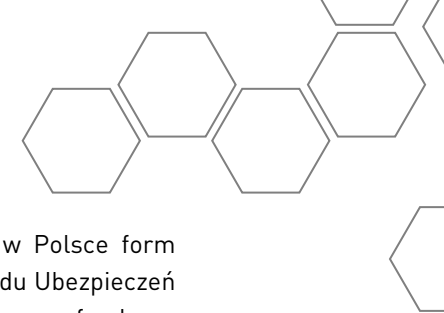




Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania

Raport przygotowany przez Analizy Online S.A.
dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych

16 lutego 2018

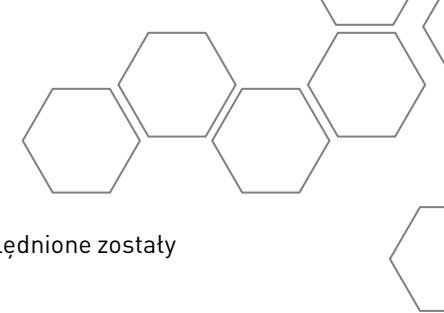


W niniejszym raporcie przedstawiamy ocenę efektywności Otwartych Funduszy Emerytalnych na tle innych, popularnych w Polsce form oszczędzania. Analizie poddany został okres od lutego 2014 roku, czyli od chwili przeniesienia części dłużnej portfela do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS). W zestawieniu, oprócz wyników samych OFE, zaprezentowane zostały średnie stopy zwrotu różnych grup funduszy inwestycyjnych. Punkt odniesienia stanowił też wskaźnik waloryzacji składek dla środków gromadzonych przez ZUS w ramach tzw. I-filara, wzrost wartości składek ewidencjonowanych na subkoncie w ZUS, jak również wskaźnik inflacji i oprocentowanie depozytów. Wykorzystane indeksy i wskaźniki obejmują:

- średnią funduszy emerytalnych
- średnią funduszy akcji polskich uniwersalnych
- średnią funduszy mieszanych zrównoważonych
- średnią funduszy mieszanych stabilnego wzrostu
- średnią funduszy dłużnych uniwersalnych
- średnią funduszy pieniężnych i gotówkowych
- wskaźnik waloryzacji składek w ZUS (I filar)
- wskaźnik waloryzacji składek na subkoncie w ZUS
- wskaźnik inflacji (CPI)
- średnie oprocentowanie depozytów
- wskaźniki giełdowe: WIG, WIG20 oraz WIG20TR

Z uwagi na charakter gromadzenia oszczędności w OFE (tj. na zasadzie regularnych, comiesięcznych wpłat), przy prezentacji wyników skupiono się na **analizie wewnętrznej stopy zwrotu (IRR)**. Metoda ta, w przeciwieństwie do nominalnej stopy zwrotu, bierze pod uwagę wpływ wpłat (i ewentualnych wypłat) kapitału w analizowanym horyzoncie inwestycji, czyli od momentu przeprowadzenia reformy OFE do końca stycznia 2018 r. Tylko takie podejście w syntetyczny sposób pozwala ocenić efektywność uzyskiwanych stóp zwrotu z uwzględnieniem regularności przekazywanych składek. W naszej ocenie analiza nominalnych stóp zwrotu nie jest wystarczająca, ale w celach porównawczych ten sposób oceny również został wykorzystany w badaniu.

Jednym z głównych założeń do obliczenia wartości zgromadzonego kapitału dla różnych form oszczędzania było przyjęcie, że przyszły emeryt co miesiąc otrzymuje przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz że rozpoczął systematyczne oszczędzanie z początkiem lutego 2014 r. roku. Wysokość przekazanej do OFE składki w lutym 2014 r. (za styczeń) wyniosła 2,8% przeciętnego wynagrodzenia, a przez resztę analizowanego okresu stanowiła ona 2,92% średnich zarobków. Przy tych założeniach wartość środków przekazanych do OFE w okresie analizy



wyniosła **6 021,33 zł**. Dodatkowo w symulacji ilustrującej stan hipotetycznego konta dla poszczególnych form oszczędzania uwzględnione zostały odpowiednie średnie opłaty manipulacyjne (za nabycie).

