

MULTIFUNDUSZE W SYSTEMIE EMERYTALNYM

Niniejszy artykuł ma na celu uświadomienie potrzeby wprowadzenia zróżnicowanych strategii inwestycyjnych dla różnych grup wiekowych uczestników II filara systemu emerytalnego.

1. Multifundusze - potrzeba różnicowania strategii inwestycyjnych

Wysokość kapitału gromadzonego na emeryturę zależy w głównej mierze od trzech czynników:

- oszczędzania (wysokość składek = wynagrodzenie x stopa oszczędności)
- długości okresu oszczędzania (suma i struktura czasowa wpłat do programu emerytalnego)
- realnej stopy zwrotu z inwestycji (właściwej polityki inwestycyjnej oraz efektywności wykorzystania kapitału).

Każdy z tych czynników wpływa na kształt strategii inwestycyjnej, dlatego plan inwestycyjny jest czymś unikalnym, podobnie jak w każdym jednostkowym przypadku relacje tych czynników są odmienne. Dlatego jedna strategia inwestycyjna obejmująca wszystkich oszczędzających na emeryturę jest rozwiązaniem dalekim od optymalnego.

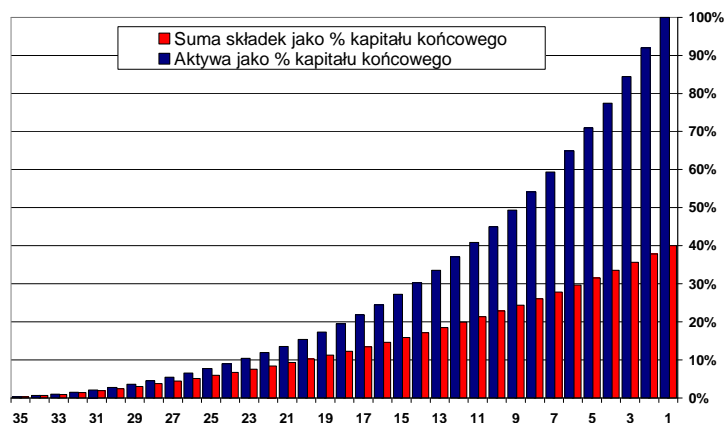
a) Oszczędzanie

Systematyczne oszczędzanie jest kluczowym elementem każdego planu emerytalnego. Kapitał zebrany na emeryturę stanowi podstawę do ustalenia wysokości wypłat emerytur w II filarze. Składa się z dwóch elementów: 1) zebranych składek ubezpieczonego, wpłaconych do funduszu w trakcie aktywności zawodowej oraz 2) zakumulowanych odsetek i zysków kapitałowych z inwestycji (od kwot wpłaconych do funduszu).

W początkowej fazie oszczędności stanowią podstawowy składnik kapitału zebranego na emeryturę. Z biegiem czasu udział składek maleje, stanowiąc na koniec okresu oszczędzania już tylko 35-50% kapitału końcowego. Resztę stanowią odsetki i zyski z inwestycji. Im dłuższy okres składkowy oraz im wyższa stopa zwrotu na inwestycjach funduszu, tym mniejszy udział wpłat a większy zysków kapitałowych w końcowej wartości kapitału emerytalnego.

System kapitałowy ma jedną niezaprzeczną zaletę: większą część kapitału emerytalnego wypracowuje fundusz, dzięki czemu składki mogą być niższe.

Wykres 1. Udział składek w kapitale emerytalnym w II filarze (perspektywa 35-letnia)



Źródło: obliczenia własne

Najlepiej oszczędzać systematycznie, odkładając co miesiąc, co kwartał, co rok określoną porcję swoich dochodów. Jeżeli ktoś zaczyna budować swój kapitał od zera, to w perspektywie początkowych 20 lat ważniejsze jest to, ile oszczędza niż to, jaką stopę zwrotu osiąga (na przyrost rachunku w większym stopniu oddziałuje wtedy składka niż zyski z inwestycji). Zważając na to, że w kwestii oszczędzania większość osób ma problem decyzyjny, obligatoryjność wpłat do systemu emerytalnego jest bez wątpienia atutem ubezpieczeń społecznych.

→ Wynagrodzenie

Jeśli oszczędzamy systematycznie pewien procent naszego miesięcznego dochodu, to wysokość emerytury będzie miała związek z wysokością dochodów osiągniętych w trakcie kariery zawodowej.

W systemie kapitałowym, który wykorzystuje efekt pomnażania kapitału w inwestycjach do osiągnięcia wysokiej wartości końcowej (efekt procentu składanego), im wyższa składka oraz im wcześniej wpłacona, a co za tym idzie, im dłużej dana składka „pracuje”, tym większy przyrost kapitału emerytalnego. Dlatego bardzo istotna jest wysokość wynagrodzenia w początkowym okresie uczestniczenia w programie, czyli na początku kariery zawodowej.

Wysokość wynagrodzenia zależy od wielu czynników. Warto jednak zwrócić uwagę na proporcję pomiędzy wysokością wynagrodzenia w danej kategorii wiekowej i wynagrodzenia w okresie przedemerytalnym (wiek 56+). Chociaż statystycznie osoby w wieku przedemerytalnym osiągają najwyższy w swojej karierze poziom wynagrodzenia, to mężczyźni mają przewagę względem kobiet, osiągając znacznie wcześniej szczyt swoich zarobków. Dzięki temu szybciej budują swój kapitał emerytalny oraz większa część ich emerytury pochodzi z zysków kapitałowych funduszu, czym wyraźnie zwiększają swój przyszły dochód.

Mężczyźni osiągają najwyższe wynagrodzenia przedziale wieku 31-35 lat oraz 51-55 lat, podczas gdy kobiety osiągają najwyższe zarobki po przekroczeniu 55 roku życia.

Tabela 1. Wysokość wynagrodzenia jako % ostatniego wynagrodzenia w poszczególnych kategoriach wiekowych.

Wiek	do 20	21-25	26-30	31-35	36-40	41-45	46-50	51-55	56+
kobiety	38%	55%	70%	79%	75%	75%	86%	82%	100%
mężczyźni	44%	60%	83%	104%	101%	97%	97%	104%	100%
Średnia	41%	58%	76%	91%	88%	86%	91%	93%	100%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z portalu Wynagrodzenia.pl

→ Stopa oszczędności

W systemie kapitałowym oprócz tego, że oszczędzamy, bardziej istotne jest, jaką część wynagrodzenia przekazujemy do systemu i przeznaczamy na inwestycje.

Aby właściwie ocenić wysokość emerytury, przyjęło się stosować w literaturze fachowej wskaźnik zwany stopą zastąpienia (ang. *replacement rate*), który określa relację pomiędzy wysokością emerytury a wysokością wynagrodzenia w ostatnim roku przed emeryturą. W Polsce wskaźnik zastąpienia kształtuje się na poziomie 57%. Wyższy jest na Węgrzech (75%) i Szwecji (65%), zbliżony w Norwegii (53%). Znacznie niżej kształtuje się w Czechach (44%) i wybranych krajach rozwiniętych, jak USA (39%), Wielka Brytania (37%), Niemcy (46%) czy Francja (49%).

Czy II filar zapewni godziwą emeryturę? W Polsce emerytura wypłacana będzie z dwóch filarów. Przyjmując, że wypłaty w ramach zreformowanego systemu zapewnią podobną stopę zastąpienia do obecnej (57%), oczekuje się, że wypłaty w II filarze powinny zapewnić stopę zastąpienia na poziomie ok. 30-35% (pozostałe 22-27% z ZUS).

Biorąc pod uwagę konstrukcję obecnego II filara (zwłaszcza strukturę portfela funduszy emerytalnych i oczekiwaną stopę zwrotu w długim terminie) można zadać pytanie, czy i w jakim zakresie obecnie obowiązująca stopa oszczędności jest w stanie zapewnić odpowiedni poziom emerytury.

Tabela 2. Stopa zastąpienia z II filara w systemie obecnie obowiązującym¹ na podstawie relacji stopy oszczędności oraz długości okresy oszczędzania.

Stopa oszczędności	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat	45 lat*
7.0%	13.8%	15.9%	17.4%	18.6%	21.2%
8.0%	15.8%	18.2%	19.9%	21.2%	24.3%
9.0%	17.7%	20.4%	22.4%	23.9%	27.3%
10.0%	19.7%	22.7%	24.9%	26.5%	30.3%
11.0%	21.7%	25.0%	27.4%	29.2%	33.4%
12.0%	23.7%	27.3%	29.9%	31.8%	36.4%
13.0%	25.6%	29.5%	32.3%	34.5%	39.4%
14.0%	27.6%	31.8%	34.8%	37.1%	42.5%
15.0%	29.6%	34.1%	37.3%	39.8%	45.5%
16.0%	31.5%	36.4%	39.8%	42.4%	48.5%

* przy założeniu, że rozpoczyna pracę w wieku 20 lat i pracuje o 2 lata dłużej niż przeciętny wiek przejścia na emeryturę

Źródło: obliczenia własne

Przy stopie oszczędności na poziomie 7% kapitał zarządzany przez fundusz emerytalny zapewni emeryturę stanowiącą zaledwie 14-21% ostatniego wynagrodzenia, w zależności od długości okresu opłacania składek. Z kolei, aby osiągnąć pożądany poziom kapitału emerytalnego zapewniający stopę zastąpienia na poziomie 30-35%, stopa oszczędności powinna być niemal dwukrotnie wyższa.

