

Paweł Trippner

Spółeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

STOPA ZWROTU FUNDUSZY EMERYTALNYCH I INWESTYCYJNYCH JAKO CZYNNIK DETERMINUJĄCY DECYZJE LOKACYJNE INWESTORÓW

1. Wstęp

Wszystkie analizy ekspertów dotyczące świadczeń emerytalnych osób objętych reformą są zgodne co do tego, że bez dodatkowych inwestycji w filar dobrowolny nie ma szans na to, by świadczenia te były na wysokim, satysfakcjonującym poziomie. Będzie on ściśle uzależniony od jakości polityki inwestycyjnej funduszy filaru drugiego oraz właściwego wyboru formy inwestowania w filarze trzecim. Artykuł ten stanowi próbę odpowiedzi na pytanie, czy na decyzje uczestników kapitałowych filarów emerytalnych ma wpływ jakość polityki inwestycyjnej prowadzonej przez fundusze.

2. Istota i cele reformy oraz konstrukcja nowego systemu emerytalnego

Punktem wyjścia reformy systemu zabezpieczeń społecznych w Polsce było podzielenie społeczeństwa na trzy grupy, kryterium podziału był zaś wiek [4, s. 24]:

- osoby urodzone przed 1 stycznia 1949 r. nie zostały objęte reformą; ich świadczenia będą wypłacane na dotychczasowych zasadach, czyli pozostali oni w systemie repartycyjnym,
- osoby urodzone po 31 grudnia 1948 r., a przed 1 stycznia 1969 r. same zdecydowały, czy pozostać w starym systemie, czy przystąpić do zreformowanego systemu emerytalnego,
- osoby urodzone po 31 grudnia 1968 r. obligatoryjnie muszą stać się członkami zreformowanego systemu.

Fundamentalną decyzją leżącą u podstaw reformy było założenie wypłacania przyszłego świadczenia emerytalnego z trzech niezależnych źródeł.

Architekturę reformy oparto na trzech filarach emerytalnych [1, s. 35-36]:

I Filar – jest to zreformowany ZUS. Ma on charakter repartycyjny. Każdy ubezpieczony posiada własne konto emerytalne, na którym gromadzone są środki finansowe wpływające do zakładu w formie składek. Na indywidualnym koncie ubezpieczonego został zapisany kapitał początkowy na dzień 1 stycznia 1999 r., mający charakter praw nabytych. Jego wysokość będzie się zmieniała w zależności od wysokości składek wpływających na konto oraz od poziomu waloryzacji dokonywanej przez ZUS. Po osiągnięciu wieku emerytalnego osoba pobierająca świadczenie będzie mogła pracować dodatkowo bez groźby utraty bądź zawieszenia wypłaty świadczenia.

II Filar – jest to obowiązkowy system emerytalny o charakterze kapitałowym. Podstawą jego funkcjonowania było powołanie do działalności powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE), które rozpoczęły zarządzanie otwartymi funduszami emerytalnymi (OFE). Środki funduszy pochodzą z części składki emerytalnej płaconej do ZUS, który dokonuje ich transferu do OFE. Celem działalności tych ostatnich jest inwestowanie powierzonych środków finansowych w celu ich pomnożenia przy przestrzeganiu zasady ograniczenia poziomu ryzyka inwestycyjnego [3, s. 423-424]. W momencie osiągnięcia przez członka funduszu wieku emerytalnego zgromadzony kapitał zostanie przekazany do wyspecjalizowanej instytucji, która zajmuje się inwestowaniem powierzonych mu środków oraz wypłatą dożywotniej emerytury.

III Filar – jest to dobrowolne ubezpieczenie o charakterze kapitałowym finansowane indywidualnie przez osoby uważające, że uzyskiwane przez nich świadczenia z filarów obowiązkowych będą zbyt niskie w stosunku do ich oczekiwań. Filar ten może mieć dwie postacie, takie jak [4, s. 26-27]:

1. **Grupowa umowa** zawarta przez pracodawcę z towarzystwem ubezpieczeniowym lub funduszem inwestycyjnym. Ma ona postać pracowniczego programu emerytalnego. Środki na ten filar pochodzą z części wynagrodzenia netto pracownika, która jest przez niego przeznaczona na cel emerytalny. Tego typu rozwiązania w Polsce są na razie mało popularne, niewiele firm zdecydowało się zaproponować swym pracownikom udział w pracowniczych planach emerytalnych.