Aby obliczyć wartość kapitału zgromadzonego na hipotetycznym koncie dla wspomnianych form oszczędzania/wskaźników, każda z wpłat co miesiąc powiększała zakumulowany kapitał, którego wartość przeliczano na podstawie (odpowiednio):

- % zmiany średniej¹ dla wybranych grup funduszy
- miesięcznego wskaźnika inflacji (CPI m/m)
- rocznego wskaźnika waloryzacji składek odprowadzanych do ZUS (w ramach I filara oraz na subkonto) przetożonego na skalę miesięczną²
- średniego oprocentowania stanu depozytów terminowych w kolejnych miesiącach dla osób prywatnych na podst. danych publikowanych przez NBP

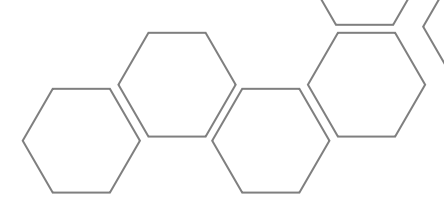
W powyższy sposób otrzymano końcową wartość kapitału na dzień 31 stycznia 2018 r.

Główne wnioski płynące z Raportu:

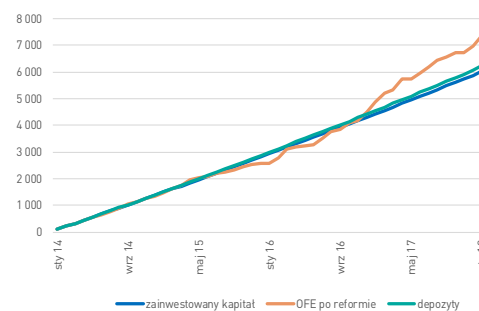
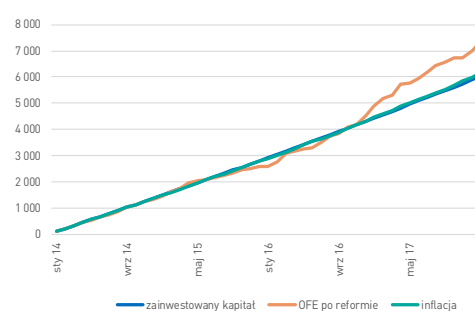
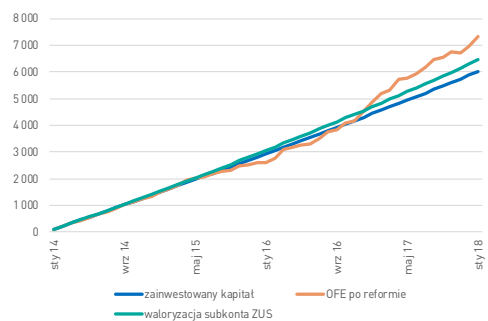
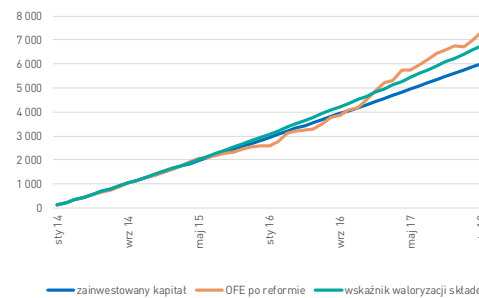
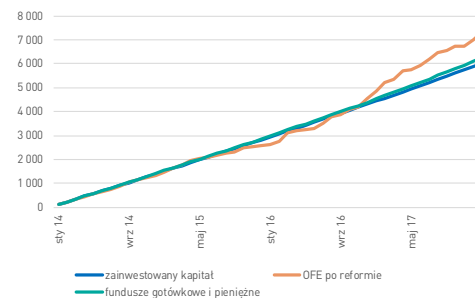
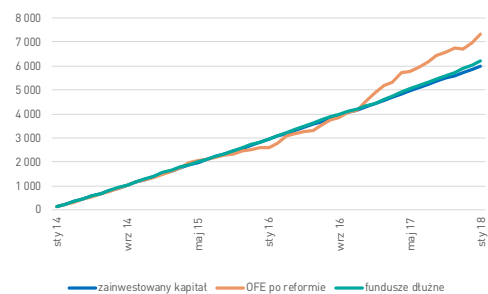
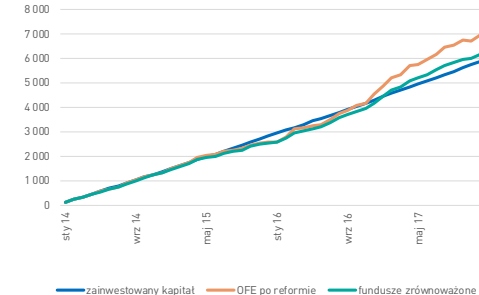
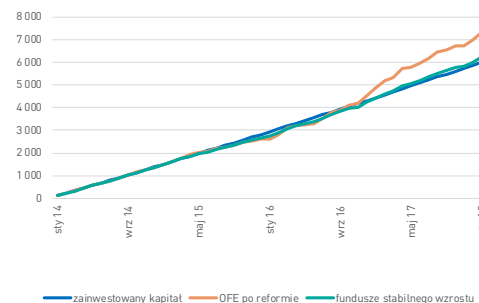
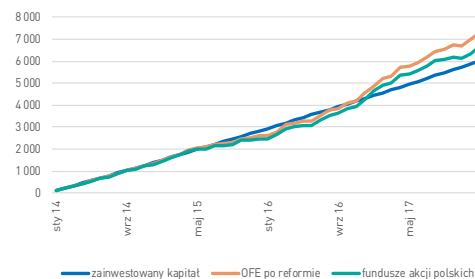
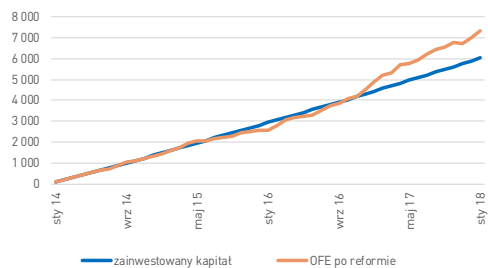
