



# BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE





---

# SPIS TREŚCI





**OD WYDAWCY**

---

**Zwycięskie i rekordowe OFE**

**Małgorzata Rusewicz**

W IGTE dbamy o to, by działalność sektora funduszy emerytalnych była transparentna, przynosiła korzyści członkom funduszy, a także miała pozytywny społeczny wymiar. Regularnie publikujemy osiągnięte stopy zwrotu, zarządzający pracują nad efektywnością funduszy, dzięki publikowanym eksperytom wnosimy merytoryczny wkład do dyskusji o systemie długoterminowych oszczędności i rynku kapitałowym, a dodatkowo prowadzimy inicjatywy edukacyjne.

Edukacja finansowa jest niezwykle ważna, szczególnie że nie mamy w Polsce kultury oszczędzania i inwestowania, a zreformowany system emerytalny zaofiaruje nam od 2050 roku stopę zastąpienia na poziomie 25% ostatniego wynagrodzenia. Staramy się tłumaczyć te wyzwania i objaśniać jak skutecznie im sprostać w Zadbanych finansach, Zadbanej przyszłości, czy Przewodniku emerytalnym.

Potrzeba jest duża, bo choć ostatnie lata otwierają przed przyszłymi emerytami wiele możliwości, to również stawiają ich przed konkretnymi wyborami. Wkrótce po wprowadzeniu PPK, z którego można było zrezygnować, pojawiła się możliwość skorzystania z oszczędzania w OIPE, kolejnym produkcie pozwalającym inwestować bez podatku od zysków kapitałowych. A przed nami kolejne ważne decyzje emerytalne.

W tym roku pomiędzy 1 kwietnia i 31 lipca otwarte będzie tzw. okienko transferowe, w czasie którego ubezpieczeni będą mogli zadecydować, gdzie ma trafiać część ich składki emerytalnej. To ważna decyzja, ponieważ ma pewien wpływ na wysokość naszej emerytury.

Obecnie w ramach publicznego systemu emerytalnego składki na ubezpieczenie emerytalne w wysokości

12,22% podstawy wymiaru składek trafiają na konto ZUS, 4,38% trafia na subkonto w ZUS, a 2,92% trafia na subkonto w ZUS, lub do OFE, w zależności od tego, jaką decyzję podejmujemy. Decyzję w tym zakresie możemy zmienić co cztery lata, przy czym w 2020 roku ze względu na pandemię SARS-CoV-2, możliwość ta była wyłączona.

Ostatecznie, ze względu na mechanizm suwaka bezpieczeństwa, w wyniku działania którego na 10 lat przed emeryturą środki z OFE są sukcesywnie przekazywane do ZUS, trafia tam całość naszych składek. Niemniej jednak decyzja o ich alokacji pomiędzy subkontem w ZUS, a rachunkiem w OFE, w okresie gromadzenia kapitału emerytalnego może wpłynąć na ich całkowitą wartość, co przełoży się na wysokość otrzymywanego świadczenia emerytalnego.

Analizy Online, o czym pisze w tym numerze Michał Duniec, zbadały efektywność różnych form oszczędzania od lutego 2014 roku, czyli od ostatniej reformy OFE, do końca 2023 roku. Okazuje się, że w zestawieniu najlepiej ze wszystkich porównywanych form wypadły właśnie otwarte fundusze emerytalne, które pomnażały kapitał w tempie 8,28% (IRR) rocznie. Pokonały również waloryzację środków na subkoncie. Jesteśmy z tego tym bardziej dumni, że waloryzacja jest wskaźnikiem, a stopy zwrotu trzeba wypracować w ramach konkretnych inwestycji.

Dumni jesteśmy także z wyników OFE za 2023 rok, w którym fundusze osiągnęły 36,5%, rekordową stopę zwrotu. Jednocześnie warto wspomnieć o wyniku 50,9% w okresie 3 lat i 68,5% w okresie 10 lat. A te rezultaty nie wzięły się znikąd, tylko ze wspierania kapitałowego polskich firm i wzrostu ich wartości. O tym także warto pamiętać.

Zachęcam więc do refleksji nad

## Dumni jesteśmy także z wyników OFE za 2023 rok, w którym fundusze osiągnęły 36,5% stopę zwrotu

kolejnym wyborem emerytalnym i zwrócenia uwagi na to, jak sprawują się OFE, jakie stopy zwrotu oferują swoim członkom, co dają polskiej gospodarce i jaką pełnią funkcję na rynku kapitałowym.

Jednocześnie możemy mieć bazującą na solidnych podstawach nadzieję, że rynek kapitałowy czekać dobre lata. Nowy minister finansów, Andrzej Domański, wywodzi się z tego rynku, pracował na nim wiele lat i jesteśmy głęboko przekonani, że rozumiejąc specyfikę i potrzeby, zadba o jego kondycję i rozwój. Biorąc powyższe pod uwagę, ja zostaję w zwycięskich i rekordowych OFE.

**Małgorzata Rusewicz**

prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA





# KORESPON- DENCJA

---

**UE: Przepisy przyjęte  
na ostatniej prostej**

**Piotr Gałązka**

Kończy się kadencja bieżącego Parlamentu Europejskiego (PE), a w związku z tym i Komisji Europejskiej powołanej po poprzednich wyborach w 2019 r. To dobry moment na podsumowanie tego, co w ostatnich miesiącach udało się legislatorom europejskim uchwalić w zakresie przepisów o rynku kapitałowym w UE.

Wybory do PE będą miały miejsce w całej Unii w dniach od 6 do 9 czerwca 2024 r., w zależności od zwyczajów wyborczych w poszczególnych państwach członkowskich. W Polsce wybory te będą miały miejsce 9 czerwca. To ważny moment dla faktycznej obecności Polski w Unii Europejskiej. Wybieramy z Polski 52 posłów spośród łącznie 705 posłów do PE. To istotne, aby wybrać przedstawicieli, którzy będą gotowi ciężko i mądrze pracować dla budowania lepszej Europy ogólnie i lepszej sytuacji Polski w Europie. Takich, którzy nie będą bali się zabierać głos, ale jednocześnie takich, którzy będą umieli budować koalicje (również poprzez członkostwo w istotnych europejskich frakcjach politycznych) wokół swoich pomysłów i propozycji legislacyjnych, bo w pojedynkę nie da się wiele osiągnąć w takim multicentrycznym miejscu jak Bruksela. No i na koniec – co może być truizmem – takich, którzy będą mieli wystarczające zdolności lingwistyczne, by porozumieć się z innymi. Oficjalne prace PE są tłumaczone, ale nie oszukujmy się, najistotniejsze dyskusje i ucieranie kompromisów odbywa się nieoficjalnie w ogólnie znanych językach na czele z angielskim.

### **Unia Rynków Kapitałowych nadal na czele**

Prace nad rozwojem i urzeczywistnieniem Unii Rynków Kapitałowych (CMU) pozostają nadal na czele priorytetów

legislacyjnych Komisji Europejskiej. W mijającej kadencji również mieliśmy okazję zapoznać się z nowo opracowanymi planami działania w tym zakresie oraz projektami legislacyjnymi, realizującymi założone w tych planach cele. Warto tutaj nadmienić kwestię tzw. listing act, czyli przepisów ujednocwiających niektóre aspekty wchodzenia na rynek publiczny czy strukturach akcyjnych. Większość z projektów przedstawionych przez Komisję znalazła finał w porozumieniu między Radą a PE, o czym poniżej.

### **Nowelizacja AIFMD oraz UCITS**

W lutym 2024 r. miały miejsce formalne głosowania w PE i Radzie nad projektem dyrektywy nowelizującej dotychczasowe przepisy AIFMD oraz UCITS w zakresie ustaleń dotyczących przekazywania, zarządzania ryzykiem utraty płynności, sprawozdawczości nadzorczej, świadczenia usług depozytariusza i usług powierniczych oraz udzielania pożyczek przez alternatywne fundusze inwestycyjne.

