

# ekspertyzy

2  
2022

Jak **stopa zwrotu** OFE w 2021 roku wypada na tle zagranicznych funduszy emerytalnych?

Jak w latach 2014–2021 wypadła **roczna stopa zwrotu** na tle średnich wyników porównywanych funduszy emerytalnych?

Ile wyniosła **średnia geometryczna stopa zwrotu** OFE w latach 2014–2021?

Ile wyniosła **wewnętrzna stopa zwrotu** OFE w latach 2014-2021?

O ile procent wyższy **kapitał** można było uzyskać dzięki regularnemu oszczędzaniu w OFE w latach 2014-2021?

Co **determinuje** wyniki OFE?

Co wpłynęło **negatywnie** na wyniki OFE w zestawieniu z funduszami zagranicznymi?

Jak można **poprawić wyniki** OFE?

# ekspert@zo

## Główne fakty:

W 2021 roku OFE przyniosły **najwyższą** spośród porównywanych funduszy **stopę zwrotu – 29,5%**

W okresie 2014–2021 roczne stopy zwrotu OFE **trzykrotnie były wyższe** od średniego poziomu stóp zwrotu dla pozostałych funduszy (2016, 2017 i 2021)

**Średnia geometryczna stopa zwrotu** OFE w latach 2014–2021 **wyniosła 4,7%**, pokonując jeden fundusz zagraniczny

**Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)** OFE w okresie 2014–2021 wyniosła **6,8%**, pokonując trzy fundusze zagraniczne

Dzięki regularnemu oszczędzaniu w OFE w latach 2014–2021 można byłoby uzyskać **kapitał o 34% wyższy** od sumy wpłat

Na wyniki OFE w zestawieniu z funduszami zagranicznymi negatywnie wpływa istotna, **23% deprecjacja złotego** w latach 2014–2021

Duża zmienność i mniejsza efektywność OFE jest pochodną warunków regulacyjnych, w wyniku których OFE cechuje **rekordowe zaangażowanie zarówno akcje, jak i w aktywa krajowe**

By trwale poprawić wyniki inwestycyjne polskich funduszy emerytalnych **konieczna jest większa dywersyfikacja ich aktywów** zarówno pod względem geograficznym, jak i jeśli chodzi o rodzaj instrumentu

# Stopy zwrotu wybranych funduszy emerytalnych na świecie

w latach 2014-2021

Postanowiliśmy sprawdzić, jak wyniki inwestycyjne OFE wypadają na tle zagranicznych funduszy emerytalnych. Trudno jednak porównywać je ze wszystkimi funduszami, szczególnie że dane na temat stóp zwrotu nie są łatwo, ani powszechnie dostępne. Z pomocą przyszedł Thinking Ahead Institute, który publikuje zestawienie 300 największych globalnych funduszy emerytalnych. W ramach tego zestawienia osobno wyodrębnione zostały fundusze założone przez państwa. Skrótowe informacje na temat tej podgrupy prezentuje **TABELA 1**.



## Wprowadzenie

Choć doliczono się jedynie **24 państwowych podmiotów**, to w trzech setkach największych funduszy globalnych, stanowią one prawie jedną trzecią aktywów, ponieważ trzy największe na świecie fundusze – japoński, norweski i koreański są podmiotami państwowymi. W zestawieniu tym brakuje OFE, ponieważ nawet największy fundusz nie przekroczył progu aktywów uprawniającego do znalezienia się w rankingu. Gdyby jednak potraktować OFE jako jeden podmiot znalazłby się on **na początku drugiej setki** z aktywami na poziomie nieco poniżej **46 mld dolarów**.

Niezależnie od tego, czy OFE są uwzględnione w rankingu, państwowe fundusze z innych krajów stanowią dobry punkt odniesienia dla porównań. Po pierwsze w świetle wyroku Trybunału Konstytucyjnego z dnia 4 listopada 2015 roku środki w OFE także są środkami państwowymi. Po drugie inne fundusze państwowe także działają w ścisłym reżimie regulacyjnym ograniczającym opłaty czy politykę inwestycyjną. Po trzecie dane na temat wyników inwestycyjnych funduszy państwowych są dostępne publicznie, a nie tylko dla członków funduszu. Z tych powodów dokonaliśmy porównania wyników oraz polityk inwestycyjnych OFE z wybranymi podmiotami z **TABELI 1**.