Przechodząc z poziomu teoretycznego na poziom symulacji na bazie danych rzeczywistych, przy założeniu, że obecnie funkcjonujący w Polsce system II filara istniałby już od wielu lat w USA, w kraju o ugruntowanej strukturze rynku kapitałowego, osoby przechodzące na emeryturę w 2009 r. osiągnęłyby przy stopie oszczędności na poziomie 7% stopę zastąpienia w przedziale 20%-32% (czyli o około połowę więcej) odpowiednio dla stażu pracy 30-45 lat.

Analiza wysokości stopy oszczędzania w II filarze sugeruje następujące wnioski:

- przy obowiązującej wysokości stopy oszczędności (7,3%) niezwykle trudno jest oczekiwać kontrybucji wypłat z II filara w wysokości dającej gwarancję osiągnięcia porównywalnego poziomu emerytury z obecnym
- wiedząc, że istnieją niewielkie szanse na to, iż II filar zapewni odpowiednią stopę zastąpienia, przyszły emeryt powinien już dziś zatroszczyć się o zwiększenie dochodów emerytalnych (dodatkowe dobrowolne oszczędzanie w ramach III filara lub

¹ Kalkulacje użyte w modelu stanowiącym bazę dla analizy efektywności inwestycji w II filarze emerytalnym uwzględniają inflację na poziomie 3,1% rocznie, realną stopę z bonów skarbowych na poziomie 0,6% rocznie, premię za ryzyko rynku obligacji rządowych w wysokości 1,4% oraz premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 5,4% (statystyki z rynku amerykańskiego z okresu 1925-2008). Ponadto dla potrzeb modelowania struktury składek w II filarze przyjęliśmy wzrost płacy dodatkowo o 1% rocznie, który wynika z ostrożnych szacunków wzrostu wydajności i efektywności pracy w krajach rozwiniętych.

wydłużenie okresu zatrudnienia) lub wymagana jest modyfikacja założeń systemu w celu podniesienia stopy zwrotu z inwestycji funduszy emerytalnych.

B) Długość okresu oszczędzania

Czas jest bardzo wartościowym aktywem. Długość okresu oszczędzania ma kluczowe znaczenie dla wielkości kwoty końcowej stanowiącej podstawę do obliczenia wielkości dochodu emerytalnego. Im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym większą wartość ma on dla oszczędzającego.

Po pierwsze wraz z wydłużeniem okresu inwestycyjnego, rośnie prawdopodobieństwo osiągnięcia zamierzonych celów inwestycyjnych. Cele długoterminowe w zasadzie zaczynają się od ustalenia perspektywy 10-letniej. W przypadku celu emerytalnego perspektywa ta wydłuża się na okres 30-45 lat.

Po drugie, znacznie większa część kapitału końcowego będzie pochodzić z zysków inwestycyjnych, które zasilą rachunek emerytalny.

W długiej perspektywie nawet stosunkowo niska stopa zwrotu może dać pokaźny efekt. Znaczenie długości okresu oszczędzania uwydatnia się szczególnie, jeśli zapewnimy inwestycjom stosunkowo wysoką stopę zwrotu. Im niższa stopa zwrotu, tym mniejszy wpływ czasu (czytaj: zysków kapitałowych) na wartość końcową. Jeżeli oszczędności wpłacane systematycznie co miesiąc zainwestujemy przy stopie procentowej 10% na okres 45 lat, wartość wypracowanych zysków prawie 16-krotnie przekroczy wartość wpłaconego kapitału. Przy stopie procentowej 1%, zyski kapitałowe będą stanowiły zaledwie 0,26 kwoty wpłaconej.

Tabela 3. Udział zysków kapitałowych w końcowym kapitale emerytalnym - analiza wrażliwości relacji zysków kapitałowych do sumy systematycznie wpłacanych (miesięcznie) składek w zależności od poziomu stopy zwrotu z inwestycji oraz długości okresu inwestycyjnego

Stopa zwrotu	5 lat	10 lat	15 lat	20 lat	25 lat	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat
1%	2%	5%	8%	11%	13%	16%	20%	23%	26%
2%	5%	10%	16%	23%	29%	36%	44%	52%	61%
3%	8%	16%	26%	36%	48%	61%	75%	91%	109%
4%	10%	22%	36%	52%	70%	90%	114%	142%	174%
5%	13%	29%	47%	69%	95%	126%	164%	209%	263%
6%	16%	35%	59%	89%	125%	171%	227%	297%	386%
7%	19%	43%	73%	111%	161%	225%	307%	415%	555%
8%	22%	50%	88%	137%	203%	291%	410%	571%	790%
9%	25%	58%	104%	166%	253%	373%	541%	779%	1116%
10%	28%	67%	121%	199%	311%	473%	709%	1056%	1570%
11%	31%	75%	141%	237%	380%	596%	924%	1427%	2201%

Źródło: obliczenia własne

Tę samą zależność można przedstawić w inny sposób, a mianowicie jako udział wpłaconych składek w końcowym kapitale emerytalnym. W przypadku stosunkowo krótkiego okresu, jakim jest 5 lat, przy założeniu, że aktywa inwestora przynoszą 4% zwrotu rocznie, wpłacone kwoty odpowiedzialne byłyby za 88% wartości końcowej rachunku. W przypadku wydłużenia tej perspektywy do 45 lat, opłacone składki stanowiłyby zaledwie 37% wartości końcowej. Pozostałą część wypracowałyby inwestycje. Warto zatem wykorzystać atut czasu do inwestowania.

Tabela 4. Udział wpłaconych składek w końcowym kapitale emerytalnym - analiza wrażliwości relacji zysków kapitałowych do sumy systematycznie wpłacanych (miesięcznie) składek w zależności od poziomu stopy zwrotu z inwestycji oraz długości okresu inwestycyjnego

Stopa zwrotu	5 lat	10 lat	15 lat	20 lat	25 lat	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat
1%	98%	95%	93%	90%	88%	86%	84%	81%	79%
2%	95%	90%	86%	82%	77%	73%	69%	66%	62%
3%	93%	86%	80%	73%	68%	62%	57%	52%	48%
4%	91%	82%	74%	66%	59%	53%	47%	41%	37%
5%	88%	78%	68%	59%	51%	44%	38%	32%	28%
6%	86%	74%	63%	53%	44%	37%	31%	25%	21%
7%	84%	70%	58%	47%	38%	31%	25%	19%	15%
8%	82%	67%	53%	42%	33%	26%	20%	15%	11%
9%	80%	63%	49%	38%	28%	21%	16%	11%	8%

10%	78%	60%	45%	33%	24%	17%	12%	9%	6%
11%	77%	57%	42%	30%	21%	14%	10%	7%	4%

Źródło: obliczenia własne

Długość okresu oszczędzania nie będzie miała znaczenia, jeśli oszczędzający nie zachowa dyscypliny w odniesieniu do 1) systematyczności i wysokości wpłat i 2) strategii inwestycyjnej, zapewniającej osiągnięcie oczekiwanej stopy zwrotu.

C) Inwestowanie

Inwestowanie to sposób na pomnożenie dochodu emerytalnego. Inwestowanie nie jest strasznie trudne, niemniej jest obszarem wiedzy specjalistycznej wymagającej uważnej nawigacji. Niestety, większość osób nie posiada ani odpowiedniej wiedzy, ani doświadczenia koniecznego do podejmowania właściwych decyzji inwestycyjnych.

Plan inwestycyjny sprowadza się do trzech głównych punktów:

1. Określenie celu inwestycyjnego dopasowanego do indywidualnych uwarunkowań beneficjenta.
2. Dobór właściwych aktywów w celu zapewnienia odpowiedniej stopy zwrotu przy jednoczesnym uwzględnieniu czynników ryzyka.
3. Dywersyfikacja portfela.

→ Cel inwestycyjny

Cel inwestycyjny jest prosty: zapewnienie odpowiedniej ilości środków na emeryturze. Zakładając, że reforma emerytalna miała na celu utrzymanie poziomu życia emerytów w stosunku do stanu zagwarantowanego przez stary system, II filar powinien zapewnić stopę zastąpienia przynajmniej na poziomie 30-35%. Cel ten sprawia, że wybór rodzaju inwestycji staje się sprawą kluczową. Optymalne decyzje inwestycyjne muszą być podejmowane ze względu na ten cel, a to oznacza, że: 1) perspektywa inwestycyjna dla osób rozpoczynających program jest bardzo długa i wynosi 25-45 lat, 2) struktura aktywów powinna zapewnić dochodowość portfela umożliwiającą osiągnięcie zakładanego celu.

Warto jednak w tym miejscu zaznaczyć, że cel emerytalny jest nieco odmienny w przypadku każdego uczestnika II filaru w zależności od wieku, płci, stażu pracy, wysokości zarobków, perspektywy inwestycyjnej, wiedzy finansowej i innych czynników.

Cel emerytalny jest unikalny w sobie ze względu na długość perspektywy inwestycyjnej. Po pierwsze, wraz z wydłużaniem się okresu inwestowania ryzyko uzyskania oczekiwanego, średniego rocznego dochodu z inwestycji maleje. Po drugie, rośnie potęga procentu składanego, czyli coraz szybciej rośnie kapitał emerytalny z zysków z inwestycji. Jedną rzecz pozostaje bez wątpliwości: czas działa na korzyść inwestującego. Perspektywa długoterminowa sprawia, że nie należy zbyt szybko przejmować krótkotrwałymi wahaniami wartości inwestycji, jakie występują na rynkach, zwłaszcza na rynku akcji. W dłuższej perspektywie znaczna część tych wahań znosi się.