Nowe przepisy mają za zadanie poprawić integrację rynków zarządzania aktywami w Europie poprzez narzędzia związane z zarządzaniem płynnością, które wiązać się będą z obowiązkami zarządzających funduszami związanymi z reagowaniem na znaczne odpływy kapitału w czasach zawirowań finansowych. Dyrektywa wprowadza także ramy prawne dla funduszy udzielających pożyczek, wymogi obniżające ryzyko stabilności i zapewniające odpowiedni poziom ochrony inwestorów. Wprowadza także przepisy o delegowaniu funkcji przez zarządzających stronom trzecim. Dodatkowo, przepisy usprawniają wymianę danych i współpracę między organami nadzoru oraz zapobiegają wprowadzaniu w błąd

## **To istotne, aby wybrać przedstawicieli, którzy będą gotowi ciężko i mądrze pracować dla budowania lepszej Europy ogólnie i lepszej sytuacji Polski w Europie**

inwestorów poprzez zakazy co do określeń.

### **Nowy organ UE ds. przeciwdziałania praniu pieniędzy**

Godne uwagi jest też uzgodnienie w trilogu w grudniu 2023 r. i styczniu 2024 r. pakietu legislacyjnego odnośnie nowych przepisów o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy. Nowością jest rozporządzenie, które harmonizuje w pełni szereg przepisów dotychczas regulowanych na poziomie dyrektywy implementowanej do przepisów krajowych.

Ponadto powołany został nowy organ unijny odpowiedzialny za zwalczanie prania pieniędzy – AMLA – poprzez wzmacnianie współpracy organów krajowych i bezpośredni nadzór nad największymi i najistotniejszymi podmiotami na rynku. AMLA dokona wyboru instytucji finansowych i kredytowych,



które stwarzają wysokie ryzyko w kilku państwach członkowskich i które będą nadzorowane przez wspólne zespoły nadzorcze pod kierunkiem AMLA. W pierwszej procedurze wyboru urząd będzie nadzorował maksymalnie 40 podmiotów i grup. Oprócz uprawnień nadzorczych oraz w celu zapewnienia przestrzegania przepisów urząd będzie miał możliwość nakładania na wybrane podmioty zobowiązań kar pieniężnych. Siedzibą nowego organu będzie Frankfurt, gdzie AMLA rozpocznie działalność w połowie 2025 r.

### **Listing act**

Na samym początku lutego 2024 r. Rada i PE porozumiały się w trilogu w sprawie aktu o dopuszczaniu do obrotu giełdowego, który ma na celu zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych i ułatwienie przedsiębiorstwom, w tym MŚP, wejście na europejskie giełdy. Założeniem zatem jest ograniczanie tzw. red tape i kosztów związanych z wejściem na rynek publiczny, by uzyskać dostęp do większej liczby źródeł finansowania.

W porozumieniu PE i Rady uwzględniono zarówno potrzebę łagodzenia obowiązujących wymogów dotyczących ujawniania informacji, jak i konieczność utrzymania integralności rynku i skuteczności przepisów dotyczących nadużyć na rynku. Zawężono zakres obowiązku ujawniania informacji w przypadku zdarzeń wieloetapowych poprzez ograniczenie go do ujawniania informacji poufnych dotyczących zdarzenia kończącego proces. Przewidziano również złagodzenie przepisów dotyczących badań inwestycyjnych i umożliwienie ponownego łączenia opłat za przeprowadzenie badań i za wykonanie transakcji. Powiązano to z obowiązkiem zapewnienia, że badania sponsorowane przez emitenta będą

prowadzone zgodnie z unijnym kodeksem postępowania.

### **Uprzywilejowanie akcji co do głosu**

Tego samego dnia co w sprawie wspomnianego wyżej listing act, uzgodniono porozumienie między Radą a PE w sprawie treści przepisów o strukturach akcyjnych obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, które mają zachęcić właścicieli firm do wprowadzenia akcji na rynki publiczne, stosując strukturę obejmującą akcje uprzywilejowane co do głosu, co pozwoli zachować odpowiednią kontrolę nad firmą przy jednoczesnym uzyskaniu finansowania zewnętrznego.

Rada i PE postanowiły rozszerzyć zakres dyrektywy na rynki inne niż rynki rozwoju MŚP, tj. platformy wielostronne, które dopuszczają do obrotu akcje MŚP., określiły zabezpieczenia dla inwestorów wchodzących do struktury akcyjnej obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu oraz zakreśliły niezbędne przepisy w zakresie transparentności. Państwa członkowskie będą samodzielnie – implementując dyrektywę – ustalać maksymalny współczynnik siły głosów pierwotnych właścicieli do wartości głosów z nowowyemitowanych akcji oraz wskazywać zasady podejmowania decyzji w głosowaniu z akcji.

### **Zmiany w MiFIR i MiFID II w zakresie przejrzystości**

W styczniu i w lutym 2024 r. PE i Rada formalnie przegłosowały zmiany w przepisach MiFID i MiFIR – stanowiło to formalny krok po osiągnięciu porozumienia w trilogu. Zmiany mają na celu zapewnienie inwestorom lepszego dostępu do danych rynkowych niezbędnych przy inwestowaniu w instrumenty finansowe i zapewnienie równości szans na rynku – w szczególności poprzez

łatwy dostęp do skonsolidowanych danych rynkowych na szczeblu UE.

Nowe przepisy zakładają powstanie scentralizowanych źródeł danych dla różnego rodzaju aktywów, agregujących dane rynkowe w czasie rzeczywistym z platform, na których odbywa się obrót instrumentami finansowymi.

Istotnym i politycznie kontrowersyjnym elementem nowelizacji było wprowadzenie zakazu otrzymywania płatności za przepływ zleceń (ang. payment for order flow PFOF), które brokerzy naliczają za przekazywanie zleceń klientów na niektóre platformy obrotu. Zakaz wynika z ryzyka konfliktu interesów, które może rodzić taka opłata. Państwa członkowskie, w których pobiera się te płatności, mogą do połowy 2026 r. zwolnić z zakazu firmy inwestycyjne działające na ich terytorium wobec klientów z danego państwa członkowskiego.

### **Nowelizacja EMIR – rozliczenia transakcji**

W lutym 2024 r. Rada i PE osiągnęły także porozumienie co do zmian w przepisach EMIR – które mają na celu zwiększyć atrakcyjność i odporność unijnego systemu usług rozliczeniowych, wspierać otwartą strategiczną autonomię UE i utrzymać jej stabilność finansową.

Zmiany w przepisach co do zasady idą w kierunku uproszczenia procedur, wzmocnienia nadzoru nad kontrahentami centralnymi (CCP) oraz nałożenie na uczestników rynku o istotnym znaczeniu systemowym, którzy są objęci obowiązkiem rozliczania, wymogu posiadania aktywnego rachunku prowadzonego przez CCP z UE.

### **Piotr Gałązka**

adwokat, ekspert ds. Unii Europejskiej, dyrektor Przedstawicielstwa Związku Banków Polskich w Brukseli





KOMENTARZ



---

**5 edukacyjnych wniosków blogera finansowego**

Tomasz Jaroszek

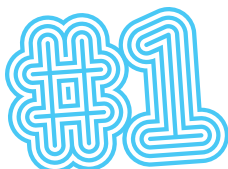
Edukacja finansowa sprawia, że człowiek może przejąć kontrolę nad swoimi finansami. Z tego punktu widzenia, to jedna z najważniejszych dziedzin, która ma strategiczny wpływ każdego z nas. Jednak żeby ta edukacja była skuteczna, trzeba niekiedy sięgnąć po niekonwencjonalne metody.

Zajmuję się tą dziedziną 15 lat, kiedyś jako dziennikarz ekonomiczny, dzisiaj jako bloger finansowy. Już sama zmiana z mediów tradycyjnych na świat cyfrowych twórców wyrzuciła moje podejście do szerzenia edukacji do góry nogami. Bloger działający w Internecie teoretycznie ma dużo mniejsze możliwości, ale w praktyce może dotrzeć skutecznie

## Dziennikarz w garniturze, rozmawiający z analitykami, prezesami i finansistami w garniturach, tworzył obraz świata niedostępny dla zwykłego śmiertelnika

tam, gdzie żaden bank, fundacja czy tradycyjne media nie będą mieć wstępu. Lata tworzenia edukacyjnych projektów

samodzielnie i wspólnie z instytucjami finansowymi doprowadziły mnie do 5 nieoczywistych wniosków.