- Cztery lata po reformie, OFE prezentują się jako atrakcyjna forma budowania kapitału emerytalnego na tle innych form oszczędzania
- Od lutego 2014 roku OFE pomnażały kapitał w tempie wynoszącym 9,87% (IRR) uzyskując rezultat lepszy zarówno od bankowych depozytów, różnych form funduszy, jak i indeksu WIG20 (nie uwzględniającego dywidend)
- Oprócz dobrej efektywności, szczególnie istotna jest strukturalna przewaga OFE nad funduszami akcji polskich, która wynika z możliwości inwestowania w dłużne papiery komercyjne
- OFE w dzisiejszej formie oferują dobrą relację zysku do ryzyka zarówno na tle rynkowych benchmarków jak również innych form funduszy inwestycyjnych
- OFE są obecnie najtańszą formą zbiorowego lokowania kapitału na rynku akcji

¹ Średnia dla konkretnej grupy funduszy to indeks tworzony na podstawie dziennej średniej arytmetycznej stóp zwrotu funduszy należących do tej grupy. W dniu pierwszego notowania średnia przyjmuje wartość 1000 pkt.

² Dla 2017 r. i 01.2018 wykorzystano wskaźnik waloryzacji rocznej za 2016 rok przetożony na skalę miesięczną. Waloryzacja dla roku 2017 r. zostanie przedstawiona w maju br. Na potrzeby analizy przyjęto podejście, zgodnie z którym zgromadzony kapitał podlega comiesięcznej waloryzacji według stawki obowiązującej w danym roku.