Cel drugi to zabezpieczenie kapitału na emeryturę, z którego później będzie wypłacany dochód. Plan minimum powinien zakładać, że kapitał emerytalny zbudowany ze składek i inwestycji na koniec programu emerytalnego przynajmniej zachowa realną wartość środków, które uczestnik wniósł do programu.

→ Wynik inwestycyjny

Równie ważnym, co oszczędzanie, a może jeszcze bardziej istotnym elementem planu emerytalnego jest wynik inwestycyjny, który wypracowuje się w procesie zarządzania aktywami. W obecnym systemie jest on odpowiedzialny za ponad połowę kapitału emerytalnego. Bez odpowiedniej stopy zwrotu z inwestycji, kilkadziesiąt lat oszczędzania może być niewystarczające, aby utrzymać poziom życia na emeryturze w II filarze.

→ Implikowana stopa zwrotu z funduszu w II filarze

Obecny poziom wpłat do II filaru, który ma przejąć na siebie główny ciężar wypłat emerytur w przyszłości wskazuje, że relacja przyszłego dochodu w momencie przejścia na emeryturę do średniego wynagrodzenia osiąganego przed osobą oszczędzającą jest głęboko niezadowolająca i kształtuje się na poziomie 14-21%. Zatem od drugiego filara, oprócz zabezpieczenia kapitału, oczekuje się znacznego podniesienia wysokości świadczeń emerytalnych, tak aby suma świadczeń z obu filarów nie spadła poniżej dotychczasowego poziomu 57%.

Zwiększając oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji funduszy emerytalnych możliwe jest osiągnięcie docelowej stopy zastąpienia. Aby możliwe było wypracowanie kapitału końcowego na poziomie 30% ostatniego wynagrodzenia, fundusz emerytalny musiałby średniorocznie osiągać stopę zwrotu na poziomie 7,5%-8,8% (przy założeniu wskaźnika inflacji w wysokości 3,1%), przy zachowaniu odpowiednio długiej, ponad 35-letniej perspektywy inwestycyjnej. Tak wysokiej stopy zwrotu nie są w stanie wypracować żadne aktywa, poza akcjami. Sugeruje to zatem udział akcji w portfelu funduszu średnio na poziomie 68%-90%, znacznie powyżej obecnej średniej wynoszącej ok. 30%.

Tabela 5. Minimalny udział akcji w benchmarku funduszy emerytalnych i stopa zwrotu zapewniająca stopę zastąpienia z II filaru na poziomie 35% w modelu obecnie obowiązującym (w zależności od długości okresu oszczędzania).

Stopa zastąpienia z II filaru	30 lat	35 lat	40 lat	45 lat	45 lat*
Minimalny udział akcji w benchmarku					
25%	93.5%	72.0%	60.0%	52.7%	40.8%
30%	>100%	89.5%	76.3%	67.9%	56.5%

35%	>100%	>100%	89.7%	80.5%	68.9%
40%	>100%	>100%	>100%	91.2%	79.5%
Minimalna oczekiwana stopa zwrotu z funduszu					
25%	9.0%	8.1%	7.6%	7.3%	6.8%
30%	>9.3%	8.8%	8.3%	7.9%	7.5%
35%	>9.3%	>9.3%	8.8%	8.5%	8.0%
40%	>9.3%	>9.3%	>9.3%	8.9%	8.4%

Źródło: obliczenia własne

→ Czynniki kształtujące wynik inwestycyjny

Stopy zwrotu z różnych klas aktywów

Jakiej sensownej stopy zwrotu można się spodziewać? Ostatnie kilkadziesiąt lat na rynkach finansowych rozpieszczało inwestorów. Inwestycje przynosiły bezprecedensowo wysokie stopy zwrotu, zwłaszcza w latach 80-tych i 90-tych (głównie na rynku amerykańskim), i to zarówno na rynku obligacji, jak i na rynku akcji. Ostatni kryzys mimo swojej surowości niewiele zmienił ten znakomity obraz. Wielu inwestorów wierzy, że ten „byczy” rynek będzie jeszcze trwał przez wiele lat. W ankiecie przeprowadzonej przez bank inwestycyjny Paine Webber w 1999 r. inwestorzy oświadczyli, że w perspektywie następnych 10 lat spodziewają się wzrostów rynku akcji w tempie 15% średniorocznie. Z perspektywy czasu widać, że mylili się bardzo. Historia rynków finansowych uczy, że rynek, zwłaszcza akcji ma ogromną siłę tzw. zbiegania do średniej. Po okresach silnych wzrostów następują okresy застоju i słabszej koniunktury. Mimo przyspieszeń lub spowolnień, w perspektywie ponad 30-letniej rynek akcji zmierza w kierunku osiągania stopy zwrotu na poziomie 10-11% rocznie. I jest to statystyka wybitnie silna i stabilna. Średnia 83-letnia to 9,3% co jest związane z niższym poziomem inflacji w latach 1925-1960. To wszystko mimo militarnych konfliktów światowych, skutków Wielkiego Kryzysu, wielu recesji gospodarczych, niezliczonych kryzysów takiego czy innego rodzaju. Dopóki historia świata nie wejdzie w jakiś większy zakręt, można spodziewać się, że przedstawione statystyki pozostaną prawdziwe w dającej się przewidzieć przyszłości.

Fakty są takie, że **średnio nic tak dobrze nie potrafi zarabiać, jak akcje**. Obligacje przynoszą dochód wyższy niż lokaty bankowe czy bony skarbowe, jednak w żadnym wypadku nie mogą się równać z akcjami. Średnie wskaźniki wzrostu inwestycji akcyjnych w perspektywie 30-40-letniej wynoszą 10-11%, podczas gdy typowe depozyty bankowe dają zwrot w przedziale 3-4%. Około siedmioprocentowy dystans, robi wielką różnicę i jest on tym większy im dłuższy jest okres oszczędzania. Oczekuje się od inwestycji w akcje, że na 10 tys. PLN po 10 latach wypracuje dodatkowe 15 940 zł, podczas gdy lokata bankowa ok. 3 440 zł. Po 25 latach akcje powinny przynieść dodatkowe 98 350 zł, podczas gdy lokata bankowa zaledwie 10 940 zł. Różnica pomiędzy wypracowanym dochodem powinna wzrosnąć w wyniku wydłużenia okresu inwestycyjnego z 12 498 zł do 87 409 zł.

W wielu dowolnych okresach 10-letnich, oraz niektórych 15-letnich, zwiększenie udziału obligacji lub instrumentów rynku pieniężnego w portfelu przynosiło poprawę wyniku względem portfela czysto akcyjnego. Jednak już w dowolnej perspektywie 18-letniej i dłuższej żadna kombinacja akcji, obligacji i bonów skarbowych nie przyniosła wyższej stopy zwrotu niż portfel w 100% akcyjny.

W przeciwieństwie do pozytywnych doświadczeń ostatnich 25 lat, w historii rynków istniały całkiem długie okresy, w których akcje i obligacje nie należały do dobrych inwestycji. Od 1968 r. do 1982 r. akcje amerykańskie przyniosły średni zwrot na poziomie zaledwie 7,2% rocznie, a obligacje skarbowe 5,8% rocznie. Co istotniejsze średnioroczna inflacja w tym okresie wyniosła 7,3%, co wskazuje na to, iż realna stopa zwrotu z obu tych klas aktywów była wtedy ujemna. Konstrastuje to silnie z okresem następnym 15 lat od 1983-1997. Akcje i obligacje przyniosły wtedy zwrot na poziomie odpowiednio 16,3% i 10,2% rocznie, przy inflacji 3,4%, co oznacza, że rynki wygenerowały niezwykle wysokie realne stopy zwrotu.

Tabela 6. USA - średnioroczna nominalna stopa zwrotu z różnych klas aktywów, 1925-2008.

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Akcje	11.0%	10.8%	11.1%	11.2%	11.0%	10.8%	10.1%	10.2%	10.6%	11.4%
Obligacje skarbowe	4.8%	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	6.8%
Bony skarbowe	4.3%	4.3%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	1.9%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswantha Damodaran'a

Inflacja i realna stopa zwrotu

Tak jak korniki dobierają się do drzewa i drenują je po cichu od środka, tak do oszczędności zgromadzonych na emeryturę dobiera się niepostrzeżenie, aczkolwiek skutecznie i niszczycielsko - inflacja, największy wróg inwestora.

Można wiele powiedzieć na temat przyczyn powstawania i utrzymywania się inflacji. Jedno jest jednak pewne, że nowoczesna gospodarka monetarna banków centralnych opiera się na tym, że mniejsza lub większa inflacja jest stanem permanentnym i akceptowalnym, a nawet pożądanym. Niestety inflacja ma bardzo negatywny skutek dla wszelkiego rodzaju oszczędności, które mogą tracić realnie na wartości. Jeżeli inflacja rośnie szybciej niż wartość danej lokaty, wtedy w efekcie wartość tej lokaty spada, gdyż można za nią nabyć coraz mniej. Inflacja sprawia, że super bezpieczne lokaty jeśli nie gwarantują odpowiednio wysokiej stopy zwrotu, przekraczającej inflację, tracą na wartości.