Jestem jednym z Was

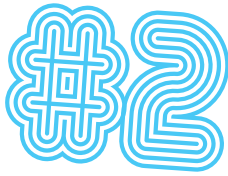
Przez kilka lat prowadziłem w mediach finansowych programy dotyczące giełdy i finansów. Choć ogromnie cenię sobie doświadczenie jakie tam zdobyłem, to jednak moje odejście ze świata tradycyjnych redakcji wynikało z ograniczenia, jakie media same sobie narzucały. Dziennikarz w garniturze, rozmawiający z analitykami, prezesami i finansistami w garniturach, tworzy obraz świata niedostępny dla

zwykłego śmiertelnika. Ten silny podział na my-ekspert i wy-odbiorcy to tradycyjny układ ze starych mediów, który dużo gorzej sprawdza się dzisiaj.

Usunięcie lub chociaż skrócenie tego dystansu to pierwsza rzecz, za którą zabieram się tworząc projekt edukacyjny. Wielokrotnie przekonuję odbiorców, że finanse i inwestowanie dotyczą każdego z nas i przykładowo, prowadzenie portfela inwestycyjnego wygląda dokładnie tak samo, niezależnie od tego, czy mamy

na sobie garnitur, czy piżamę.

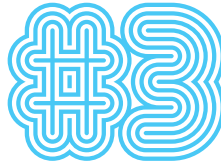
To jeden z sukcesów blogosfery, który ciężko jest powtórzyć sektorowi finansowemu. Maksymalnie skracamy dystans do odbiorcy. Kogo wolimy słuchać ucząc się o rynku nieruchomości? Człowieka w naszym wieku, który opowiada o procesie zakupu własnego mieszkania i spaceruje po nim z kamerą? Czy analityka w garniturze z wykresem w tle, który zalewa nas danymi o cenach metra kwadratowego? Pierwsza zasada skutecznej edukacji jest bajecznie prosta. Trzeba przekonać swojego odbiorcę, że mamy te same wyzwania finansowe niezależnie od tego, czy stoimy na scenie, czy siedzimy na miejscu publiczności.



### Nie powtarzaj błędów ze szkolnej ławki

Szkoła ma na nas ogromny wpływ. Nikt nie będzie kłócił się z tym stwierdzeniem, chociaż słysząc to zdanie, każdy ma zapewne inny obraz szkoły przed oczami. W mojej pamięci został proces zaobserwowany podczas lekcji historii. Kilka razy uczyłem się o początkach Mezopotamii czy Starożytnej Grecji i Rzymu, ale prawie nigdy nie dotarłem do historii współczesnej, która odgrywa gigantyczną rolę dla rzeczywistości, w której żyjemy tu i teraz. Program z roku na rok powtarzał te same błędy.

Źle zaplanowana edukacja odstrasza odbiorców i sprawia, że nie chcemy do niej wracać. Uczenie dziecka w szkole czym różni się spółka cywilna od komandytowej nie sprawi, że zainteresuje się ono przedsiębiorczością. Jednak nie mamy „Ministerstwa Edukacji Finansowej”, które miałyby narzucać program nauczania. Możemy, a nawet powinniśmy nieustannie zmieniać program, dostosowując go do zmieniającego się świata. Przez ostatnie lata sektor bankowy unikał jak ognia tematu kryptowalut, zamiast wytłumaczyć jak on działa i jakie ma potencjalne zagrożenia. Najłatwiejszym sposobem na usprawnienie dotychczasowej edukacji jest zapytanie odbiorców o to, czym są zainteresowani i aktualizacja programu o ich realne potrzeby.

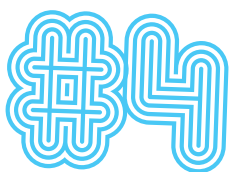


### Historie ważniejsze niż dane

Uwielbiamy historie. Większość szkoleń z marketingu czy reklamy zaczyna się od tego stwierdzenia. Wszyscy to rozumiemy, gdy chodzi o sprzedaż, ale nie przekładamy tego na edukację i serwujemy odbiorcom twarde dane ubrane w wykresy i grafiki. Ta zależność i nasze zamiłowanie do prostych, ale nacechowanych emocjonalnie historii to jednak miecz obosieczny i doskonale widać to w temacie chociażby polskiego systemu emerytalnego. Wertując setki artykułów poświęconych PPK, IKE, IKZE czy OFE, niemal pod każdym z nich znajdziemy od razu sugestię dotyczącą niepewnej przyszłości naszych pieniędzy. To prawie zawsze będzie komentarz bazujący jedynie na emocjach lub coś sugerującego czyhające za rogiem niebezpieczeństwo. Psychologia ewolucyjna i ekonomia behawioralna doskonale to tłumaczą. Obawa przed utratą już posiadanych pieniędzy jest dużo silniejsza, niż chęć zdobycia nowych. A co, jeśli po drugiej stronie nie ma historii, a są tylko dane? Może się okazać, że rzetelne liczby to zdecydowanie za mało.

W blogosferze bardzo często pokazujemy z jakich produktów korzystamy i jaką mamy do tego motywację – opowiadamy widzom prawdziwe historie. Pod koniec roku informujemy czy już uzupełniliśmy limity IKE i IKZE, niejednokrotnie publikujemy nawet wyniki naszych emerytalnych portfeli. W sektorze finansowym taka transparentność jest uważana niekiedy za mocną przesadę, ale to właśnie ona działa najlepiej na odbiorcę. Jak mam przekonać kogoś do IKE czy IKZE, jeśli sam go nie posiadam albo nie wpłacam tam pieniędzy? Zalety IKE widać najlepiej na rachunkach inwestycyjnych, gdzie brak podatku faktycznie znacząco zwiększa zyski. Jednak sama teoria do nas nie przemawia, trzeba taki portfel pokazać i wytłumaczyć na prawdziwym rachunku.





### Zaczynam od realnych potrzeb

W edukacji finansowej widziałem wiele rozwiązań, które tworzone były z myślą o wszystkim, tylko nie o docelowym odbiorcy, który miał się czegoś nauczyć. Niestety tak wygląda wiele projektów opartych o granty, dofinansowania czy końcowy raport, który ktoś musi wystać przełożonym. Osobiście stosuję dokładnie odwrotny model i staram się tworzyć głównie projekty, które sam bym z chęcią obejrzał lub przeczytał. W ten sposób powstała m.in. pierwsza polska książka o inwestycjach Warrena Buffetta. Wszystkie poprzednie były pisane przez amerykańskich autorów i nijak miały się do polskich realiów.

Istotą tego problemu jest stawianie priorytetu nie tam gdzie trzeba. Jeśli projekt powstaje wychodząc od założeń grantu, a nie potrzeb odbiorcy, to trudno się dziwić, że nie trafiamy w te potrzeby. Cyfrowy twórca nie ma problemu z postawieniem widzom pytania: „o czym chcecie się dowiedzieć więcej?” Najlepszym przyjacielem popularyzatora nauki jest ankieta, którą można wystać odbiorcom jeszcze przed startem projektu.

## Najlepszym przyjacielem popularyzatora nauki jest ankieta, którą można wystać odbiorcom jeszcze przed startem

### Edukacja to profilaktyka

W Korei Południowej państwo bardzo dużą wagę przykładają do profilaktycznych badań swoich obywateli. Refundowane są kompleksowe badania diagnostyczne, a ich zakres rośnie wraz z wiekiem pacjenta. W ten sposób wykrywalność chorób jest większa na wczesnym etapie, co w praktyce oznacza dużo niższe koszty leczenia dla sektora zdrowia i ogromne oszczędności dla budżetu. Co to ma wspólnego z edukacją finansową? Więcej niż nam się wydaje.

Wyedukowane ekonomicznie społeczeństwo wpada w mniej pułapek, zaciąga mniej złych długów, zabezpiecza się z myślą o emeryturze i jest dużo bardziej odporne na gospodarcze zawirowania. Edukacja finansowa to nic innego jak profilaktyka, tylko w innym zakresie i warto dla niej sięgać po niekonwencjonalne metody.

**Tomasz Jaroszek**



### Do sukcesu potrzeba ambasadorów edukacji

W edukacji finansowej nie ma nic cenniejszego niż ktoś, kto tak bardzo podziela naszą wizję, że chce być jej ambasadorem i bezinteresownie pomagać nam w jej szerzeniu. Wie o tym każda fundacja, która potrzebuje wolontariuszy i każdy twórca cyfrowy, którego idea nie rozprzestrzeni się sama – ktoś musi ją podać dalej, udostępnić lub wystać bliskiej osobie bezpośrednio.

