Katarzyna (2006). Powinno być efektywnie i bezpiecznie, Rzeczpospolita z dnia 13 kwietnia 2006 r.

MPiPS (2005). Analiza. Rozliczenie składek emerytalnych wpłacanych do ZUS i OFE za okres wrzesień 1999 – czerwiec 2005, Ministerstwo Polityki Społecznej, Departament Analiz Ekonomicznych i Prognoz: Warszawa.

Shah, Ajay and Kshama Fernandes (2000). The Relevance of Index Funds for Pension Investment in Equities, World Bank Policy Research Working Paper No. 2494., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632564.

Stańko Dariusz (2004a). Performance Measurement Regulation Issues in New Polish Pension System, Osaka Economic Papers, Vol. 53(4), March.

Stańko Dariusz (2004b). Podstawowe narzędzia w ocenie efektywności inwestycyjnej funduszy emerytalnych, Forum Dyskusyjne Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, FD 3/2004, s. 41-52, KNUiFE, <http://www.knuife.gov.pl/publikacje/forum/forum0304.pdf>.

Stańko, Dariusz (2005a). Efektywność finansowania kapitałowego w bazowym systemie emerytalnym, praca doktorska, Szkoła Główna Handlowa: Warszawa.

Stańko, Dariusz (2005b). Społeczne znaczenie istniejących i proponowanych mechanizmów bezpieczeństwa w kapitałowym systemie emerytalnym, 185-194, w: Szumlicz T. (red.). Społeczne aspekty ubezpieczenia, Wydawnictwo SGH: Warszawa.

Stańko (2006a). Badania wysokości składek na rynku OFE, mimeo dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

Stańko, Dariusz (2006b). Efektywność inwestycyjna OFE w latach 1999-2005, referat na konferencję „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski”, Szklarska Poręba, 25-27 września 2006 r. (w druku)

Szumlicz Tadeusz (2003). System zabezpieczenia emerytalnego, 186 - 200, w: Kurzynowski, A. (red.), Polityka społeczna, Instytut Gospodarstwa Społecznego, Szkoła Główna Handlowa: Warszawa.

Szumlicz Tadeusz (2004). Zabezpieczenie emerytalne w systemach zabezpieczenia społecznego, w: Szumlicz T., M. Żukrowski (red., 2004). Systemy emerytalne w krajach Unii Europejskiej, Twigger: Warszawa.