Nawet niski poziom inflacji może w długim terminie wyrządzić spore szkody, obniżając siłę nabywczą zgromadzonych środków. Nawet przy umiarkowanej inflacji czterdziestolatek który obecnie zadowala się miesięcznym dochodem na poziomie 3,500 zł, w

perspektywie 20 lat będzie potrzebował dochodu 7,700 zł, aby zapewnić sobie ten sam standard życia co obecnie. Jeśli inflacja wzrośnie do 5% rocznie, wynagrodzenie, które otrzymuje dziś, zaspokoi zaledwie 36% potrzeb pokrywanych obecnie.

Do oceny długoterminowych stóp zwrotu akcji i obligacji stosuje się stopę zwrotu ponad stopę inflacji zwaną realną stopą zwrotu. Od 1926 r. akcje amerykańskie przynosiły średnio 8% stopy zwrotu powyżej inflacji, podczas gdy obligacje rządowe ok. 2,4%. Instrumenty rynku pieniężnego dawały nie więcej niż 1% realnego wzrostu wartości. Warto zwrócić uwagę, że statystyka średniorocznych realnych stóp zwrotu z akcji jest bardzo stabilna i dla różnych średnio i długoterminowych perspektyw inwestycyjnych podobnie wynosi 6,8% - 7,1%. Obligacje prezentują większe różnice (0,8% - 1,9%), a co ważniejsze, wraz z wydłużaniem się perspektywy inwestycyjnej w obligacjach skarbowych zmniejsza się oczekiwana realna stopa zwrotu. Ta sama tendencja ujawnia się w przypadku krótkoterminowych instrumentów (do 1 roku), jakimi są bony skarbowe.

Zachowanie realnej wartości zgromadzonych wkładów jest podstawowym celem strategii emerytalnej. Uwzględniając czynnik inflacji w długiej perspektywie, ryzykowność aktywów diametralnie się zmienia. Najbardziej odporne na ryzyko inflacji są inwestycje w akcje oraz towary, w tym w złoto. Mniej ryzykowne okazują się krótkoterminowe bony skarbowe. Bardzo ryzykowne w długim terminie są długoterminowe obligacje rządowe oraz lokaty bankowe. Brak jakichkolwiek inwestycji lub tzw. oszczędzanie w skarpecie to najgorszy wybór.

Tabela 7. USA - średnioroczna realna stopa zwrotu z różnych klas aktywów, 1925-2008.

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Akcje	6.8%	6.6%	6.9%	7.1%	7.1%	7.0%	6.6%	6.8%	7.3%	8.1%
Obligacje skarbowe	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%	2.4%
Bony skarbowe	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswantha Damodaran'a

Jeśli jakaś inwestycja przyniosła stopę zwrotu na poziomie 5%, lecz w tym samym czasie inflacja wyniosła również 5% to rzeczywista (realna) stopa zwrotu na tej inwestycji była zerowa, przed uwzględnieniem podatku od zysku kapitałowego. Z tego względu planowanie stopy zwrotu z inwestycji długoterminowych w akcje na bazie realnej jest znacznie pewniejsze niż w przypadku obligacji czy bonów skarbowych.

Akcje w najlepszy sposób zabezpieczają przed negatywnymi skutkami inflacji. Przedsiębiorstwa elastycznie przystosowują się do działania w warunkach inflacyjnych, dzięki czemu wartość firm odzwierciedla zawsze potencjał realnego zysku dla akcjonariusza. Wysoka inflacja wpływa na szybszy wzrost cen akcji, niska inflacja – obniża tempo wzrostu cen akcji, lecz zachowana zostaje perspektywa realnego wzrostu wartości. Na negatywny wpływ inflacji szczególnie narażone są długoterminowe obligacje stałokuponowe, których termin i wysokość wypłat kuponu i nominalu są z góry ustalone. Pojawienie się nieoczekiwanej inflacji w okresie do zapadalności obniża realną stopę z tych instrumentów. Niestety, badanie wskazuje, że im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym niższa średnia stopa zwrotu z tego typu papierów. Instrumenty rynku pieniężnego w niewielkim stopniu służą do inwestowania. Raczej używa się ich do krótkoterminowego przechowania wartości. Ich stopy zwrotu mają zbyt niską marżę ponad inflację, aby skutecznie mogły zarabiać w długim terminie.

Ryzyko

„Ryzyko bierze się z nieznaności tego, co się robi” Warren Buffett

Ryzyko jest ceną za wyższą dochodowość. Inwestorzy preferujący bezpieczeństwo nad dochodowość wybierają instrumenty o niskiej zmienności względem wyniku oczekiwanego, jak instrumenty rynku pieniężnego. Bardziej dochodowe, ale i bardziej zmienne są obligacje. Obligacje cechują się także kilkoma rodzajami ryzyka. Jednym z nich jest ryzyko stopy procentowej, który dotyczy papierów stałokuponowych. W okresie spadku stop procentowych, na rynku obligacji panuje hossa i osiągają one nieprzeciętnie wysokie stopy zwrotu. Istnieje jednak ryzyko, że w środowisku inflacyjnym wzrost stop procentowych może doprowadzić do strat na obligacjach, zwłaszcza długoterminowych. Tracimy wtedy nie tylko z powodu inflacji ale także na skutek przeceny rynkowej. Na drugim końcu palety znajdują się akcje, które mogą dać najwyższy dochód, ale którymi rynki najbardziej spekulują narażając inwestorów na znaczne straty w krótkim terminie.

Realna wartość akcji w perspektywie roku może się wahać w przedziale od -39% do +56%, przy czym prawdopodobieństwo straty wynosi 35%. Obligacje rządowe chociaż częściej trąca na wartości w perspektywie roku (43% przypadków), to jednak skala ewentualnych strat jest mniejsza i może wynieść maksymalnie ok. 14%. Największe prawdopodobieństwo realnej straty na obligacjach jest przy inwestycjach 10-30 – letnich, i wynosi wtedy 40-43%. Co prawda oczekiwana wysokość ujemnej stopy zwrotu znacznie spada wraz z wydłużeniem horyzontu czasowego, to jednak wciąż pozostaje ujemna. Największy potencjał utraty realnej wartości istnieje w instrumentach rynku pieniężnego. Mimo krótkiego okresu zapadalności (do 1 roku) nie są one w stanie skutecznie zabezpieczyć inwestora przed negatywnymi skutkami inflacji ze względu na niską dochodowość.

W przypadku akcji potencjał utraty realnej wartości spada niemal do zera w perspektywie dowolnych 15 lat (prawdopodobieństwo takiego zdarzenia wynosi 1,5%), przy czym wraz z wydłużeniem się okresu inwestycyjnego nie wystąpiły przypadki, aby akcje nie przyniosły dodatniej stopy zwrotu, a najgorszy uśredniony wynik w perspektywie 30 lat lub dłuższej wyniósł ponad 4% realnie. Istnieją także inne rodzaje inwestycji, które ujawniają swa wartość w długim terminie. Chodzi zwłaszcza o inwestycje na rynku nieruchomości, w złoto lub inwestycje na rynkach towarowych. Mimo iż potencjał wzrostu wartości nie jest tak duży jak na rynku akcji, to ich wspólną cechą jest ochrona przed skutkami inflacji oraz stabilizacja dochodu.

Tabela 8. USA – potencjał i prawdopodobieństwo spadku wartości realnej różnych klas aktywów, 1925-2008.

Klasa aktywów	Okres inwestycyjny (w latach)									
	50 lat	40 lat	30 lat	20 lat	15 lat	10 lat	5 lat	3 lata	2 lata	1 rok
Potencjał spadku (wynik najgorszego okresu)										
Akcje	4.5%	4.0%	4.3%	1.0%	-0.1%	-4.1%	-10.8%	-26.7%	-31.7%	-38.6%
Obligacje skarbowe	-0.7%	-2.0%	-1.4%	-2.3%	-3.3%	-4.9%	-8.0%	-11.3%	-12.5%	-13.8%
Bony skarbowe	-0.9%	-1.2%	-1.8%	-3.0%	-3.7%	-5.1%	-6.0%	-8.4%	-11.4%	-15.0%
Odsetek okresów inwestycyjnych zakończonych stratą										
Akcje	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	12.3%	20.5%	23.8%	25.9%	35.4%
Obligacje skarbowe	30.3%	32.6%	43.4%	39.7%	39.7%	39.7%	39.7%	33.8%	35.8%	42.7%
Bony skarbowe	45.5%	44.2%	41.5%	31.7%	29.4%	37.0%	37.2%	36.3%	34.6%	35.4%
Potencjał wzrostu (wynik najlepszego okresu)										
Akcje	8.8%	9.2%	10.6%	12.6%	14.1%	16.8%	24.6%	31.2%	38.6%	56.3%
Obligacje skarbowe	2.7%	3.2%	4.9%	7.1%	7.9%	9.4%	15.7%	17.7%	22.0%	27.9%
Bony skarbowe	1.4%	1.5%	1.9%	3.0%	3.1%	4.1%	8.4%	11.1%	12.0%	12.5%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Aswantha Damodaran'a

A jak wygląda sytuacja w przypadku tzw. bezpiecznych inwestycji? Jeżeli jedynym parametrem oceny bezpieczeństwa będzie krótkookresowa zmienność cen, to rzeczywiście obligacje rządowe, lokaty bankowe oraz trzymanie oszczędności w tzw. skarpecie jest bezpieczne. Tak skrajne podejście może jednak nieuczynnego badacza wprowadzić w błąd. Od inwestycji oczekujemy przede wszystkim tego, aby nie traciły na wartości. Jeżeli zatem ocenę uzależnimy od zdolności zachowania realnej wartości w długim terminie, wtedy ocena ryzyka może się diametralnie zmienić. Największym wrogiem inwestora w długim terminie nie jest zmienność, lecz inflacja, która w sposób skryty, niejawni sprawia, że wartość zgromadzona na cel emerytalny (dotyczy to każdego innego celu) z każdym rokiem koroduje i zmniejsza się.