Doskonałym ambasadorem edukacji finansowej możemy być nauczyciel, który opowiada o niej z prawdziwą pasją i zaangażowaniem. Podstawy przedsiębiorczości, czyli szkolny przedmiot najbardziej związany z finansami był dla mnie odwieczną zagadką. Jakim cudem ten sam przedmiot może być uznawany przez niektórych uczniów za kompletną pomyłkę, a przez innych za doskonałe źródło wiedzy na start? Sekret niemal zawsze tkwił w zaangażowaniu nauczyciela. Część wykładowców żywo zainteresowana tematem przedsiębiorczości, była naturalnymi ambasadorami w tej dziedzinie, a pozostali... po prostu skupiali się na odhaczeniu punktów z podstawy programowej.



ANALIZA

---

**Efektywność OFE**

Michał Duniec

W Analizach Online po raz kolejny zbadaliśmy efektywność Otwartych Funduszy Emerytalnych na tle innych, popularnych w Polsce form oszczędzania. Badaniu poddany został okres od lutego 2014 r., czyli od chwili przeniesienia części dłużnej portfela do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), do końca grudnia 2023 r. W zestawieniu, oprócz wyników samych OFE, zaprezentowane zostały średnie stopy zwrotu różnych grup funduszy inwestycyjnych. Ponadto punkt odniesienia stanowił także wzrost wartości składek zaewidencjonowanych na subkoncie ZUS, wskaźnik inflacji oraz oprocentowanie depozytów.

Z uwagi na charakter gromadzenia oszczędności w OFE (tj. na zasadzie regularnych, comiesięcznych wpłat), przy prezentacji wyników skupiliśmy 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. Takie podejście w syntetyczny sposób pozwala ocenić efektywność uzyskiwanych stóp zwrotu z uwzględnieniem regularności przekazywanych składek. 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. 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 18 149,95 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): średniej dla wybranych grup funduszy, miesięcznego wskaźnika inflacji (CPI m/m), rocznego wskaźnika waloryzacji składek odprowadzanych na subkonto do ZUS przeskalowanego na skalę miesięczną<sup>2</sup> oraz średniego oprocentowania stanu depozytów terminowych w kolejnych miesiącach dla osób prywatnych według danych publikowanych przez NBP. W powyższy sposób

## Dziesięć lat po reformie, OFE prezentują się jako atrakcyjna forma budowania kapitału emerytalnego na tle innych form oszczędzania

otrzymano końcową wartość kapitału na dzień 31 grudnia 2023 r.

Z analizy wynika, że dziesięć lat po swojej 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 8,28% (IRR), tym samym ustanowiły najlepszy wynik ze wszystkich innych badanych grup funduszy, wybranych indeksów rynkowych oraz pozostałych wskaźników wykorzystanych w badaniu. W porównaniu do najbardziej zbliżonej pod kątem polityki inwestycyjnej grupy funduszy akcji polskich uniwersalnych, charakterystyczna jest strukturalna przewaga OFE, wynikająca m.in. z możliwości inwestowania w dłużne papiery komercyjne. OFE są obecnie najtańszą formą zbiorowego lokowania kapitału na rynku akcji.

W okresie prawie dziesięciu lat, od początku 2014 roku do końca 2023 roku, Otwarte Fundusze Emerytalne zdołały wypracować najwyższą stopę zwrotu w zestawieniu z grupami porównawczymi. Ich średni wynik był lepszy zarówno od tego, osiągniętego przez fundusze akcji polskich czy globalnych, jak również przez indeksy akcji i obligacji, takie jak WIG czy TBSP.

Badany okres obfitował w przełomowe dla świata wydarzenia, które zdominowały także rynki finansowe. Od początku 2020 roku niemal każdy zakątek globu mierzył się z gwałtowną ekspansją pandemii wirusa Covid-19. Wprowadzone w tym czasie lockdowny sprawiły, że wiele funduszy i rynkowych indeksów odnotowało drastyczne spadki. Niemniej, szerokie wsparcie, jakiego gospodarkom na całym świecie udzieliły zarówno władze monetarne, jak i fiskalne spowodowało, że dla znacznej części funduszy i indeksów akcyjnych rok 2020



RYSUNEK 1

Korzyści wynikające z regularnego oszczędzania (w PLN) (01.2014 - 12.2023).

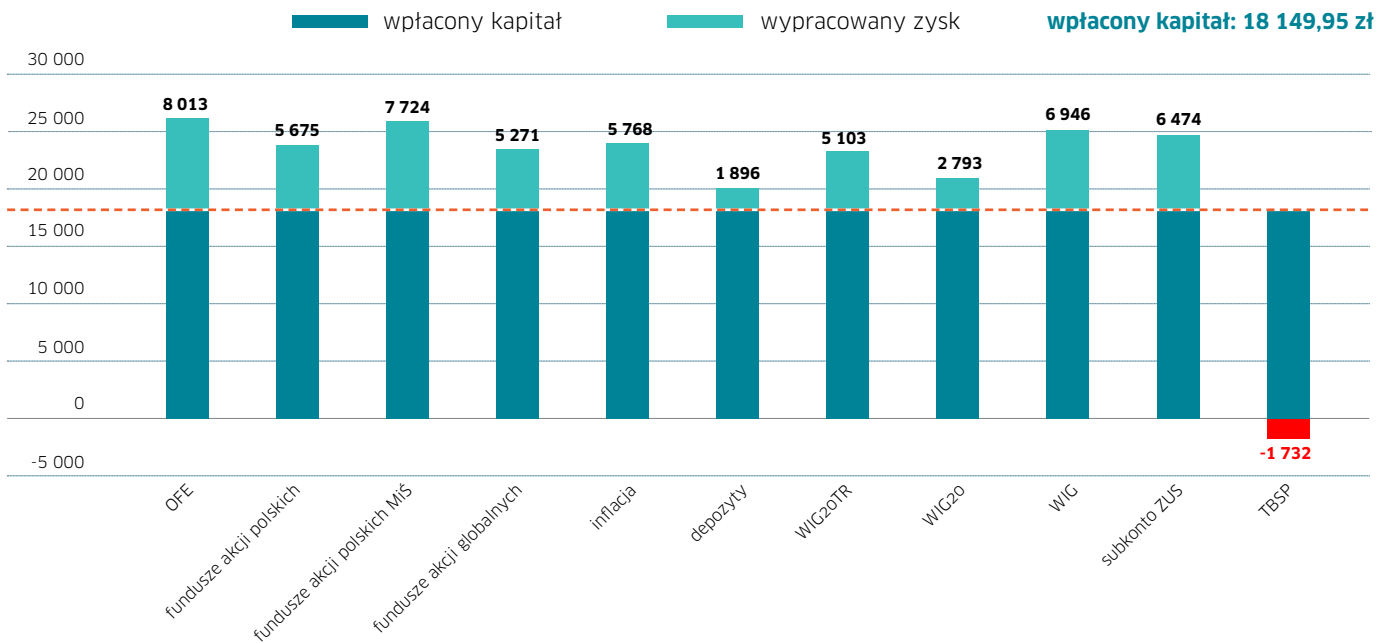


TABELA 1

Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) poszczególnych form oszczędzania (31.01.2014-31.12.2023 r.).

	bez opłat manipulacyjnych	z opłatami manipulacyjnymi
OFE	8,28%	7,92%
fundusze akcji polskich	6,65%	5,94%
fundusze akcji polskich MiŚ	8,36%	7,69%
fundusze akcji globalnych	6,13%	5,57%
inflacja	6,02%	6,02%
depozyty	2,20%	2,20%
WIG20TR	5,42%	5,42%
WIG20	3,16%	3,16%
WIG	7,04%	7,04%
subkonto ZUS	6,64%	6,64%
TBSP	2,02%	2,02%

---

## Od lutego 2014 roku OFE pomnażały kapitał w tempie wynoszącym 8,28% (IRR), tym samym ustanowiły najlepszy wynik ze wszystkich innych badanych grup funduszy, wybranych indeksów rynkowych oraz pozostałych wskaźników wykorzystanych w badaniu

zakończył się nad kreską. Kolejne 12 miesięcy, dzięki powszechnym szczeniokom i odblokowywaniu gospodarek oznaczało dla wspomnianych form inwestycji/wskaźników koniunktury giełdowej często dwucyfrowe stopy zwrotu.