Fundusze te stanowią 30.1% całkowitych aktywów uwzględnionych w rankingu.

W opracowaniu przyjęto, że za państwowe fundusze emerytalne uznawane są fundusze zakładane są przez władze krajowe, by zrealizować zobowiązania emerytalne. Istnieje wiele innych funduszy, w tworzeniu i finansowaniu których bierze udział państwo, jednak ranking został zawężony do powyższych kryteriów.



**TABELA 1.**

**Największe państwowe fundusze emerytalne.**

Źródło: Global top 300 pension funds. A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study September 2021.

Miejsce	Fundusz	Państwo	Aktywa w mld
1.	Government Pension Investment	Japan	\$1,719,987
2.	Government Pension Fund	Norway	\$1,305,920
3.	National Pension	South Korea	\$765,446
6.	National Social Security	China	\$448,427
8.	Canada Pension	Canada	\$390,503
9.	Central Provident Fund	Singapore	\$349,787
12.	Employees Provident Fund	Malaysia	\$248,203
16.	Employees Provident	India	\$193,801
17.	National Wealth Fund	Russia	\$183,002
23.	Labor Pension Fund	Taiwan	\$146,277
25.	Future Fund	Australia	\$131,475
37.	GEPF	South Africa	\$109,574
48.	Public Institute for Social Security	Kuwait	\$86,895
65.	AP Fonden 7	Sweden	\$77,120
92.	AP Fonden 4	Sweden	\$53,917
97.	AP Fonden 3	Sweden	\$51,589
106.	AP Fonden 1	Sweden	\$47,039
108.	AP Fonden 2	Sweden	\$46,240
111.	Social Insurance Funds	Vietnam	\$46,020
172.	FRR	France	\$32,128
189.	New Zealand Superannuation	New Zealand	\$28,367
201.	FEFSS	Portugal	\$26,583
207.	Fonds de Comp. /Scurite Sociale	Luxembourg	\$26,255
211.	State Pension	Finland	\$25,609



Ostatecznie do analizy wybrano dziesięć spośród funduszy zaprezentowanych w **TABELI 1**, co podyktowane było przede wszystkim dostępnością danych. Podstawowe informacje na temat wybranych funduszy zawiera **TABELA 2** dostępna na końcu opracowania. Warto zauważyć, że niewielka próba nie jest wystarczająca do konkluzji dotyczących miejsca analizowanych funduszy w globalnym rankingu efektywności, ale umożliwia jakościową analizę i sformułowanie wniosków o charakterze generalnym.

### Porównanie stóp zwrotu

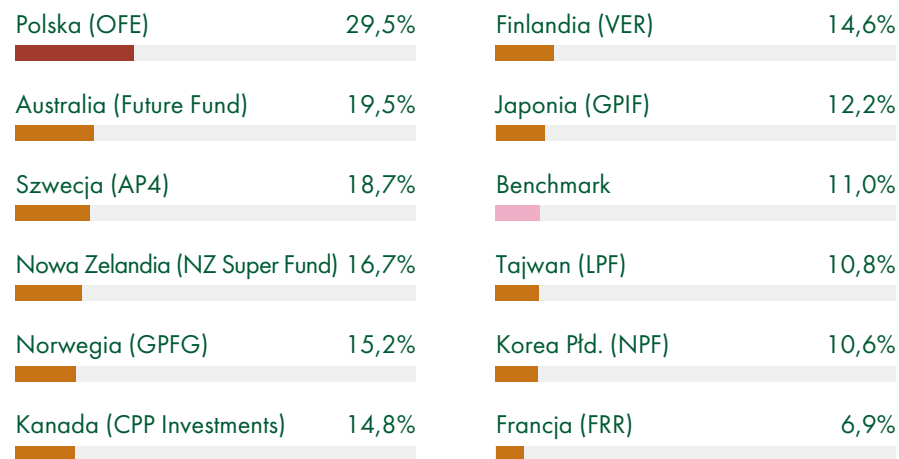
Zeszły rok dał się zapamiętać jako korzystny dla posiadaczy ryzykownych aktywów, a szczególnie polskich akcji. Z kolei aktywa określane jako bezpieczne, czyli obligacje skarbowe, przyniosły ujemną stopę zwrotu. Nic więc dziwnego, że OFE, inwestujące przede wszystkim w polskie akcje zdecydowanie wyprzedziły w 2021 roku wszystkie pozostałe fundusze. Jak pokazuje **WYKRES 1**, roczna stopa zwrotu z OFE sięgnęła niemal 30%, dystansując kolejny w zestawieniu fundusz australijski o dziesięć punktów procentowych.