Badania potwierdzają, że dla perspektywy inwestycyjnej 10 lat i dłuższej zwrot z akcji wyrażony realną stopą zwrotu jest bardziej przewidywalny (zawęża się przedział pomiędzy najlepszym i najgorszym możliwym wynikiem), a ryzyko straty gwałtownie maleje z każdym rokiem. Co może być dla niektórych zaskakujące, w perspektywie 30-letniej i dłuższej rozpiętość realnych stóp zwrotu dla akcji jest niższa niż dla obligacji. Dlatego w perspektywie długoterminowej, akcje nie tylko są znacznie bardziej dochodowe niż jakkolwiek inna klasa aktywów, ale również bezpieczniejsze.

Długa perspektywa inwestycyjna daje duży komfort. Dlatego można zdecydować się na wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego: tym wyższy im dłuższy czas do emerytury. Niestety ryzyko jest nieodłączną częścią inwestycji o wyższej stopie zwrotu. Wartość takich inwestycji mierzona wartością rynkową nie rośnie w sposób liniowy. Wartość inwestycji poddana jest cyklowi i spekulacjom giełdowym. Jednakże w dłuższym okresie wartość rynkowa jest zawsze związana z akumulacją kapitału przez spółki i przez to przywiązana jest do wartości fundamentalnych takich jak zysk netto czy wartość księgowa firm. Mimo iż spadek cen na giełdzie sprawia, że wartość inwestycji spada czasami poniżej wartości zakupu (zwłaszcza dla nowych inwestycji w portfelu), to w przypadku inwestora z długim horyzontem, straty te w znacznej mierze mają charakter papierowy. Rzeczywista strata pojawia się w momencie sprzedaży, a w przypadku oszczędzania na emeryturę - moment sprzedaży przypadnie dla większości inwestycji po tak długim czasie, że ryzyko strat spadnie do zera.

Ponieważ ryzyko zmienia się w raz ze skracaniem okresu inwestycyjnego, przyjęcie jednakowej polityki ryzyka dla wszystkich oszczędzających na emeryturę jest bardzo nieefektywne - jeden fundusz dla wszystkich to rozwiązanie dalece suboptymalne. Ograniczając dochodowość aktywów w programie emerytalnym sprawiamy, że uczestnik musi zwiększyć kwotę oszczędności czym pośrednio wpływamy na potrzebę podniesienia składki emerytalnej. Przyjęcie w założeniach zbyt niskiej dochodowości w praktyce naraża także uczestników na utratę realnej wartości kapitału emerytalnego.

D) Właściwy dobór inwestycji

Nie ma jednego optymalnego planu dla wszystkich, a właściwie żaden plan nie jest optymalny dla wszystkich. Szczegółowe różnice pomiędzy poszczególnymi uczestnikami w zakresie celu inwestycyjnego, awersji do ryzyka i osobistych preferencji sprawiają, że przyjęcie jednolitej polityki inwestycyjnej nie zapewni części, albo nawet większości uczestników pełnej realizacji ich jednostkowych celów inwestycyjnych. Jest to podstawowa słabość obecnego rozwiązania systemowego, która sprawia, że alokacja środków w ramach systemu jest suboptymalna z punktu widzenia konkretnego uczestnika. Idealnym rozwiązaniem jest umożliwienie gromadzenia środków na cele emerytalne na indywidualnych rachunkach działających w oparciu o indywidualnie dobrane strategie inwestycyjne. Przyjęcie rozwiązania opartego na pojedynczej strategii inwestycyjnej jest dalekie od optymalnego dla wielu grup wiekowych: dla osób wchodzących na rynek pracy i mających przed sobą ok.35-45 lat pracy zawodowej obecny system będzie zbyt zachowawczy, niewykorzystujący w pełni potencjału, jaki daje rynek akcji. Z kolei dla osób wchodzących za chwilę w wiek emerytalny, strategia oparta w ok. 25-30% na akcjach może okazać się zbyt agresywną.

Rozwiązaniem kompromisowym pomiędzy stanem obecnym a rozwiązaniem uznawanym na świecie za docelowe jest zarządzanie programem w oparciu o kilka funduszy, różniących się strategią inwestycyjną dopasowaną do perspektywy inwestycyjnej oraz dochodowości i ryzyka aktywów.

Nie ma powszechnej zgody doradców finansowych na temat optymalnej strategii alokacyjnej w różnych grupach wiekowych. Prezentowane schematy zawierają się w przedziale od bardzo zachowawczych do stosunkowo agresywnych, Jednakże ich

wspólną cechą jest to, że przedziały środkowe dla danej klasy aktywów przesuwają się wraz z wiekiem (czyli ze skracaniem się horyzontu inwestycyjnego) od 80% w akcjach w okresie długoterminowym (ponad 25 lat) (pozostałe obligacje 25% i krótkoterminowe lokaty do 5%), do 55% akcji w perspektywie 10 -letniej, oraz przyjęciem rozwiązań relatywnie bezpiecznych w perspektywie ostatnich 5 lat przed emeryturą (25% akcji).

W dowolnej perspektywie 20-letniej i dłuższej inwestycje w jakiegokolwiek aktywa nie dały tak wysokiej stopy zwrotu jak akcje. Nawet w najstarszych swoich okresach akcje osiągały najlepszy wynik ze wszystkich klas aktywów. Jeśli skrócimy ten okres to 10 lat, to znajdziemy w całej 80-letniej historii rynku amerykańskiego tylko kilka wyjątków (1,5%) od tej zasady. W krótszej niż 10 letnia perspektywie, ryzyko, że akcje nie przyniosą najwyższej stopy zwrotu, rośnie już bardzo istotnie.

Dla osób mających bardzo długi horyzont inwestycyjny zaleca się zwiększenie inwestycji o wysokiej stopie dochodu, chociaż zdecydowanie najbardziej zmiennych w krótkim terminie. Owa zmienność ma bowiem papierowy charakter i w dłuższym okresie schodzi na plan dalszy (spekulacyjne ruchy w górę i w dół znoszą się z upływem czasu). Inwestycje o wysokiej stopie zwrotu najlepiej zabezpieczają przed inflacją w długim terminie. Z kolei wraz ze zbliżaniem się do końca programu rośnie znaczenie stabilizacji zgromadzonego kapitału i przyszłego dochodu, dlatego można zrezygnować z dodatkowej stopy zwrotu na korzyść zachowania określonego poziomu dochodu, co oczywiście preferuje inwestycje bezpieczne (obligacje) lub nawet całkowicie bezpieczne (bony skarbowe, obligacje zmiennokuponowe, czy instrumenty z gwarancją).

Nie wszyscy muszą jednak czuć się z akcjami komfortowo, mimo ich wszelkich długoterminowych atutów. Dlatego dla tych, którzy preferują mniejszą zmienność wartości rachunku inwestycyjnego wywołana zmianami cen na rynku należy zalecić zwiększenie udziału mniej zmiennych cenowo instrumentów, jak obligacje. Ceną będzie obniżenie dochodowości portfela, ale inwestor zyska komfort psychiczny. **Możliwość ostatecznego wyboru staje się zatem ogromnym atutem programu.**

Z punktu wdziania strategii inwestycyjnej najistotniejszym elementem jest to, że planu tego należy przestrzegać. Zazwyczaj największe pokusy i naciski na zmianę planu powstają wtedy kiedy jest najmniej odpowiedni moment do przeprowadzenia owych zmian. Decyzje o doważeniu części akcyjnej będą miały największe poparcie społeczne wtedy kiedy rynki akcyjne wzbijają się na niebotyczne szczyty swoich wycen. Podobnie najwięcej głosów zachęcających do znacznego obniżenia ryzyka portfela pojawia się wtedy kiedy akcje znajdują się w dołku cyklu giełdowego, znacznie poniżej średnich cen historycznych.

Badania na rynku amerykańskim pokazują, że istnieje duża rozbieżność pomiędzy wynikami funduszy inwestycyjnych, a średnimi rocznymi stopami zwrotu osiąganymi przez uczestników, inwestujących w te fundusze. Rozbieżności te wynikają głównie z tzw. timingu (czyli wyboru tzw. najodpowiedniejszego momentu do zawarcia transakcji), wysokości ponoszonych opłat, rotacji aktywów w portfelach indywidualnych. Niestety powszechne doświadczenia inwestycyjne wskazują w przypadku akcji na co najmniej mierne wyniki inwestycyjne osób indywidualnych w porównaniu z wynikami funduszy. Osiągane stopy zwrotu z rynku akcji były o ok. 8% pkt proc. niższe niż w przypadku indeksów giełdowych. Na rynku obligacji różnica ta również była niekorzystna, lecz jej zakres był niższy i wyniósł ok. 4% poniżej wyników benchmarków.

Dlatego ważne jest aby na obecnym etapie rozwoju systemu, przy wciąż daleko niezadowalającym poziomie edukacji ekonomicznej społeczeństwa, rolę strażnika wykonania właściwej strategii inwestycyjnej z perspektywy emerytalnej, odpornej na indywidualne decyzje podejmowane pod wpływem emocji, zawirowań rynkowych i niezbyt dużej znajomości specyfiki danego rynku, należy pozostawić doświadczonym profesjonalistom, specjalizującym się w tematyce emerytalnej uczestnikom rynku - funduszom emerytalnym.