Tymczasem w 2022 r. rynkami wstrząsnęła informacja o wybuchu wojny w Ukrainie, co przełożyło się na odpływ kapitału z ryzykownych aktywów, w tym akcji polskich. W efekcie WIG spadł o ponad 17%. Dodatkowo wywołana m.in. wzrostem cen surowców wysoka inflacja zmusiła wiele banków centralnych do podwyżek stóp procentowych, co oczywiście zaszkodziło też funduszom i indeksom obligacji. Poprawa dzięki hamującej inflacji i wizjom łagodzenia polityki pieniężnej nastąpiła w 2023 r., dzięki czemu wiele klas aktywów powróciło do wzrostów (często dwucyfrowych).

Opisana dynamika wydarzeń dotyczyła też OFE, choć w 2020 roku nie powiodła się w ich przypadku próba osiągnięcia dodatnich wyników (średnia wyniosła -2,3%). Rok 2021 r. wypadł jednak zdecydowanie lepiej – OFE średnio zarobiły niemal +30%. Po tak optymistycznym okresie także i tę formę oszczędzania dotknęły spadki wynikające z wydarzeń 2022 roku. W tym czasie stopa zwrotu Otwartych Funduszy Emerytalnych wyniosła prawie -15%. W dalszym ciągu była ona jednak wyższa niż osiągnięta przez fundusze akcji polskich uniwersalnych (-16,3%). Tymczasem rok 2023 to czas, gdy OFE zyskały ponad 36%. Biorąc pod uwagę cały badany okres, a więc od końca stycznia 2014 r. do końca 2023 r. żadna z porównywanych form oszczędzania nie zapewniła wyższej stopy zwrotu.

Co więcej, Otwarte Fundusze Emerytalne osiągnęły w trakcie badanego okresu wyższą stopę zwrotu także

w porównaniu do subkonta w ZUS, na którym lokowana jest część składki emerytalnej. Tym samym okazuje się, że ci, którzy zdecydowali się na uczestnictwo w OFE i przekierowują tam 40% tego, co miałyby znaleźć się na ich subkoncie, wybrali rozwiązanie, w którym średnio lepiej pomnażają swój kapitał.

Spośród komercyjnych form zbiorowego inwestowania przyjętych do analizy, na szczególną uwagę zasługuje porównanie OFE do funduszy akcji polskich uniwersalnych, gdyż pod względem struktury portfeli są to dwie najbliższe sobie formy inwestowania środków na jesień życia. Uwzględniając wszelkie założenia zastosowane w badaniu, wartość kapitału zgromadzonego na hipotetycznym rachunku w otwartym funduszu emerytalnym była co roku systematycznie wyższa niż ta w funduszach akcji polskich, a na koniec 2023 r. przewaga sięgała ok. 10%. Jej źródłem można wymienić kilka.

Po pierwsze, 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. Znaczenie tego czynnika z uwagi na administracyjne obniżki opłat w funduszach krajowych TFI oraz rozwój internetowych kanałów dystrybucji (często z zerowymi opłatami za nabycie) od 2014 r. istotnie zmalało.

Po drugie, nie do zlekceważenia są różnice w konstrukcji portfeli, mimo pewnego ich podobieństwa. W przeciwieństwie do funduszy akcji polskich, w OFE występuje istotny udział krajowych obligacji nieskarbowych (rekordowo w marcu 2020 r. sięgający blisko 12% WAN). W okresach wyraźnych rynkowych przecen pełnią one stabilizującą rolę dla wyników, dzięki

**TABELA 2**

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

	5 lat	10 lat	15lat
OFE	38 946	57 973	86 295
fundusze akcji polskich	32 870	45 349	62 565
fundusze akcji polskich MiŚ	38 653	57 744	86 264
fundusze akcji globalnych	31 534	42 458	57 167
inflacja	32 041	42 923	57 500
depozyty	22 352	24 923	27 789
WIG20TR	30 274	39 415	51 316
WIG20	24 466	28 582	33 391
WIG	35 269	49 568	69 663
subkonto ZUS	33 960	46 837	64 597
TBSP	21 975	24 287	26 843

\*symulacja przy założeniu utrzymania IRR na dotychczasowym poziomie (tj. z okresu 31.01.2014-31.12.2023), przy kapitale początkowym równym dotychczas zgromadzonemu i bez dodatkowych wpłat

czemu fundusze emerytalne zazwyczaj chronią kapitał lepiej od funduszy akcji. O zróżnicowaniu stóp zwrotu decyduje też dobór spółek zagranicznych i skala ekspozycji na nie (w 2021 r. mniejsze zaangażowanie w obce walory mogło dać OFE przewagę). Choć w niektórych okresach cechy charakterystyczne dla OFE (w tym większy niż w funduszach akcji polskich uniwersalnych akcent na spółki z WIG20) sprzyjają ich konkurencyjności, w innych przyczyniają się do ich słabości. Wypadkowa tych zjawisk jak dotąd działa jednak na korzyść OFE.

Oprócz funduszy akcji polskich

uniwersalnych, OFE poradziły sobie też lepiej od funduszy akcji małych i średnich spółek oraz akcji globalnych rynków rozwiniętych. Z tych dwóch grup szczególnie nadwyżka zgromadzonego kapitału uwidoczniła się względem funduszy dedykowanych rynkom zagranicznym. Wypracowany zysk na koniec 2023 roku jest o połowę większy w przypadku OFE. Przewaga została wypracowana dzięki kilku czynnikom. Pierwszym z nich jest mniejszy spadek wartości kapitału zgromadzonego w ramach OFE podczas bessy na rynkach trwającej w 2022 roku. W tamtym czasie jako poduszka bezpieczeństwa zadziały posiadane

w portfelach OFE obligacje nieskarbowe. Podczas gdy post-covidowy rynek faworyzował globalne akcje, sytuacja odwróciła się w 2023 roku. Pozytywny sentyment zapanował generalnie wśród inwestorów zorientowanych na instrumenty udziałowe, jednakże ze szczególnym akcentem na rynek polski. Druga połowa roku to czas, kiedy bank centralny nad Wisłą zdecydował się na pierwsze obniżki stóp procentowych. Silny impuls do wzrostów stanowiły wyniki wyborów do parlamentu RP. Korzystny trend trwał od października do końca ubiegłego roku, co pozytywnie wpłynęło na roczny wynik funduszy



## OFE są obecnie najtańszą formą zbiorowego lokowania kapitału na rynku akcji

skoncentrowanych na krajowym rynku.

Chociaż w przypadku zestawienia wyników OFE względem funduszy akcji MIŚ przewaga nie jest już tak wyraźna, tu również wyniki mierzone zgromadzonym kapitałem stanowią pozytywną odmianę względem poprzednich lat. Ostatnia bowiem przewaga nad funduszami zorientowanymi na małe i średnie podmioty miała miejsce w latach 2017-2019. Następnie wraz z załamaniem covidowym sytuacja się odwróciła. Sentyment, który zapanował w okresie po wybuchu pandemii sprzyjał szczególnie spółkom o małej kapitalizacji. W 2023 roku szala zwycięstwa ponownie przechyliła się na korzyść OFE. Wraz z ogłoszeniem wyników wyborów parlamentarnych nastąpiła faworyzacja spółek z udziałem Skarbu Państwa, które odpowiadają za znaczną część indeksu WIG20. W efekcie fundusze akcji MIŚ czerpały relatywnie mniejsze korzyści na fali panującego ówczesnie optymizmu.

Ponadto w badaniu przedstawiono wyniki OFE w porównaniu do następujących wskaźników rynkowych: WIG20 zarówno w ujęciu cenowym, jak i dochodowym, WIG oraz TBSP reprezentującym polskie obligacje skarbowe. Fundusze emerytalne okazały się najkorzystniejszą formą oszczędzania na tle każdego

z nich. Największą przewagę odnotowano na tle indeksu obligacyjnego, a wśród wskaźników akcyjnych na tle WIG20.

W ujęciu historycznym OFE najczęściej uzyskiwały rezultaty plasujące je w pierwszym lub drugim kwartalu wyników. Świadczy to o ich silnej pozycji na tle populacji złożonej z OFE oraz funduszy akcji polskich uniwersalnych. Mimo okresów względnej słabości, których przykład stanowią dwa środkowe kwartały 2020 roku, fundusze emerytalne okazały się korzystniejszą formą lokowania oszczędności.