2. **Indywidualna umowa** pracownika z instytucją zajmującą się inwestowaniem powierzonych jej środków finansowych. Są to zwykle towarzystwa ubezpieczeniowe lub fundusze inwestycyjne. Pracownik przeznacza część swojego wynagrodzenia netto dla jednej z wymienionych instytucji, aby ta dokonała jej alokacji w sposób maksymalnie efektywny. Uczestnik III filaru ma obowiązek określenia typu funduszu, który ma pomnażać jego składki. Wiąże się to z różnym poziomem ryzyka funduszy, co wpływa na bezpieczeństwo inwestycji.

Inną formą uczestnictwa w III filarze jest zawarcie umowy ubezpieczenia z funduszem inwestycyjnym. Łączy on w sobie cechy ubezpieczenia na życie z kapita-

łową inwestycją o charakterze emerytalnym. Polega ona na zawarciu z towarzystwem ubezpieczeniowym umowy na czas nieokreślony, w której uczestnik zobowiązuje się do regularnego wpłacania składek w ustalonej wcześniej wysokości. Określa on, jaka część składki jest inwestowana w jednostki funduszu, a jaka w ochronę życia. Umowa wygasa w momencie osiągnięcia przez ubezpieczonego wieku emerytalnego bądź w chwili jego śmierci. W pierwszej sytuacji kapitał zgromadzony w części dotyczącej ochrony życia jest dołączany do środków zebranych w ramach inwestycji kapitałowej. Ubezpieczony sam decyduje o formie wypłaty zgromadzonego kapitału. Może być to wypłata jednorazowa bądź regularne świadczenie [6, s. 219].

3. Źródła zasilania filarów kapitałowych oraz ograniczenia w polityce inwestycyjnej

Niezwykle istotny dla instytucji działających w ramach kapitałowych filarów emerytalnych jest regularny napływ strumieni kapitałowych, które zasilają ich portfele inwestycyjne. Dzięki posiadaniu coraz większego poziomu aktywów zwiększa się kwota pobieranych przez te instytucje prowizji oraz opłat. Pomiedzy instytucjami II i III filaru występują znaczne różnice w źródłach zasilania ich portfeli. Zostały one zaprezentowane w tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka zasilania kapitałowych filarów emerytalnych w Polsce

X	FILAR	
	II	III
Przynależność	Obowiązkowa dla osób urodzonych po 31 grudnia 1968 r. Osoby urodzone przed 1 stycznia 1949 r. nie mają prawa udziału w tym filarze	Dobrowolna. Każdy obywatel ma prawo przystąpić do III filaru
Metody zwiększania poziomu aktywów	Pozyskiwanie nowych członków, przejmowanie członków od konkurencji wpłaty dotychczasowych członków, skuteczność polityki inwestycyjnej	Pozyskiwanie nowych członków, wpłaty dotychczasowych członków, skuteczność polityki inwestycyjnej
Początek uczestnictwa	W momencie podjęcia pracy zawodowej i rozpoczęcia opłacania składek ubezpieczeniowych	Dowolny. Potencjalny klient sam decyduje, kiedy rozpocznie opłacanie dodatkowych składek
Wysokość składki	7,3% wynagrodzenia brutto	Sam uczestnik deklaruje wysokość wpłacanej kwoty
Regularność wpłat	Zgodna z wypłacanym wynagrodzeniem i opłacaniem składek	Uczestnik ma prawo decyzji co do częstotliwości opłacania składek
Instytucje działające w ramach filaru	Otwarte fundusze emerytalne	Banki, biura maklerskie, towarzystwa ubezpieczeniowe, towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2].