Pierwsza lokata spośród analizowanych funduszy przypadająca OFE nie była jednak regułą. W latach 2014–2021 OFE okazały się lepsze od średniego wyniku pozostałych funduszy trzy razy (w 2016, 2017 i 2021 r.), zaś pięć razy były gorsze (**WYKRES 2**).



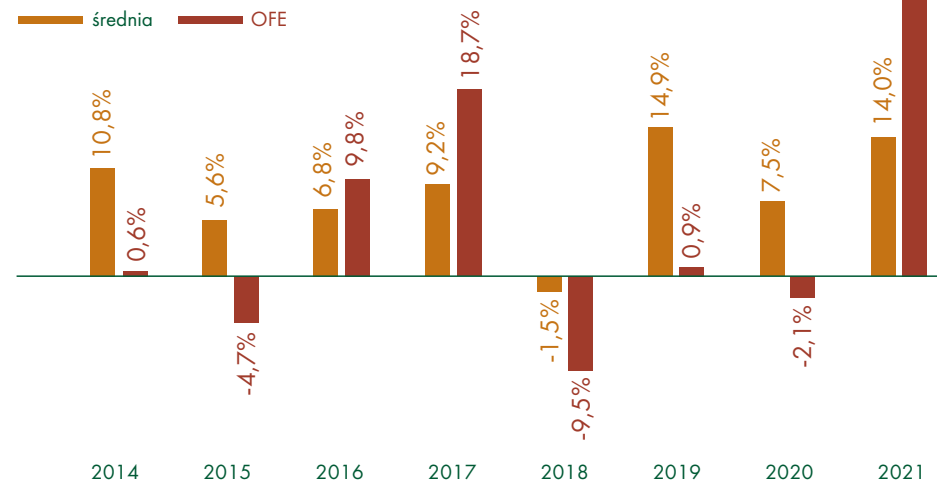
### WYKRES 1. Stopy zwrotu wybranych funduszy emerytalnych w 2021 roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



### WYKRES 2. Roczne stopy zwrotu w analizowanych latach dla OFE oraz średniej funduszy zagranicznych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



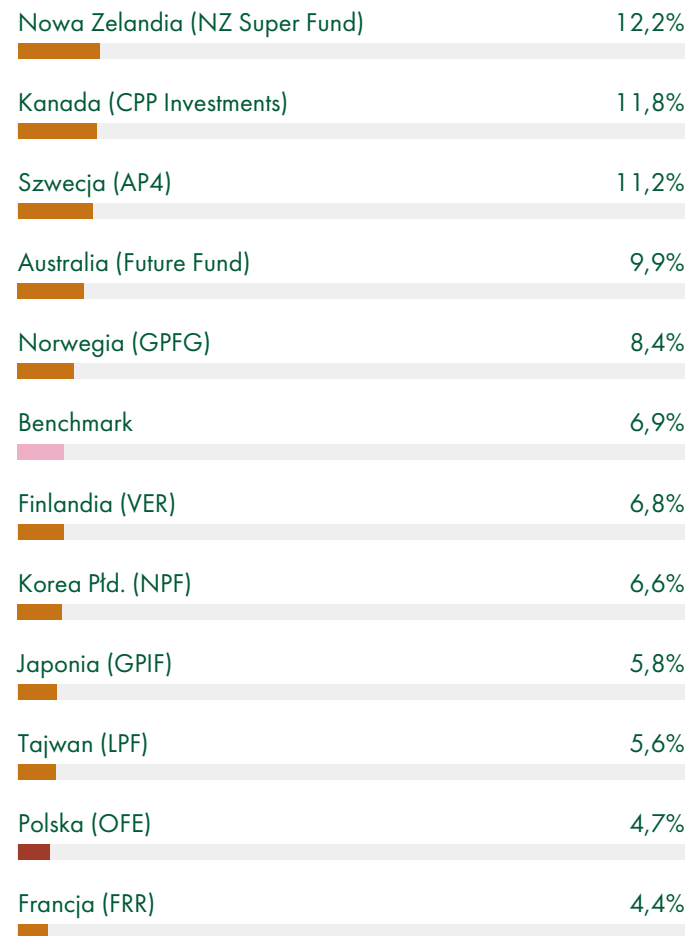
Porównanie średniej rocznej stopy zwrotu za cały analizowany okres, odpowiadający z dokładnością do kilku miesięcy istnieniu „zreformowanych” OFE (m.in. bez możliwości inwestowania w obligacje skarbowe), daje polskim funduszom przedostatnią lokatę za francuskim FRR. We wszystkich badanych krajach stopa zwrotu była dodatnia. Należy jednak zauważyć, że porównanie nie jest korzystne dla OFE ze względu na konieczność sprowadzenia wszystkich stóp zwrotu do jednej waluty. Stopy zwrotu OFE są wyrażone w polskim złotym, a **krajowa waluta uległa w badanym okresie istotnej deprecjacji.**