Przebieg wartości inwestycji dla różnych form oszczędzania (w PLN) w okresie 31.01.2014 - 31.01.2018

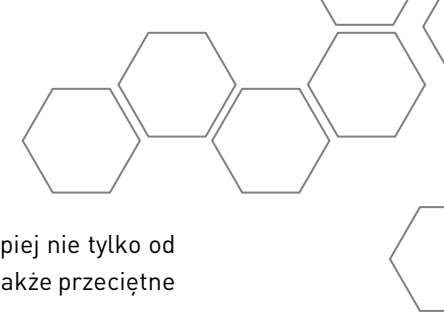


Końcowa wartość inwestycji przy miesięcznych wpłatach o sumie 6021 zł*

OFE	7 329
fundusze akcji polskich	6 691
fundusze stabilnego wzrostu	6 209
fundusze zrównoważone	6 448
fundusze dłużne uniwersalne	6 192
fundusze gotówkowe i pieniężne	6 253
waloryzacja	6 750
inflacja	6 139
depozyty	6 222
WIG20TR	7 440
WIG20	7 075
WIG	7 496
subkonto ZUS	6 460

*za okres 31.01.2014 - 31.01.2018

źródło: Analizy Online, GUS, ZUS, NBP



W analizowanym okresie OFE wypracowały wyższą stopę zwrotu niż typowo komercyjne formy oszczędzania. Poradziły sobie lepiej nie tylko od produktów o wysokim profilu bezpieczeństwa (gotówkowe i pieniężne o uniwersalnej strategii). Wypracowany wynik przewyższył także przeciętne rezultaty strategii mieszanych (fundusze stabilnego wzrostu, fundusze zrównoważone) oraz czysto akcyjnych.

W środowisku rekordowo niskich stóp procentowych i zdecydowanej poprawy koniunktury na warszawskim parkiecie od połowy 2016 roku, osiągnięcie przez OFE stóp zwrotu wyższych od wyników produktów o niskim profilu ryzyka czy też oprocentowania depozytów bankowych dla klientów indywidualnych nie jest zaskoczeniem. Znacznie ciekawsze są natomiast wnioski płynące z zestawienia wyników OFE z rezultatami wypracowanymi przez zarządzających funduszami, których aktywa, podobnie jak ma to miejsce w przypadku funduszy emerytalnych, lokowane są w akcjach polskich spółek. Wypracowane przez OFE wyniki przedstawiają się korzystnie także w zestawieniu z waloryzacją środków, jakiej podlegają składki gromadzone w ramach I filara oraz w porównaniu z tempem wzrostu wartości odnotowywanych na subkoncie w ZUS.

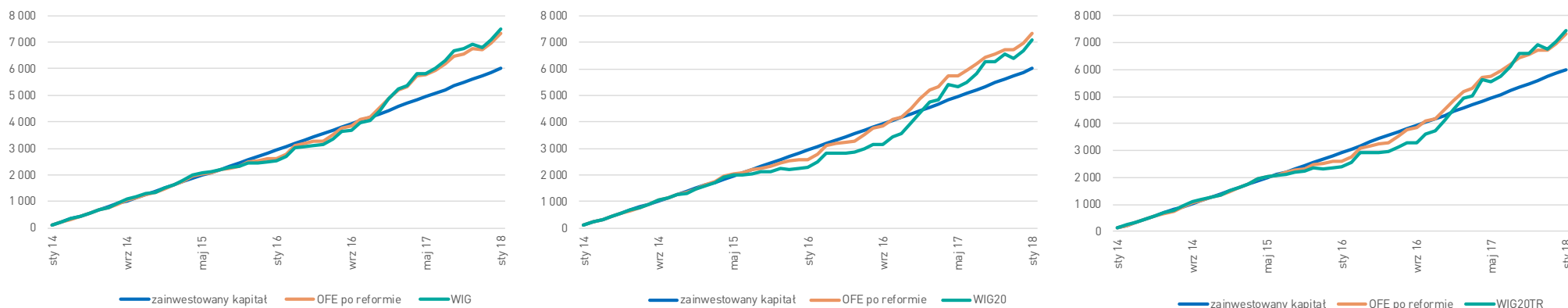
Przy założeniu regularnych wpłat, których wysokość zależy od przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce, wartość kapitału zgromadzonego na hipotetycznym rachunku w otwartym funduszu emerytalnym była o 638 zł wyższa, niż uśredniony wynik w grupie akcji polskich o uniwersalnej strategii. Na korzyść OFE w analizie stóp zwrotu netto **oddziałuje poziom kosztów**, którymi obciążane są przekazywane składki. Niższa jest bowiem zarówno opłata manipulacyjna (pobierana przy wpłacie środków), jak i opłata za zarządzanie.