We wrześniu 2004 r. w ramach III filaru ubezpieczeniowego wprowadzono nowy produkt o nazwie indywidualne konta emerytalne. Ich działalność reguluje

Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych [6]. Proponuje ona szereg rozwiązań mających na celu skłonienie Polaków do aktywnego uruchamiania ubezpieczeń w ramach tego filaru. Główną zachętą jest możliwość uniknięcia podatku od dochodów kapitałowych (obecnie 19%) w przypadku utrzymania kapitału na koncie w IKE do momentu osiągnięcia odpowiedniego wieku oraz posiadania tylko jednego IKE. Ubezpieczenie w ramach IKE odbywa się w następujących formach [6]:

- środki pieniężne gromadzone na rachunku bankowym,
- jednostki uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym,
- jednostki ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego,
- pośrednictwo biura maklerskiego, prowadzącego działalność brokerską,
- inwestycje indywidualne w papiery wartościowe wymienione w ustawie.

Maksymalna kwota, jaką inwestor może wpłacić do IKE, nie może być wyższa niż 150% prognozowanego przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej. W 2007 r. jest to 2616 zł, co oznacza, że wpłata nie może być wyższa niż 3924 zł [11].

Istotne różnice można zaobserwować w obszarze ograniczeń narzucanych instytucjom obsługującym filary ubezpieczeniowe. Są one znacznie bardziej restrykcyjne w odniesieniu do OFE (II filar), którym ustawa zezwala na lokowanie jedynie 40% posiadanych aktywów w papiery wartościowe obciążone wysokim poziomem ryzyka, czyli głównie akcje [7].

W odniesieniu do instytucji działających w III filarze, a w szczególności do funduszy inwestycyjnych, które są przedmiotem zainteresowania autora opracowania, ograniczenia są o wiele bardziej liberalne. Polegają one w zasadzie na takim skonstruowaniu oferty przez fundusze, aby wykluczyć możliwość lokowania środków w fundusze wysoko ryzykowne (akcyjne, zagraniczne). Inwestorzy mają do wyboru te fundusze, które dywersyfikują skład swoich portfeli i ograniczają poziom ryzyka. Są to fundusze zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz papierów dłużnych.

4. Wpływ jakości polityki inwestycyjnej na poziom aktywów funduszy

Celem badawczym jest wykazanie, czy uczestnicy kapitałowych filarów emerytalnych uzależniają swoje decyzje dotyczące wyboru funduszy od jakości prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej. Poszukując odpowiedzi na tak sformułowane pytanie, poddano analizie zależność pomiędzy wynikami inwestycyjnymi funduszy a poziomem stóp wzrostu liczby członków w poszczególnych funduszach emerytalnych. Lepsza jakość polityki inwestycyjnej powinna zaowocować szybszym napływem nowych klientów do funduszu niż u konkurencji, a także przejmowaniem członków od funduszy osiągających gorsze wyniki inwestycyjne. Przechodzenie członków innych funduszy jest jednym z trzech czynników decydują-

cych o wielkości posiadanych przez OFE aktywów. Pozostałe to napływające składki dotychczasowych klientów oraz skuteczność polityki inwestycyjnej.

Do weryfikacji przedstawionych założeń wykorzystano miarę korelacji między badanymi zjawiskami. Współczynnik korelacji Pearsona ma następującą postać [5, s. 73-76]:

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \times (y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \times \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}},$$

gdzie: r – współczynnik korelacji Pearsona,

x – miary opisujące zjawisko x ,

y – miary opisujące zjawisko y .

Współczynnik ten przyjmuje wartości z przedziału $(-1;1)$. Im bliżej wartości 1, tym dodatnia zależność pomiędzy badanymi zjawiskami jest silniejsza.

W analizie zostały uwzględnione tylko te fundusze, których wzrost poziomu aktywów odbywa się jedynie w wyniku napływających składek i prowadzonej polityki inwestycyjnej. Wykluczono te fundusze, których aktywa wzrastały również na skutek przejść innych podmiotów (Pekao, Pocztylion, Polsat, Skarbiec).

Zależność pomiędzy stopą zwrotu a liczbą członków na rynku OFE zaprezentowano w tab. 2.