E) Alokacja aktywów

Drugim krokiem w planie finansowym jest wyznaczenie odpowiednich proporcji w portfelu pomiędzy różnymi klasami aktywów, zwane alokacją portfelową.

Analizując realne długoterminowe stopy zwrotu można stwierdzić, że tzw. bezpieczne lokaty służą głównie zachowaniu wartości zgromadzonego kapitału, ale nie czynią tego skutecznie ani w krótszej, ani w dłuższej perspektywie. Z inflacją skutecznie radzą sobie tylko akcje. Poza tym pomnażanie zebranego kapitału możliwe jest przede wszystkim w akcjach.

Analizując długookresowe statystyki należy stwierdzić, że średnioroczna stopa zwrotu z obligacji amerykańskich wyniosła 5,4% w porównaniu 10,6% osiągniętych średniorocznie na rynku akcji. Ostatnich 20 lat było znacznie lepszych dla obligacji niż poprzednie. Stopa zwrotu z tych instrumentów wyniosła 10,8% średniorocznie. Mimo tego, nie udało się przekroczyć wyniku osiągniętego w tym samym okresie na akcjach (14,5%). Zważając na różnice w stopach zwrotu z obu klas instrumentów, należy przyznać, że patrząc z perspektywy długoterminowej nie istnieje odpowiednia motywacja dla utrzymywania obligacji w portfelu, zwłaszcza jeśli inwestor ma jeszcze 15-cie, 20-ścia lub więcej lat do emerytury. Wtedy należy się skupić na inwestycjach bardziej dochodowych. Jednakże, jeśli akcje z różnych innych powodów nie są preferowaną inwestycją, lub do emerytury pozostało mniej niż 10 lat, wtedy mniejsza zmienność wartości obligacji może być ważna.

Inwestycje w akcje powinny spotkać się ze zrozumieniem i akceptacją społeczną. Nie pomaga temu niski poziom edukacji ekonomicznej nie tylko przeciętnego obywatela, ale także bardziej wyedukowanych elit i massmediów. Dlatego poziom ryzyka należy dopasować do poziomu akceptacji społecznej, gdyż test który przyjdzie w postaci głębokich spadkowa może sprawić, że ewentualna dyskusja o zmniejszeniu ryzyka, a nawet rewizja strategii nastąpi w najgorszym możliwym momencie z punktu widzenia długoterminowych inwestycji (w dołku cyklu koniunkturalnego).

2. Multifundusze – rekomendowane rozwiązania

A) Rosnąca rola prywatnych programów emerytalnych

Plany emerytalne w poszczególnych krajach możemy podzielić na trzy główne grupy:

- obowiązkowe systemy nadzorowane przez Państwo (zarządzane administracyjnie i/lub prywatnie),
- plany pracownicze, tworzone przez pracodawców (obowiązkowe i dobrowolne).
- indywidualne konta emerytalne.

W 13 na 30 krajów poddanych analizie nadal działają systemy emerytalne oparte o budżety państwowe. W części krajów np. w USA ich znaczenie jest jednak marginalne. Szwecja, Finlandia, Francja i Szwajcaria mają z kolei obowiązkowe plany emerytalne tworzone w miejscach pracy. Obowiązkowy system emerytalny w postaci indywidualnych kont emerytalnych funkcjonuje w Polsce, a także na Węgrzech, Słowacji oraz w niektórych krajach Ameryki Łacińskiej.

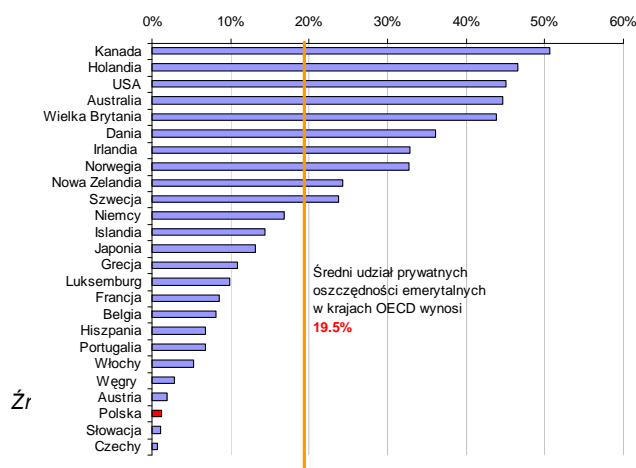
W krajach, w których obowiązkowy filar zapewnia niską stopę zastąpienia, a prywatne systemy nie są obowiązkowe (USA, Wielka Brytania), nieobowiązkowe plany emerytalne są niezwykle istotne, ponieważ decydują o tym czy ludzie będą mieli wystarczające środki na emeryturę. W tych krajach znaczenie emerytury z prywatnego systemu emerytalnego jest bardzo duże. Szacuje się, że 40-50% emerytury pochodzi właśnie z prywatnych systemów.

Z drugiej strony kraje, w których obowiązkowe plany emerytalne dostarczają wysoką stopę zastąpienia (Hiszpania, Szwecja), programy nieobowiązkowe odgrywają istotną rolę, dlatego, że albo na skutek reform systemu publicznego stopa zastąpienia zostanie zredukowana albo obowiązujące stopy zastąpienia dla osób o wysokich zarobkach są niskie. W Polsce oraz innych krajach naszego regionu (Czechy, Słowacja, Węgry, Austria) znaczenie prywatnych systemów emerytalnych jest ciągle marginalne. Ponieważ jednak stopa zastąpienia, jaką oferują obowiązkowe systemy dla wielu osób może być niezadowolająca należy się spodziewać wzrostu znaczenia w kolejnych w kolejnych latach prywatnych oszczędności emerytalnych.

	Emerytura pracownicza		Emerytura osobista		System państwowy
	Obowiązkowy	Nieobowiązkowy	Obowiązkowy	Nieobowiązkowy	
Australia	✓		✓	✓	
Austria		✓		✓	
Belgia		✓		✓	
Czechy				✓	
Dania	✓			✓	
Finlandia	✓			✓	✓
Francja	✓	✓		✓	
Grecja		✓		✓	
Hiszpania				✓	✓
Holandia				✓	
Irlandia				✓	✓
Islandia	✓			✓	
Japonia				✓	✓
Kanada		✓		✓	
Korea Pd.				✓	✓
Luksemburg			✓	✓	
Meksyk			✓	✓	
Niemcy		✓		✓	
Norwegia				✓	✓
Nowa Zelandia				✓	✓
Polska			✓	✓	
Portugalia				✓	✓
Słowacja			✓	✓	
Szwajcaria	✓			✓	
Szwecja	✓			✓	✓
Turcja		✓		✓	
USA	✓			✓	✓
Węgry		✓		✓	
Wielka Brytania		✓		✓	
Włochy				✓	

Źródło: OECD

Wykres 2. Rola prywatnych oszczędności w poszczególnych systemach emerytalnych



Źródło: OECD

B) Alokacja aktywów w systemach emerytalnych

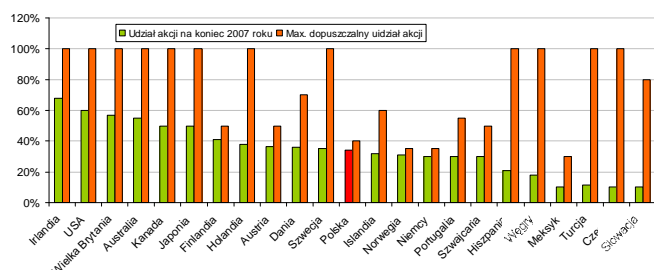
Plany emerytalne w poszczególnych krajach znacząco różnią się między sobą. Różnice dotyczą zarówno produktów, w które są lokowane oszczędności – fundusze inwestycyjne zarządzane przez prywatne podmioty (np. Australia, Szwecja) oraz podmioty wyspecjalizowane w zarządzaniu aktywami emerytalnymi (np. polskie OFE). Różnice dotyczą także udziału poszczególnych kategorii aktywów w portfelach emerytalnych. Największe udziały mają w nich akcje znajdujące się w publicznym obrocie, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego oraz gotówka. Pieniądze na emerytury lokowane są także w nieruchomości oraz w akcje spółek niepublicznych (private equity).

Na wynik inwestycyjny portfeli emerytalnych szczególnie duży wpływ ma udział części akcyjnej. W poszczególnych krajach udział ten znacząco różni się między sobą. Na koniec 2007 roku największy odsetek papierów udziałowych miały portfele

emerytalne w Irlandii, Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz Australii (ponad 50% aktywów). Na drugim końcu zaś znalazły się portfele czeskie, słowackie oraz meksykańskie, gdzie udział akcji nie przekraczał 10% aktywów.

Na przykładzie rynku polskiego, gdzie w okresie silnych wzrostów cen na rynku akcji udział części udziałowej w portfelach OFE wynosił niemal 40%, a w 2008 roku spadł do niewiele ponad 20% widać, że udział części akcyjnej może być dość zmienny. Warto zatem przyrzeć się także maksymalnym limitom zaangażowania w akcje jakie obowiązują w poszczególnych krajach. Okazuje się, że aż w 12 na 23 analizowanych krajów zarządzający portfelami emerytalnymi mają nieograniczony limit inwestycji akcyjnych, czyli bardzo dużą swobodę w kwestii zmniejszania lub zwiększania zaangażowania w akcje. Polska z kolei jest jednym z nielicznych krajów, gdzie maksymalny limit inwestowania w akcje jest niższy od 50% portfela. Pozostałe kraje o podobnym schemacie to: Norwegia, Niemcy oraz Meksyk.