Według kursu średniego NBP dolar na koniec 2013 roku kosztował **3,12 zł**, zaś na koniec 2021 roku **4,06**, co oznacza deprecjację złotego o **23%**, czyli **3,2%** w skali roku. Gdyby waluty pozostałych krajów zachowywały się średnio tak jak dolar, powodowałyby to wzrost stóp zwrotu wyrażonych w złotówkach właśnie o **3,2%**. Przy bardziej stabilnym kursie złotego dystans między OFE a pozostałymi funduszami istotnie by się więc zmniejszył. Kurs walutowy i stopa zwrotu nie są wprawdzie całkowicie niezależne, na przykład wysoka inflacja przynosi zarówno osłabienie waluty jak i wysokie nominalne stopy zwrotu, jednak zależność ta nie jest absolutna i z pewnością deprecjacja waluty krajowej sprzyja niekorzystnemu wynikowi inwestycji w lokalne aktywa na tle aktywów globalnych.

### WYKRES 3.

#### Średnia geometryczna stopa zwrotu z inwestycji w fundusze w latach 2014–2021.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



Jak wiadomo każdemu zarządzającemu funduszem, osiągnięta stopa zwrotu ma znaczenie przede wszystkim w kontekście poziomu ryzyka oraz w porównaniu do określonego benchmarku. Jak pokazuje **TABELA 2**, każdy omawiany fundusz ma inną alokację w akcje, a więc można domniemywać także inny poziom ryzyka. Średni poziom alokacji w akcje dla badanych dziesięciu zagranicznych funduszy to **53%**, jednak de facto jest on większy, ponieważ niektóre niepubliczne instrumenty mają w rzeczywistości charakter udziałowy. Przykładowo fundusz australijski inwestuje do **8%** w grunty leśne. Dlatego, ze względu na brak danych na temat instrumentów niepublicznych, dla porównania przyjęto benchmark z alokacją w akcje globalne na poziomie 60% **\***.

Jeśli chodzi o porównanie z benchmarkiem, to większość funduszy osiągnęła mniejszą stopę zwrotu. Z drugiej strony średnia stopa zwrotu w nieważony portfel wszystkich funduszy (bez OFE) wyniosłaby **8,5%**, a więc o **1,6 pkt. proc** więcej niż benchmark. Wynika to z faktu, że sporo funduszy przyniosło stopę jedynie niewiele mniejszą niż benchmark, a te, które go pobiły zrobiły to z dużą różnicą. Należy więc ocenić, że analizowane fundusze zagraniczne cechują się średnio rzecz biorąc wysoką efektywnością.

Powyższa teza potwierdzona jest dodatkowo po przeanalizowaniu relacji zysku do ryzyka. Jak pokazuje **WYKRES 4** poziom ryzyka w funduszach bardzo się różnił. Uwzględnienie tego faktu rzuca nowe światło na porównanie stóp zwrotu.