Mając na uwadze strukturę i poziom kapitalizacji spółek, w jakie inwestują OFE porównaliśmy także ich stopy zwrotu z indeksem największych i najbardziej płynnych spółek – zarówno w ujęciu wartościowym (WIG20) jak i dochodowym (WIG20 TR) – uwzględniającym także wypłacane przez spółki dywidendy. Stopy zwrotu generowane w ramach II filara wypadają korzystniej od WIG20. Stabiej prezentują się natomiast na tle WIG20TR oraz indeksu szerokiego rynku WIG - agregującego również spółki o średniej kapitalizacji, w przypadku których wzrosty ich notowań na giełdzie były odczuwalnie wyższe. Powodem jest również to, że w 2017 roku bardzo silne były spółki największe, więc bardzo wysoki wynik z indeksu tych spółek nie może być zaskoczeniem.

W kontekście wyników w porównaniu do funduszy akcji polskich o uniwersalnej strategii czynnikami różnicującymi stopy zwrotu, poza przytoczonymi różnicami w opłatach, są zaangażowanie w krajowe blue chips oraz udział walorów spółek zagranicznych. Nie bez znaczenia jest także fakt, że w przeciwieństwie do funduszy akcji polskich uniwersalnych, w OFE występuje znaczący udział nieskarbowych obligacji wyemitowanych przez podmioty z naszego kraju. Dla przykładu, na koniec grudnia 2017 udział krajowych spółek w portfelach OFE wynosił 75,6% (82% w portfelach funduszy akcji polskich o uniwersalnej strategii – dane na koniec czerwca 2017). Z kolei akcje zagraniczne stanowiły 9,5% (odpowiednio 8,8% - VI'2017), zaś nieskarbowe papiery wartościowe odpowiadały za 7,0% aktywów (w które jednak fundusze akcyjne z zasady nie inwestują). W okresach wyraźnych rynkowych przecen opisana struktura przekładała się na mniejsze ryzyko, co oznacza relatywną atrakcyjność generowanych wyników. Aby lepiej zobrazować to zjawisko, dla kwartałów objętych analizą, zestawiliśmy stopy zwrotu pojedynczych OFE z krajowymi funduszami akcyjnymi, następnie określiliśmy miejsce w grupie przy użyciu rozkładu stóp zwrotu przy pomocy kwartyli. Wyniki jednoznacznie pokazują, że kwartalne stopy zwrotu OFE są po prostu lepsze od funduszy akcji polskich uniwersalnych. Spośród 12 działających OFE większość uzyskiwała rezultaty w pierwszym lub drugim kwartylu wyników. Oznacza to, że OFE mają strukturalną przewagę nad funduszami akcji polskich uniwersalnych.



Przebieg wartości inwestycji dla różnych form oszczędzania (w PLN) w okresie 31.01.2014 - 31.01.2018

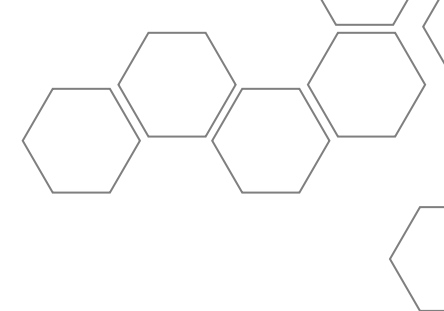


Liczebność OFE wg kwartyli w poszczególnych kwartałach na tle grupy funduszy akcji polskich uniwersalnych