Wykres 3. Udział akcji i maksymalny udział akcji w systemach emerytalnych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD

C) Multifundusze – strategie dopasowane do wieku w praktyce

→ Alokacja aktywów dopasowana do wieku oszczędzającego

Strategie inwestycyjne, które zmieniają alokację z bardziej dochodowej (ryzykownej) na bardziej zachowawczą (bezpieczną) wraz ze skracaniem się perspektywy inwestycyjnej oszczędzającego noszą miano strategii lub funduszy dopasowanych do wieku oszczędzającego (ang. lifecycle funds (LCFs) lub target-date funds (TDFs)). Wręcz ze zbliżaniem się do wieku emerytalnego udział akcji w funduszu spada, a rośnie udział bardziej bezpiecznych obligacji. Pomysł pojawił się w związku z kontrolą procesu inwestycyjnego oderwaną od oceny bieżącej koniunktury na rynkach, która jak wiadomo nie zawsze okazuje się trafna. Dzięki czemu proces inwestycyjny staje się prosty, klarowny i zrozumiały. Idea funduszy dopasowanych do wieku łączy klasyczną alokację krótkoterminową z alokacją długoterminową, określoną w oparciu o bardziej rozbudowane modele finansowe.

Przeciwnicy tych rozwiązań wskazują, że nie jest efektywne zwracanie uwagi tylko na wiek, jako główny czynnik decydujący o alokacji aktywów. Nie uwzględnia bowiem ich indywidualnych preferencji. Poza tym, niektórzy mogą nie chcieć zmieniać swojej strategii alokacyjnej, mimo zmiany perspektywy inwestycyjnej (w rzeczywistości z symulacji wszystkich przebadanych przez nas programów emerytalnych o długości przynajmniej 35-let i opartych w 95% na akcjach zaden nie przyniósł wyniku gorszego niż średni wynik portfeli z alokacją wzorowana na idei II filaru w Polsce, a większość pokazała wyniki o nawet 50%-90% wyższe).

Fundusze dopasowane do wieku oszczędzającego zyskują popularność, stanowiąc już ok. 15% rynku rozwiązań emerytalnych w USA. Dla przykładu amerykański fundusz T. Rowe Price proponuje ścieżkę alokacyjną zaczynającą się zaangażowaniem w akcjach na poziomie 90% na przynajmniej 25 lat przed wejściem w wiek emerytalny. Stopniowo schodzi do alokacji 55% w wieku 65 lat, utrzymuje alokację 35% w wieku 80 lat oraz zachowuje zawsze 25% akcji, dla tych przekroczyć 90 lat.

→ Założenia do modelu rekomendowanego

W rekomendowanym przez nas modelu znajdują się 4 fundusze o odmiennych strategiach inwestycyjnych:

1. Fundusz długoterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 25 lat i większej
2. Fundusz długoterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 16-24 lata
3. Fundusz średnioterminowy o perspektywie inwestycyjnej klienta 6-15 lat (najbardziej zbliżony strategią do obecnie działających funduszy emerytalnych)
4. Fundusz krótkoterminowy (fundusz obligacyjny) o perspektywie o inwestycyjnej klienta do 5 lat

Klasa aktywów	Fundusz długoterminowy 25+ (jedn. typ D) 25 lat i więcej do emerytury	Fundusz długoterminowy 15-24 (jedn. typ C) 15 – 25 lat do emerytury	Fundusz średnioterminowy (jedn. typ A) 6-15 lat do emerytury	Fundusz krótkoterminowy (jedn. typ B) do 5 lat do emerytury
Akcje	80%	60%	40%	5%
Obligacje	15%	35%	55%	90%
Rynek pieniężny	5%	5%	5%	5%

Dodatkowe postulaty, które należy rozważyć przy wdrażaniu modelu multifunduszowego:

1. Przy rozbudowie systemu do 4 funduszy należy na nowo przemyśleć benchmarki oraz sposób oceny wyników funduszy.

- W związku z tym, że rynki rozwijające się (ang. emerging markets) oferują wyższe oczekiwane stopy zwrotu z akcji, rekomendujemy zwiększenie zaangażowania funduszy o najdłuższej perspektywie inwestycyjnej na tych rynkach. Doświadczenie polskich zarządzających w inwestycjach na innych rynkach naszego regionu (Turcja, Rumunia, Rosja, Czechy, Węgry) pozwala na rozwijanie kompetencji w tym kierunku i dość szybkim rozpoczęciu inwestycji w innych krajach Regionu.
- Przebudowa systemu skutkująca zwiększeniem zaangażowania aktywów emerytalnych na rynku akcji powinna brać pod uwagę ograniczoną płynność akcji na rynku polskim (przeprowadzona analiza nie uwzględniała ograniczeń inwestycyjnych wynikających z mniejszej płynności danego rynku). Zwiększenie limitów inwestycji zagranicznych oraz właściwe ustalenie benchmarków może skutecznie rozwiązać ograniczenie wynikające z relatywnie niskiej wartości free float'u akcji polskich.
- Zakładając, że satysfakcjonująca stopa zastąpienia wynosi 70%, istnieje potrzeba, aby rozwijać dodatkowe oszczędzanie emerytalne w oparciu o III filar, który powinien wypracować brakujące ok. 20-30 pkt proc. stopy zastąpienia (30%-40% emerytury).
- Równocześnie do istotnej poprawy stopy zastąpienia może przyczynić się wydłużenie okresu przejścia na emeryturę o 2-3 lata. Wprowadzenie modelu multifunduszowego poprawiając wysokość przyszłej emerytury o ok. 12%-27%
- Należy pamiętać, że wydłużanie okresu inwestowania w bezpiecznym funduszu nie przyczynia się do poprawy stopy zastąpienia. W analizowanych przez nas modelach teoretycznym oraz opartym na historycznych danych z rynku z USA wynika, że wprowadzenie takiego rozwiązania nie poprawi oczekiwanej stopy zastąpienia z funduszu, a wręcz może doprowadzić do pogorszenia tej stopy nawet o 1.3 punktu procentowego.
- Prezentowany model multifunduszowy nie uwzględnia kosztów zarządzania. Przy aktualnie obowiązujących przepisach nie będzie możliwe inwestowanie na rynkach zagranicznych z uwagi na koszty takich inwestycji (po przekroczeniu pewnego niskiego limitu koszty inwestycji zagranicznych nie mogą być pokrywane opłaty za zarządzanie funduszem). Przy rozważaniu modelu multifunduszowego należy zatem dostosować te kwestie.

→ Opis analizowanych strategii alokacyjnych

W celu oceny wysokości przyszłej wartości emerytur wypłacanych z II filara, jak i zagrożeń w tym zakresie dokonaliśmy odpowiedniej symulacji stanu rachunku emerytalnego w wariacie funduszy dopasowanych do wieku oszczędzającego. Punktem odniesienia jest strategia funduszy emerytalnych realizowana obecnie w ramach II filaru (średni udział akcji na poziomie ok. 30%). Poszerzyliśmy spectrum badanych możliwości o Multifundusze w wersji rekomendowanej oraz rozwiązanie klasyczne w tym zakresie na świecie. Jako czwartą dołożyliśmy strategię agresywną, która utrzymuje stałe, wysokie zaangażowanie w akcjach, dzięki czemu pokazuje swoją atrakcyjność od strony dochodowej.

- System obecny
- System obecny + Fundusz B²
- Multifundusze w wersji rekomendowanej
- Fundusze dopasowane do wieku
- Strategia agresywna

Poniższa tabela prezentuje benchmarkowy udział akcji dla każdej analizowanej strategii w zależności od długości okresu do przejścia na emeryturę.

Tabela 9. Alokacja w akcje i obligacje w zależności od liczby lat do przejścia na emeryturę

Scenariusz	0	1 rok	2 lata	3 lata	5 lat	6-10 lat	11-15 lat	16-20 lat	21-24 lata	25+ lat
Alokacja w akcje - scenariusze										
1	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
3	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	40.0%	40.0%	60.0%	60.0%	80.0%
4	20.0%	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	65.0%	80.0%	95.0%	95.0%	95.0%
5	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
Alokacja w obligacje - scenariusze										
1	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
2	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
3	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	55.0%	55.0%	35.0%	35.0%	15.0%
4	75.0%	75.0%	65.0%	55.0%	45.0%	30.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: obliczenia własne

² System obecny + Fundusz B – strategia, która ma zostać wdrożona przez Rząd i polegająca na tym, że na 5 lat przed emeryturą fundusz emerytalny ze średnio 30% udziałem akcji zamieniony zostaje na fundusz dłużny.

→ Symulacja wysokości emerytury z II filara - ocena rozwiązań

System funkcjonujący obecnie okazał się najłagodniejszym rozwiązaniem z wszystkich analizowanych, przy założeniu, że perspektywa inwestycyjna wynosi ponad 30 lat. Ponieważ Multifundusze w wersji rekomendowanej wprowadzają bezpieczniejsze (ale i mniej dochodowe) rozwiązania w okresie przedemerytalnym, programy emerytalne o krótszej perspektywie niż 25 lat przyniosą prawdopodobnie mniejszy dochód niż na bazie rozwiązań obecne funkcjonujących.