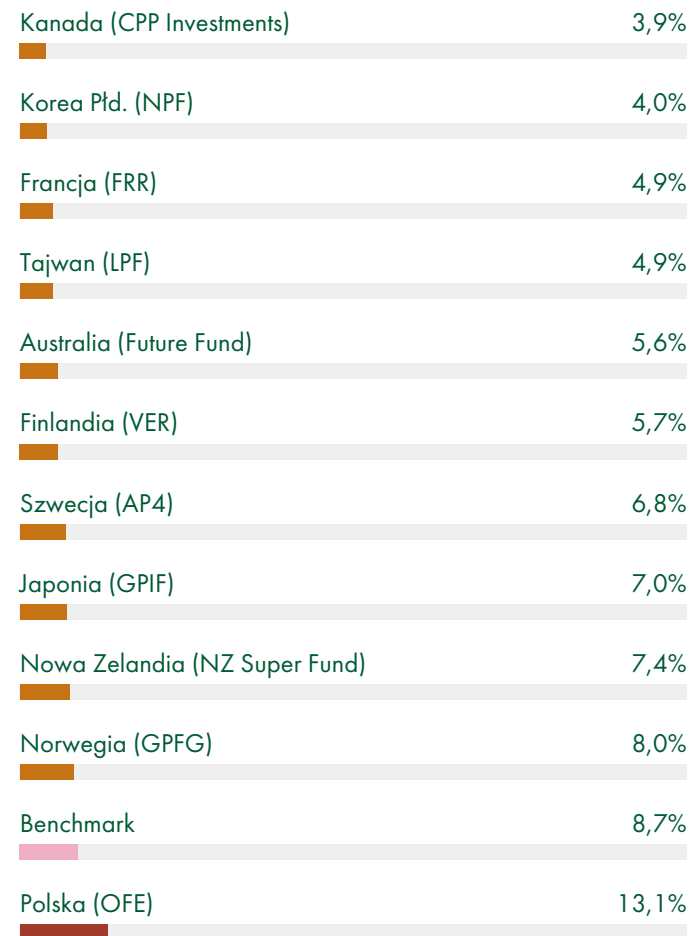
Dokładnie rzecz biorąc benchmark odzwierciedla inwestycję w indeks MSCI World obejmujący cały globalny rynek akcji oraz indeks WGBI obejmujący papiery skarbowe przede wszystkim krajów rozwiniętych. Benchmark jest rebalansowany na koniec roku i uwzględnia opłaty i koszty transakcyjne na poziomie 0,5% dla części akcyjnej i 0,3% dla części obligacyjnej.



#### WYKRES 4.

#### Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu za lata 2014–2021.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



Prosta relacja zysku do ryzyka, otrzymana przez podzielenie rocznej stopy zwrotu przez jej odchylenie standardowe pokazuje, że kolejność zestawienia funduszy istotnie się zmienia (**WYKRES 5**). Najniższa w zestawieniu stopa zwrotu funduszu francuskiego wydaje się częściowo „usprawiedliwiona” niskim poziomem ryzyka. Z kolei najlepiej zarabiający fundusz nowozelandzki wypada gorzej od funduszu kanadyjskiego, który cechuje zadziwiająco niski poziom ryzyka \*.

Polskie fundusze emerytalne nie wypadają korzystnie w omawianych parametrach zysku i ryzyka. Osiągane przez OFE stopy zwrotu cechuje duża zmienność, a ostatecznie są one wyższe jedynie od względnie bezpiecznego funduszu francuskiego. Taki stan rzeczy jest niewątpliwie pochodną warunków regulacyjnych i historycznych zaszłości w wyniku których OFE cechuje rekordowe zaangażowanie zarówno w akcje, jak i w aktywa krajowe. Ten **podwójny brak dywersyfikacji odpowiada za wysoki poziom ryzyka**, który nie zmieni się nawet, jeśli koniunktura dla polskich akcji będzie lepsza, niż miało to miejsce w analizowanym okresie. Z drugiej strony należy zaznaczyć, że w przypadku OFE, które inwestują prawie wyłącznie w aktywa publicz-ne, cała zmienność jest widoczna w raportowanych wynikach inwestycyjnych, podczas gdy inne fundusze, jak wspomniany wcześniej kana-dyjski, niekoniecznie raportują utratę wartości wszystkich komponentów portfela tylko z tytułu spadków indeksów giełdowych.