Tabela 2. Zależność pomiędzy stopą zwrotu a napływem członków do OFE

OFE	Stopa zwrotu w latach 1999-2006 (%)	Pozycja	Wzrost liczby członków w latach 1999-2006 (%)	Pozycja	Współczynnik korelacji	Pozycja
AIG	120,03	9	26,91	8	- 0,603	10
Allianz	125,18	8	74,57	2	- 0,182	6
Bankowy	118,66	10	25,01	9	- 0,178	5
Commercial Union	130,62	4	13,35	10	- 0,419	9
DOM	130,44	5	80,62	2	0,639	3
Ergo Hestia	116,35	11	50,49	5	- 0,330	8
Generali	142,59	2	28,10	7	0,930	2
ING NN	149,48	1	63,66	4	- 0,289	7
Nordea	128,61	7	44,65	6	- 0,630	11
PZU	135,24	3	11,40	11	0,099	4
Winterthur	129,68	6	94,18	1	0,933	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie [10].

Wyniki badań nie potwierdzają postawionych założeń o zależności pomiędzy jakością prowadzonej polityki inwestycyjnej a popularnością funduszy wśród przyszłych emerytów. Na jedenaście poddanych analizie funduszy jedynie wśród dwóch wystąpiła bardzo silna korelacja dodatnia pomiędzy stopami zwrotu a napływem nowych członków (Generali i Winterthur) oraz w jednym przypadku korelacja na poziomie istotnym (OFE DOM). W pozostałych przypadkach nie zauwa-

żono istotnej zależności pomiędzy badanymi zjawiskami, a dla dwóch funduszy stwierdzono występowanie korelacji ujemnej na dość znaczącym poziomie (AIG oraz Nordea).

Zaprezentowane wnioski są potwierdzane tym, iż fundusz o najwyższej stopie zwrotu (ING NN) osiągnął jedynie czwartą pozycję pod względem wzrostu liczby swoich członków, fundusz o najniższej stopie zysku (Ergo Hestia) uplasował się zaś tuż za nim (różnica pomiędzy stopami zwrotu wynosi ponad 33 punkty procentowe, a pomiędzy wzrostem liczby członków – jedynie ponad 13). Najwyższy przyrost liczby klientów natomiast zanotował OFE Winterthur, który osiągnął dopiero 6 pozycję pod względem poziomu rentowności, fundusz o najmniejszym wskaźniku przyrostu klientów (OFE PZU) miał zaś trzeci z kolei poziom stopy zwrotu. Był on wyższy o ponad 5 punktów procentowych od OFE Winterthur, a stopa wzrostu członków była niższa o blisko 83 punkty procentowe. Jest to sygnał, iż członkowie otwartych funduszy emerytalnych, jak dotąd, w niewielkim stopniu monitorują zachodzące tendencje na rynku funduszy emerytalnych. Jednakże przyczyną takiego stanu, oprócz braku zainteresowania i świadomości co do znaczenia tych decyzji, może być również fakt, iż inwestycje emerytalne charakteryzują się bardzo długim horyzontem czasowym i podejmowanie decyzji o zmianie funduszy na podstawie siedmiu lat funkcjonowania funduszy może być przedwczesne.

Drugi obszar analizy dotyczy zależności pomiędzy tendencjami panującymi na polskim rynku akcji, reprezentowanymi wartością indeksów WIG oraz WIG20, a decyzjami klientów funduszy inwestycyjnych (obsługujących III filar emerytalny) co do wyboru typu funduszy, w zależności od poziomu zaangażowania w instrumenty wysoko ryzykowne. Wyniki obliczeń zostały zaprezentowane w tab. 3.

Tabela 3. Współczynniki korelacji pomiędzy indeksami giełdowymi a poziomem aktywów wybranych funduszy inwestycyjnych

Indeks	Typ funduszu		
	zrównoważony	stabilnego wzrostu	papierów dłużnych
WIG	0,936	0,457	-0,772
WIG20	0,838	0,364	-0,856

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8; 9].