Przewaga uwidacznia się w okresach, kiedy dominują negatywne nastroje. Relatywnie większą odporność OFE na przeceny rynkowe trafnie obrazuje okres bessy w I półroczu 2022 lub III kwartał 2023 roku, kiedy to na polskim rynku akcji miała miejsce korekta. Taki stan rzeczy wynika zarówno ze średnio niższego udziału spółek o mniejszej kapitalizacji, jak i posiadanych w portfelu obligacji nieskarbowych, co zapewnia korzyści w wynikach w zależności od sentymentu panującego wśród inwestorów.

OFE zyskują nie tylko dzięki lepszej amortyzacji rynkowych spadków, ale także w okresach takich jak IV kwartał 2023 roku. W tamtym czasie wzrostom przewodziły spółki skupione w indeksie WIG20. Jednakże udział wspomnianych wcześniej obligacji nieco utrudnia w pełni skuteczną partycypację w rosnących kursach akcji polskich „blue chipów”.

Bazując na wewnętrznych stopach zwrotu (IRR) z poszczególnych form inwestowania, indeksów oraz wybranych wskaźników wyznaczona została hipotetyczna wartość środków, jaka zostałaby zgromadzona na adekwatnych kontach. Za wartość początkową przyjęto kwotę zgromadzoną na koniec grudnia 2023 roku, założono również, że w okresie

estymacji nowe środki nie będą wpłacane (a zatem nie będzie pobierana opłata manipulacyjna). Wyższa efektywność kosztowa OFE w dłuższym horyzoncie inwestycji wyraźnie przekłada się na budowanie długoterminowej przewagi w zgromadzonym kapitale względem funduszy akcji polskich uniwersalnych, a także funduszy akcji globalnych.

W celach porównawczych zaprezentowano także indeks rynku długu (TBSP), który jednak na tle OFE, jak i ogółem funduszy akcji informuje, że poprzez inwestowanie w papiery rządowe nie daje się zebrać kapitału porównywalnego z tym, na jaki szanse daje rynek instrumentów udziałowych. 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 z pozoru nawet niewielkich różnic w osiągniętych stopach zwrotu dla wielkości kapitału możliwego do zgromadzenia na jesień życia.

### Michał Duniec

prezes zarządu Analizy Online S.A.

#### Przypisy:

1. Średnia dla konkretnej grupy funduszy (peer group) 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 okresu 01.2023-12.2023 wykorzystano wskaźnik waloryzacji rocznej za 2022 rok przełożony na skalę miesięczną. Na potrzeby analizy przyjęto podejście, zgodnie z którym zgromadzony kapitał podlega comiesięcznej waloryzacji według stawki obowiązującej w danym roku.



GŁOS NAUKI

---

**Dedykowana strategia inwestycyjna  
dla kobiet w PPK**

dr Andrzej Sołdek

Budowa filara kapitałowego w wielu systemach emerytalnych była jedną z odpowiedzi na wyzwania wynikające ze starzenia się ludności. Dużym wyzwaniem do rozwiązania w systemach bazowych i kapitałowych pozostaje luka w wysokości świadczeń emerytalnych pomiędzy kobietami i mężczyznami. Gorsza pozycja kobiet wynika zarówno z nierówności na rynku pracy, jak i zasad naliczania wysokości świadczeń w systemach emerytalnych. Zmniejszenie różnic w wysokości emerytur kobiet i mężczyzn zostało wskazane jako jedno z największych wyzwań dla każdego systemu w konkluzji badania Mercer CFA Institute Global Pension Index 2021 oceniającego cyklicznie systemy emerytalne na świecie.

Niższe świadczenia emerytalne kobiet w stosunku do mężczyzn wynikają z niższych wynagrodzeń kobiet i niższych opłacanych składek. Kobiety pracujące na tych samych stanowiskach otrzymują niższe wynagrodzenie. Dodatkowo,

## Gorsza pozycja kobiet wynika zarówno z nierówności na rynku pracy, jak i zasad naliczania wysokości świadczeń w systemach emerytalnych

według badań Mercera, średnie wynagrodzenie w sektorach zdominowanych przez kobiety, takich jak opieka, zdrowie czy edukacja, są niższe niż w sektorach zdominowanych przez mężczyzn. Kolejnym czynnikiem obniżającym świadczenia emerytalne kobiet jest uzależnienie wysokości świadczeń od okresu opłacania składki. W przypadku kobiet jest on krótszy i wynika z niższego wieku emerytalnego oraz przerw w opłacaniu składek związanych z urlopami macierzyńskimi. W przypadku świadczeń z systemu o zdefiniowanej składce w formie wypłaty programowanej niższe świadczenia są skutkiem dłuższej oczekiwanej długości życia kobiet.

Różnice w świadczeniach emerytalnych między kobietami a mężczyznami to zjawisko globalne. W Stanach Zjednoczonych, według American Association of University Women (AAUW), kobiety pracujące na analogicznych stanowiskach otrzymują ok. 82% wynagrodzenia mężczyzn, a na emeryturze całkowity ich dochód stanowi zaledwie 70% dochodu statystycznego mężczyzny<sup>1</sup>. W Europie, zgodnie z danymi Eurostatu, kobieta otrzyma świadczenia o 30% niższe od mężczyzny. Według danych OECD średnia luka emerytalna dla 34 państw członkowskich, liczona jako różnica między średnim świadczeniem mężczyzn i kobiet, wynosi 25%, a dla Polski 20%. Również w Polsce różnice są bardzo znaczące, średnia emerytura kobiet wynosiła w marcu 2022 roku 2 128 zł, a mężczyzn 3 184 zł. Dodatkowo zgodnie z cytowanym w pracy raportem Światowego Forum Ekonomicznego z 2006 r. w trakcie najbliższego stulecia nie zostanie osiągnięty pełny parytet.

Ciekawe dane na temat różnic w rachunkach emerytalnych kobiet i mężczyzn wynikają z badań Vanguard

## Według danych OECD średnia luka emerytalna dla 34 państw członkowskich, liczona jako różnica między średnim świadczeniem mężczyzn i kobiet wynosi 25%, a dla Polski 20%

- lidera oferującego rozwiązania emerytalne na rynku amerykańskim<sup>2</sup>. W pracowniczych planach emerytalnych w Stanach Zjednoczonych stopa partycypacji jest dla obu płci zbliżona. W planach, w których nie ma automatycznego zapisu, kobiety na wszystkich poziomach wynagrodzeń mają stopę partycypacji o 5-14 pp. wyższą niż mężczyźni. Kobiety i mężczyźni wybierają strategie inwestycyjne o podobnym ryzyku. Wynika to z rosnącego udziału funduszy zdefiniowanej daty, gdzie uczestnicy są przypisywani do funduszu o strategii zależnej od okresu do emerytury. Z danych uczestników funduszy emerytalnych zarządzanych przez Vanguard wynika, że pomimo wyższej stopy składki niższe wynagrodzenia kobiet powodują, że stan ich rachunków emerytalnych jest niższy o ponad 50%



**TABELA 1**

Rekomendowana i aktualna strategiczna alokacja aktywów (SAA) funduszy PPK  
oraz limity inwestycyjne dla części udziałowej i dłużnej.

Źródło: A. Sołdek, *Efektywność strategii inwestycyjnych w zarządzaniu oszczędnościami emerytalnymi*, PWE, 2023.

Wiek uczestnika	Rekomendowana strategia				Aktualna strategia PPK			
	Część udziałowa		Część dłużna		Część udziałowa		Część dłużna	
	SAA (%)	Limity inwestycyjne (%)	SAA (%)	Limity inwestycyjne (%)	SAA (%)	Limity inwestycyjne (%)	SAA (%)	Limity inwestycyjne (%)
25	80	70-90	20	10-70	70	60-80	30	20-40
40	80	70-90	20	10-70	70	60-80	30	20-40
50	80	70-90	20	10-70	55	40-70	45	30-60
55	80	70-90	20	10-70	37,5	25-50	62,5	50-75
60	52	42-62	48	38-58	20	10-30	80	70-90
65	30	20-40	70	60-80	7,5	0-15	92,5	85-100
75	30	20-40	70	60-80	7,5	0-15	92,5	85-100
85	30	20-40	70	60-80	7,5	0-15	92,5	85-100

w stosunku do aktywów zgromadzonych przez mężczyzn.

Proponowane są różne inicjatywy, które mają pomóc w rozwiązaniu problemu niższych świadczeń emerytalnych kobiet. Obejmują one działania wspierające aktywność zawodową kobiet na rynku pracy przez elastyczne formy zatrudnienia, czy dostępność opieki nad dziećmi. Podejmowane są inicjatywy służące likwacji luki płacowej oraz zgłaszane są projekty uwzględnienia w wysokości naliczanego świadczenia emerytalnego okresów wychowywania dzieci za które nie była odprowadzana składka.