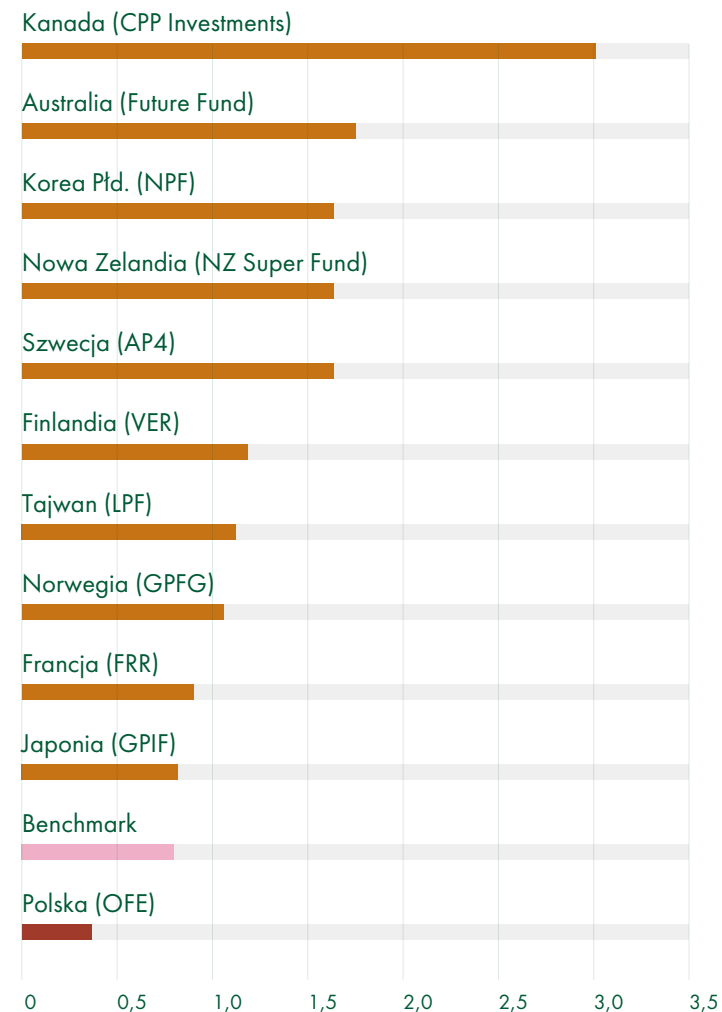


Korzystny stosunek zysku do ryzyka może w przypadku funduszu kanadyjskiego wynikać z dużego udziału aktywów niepublicznych w portfelu. Aktywa te z pozoru mogą wydawać się mniej zmienne, jednak będzie to artefakt przyjętego podejścia do wyceny, a nie rzeczywistej niewrażliwości na koniunkturę rynkową.



## WYKRES 5. Zysk na jednostkę ryzyka.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.





## Wyniki regularnego oszczędzania

Na koniec przedstawione zostaną wyniki symulacji polegającej na regularnym oszczędzaniu określonej kwoty w każdym z funduszy. Można sobie wyobrazić, że przeciętny Polak odkłada na koniec każdego roku, począwszy od 2013, a na 2020 skończywszy, kwotę równą przeciętnemu miesięcznemu wynagrodzeniu brutto i inwestuje ją w jeden z funduszy. W efekcie przez osiem lat zbierałaby się łączna kwota wpłat wysokości ok. 36 tys. zł. Końcowe saldo na poszczególnych funduszach przedstawia **WYKRES 6**.

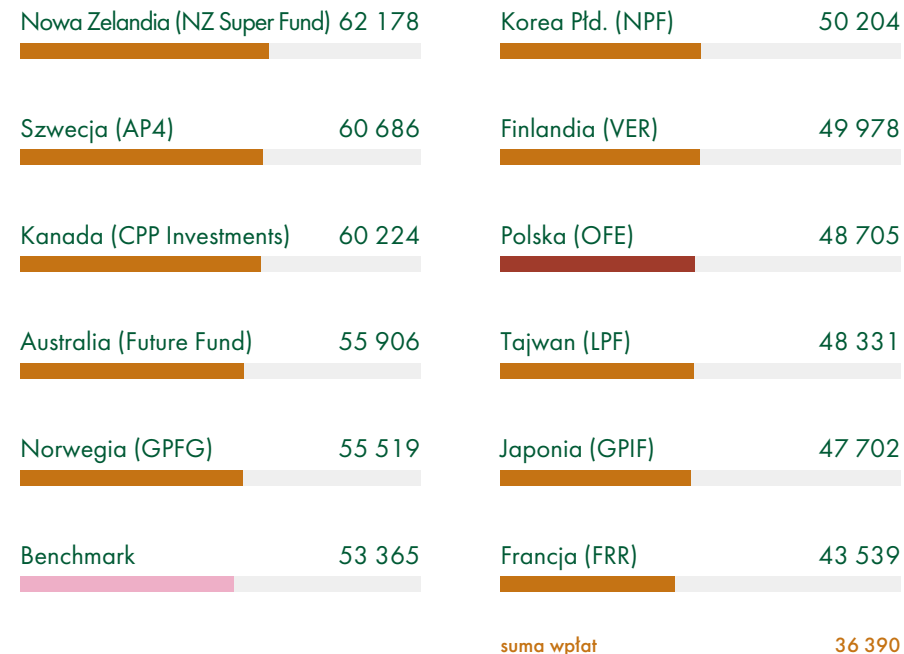
W otrzymanym zestawieniu ponownie najlepiej wypadł fundusz z Nowej Zelandii, dzięki któremu można byłoby uzyskać kapitał na koniec okresu oszczędzania wysokości ponad 62 tys. zł, czyli o 70% wyższy od sumy wpłat. Jeśli chodzi o oszczędzanie w OFE, to kapitał wyniósłby prawie 49 tys. zł, a więc 34% więcej od wpłaconej sumy. Porównanie OFE z innymi funduszami wypada lepiej niż wcześniej, gdyż w takiej symulacji bardziej liczą się stopy zwrotu z ostatnich lat, a ostatni rok był dla krajowych funduszy rekordowo dobry.