Otrzymane wyniki są dowodem na to, że inwestorzy lokujący środki za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych uważnie obserwują tendencje zachodzące na rynku kapitałowym. Zauważono silną i bardzo silną korelację pomiędzy zmianami wartości indeksów WIG 20 i WIG a tempem napływu środków do funduszy zrównoważonych (odpowiednio ponad 0,8 i 0,9). Oznacza to bardzo duży stopień uzależnienia decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez zarządzających portfelami funduszy inwestycyjnych (zwłaszcza tych o dużym udziale papierów wysoko ryzykownych) od aktualnie panujących trendów na polskim rynku giełdowym. Dodatnia korelacja, ale na zdecydowanie niższym poziomie (pomiędzy 0,3 a 0,5), występuje pomiędzy indeksami giełdowymi a poziomem aktywów funduszy zrów-

noważonych. Zanotowano silną korelację ujemną w odniesieniu do funduszy papierów dłużnych, co nie jest zaskoczeniem, gdyż w wypadku występowania korzystnych tendencji na rynkach akcji obserwuje się zazwyczaj spadek zainteresowania inwestycjami bezpiecznymi w skarbowe papiery o charakterze dłużnym.

5. Zakończenie

Nie udało się zweryfikować pozytywnie założenia o ścisłym powiązaniu jakości polityki inwestycyjnej prowadzonej przez otwarte fundusze emerytalne a ich popularnością wśród uczestników drugiego filaru emerytalnego. Wpływ na to może mieć kilka czynników: przywiązanie i niechęć zmian pierwotnie wybranego funduszu (co nie jest czynnikiem do końca negatywnym, zważywszy na długi horyzont inwestycyjny), oraz niewielkie zainteresowanie części przyszłych emerytów wynikami swoich funduszy. Jest to efektem tego, iż dla wielu osób fakt przystąpienie do OFE nie miał żadnego znaczenia, w wielu przypadkach członkostwo jest bowiem wymuszane nakazem ustawowym, a nie własnym wyborem, i w związku z tym osoby te nie wykazują żadnego zainteresowania wynikami swoich funduszy. Przyczyną mogą być również niewielkie, jak dotąd, różnice w wynikach inwestycyjnych pomiędzy funduszami, dzięki czemu ranking funduszy w przyszłości może mieć zupełnie inny kształt. Wyniki analiz są pozytywną informacją w odniesieniu do poziomu świadomości inwestorów lokujących środki w III filarze za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Dzięki obserwowaniu wydarzeń na giełdzie podejmują oni właściwe decyzje co do kierunku lokowania środków, w okresach trendów wzrostowych powierzając je funduszom angażującym znaczną część aktywów w akcje kosztem funduszy papierów bezpiecznych, co istotnie wpływa na poziom rentowności tych inwestycji i, rzecz jasna, na wysokość środków zgromadzonych na poczet przyszłych świadczeń z dobrowolnego filaru kapitałowego.

Literatura

- [1] *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, red. K. Sas-Kulczycka, WIG PRESS, Warszawa 1999.
- [2] Nowak K., *Nowe emerytury – reforma systemu ubezpieczeń społecznych*, WSB, Poznań 1999.
- [3] Obidziński P., Putek-Szeląg E., *Znaczenie OFE w świadczeniach przyszłych emerytów*, „Rynek Kapitałowy – Skuteczne Inwestowanie”, vol. 2, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004.
- [4] Olszewski J., *Fundusze emerytalne filar II i III*, INFOR, Warszawa 1999.
- [5] Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, AE, Wrocław 2001.

- [6] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, PWN, Warszawa 1999.
- [7] Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych (DzU nr 116, poz. 1205).
- [8] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z późn. zm.
- [9] www.gpw.com.pl.
- [10] www.izfa.pl.
- [11] www.knf.gov.pl.
- [12] www.sejm.pl.

THE LEVEL OF RETURN ON PENSION AND INVESTMENT FUNDS AS A DECISIVE FACTOR OF INVESTORS' DECISIONS

Summary

The article underlines the importance of investment for future pensioners and their future benefits not only through obligatory pillars but also through a voluntary third pillar. The level of client interest in funds and investment results have been analyzed. The level of future pension benefits is subject to client investment decision.