W perspektywie oszczędzania w II filarze przez 35–45 lat Multifundusze mogą poprawić wysokość emerytury o ok. 4-10%. Symulacje w oparciu o dane rzeczywiste z rynku amerykańskiego sugerują nawet, że może to być 9%-32%, co jest już godne rozważenia (średnia różnica z wyników programów emerytalnych o określonej długości inwestowania kończących się w latach 1970-2008).

Warto jednak zwrócić uwagę, że model klasyczny (3) i model agresywny (4) mogą przyczynić się do znacznego wzrostu emerytury. W perspektywie 35-45 lat, beneficjent może liczyć na wzrost emerytury w stosunku do dzisiejszych rozwiązań o 39%-58% w model klasycznym oraz o 65%-89% w modelu agresywnym. Symulacje takich programów emerytalnych kończących się w latach 1970-2008 w USA, mimo kryzysów i obecnej dekonjunktury na rynkach akcji, pozwoliłyby na zwiększenie emerytury średnio o 55%-88% w modelu klasycznym i 72%-110% w modelu agresywnym.

Tabela 10. Wysokość stopy zastąpienia z II filara w oparciu o kalkulacje teoretyczne w zależności od długości okresu inwestycyjnego*.

Nazwa strategii alokacyjnej	45 lat	40 lat	35 lat	30 lat	25 lat	20 lat
System obecny (30% akcje/70% obligacje)	24.8%	22.1%	18.9%	15.4%	12.3%	9.5%
System obecny + Fundusz B	23.4%	20.9%	17.9%	14.6%	11.6%	9.0%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	29.2%	25.0%	20.5%	16.0%	12.3%	9.3%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	39.2%	33.0%	26.3%	19.8%	14.6%	10.6%
Strategia agresywna	46.9%	39.3%	31.2%	23.4%	17.1%	12.3%
Wzrost (spadek) emerytury z II filara w relacji do rozwiązań obowiązujących						
System obecny + Fundusz B	-5.4%	-5.4%	-5.3%	-5.3%	-5.1%	-5.0%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	9.4%	6.6%	3.8%	1.2%	-0.5%	-1.6%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	58.3%	48.8%	38.7%	28.2%	19.1%	11.8%
Strategia agresywna	89.0%	77.4%	64.7%	51.5%	39.7%	29.6%

Źródło: obliczenia własne; * przy założeniu wydłużenia wieku przejścia na emeryturę o 2 lata

Tabela 11. Wysokość stopy zastąpienia w oparciu o symulacje na bazie danych rzeczywistych z rynku amerykańskiego w zależności od długości okresu inwestycyjnego.

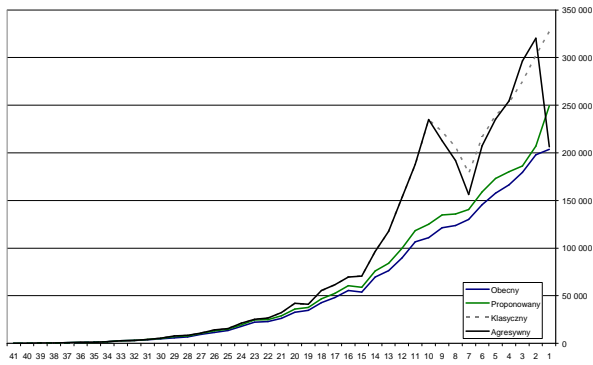
Nazwa strategii alokacyjnej	45 lat	40 lat	35 lat	30 lat	25 lat	20 lat
System obecny (30% akcje/70% obligacje)	26.7%	24.2%	21.2%	17.7%	14.1%	10.7%
System obecny + Fundusz B	25.5%	23.1%	20.3%	16.9%	13.5%	10.2%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	35.2%	29.9%	24.5%	19.2%	14.5%	10.6%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	50.1%	41.3%	32.8%	24.5%	17.6%	12.2%
Strategia agresywna	56.0%	46.1%	36.5%	27.3%	19.7%	13.6%
Wzrost (spadek) emerytury z II filara w relacji do rozwiązań obowiązujących						
System obecny + Fundusz B	-4.5%	-4.5%	-4.2%	-4.5%	-4.3%	-4.7%
Multifundusze (wersja rekomendowana)	31.8%	23.4%	15.7%	8.3%	2.8%	-0.5%
Fundusze dopasowane do wieku (system klasyczny)	87.7%	70.8%	54.7%	38.4%	24.6%	14.1%
Strategia agresywna	109.8%	90.5%	72.1%	54.5%	39.8%	27.5%

Źródło: obliczenia własne; * przy założeniu wydłużenia wieku przejścia na emeryturę o 2 lata

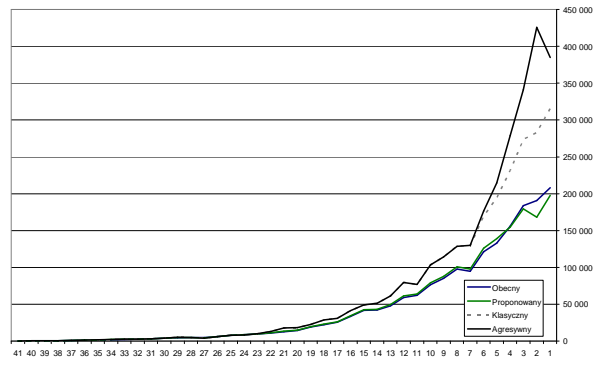
Przykładowa krzywa kapitału emerytalnego w prezentowanych rozwiązaniach

Wykres 4. 40-letni program emerytalny kończący się w 2008 r. (na bazie danych z rynku amerykańskiego)

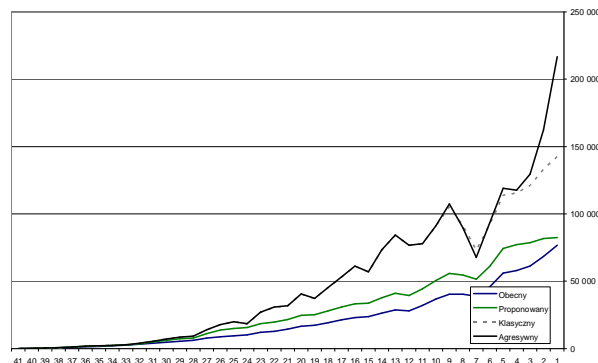
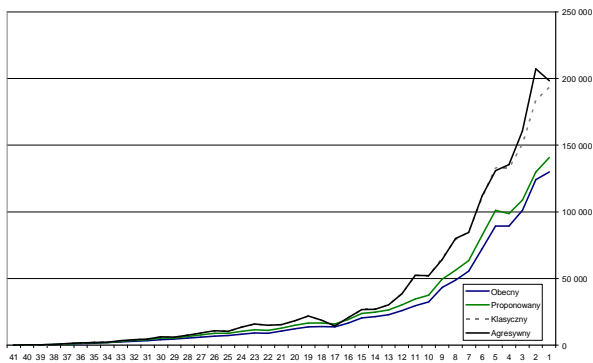
Wykres 5. 40-letni program emerytalny kończący się w 2000 r. (na bazie danych z rynku amerykańskiego)



Wykres 6. 40-letni program emerytalny kończący się w 1990 r. (na bazie danych z rynku amerykańskiego)



Wykres 7. 40-letni program emerytalny kończący się w 1980 r. (na bazie danych z rynku amerykańskiego)



Źródło: obliczenia własne;

3. Multifundusze - podsumowanie

Podsumowując niniejsze opracowanie, które zostało pomyślane jako pewien wstęp do dyskusji, nie zaś jako prezentacja ostatecznych rozwiązań, godne podkreślenia są następujące punkty:

1. Nie ma jednej dobrej strategii wspólnej dla wszystkich.
2. Optymalna strategia to indywidualna strategia inwestycyjna dopasowana do szeregu czynników i preferencji inwestora.
3. Z dużym prawdopodobieństwem obecny system nie zapewni oczekiwanego poziomu emerytury, a może nawet przyszłe emerytury będą o 30-40% niższe od oczekiwań (wyrażonych stopą zastąpienia).
4. Zwiększenie dochodowości funduszy jest istotną kwestią, godną rozważenia, z uwagi na poprawę sytuacji przyszłych emerytów.
5. Podobnie warte debaty jest wsparcie prywatnych oszczędności emerytalnych, mogących zapewnić powstałą lukę w dochodach emerytalnych, których nie zabezpieczą wypłaty z obu filarów.
6. Przy rozważaniu inwestycji w akcje nie należy mylić perspektywy krótkoterminowej i długoterminowej. W długim terminie z akcjami nie może się równać żadna klasa aktywów. Nie jest to jednak dogmatyczne i wymaga odpowiedniego zrozumienia.
7. Symulacje teoretyczne, a także te na bazie danych rzeczywistych wskazują, że zwiększenie akcji w portfelach emerytalnych może istotnie podnieść dochodowość tych portfeli, bez istotnego ryzyka, że może się pogorszyć sytuacja uczestników programu w relacji do dochodów oferowanych przez system obecnie obowiązujący.
8. Multifunduszowość jest wartą rozważenia odpowiedzią na potrzebę indywidualizacji podejścia w inwestycjach emerytalnych.
9. Wystandaryzowane strategie inwestycyjne dopasowane do wieku oszczędzających na emeryturę (lifecyle funds) są kompromisowym rozwiązaniem pomiędzy jednofunduszowością, która jest rozwiązaniem dalece suboptymalnym, a całkowicie indywidualnym podejściem do inwestycji emerytalnych w ramach IKE.