### WYKRES 6.

Końcowa wartość inwestycji polegającej na wpłacie przeciętnego wynagrodzenia z zeszłego roku na dany fundusz [PLN]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



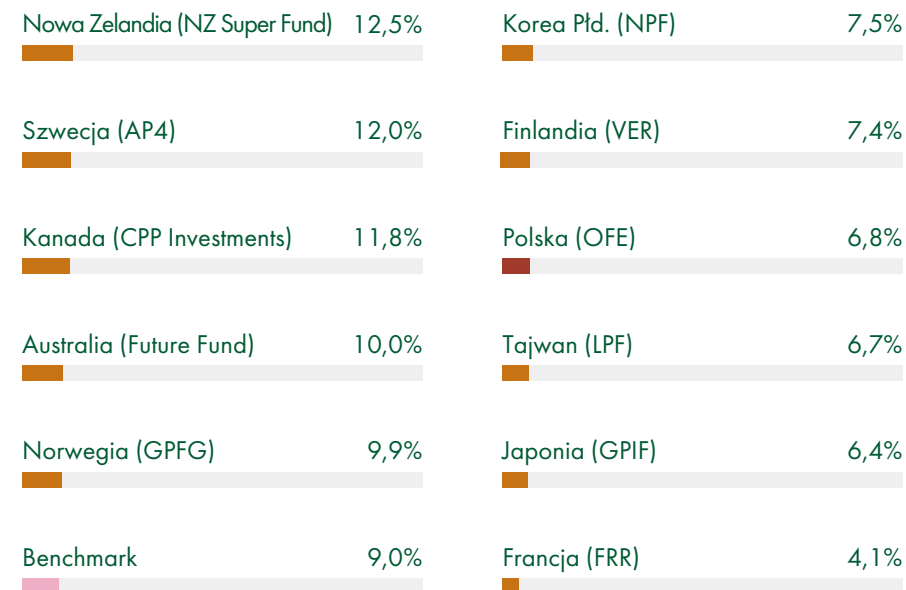
**WYKRES 7** przedstawia oprocentowanie hipotetycznego konta, które na koniec okresu oszczędzania przyniosłoby identyczny poziom kapitału jak analizowane fundusze, przy założeniu takich samych, jak w omawianej wcześniej symulacji wpłat. Innymi słowy policzona została wewnętrzna stopa zwrotu dla inwestycji polegającej na wpłacaniu co roku przeciętnego wynagrodzenia. Otrzymane oprocentowanie różni się od tego, które przedstawia **WYKRES 3** i mniej nadaje się do teoretycznej oceny zyskowności czy efektywności funduszy. Z drugiej strony lepiej oddaje rzeczywistą stopę zwrotu, jakiej doświadczają osoby faktycznie oszczędzające w funduszach. Wynik 6,8% w skali roku jest wynikiem dobrym, niemniej widać z zestawienia, że można mierzyć wyżej.



#### **WYKRES 7.**

**Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) dla inwestycji polegającej na wpłacaniu przeciętnego wynagrodzenia z zeszłego roku na dany fundusz.**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów zagranicznych funduszy i danych KNF.