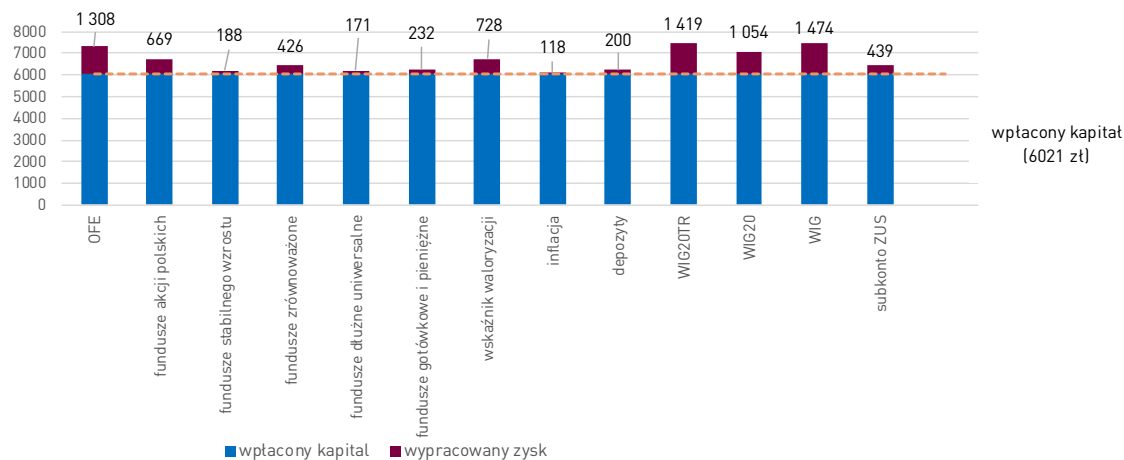
kwartył/data końca kwartału	2014-03-31	2014-06-30	2014-09-30	2014-12-31	2015-03-31	2015-06-30	2015-09-30	2015-12-31	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30	2017-12-31*
I	8	3	6	3	0	6	5	2	0	2	0	5	0	3	3	7
II	5	7	4	8	0	4	7	8	5	9	5	5	6	7	7	4
III	0	3	1	1	5	2	0	2	7	1	5	2	4	2	1	0
IV	0	0	1	0	7	0	0	0	0	0	2	0	2	0	1	0

źródło: Analizy Online

Omawianą wcześniej relatywnie większą odporność OFE na silne przeceny na rynku trafnie obrazuje przykład drugiego kwartału 2016 r. W okresie od końca marca 2016 r. do końca czerwca 2016 r. indeks WIG20 stracił -12,4%, WIG20 TR -11,3%, a indeks szerokiego rynku -8,7%. W tym czasie średnia stopa zwrotu OFE wyniosła -5,7%, zaś fundusze z grupy akcji polskich o uniwersalnej strategii były przeciętnie -6,5% na minusie. Jednocześnie fundusze korzystały na dobrej koniunkturze w segmencie dużych spółek, czego dobrym potwierdzeniem wysokie pozycje kwartyłowe w 3 ostatnich kwartałach 2017.



Korzyści wynikające z regularnego oszczędzania (w PLN)



źródło: Analizy Online

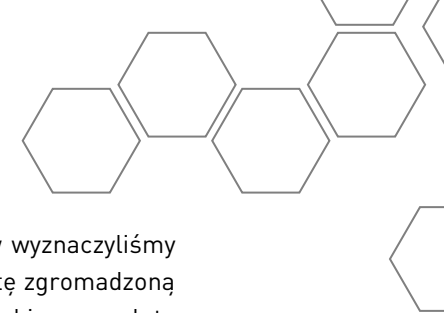
Zestawienie zwykłych stóp zwrotu dla różnych form oszczędzania