Do złagodzenia problemu luki emerytalnej może być wykorzystana zmiana strategii inwestycyjnej w funduszach zdefiniowanej daty dedykowanych

dla kobiet w pracowniczych planach kapitałowych. Kobietom powinna zostać zaoferowana strategia o podwyższonym zaangażowaniu w aktywa ryzykowne (udziałowe) w stosunku do obecnych limitów inwestycyjnych. Rekomendowane podwyższenie udziału aktywów udziałowych w funduszach zdefiniowanej daty PPK dla kobiet pozwoliłoby uzyskać wyższe świadczenia przy tej samej opłacanej stopie składki i akceptowalnym ryzyku na poziomie całego portfela emerytalnego. Osiągnięcie tego celu wymaga zmian polityki inwestycyjnej funduszy zdefiniowanej daty i utworzenia dodatkowego subfunduszu dla każdej grupy wiekowej kobiet. W zmienionym systemie PPK instytucje zarządzające byłyby zobowiązane do

oferowania dwóch subfunduszy skierowanych do każdej grupy wiekowej kobiet. Realizowane byłyby dwie różne ścieżki alokacji zamiast oferowanej obecnie jako domyślna jednej strategii dla wszystkich uczestniczek, niezależnie od ich tolerancji ryzyka. Fundusze zdefiniowanej daty realizujące nową strategię byłyby rozwiązaniem domyślnym dla kobiet. Aktywa zgromadzone przez kobiety zostałyby przeniesione do nowych funduszy realizujących rekomendowane strategię. Kobiety, które nie akceptowałyby podniesionego ryzyka, pozostawałyby w dotychczasowych funduszach.

W fazie akumulacji rekomendowana strategia miałaby stałą strategiczną alokację (SAA) w aktywa udziałowe



na poziomie 80% do osiągnięcia przez uczestniczki 55 roku życia, obniżaną liniowo do 52% w wieku 60 lat i do 30% w kolejnych pięciu latach. Od 65 roku życia strategiczna alokacja w aktywa udziałowe byłaby na stałym poziomie 30%. W całym okresie akumulacji i dekumulacji limity odchylenia od SAA dla części udziałowej wynosiłyby 10 pp. (TABELA 1). Rekomendowana strategia dla kobiet miałaby zatem wyższą alokację w instrumenty udziałowe o 10 pp. przez pierwsze 15 lat od obecnie realizowanej Utrzymywanie niezmienionej struktury portfela w strategii rekomendowanej przez następne 10 lat powoduje wzrost różnicy o kolejne 15 pp. W momencie wejścia w strefę ryzyka różnica zaangażowania w instrumenty udziałowe byłaby najwyższa i wynosiła 42,5 pp. Rekomendowana ścieżka alokacji ma wyższy udział aktywów udziałowych o 22,5 pp. przez 20 lat na emeryturze.

Druga strategia byłaby realizowana zgodnie z aktualną polityką funduszy PPK ze strategiczną alokacją aktywów określoną jako środek przedziału wyznaczonego przez maksymalny i minimalny limit części udziałowej i stanowiącej jej dopełnienie części dłużnej (TABELA 1).

Uzasadnieniem dla zaproponowanego podwyższenia udziału akcji w funduszach zdefiniowanej daty w pracowniczych planach kapitałowych dla kobiet są następujące:

- **Strategie cyklu życia o wysokim zaangażowaniu utrzymywanym do strefy ryzyka (10 lat przed emeryturą) i zredukowanym liniowo do minimalnego poziomu na moment przejścia na emeryturę, a następnie utrzymywanym na stałym poziomie mają najkorzystniejszą relację zwrotu do ryzyka.** Pokazują to wyniki badań w oparciu o stopy zwrotu z rynku

amerykańskiego, brytyjskiego i polskiego. Strategie te pozwalają na połączenie efektu aprecjacji i ochrony kapitału na przyszłą wypłatę świadczeń emerytalnych. Wysoka alokacja w akcje do rozpoczęcia strefy ryzyka umożliwia wykorzystanie premii za ryzyko akcji, następnie redukcja zaangażowania pozwala zmniejszyć wpływ negatywnych wyników rynkowych. Dodatkowo długi czas do emerytury daje możliwość odrobienia spadku aktywów na skutek ujemnych stóp zwrotu w sytuacji odbicia na rynkach, którego pozytywny efekt będzie wzmacniany przez inwestowanie nowych składek. W momencie osiągnięcia wysokich aktywów i wzrostu ryzyka sekwencyjności redukcja udziału aktywów ryzykownych chroni wartość zgromadzonych aktywów.

- **Wysoki udział oszczędności zapisanych na kontach ZUS w łącznym portfelu emerytalnym uczestników PPK.**

Struktura łącznego portfela emerytalnego uczestnika PPK pozostaje bardzo bezpieczna. Realizacja rekomendowanej strategii z wysokim zaangażowaniem w akcje przed strefą ryzyka w funduszach zdefiniowanej daty dedykowanych dla kobiet powodowałaby, że ich łączny portfel emerytalny byłby zgodnie z metodologią funduszy inwestycyjnych klasyfikowany jako fundusz stabilnego wzrostu. Dominującym źródłem przyszłych świadczeń emerytalnych pozostawałby system bazowy. Jest to również istotny czynnik przemawiający za wyższym udziałem akcji w fazie dekumulacji w porównaniu do obecnie obowiązujących regulacji.

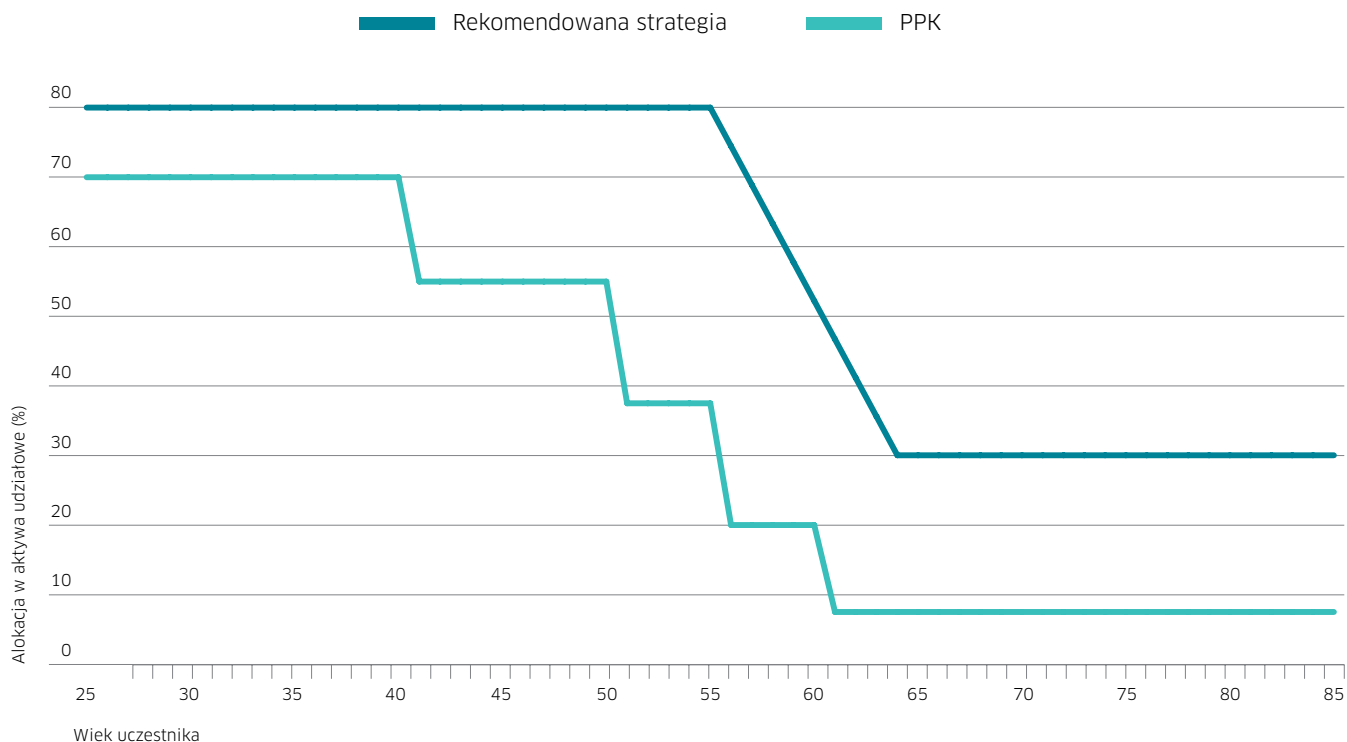
---

**Z danych uczestników funduszy emerytalnych zarządzanych przez Vanguard wynika, że pomimo wyższej stopy składki niższe wynagrodzenia kobiet powodują, że stan ich rachunków emerytalnych jest niższy o ponad 50% w stosunku do aktywów zgromadzonych przez mężczyzn**

## RYSUNEK 1

Ścieżki alokacji w aktywa udziałowe strategii rekomendowanej i tej realizowanej przez PPK.