## Podsumowanie

Z przeprowadzonej analizy można wyprowadzić dwa główne wnioski. W latach 2014-2021 wyniki inwestycyjne OFE były generalnie słabsze niż te osiągnięte przez zagraniczne państwowe fundusze emerytalne. Po drugie relacja osiągniętego zysku do ponoszonego ryzyka była w OFE gorsza od zagranicznych funduszy.

Pierwszy wniosek jest wypadkową zachowania się rynku, na którym działają OFE, czyli przede wszystkim akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz kursu polskiego złotego. W innych, bardziej korzystnych dla inwestorów czasach, mogłoby być inaczej, czego dowodzi choćby wynik z ostatniego roku, najlepszy w badanej próbie. Drugiego wniosku jednak nie będzie dało się uniknąć również w przyszłości. Wobec ponad 90% alokacji w krajowe aktywa oraz 92% w instrumenty udziałowe, trudno nie zauważyć, że OFE mają najslabiej zdywersyfikowane portfele. Nawet jeśli w przyszłości polska giełda da w kolejnych latach lepiej zarobić, a złotówka będzie się umacniać, stopy zwrotu z OFE nadal będzie cechować duża zmienność.

Powyższa konstatacja prowadzi do jednego ważnego wniosku – by trwale poprawić wyniki inwestycyjne polskich funduszy emerytalnych konieczna jest większa dywersyfikacja ich aktywów zarówno pod względem geograficznym, jak i jeśli chodzi o rodzaj instrumentu. Warto przy tej okazji pamiętać, że dywersyfikacja geograficzna ma jeszcze dodatkowe aspekty. Składki płynące do OFE i tak są na trwale powiązane z kondycją polskiej gospodarki, ponieważ zależą od naszych wynagrodzeń. Wyższy wzrost gospodarczy w Polsce i tak przełoży się więc na wyższą emeryturę. Również pierwszy filar jest, także poprzez formuły waloryzacji kont i subkont, ściśle powiązany z procesami zachodzącymi w polskiej gospodarce. Argumenty za większą dywersyfikacją kapitałowej części systemu emerytalnego są więc poważne, zasługują na szerszą dyskusję.







**TABELA 2.**  
Informacje o analizowanych funduszach.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań zagranicznych funduszy oraz danych KNF.

<p>Kraj: <b>Polska</b> Nazwa: OFE Rok założenia: 1999</p> <p>aktywa krajowe 90% akcje 92%</p>	<p>Kraj: <b>Australia</b> Nazwa: Future Fund Rok założenia: 2006</p> <p>aktywa krajowe 8% akcje 48%</p>	<p>Kraj: <b>Finlandia</b> Nazwa: VER Rok założenia: 1990</p> <p>aktywa krajowe brak danych akcje 50%</p>	<p>Kraj: <b>Francja</b> Nazwa: FRR Rok założenia: 2001</p> <p>aktywa krajowe brak danych akcje 38%</p>
<p>Kraj: <b>Japonia</b> Nazwa: Government Pension Investment Fund (GPIF) Rok założenia: 2006</p> <p>aktywa krajowe 50% akcje 50%</p>	<p>Kraj: <b>Kanada</b> Nazwa: Canada Pension Plan Investments (CPP Investments) Rok założenia: 1997</p> <p>aktywa krajowe 15% akcje 58%</p>	<p>Kraj: <b>Korea Południowa</b> Nazwa: National Pension Fund Rok założenia: 1988</p> <p>aktywa krajowe 64% akcje 45%</p>	<p>Kraj: <b>Norwegia</b> Nazwa: Government Pension Fund Global Rok założenia: 1990</p> <p>aktywa krajowe 0% akcje 72%</p>
<p>Kraj: <b>Nowa Zelandia</b> Nazwa: NZ Super Fund Rok założenia: 2001</p> <p>aktywa krajowe 4% akcje 71%</p>	<p>Kraj: <b>Szwecja</b> Nazwa: AP4 Rok założenia: 1974</p> <p>aktywa krajowe 28% akcje 57%</p>	<p>Kraj: <b>Tajwan</b> Nazwa: Labor Pension Fund Rok założenia: 1986/2005</p> <p>aktywa krajowe 28% akcje 43%</p>	





Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 9 towarzystw reprezentujących interesy około 15 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 160 mld złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.

**1999**  
rok założenia

**9**  
towarzystw

**ok. 15 mln**  
klientów

**ok. 160 mld zł**  
aktywów