	2014*	2015	2014-2015	2016	2014-2016	2017	2014-2017	2018 YTD	2014-2018	średnioroczna stopa zwrotu
OFE	1,33%	-4,70%	-3,43%	10,23%	6,45%	18,73%	26,39%	2,93%	30,09%	7,28%
fundusze akcji polskich	-2,99%	-6,18%	-8,98%	8,70%	-1,06%	13,83%	12,62%	3,04%	16,04%	3,63%
fundusze stabilnego wzrostu	3,56%	-2,20%	1,27%	2,40%	3,70%	5,79%	9,71%	1,02%	10,83%	2,82%
fundusze zrównoważone	0,38%	-5,24%	-4,88%	4,91%	-0,21%	10,92%	10,69%	2,14%	13,05%	3,09%
fundusze dłużne uniwersalne	7,19%	0,57%	7,79%	0,67%	8,52%	3,46%	12,27%	0,03%	12,31%	3,53%
fundusze gotówkowe i pieniężne	3,09%	1,39%	4,53%	1,18%	5,76%	2,80%	8,72%	0,26%	9,01%	2,54%
waloryzacja	4,16%	2,06%	6,31%	5,37%	12,02%	6,37%	19,15%	0,52%	19,77%	5,40%
inflacja**	-1,00%	-0,80%	-1,79%	1,00%	-0,81%	2,01%	1,19%	0,30%	1,49%	0,35%
depozyty	2,27%	1,99%	4,31%	1,66%	6,04%	1,56%	7,69%	0,13%	7,83%	2,25%
WIG	1,15%	-9,62%	-8,59%	11,38%	1,81%	23,17%	25,41%	3,61%	29,93%	7,03%
WIG20	-1,70%	-19,72%	-21,09%	4,77%	-17,32%	26,35%	4,47%	3,76%	8,40%	1,32%
WIG20 TR	2,44%	-17,02%	-15,00%	7,92%	-8,26%	28,90%	18,25%	3,76%	22,69%	5,16%
subkonto ZUS	4,68%	4,89%	9,79%	4,37%	14,59%	3,41%	18,50%	0,28%	18,83%	5,22%

* od 31.01.2014 i do 31.01.2018

**wartości obliczone na podstawie danych o inflacji m/m

źródło: Analizy Online, GUS, ZUS, NBP



Bazując na wewnętrznych stopach zwrotu (IRR) z poszczególnych form inwestowania, indeksów oraz wybranych wskaźników wyznaczyliśmy hipotetyczną wartość środków, jaka zostałaby zgromadzona na adekwatnych kontach. Za wartość początkową przyjęliśmy kwotę zgromadzoną na koniec stycznia 2018 roku, założyliśmy również, że w okresie estymacji nowe środki nie będą wpłacane (a zatem nie będzie pobierana opłata manipulacyjna). Wyższa efektywność kosztowa w dłuższym horyzoncie inwestycji wyraźnie przekłada się na budowanie długoterminowej przewagi w zgromadzonym kapitale. Wyniki symulacji nie powinny być traktowane wprost, gdyż z oczywistych względów IRR z okresu analizy może nie być utrzymany w przyszłość. Celem tych wyliczeń jest natomiast wskazanie istotności kosztów w kontekście budowania długoterminowego kapitału na cele emerytalne.

Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) poszczególnych form oszczędzania

	bez opłat manipulacyjnych	z opłatami manipulacyjnymi
OFE	10,76%	9,87%
fundusze akcji polskich	7,13%	5,26%
fundusze stabilnego wzrostu	2,88%	1,53%
fundusze zrównoważone	5,26%	3,40%
fundusze dłużne uniwersalne	1,93%	1,39%
fundusze gotówkowe i pieniężne	1,96%	1,88%
waloryzacja	5,70%	5,70%
inflacja	0,96%	0,96%
depozyty	1,62%	1,62%
WIG20TR	10,64%	10,64%
WIG20	8,08%	8,08%
WIG	11,02%	11,02%
subkonto ZUS	3,50%	3,50%

za okres 31.01.2014-31.01.2018

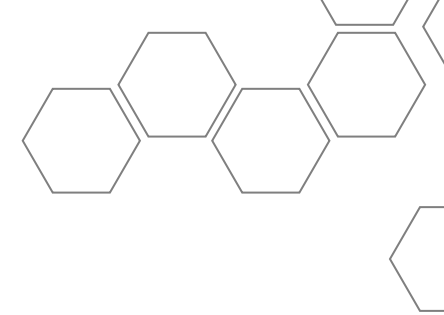
Korzyści z różnych form oszczędzania po upływie lat* (w PLN)

	5	10	15
OFE	12 216	20 363	33 942
fundusze akcji polskich	9 440	13 319	18 793
fundusze stabilnego wzrostu	7 158	8 251	9 511
fundusze zrównoważone	8 331	10 764	13 907
fundusze dłużne uniwersalne	6 813	7 496	8 247
fundusze gotówkowe i pieniężne	6 890	7 592	8 366
waloryzacja	8 905	11 748	15 499
inflacja	6 439	6 753	7 083
depozyty	6 743	7 309	7 921
WIG20TR	12 336	20 454	33 915
WIG20	10 434	15 388	22 695
WIG	12 644	21 329	35 979
subkonto ZUS	7 672	9 111	10 821

*symulacja przy założeniu utrzymania IRR na dotychczasowym poziomie (tj. z okresu 31.01.2014-31.01.2018),

przy kapitale początkowym równym dotychczas zgromadzonemu i bez dodatkowych wpłat

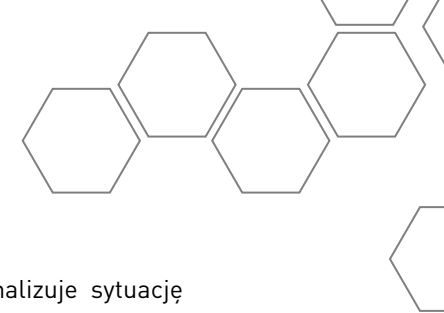
źródło: Analizy Online, GUS, ZUS, NBP



Uwagi dodatkowe

Definicje poszczególnych segmentów funduszy w kontekście udziału różnych klas aktywów

- fundusze akcji polskich - co najmniej 66% aktywów lokują w akcje spółek mających siedzibę na terenie Polski
- fundusze polskie stabilnego wzrostu – cechuje je średnie zaangażowanie w akcje polskie na poziomie od 15% do 35%
- fundusze polskie zrównoważone – cechuje je średnie zaangażowanie w akcje polskie na poziomie od 35% do 60%
- fundusze dłużne polskie - przynajmniej 66% swoich aktywów inwestują w obligacje, których emitentami są podmioty z siedzibą na terenie Polski
- fundusze gotówkowe i pieniężne polskie- lokują przynajmniej 66% aktywów w instrumenty polskiego rynku pieniężnego



Analizy Online to wyspecjalizowany, niezależny ośrodek analityczny, który na bieżąco monitoruje i szczegółowo analizuje sytuację w poszczególnych obszarach rynku kapitałowego. W oparciu o doświadczenia założycieli firmy, którymi są osoby przez wiele lat zawodowo związane z doradztwem zarządzaniem aktywami na rynku kapitałowym, spółka opracowała własną metodologię i narzędzia, umożliwiające wszechstronną i obiektywną analizę informacji rynkowych.

Głównym obszarem działalności spółki jest tworzenie i udostępnianie serwisów informacyjnych oraz dostawa danych dla instytucji rynku kapitałowego i związanych z nimi podmiotów. Firma zajmuje się także tworzeniem narzędzi wspierających sprzedaż produktów finansowych oraz umożliwiających monitoring i szczegółową analizę wielu obszarów działalności rynku instytucji wspólnego inwestowania. Samodzielną i stale rozwijaną grupę produktów stanowią szkolenia adresowane przede wszystkim do przedstawicieli sieci sprzedaży produktów finansowych – doradców finansowych, niezależnych dystrybutorów i agentów ubezpieczeniowych.

Analizy Online S.A.
ul. Hrubieszowska 6A
01-209 Warszawa
info@analizy.pl
tel./fax: (22) 431 82 93

Dział Analiz
analizy@analizy.pl
tel. (22) 431 82 94

Dział Sprzedaży
sprzedaz@analizy.pl
tel. (22) 431 82 96

NIP 113 22 71 535
REGON 016419531
KRS 0000360084
Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy,
XII Wydział Gospodarczy
Kapitał zakładowy 119 783,20 ZŁ
Rachunek bankowy
Raiffeisen Bank Polska S.A.
NR - PL 19 1750 0009 0000 0000 0097 1596