Źródło: A. Sołdek, *Efektywność strategii inwestycyjnych w zarządzaniu oszczędnościami emerytalnymi*, PWE, 2023.



- Niewykorzystany potencjał od początku funkcjonowania PPK.** Idea funduszy cyklu życia polega na zmniejszaniu zaangażowania w aktywa ryzykowne w celu ograniczenia negatywnego wpływu ujemnych stóp procentowych w sytuacji, gdy zgromadzone aktywa osiągną już prawie maksymalny poziom. Należy zwrócić uwagę, że wszyscy uczestnicy PPK rozpoczęli wpłacanie składek w momencie uruchomienia kolejnych transz. Oznacza to, że liczba składek osób w różnym wieku należących do funduszy zdefiniowanej daty jest dla wszystkich uczestników po kilku latach funkcjonowania taka sama niezależnie od wieku. Różnica

w poziomie zgromadzonych aktywów między tymi osobami jest niewielka i wynika z różnic w wysokości wynagrodzenia, od którego odprowadzana jest składka. Sytuacja w Polsce jest istotnie odmienna od tej panującej na innych rynkach, gdzie oszczędzający już przez blisko 40 lat w planie emerytalnym mają wielokrotnie wyższe aktywa niż rozpoczynający dopiero aktywność zawodową. Dlatego wprowadzenie zaangażowania w akcje zgodnego z rekomendowaną strategią od początku funkcjonowania PPK w funduszach zdefiniowanej daty byłoby spójne z fundamentalnymi celami, jakie mają realizować strategie cyklu życia. Decyzję regulatora

o rozpoczęciu funkcjonowania PPK z bezpieczniejszą strategią można uzasadnić jedynie potrzebą edukacji nowych uczestników i chęcią uniknięcia nieracjonalnych zachowań w sytuacji zaburzeń na rynkach na początku działania nowego systemowego rozwiązania emerytalnego.

- Niższy poziom udziału akcji w rekomendowanej strategii niż w amerykańskich funduszach zdefiniowanej daty.**

Kolejnym argumentem za podwyższeniem udziału akcji w PPK jest porównanie z alokacją funduszy zdefiniowanej daty na innych rynkach. Alokacja w aktywa ryzykowne

w rekomendowanej strategii jest niższa niż średnia alokacja największych amerykańskich funduszy zdefiniowanej daty z udziałem 85% w aktywach rynku i indeksu Morningstar Lifetime Moderate Indexes, stanowiącego benchmark dla funduszy przeznaczonych dla uczestników o średniej tolerancji ryzyka. Szczególnie widoczna jest różnica w alokacji w okresie wypłaty<sup>3</sup>. Dodatkowo w Stanach Zjednoczonych średnia składka opłacana przez pracownika i pracodawcę do planu emerytalnego jest dwa i pół razy wyższa niż w przypadku uczestników PPK. Struktura majątku finansowego w Polsce jest zdominowana przez aktywa bezpieczne i różni się znacznie nie tylko od rynku amerykańskiego, ale też od większości państw europejskich. Uwzględnienie tych czynników wskazuje, że oszczędzanie na emeryturę zgodnie z rekomendowaną strategią przez kobiety w PPK będzie bezpieczniejsze niż dla amerykańskiego pracownika.

Zgadzam się z opinią, że stabilność rozwiązań emerytalnych jest kluczową wartością. Jest ona niezbędna do zbudowania zaufania uczestników planów emerytalnych. W mojej opinii warto jednak szukać niestandardowych rozwiązań adresujących istotny problem luki w wysokości świadczeń emerytalnych pomiędzy kobietami i mężczyznami. Dlatego powinno się podjąć dyskusję, czy nie wykorzystać potencjału jaki oferują pracownicze plany kapitałowe PPK.

**dr Andrzej Sołdek**

Adiunkt, Zakład Zarządzania Finansami  
Przedsiębiorstwa, Szkoła Główna  
Handlowa

## Do złagodzenia problemu luki emerytalnej może być wykorzystana zmiana strategii inwestycyjnej w funduszach zdefiniowanej daty dedykowanych dla kobiet w pracowniczych planach kapitałowych

**Przypisy:**

1. Zob. A. Sołdek, Efektywność strategii inwestycyjnych w zarządzaniu oszczędnościami emerytalnymi, PWE, 2023
2. ibidem
3. Wyniki badań efektywności strategii cyklu życia dla danych z rynku amerykańskiego, brytyjskiego i polskiego są przedstawione w monografii: A. Sołdek, Efektywność strategii inwestycyjnych w zarządzaniu oszczędnościami emerytalnymi, PWE, 2023
4. Zob. A. Sołdek, Efektywność strategii inwestycyjnych w zarządzaniu oszczędnościami emerytalnymi, PWE, 2023.

# Kurs e-learningowy Zadbane finanse to bezpłatna oferta branży OFE dla osób młodych,

zwłaszcza studentów  
i wchodzących na rynek pracy  
lub będących na początkowym  
etapie kariery zawodowej.

---

Przygotowany został przez  
Izbę Gospodarczą Towarzystw  
Emerytalnych oraz CFA Society  
Poland we współpracy z ekspertami  
– naukowcami, praktykami  
i edukatorami finansowymi.

---

## Treści edukacyjne prezentowane są w formie nagrań wideo z wykorzystaniem animacji i infografik.

---

Tematyka obejmuje zagadnienia: jak myśleć o finansach,  
jak dbać o dochody, jak pilnować wydatków i oszczędzać  
oraz jak inwestować, by stworzyć znaczące zasoby.  
Nagrania mają od kilku do kilkunastu minut, by uczestnicy  
kursu mogli korzystać z nich elastycznie, w ramach własnych  
potrzeb i możliwości czasowych.

zadbane  
finanse  
.pl



Poleć ten kurs młodym osobom!  
[zadbanefinanse.pl](https://zadbanefinanse.pl)





---

**WYDAWCA**

Izba Gospodarcza  
Towarzystw Emerytalnych

ul. Marszałkowska 20/22 lok. 64

00-590 Warszawa

tel./fax: 22 629 09 27

e-mail: [igte@igte.pl](mailto:igte@igte.pl)

[www.igte.pl](http://www.igte.pl)

[twitter.com/\\_IGTE](https://twitter.com/_IGTE)

[www.facebook.com/IGTEPL](https://www.facebook.com/IGTEPL)

[www.youtube.com/IGTE](https://www.youtube.com/IGTE)

[www.linkedin.com/company/igte/](https://www.linkedin.com/company/igte/)

**REDAKTOR NACZELNY**

Filip Pietkiewicz-Bednarek

**NUMERY ARCHIWALNE:**

[www.igte.pl/wydawnictwa/biuletyn](http://www.igte.pl/wydawnictwa/biuletyn)

**OKŁADKA:**

Monika Marek-Łucka



---

## 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 7 towarzystw reprezentujących interesy około 14,5 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości ponad dwustu miliardów 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.



WWW  
[www.igte.pl](http://www.igte.pl)

Na naszej stronie odnajdzie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE



Youtube  
[www.youtube.com/IGTE](http://www.youtube.com/IGTE)

Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzyjcie na naszym kanale



Twitter  
[twitter.com/\\_IGTE](https://twitter.com/_IGTE)

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na Twitterze



Facebook  
[www.facebook.com/IGTE](https://www.facebook.com/IGTE)

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB



LinkedIn  
[www.linkedin.com/company/igte/](https://www.linkedin.com/company/igte/)

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów