

Kamila Kowynia-Leśniak

ORCID: 0000-0003-4828-5159

k.kowynia.lesniak@goluchowski.edu.pl

Akademia Nauk Stosowanych im. Józefa

Gołuchowskiego w Ostrowcu Świętokrzyskim

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2024.255>

Open Access CC BY 4.0



Cytowanie: Kowynia-Leśniak, K. (2024). Analiza Ogólnoeuropejskiego Indywidualnego Produktu Emerytalnego (OIPE) w Polsce. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 20, s. 82-96. DOI: 10.26366/PTE.ZG.2024.255

Analiza Ogólnoeuropejskiego Indywidualnego Produktu Emerytalnego (OIPE) w Polsce

Abstrakt: Artykuł jest próbą analizy Ogólnoeuropejskiego Indywidualnego Produktu Emerytalnego (OIPE) na rynku polskim w porównaniu do pozostałych produktów emerytalnych trzeciego filaru, ze szczególnym uwzględnieniem Indywidualnego Konta Emerytalnego (IKE). Autorka rozpoczyna rozważania od wykazania zasadności rozwoju trzeciego filaru w obliczu zmian demograficznych zachodzących w Europie, które powodują niewydolność repartycyjnych systemów emerytalnych. W dalszej kolejności sprawdza dochodowość produktów emerytalnych trzeciego filaru wobec pozostałych produktów finansowych oraz dokonuje przeglądu podobieństw i różnic zachodzących między kontami OIPE i IKE. W ostatniej części autorka bada rentowność wybranych produktów finansowych opakowanych w konta OIPE i IKE oraz przedstawia wnioski i rekomendacje.

Słowa kluczowe: trzeci filar, system emerytalny w Polsce, Ogólnoeuropejski Indywidualny Produkt Emerytalny, Indywidualne Konto Emerytalne

Analysis of the Pan-European Personal Pension Product (PEPP) in Poland

Abstract: The article is an attempt to analyze the Pan-European Pension Product (PEPP) on the Polish market in comparison to other third-pillar pension products, with particular emphasis on the Individual Pension Account (IPA). The author begins her considerations by demonstrating the validity of the development of the third pillar in the face of demographic changes taking place in Europe, which cause the inefficiency of pay-as-you-go pension systems. Next, it checks profitability the competitiveness of third-pillar pension products compared to other financial products and reviews the similarities and differences between PEPP and IPA accounts. In the last part, the author examines the profitability of selected financial products packaged in PEPP and IPA accounts and presents conclusions and recommendations.

Key words: third pillar, pension system in Poland, Pan-European Pension Product, Individual Pension Account

JEL: D31, G11, G17, G50, J11, J14, J26, J32, O16

Wstęp

Obecnie, w coraz większym stopniu, uwidacznia się potrzeba gromadzenia przez Polaków dodatkowych środków finansowych, które wraz ze świadczeniami pochodzącymi z obowiązkowej części systemu emerytalnego (pierwszego i drugiego filara) stanowiłyby wystarczające zabezpieczenie na starość. Przejawia się to przede wszystkim w deklarowanej niewystarczającej wysokości prognozowanych świadczeń emerytalnych, które nie pozwolą na

utrzymanie standardu życia po przejściu na emeryturę. Odpowiedzią ze strony państwa na zaspokojenie tej potrzeby są produkty emerytalne funkcjonujące w ramach trzeciego filaru: Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK), Pracownicze Plany Emerytalne (PPE), Indywidualne Konto Emerytalne (IKE), Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) oraz od listopada 2023 roku – Ogólnoeuropejski Indywidualny Produkt Emerytalny (OIPE).

W literaturze przedmiotu brak jest opracowań dotyczących implementacji OIPE na rynku polskim i rentowności tego produktu wobec pozostałych produktów istniejących już w trzecim filarze. Dlatego niniejszy artykuł jest próbą wypełnienia tej luki. Głównym celem badawczym jest ocena rentowności inwestycji prowadzonych w ramach konta OIPE. Hipoteza główna artykułu wynikająca z przyjętego celu badawczego brzmi: koszty związane z prowadzeniem i zarządzaniem kontem OIPE obniżają jego rentowność inwestycyjną wobec pozostałych produktów trzeciego filaru. Nie oznacza to jednak, że OIPE jest produktem nierentownym. Artykuł stanowi zatem próbę odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- Jakie jest znaczenie trzeciego filaru w systemie emerytalnym jako całości?
- Jakie są zalety i wady inwestowania kapitałowego w produkty trzeciego filaru takie jak konta OIPE i IKE?
- Jakie elementy warto rozważyć decydując się na inwestycję w ramach OIPE?

Badania przeprowadzono w oparciu o symulacje wybranych inwestycji finansowych opakowanych w konta OIPE oraz IKE. W artykule wykorzystano metodę analizy i krytyki literatury krajowej i zagranicznej, dokonano analizy dokumentów oraz przeglądu publikacji eksperckich i raportów z badań.

Zasadność funkcjonowania i konkurencyjność trzeciego filaru emerytalnego

Reforma emerytalna przeprowadzona w 1999 roku miała za zadanie m.in. zdywersyfikowanie źródeł pochodzenia emerytur Polaków. W miejsce systemu opartego w całości na emeryturze z Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), wprowadzono system oparty na trzech filarach: ZUS, OFE (Otwarte Fundusze Emerytalne) oraz pozostałe instytucje, w których można gromadzić dodatkowe oszczędności emerytalne. Uczestnictwo w pierwszym i drugim filarze miało charakter obowiązkowy, a w trzecim filarze dobrowolny. Przy czym dobrowolność miała z założenia oznaczać swobodę wyboru co do sposobu oszczędzania w ramach trzeciego filaru, nie jego fakultatywny charakter (Sołdek, 2015; Wykowska, 2014; Dybał, 2010).

Można wskazać kilka błędów, które przyczyniły się, w opinii autorki, do niskiego zainteresowania Polaków trzecim filarem. Pierwszy z nich to brak lub niewystarczająca

kampania informacyjna uświadamiająca, iż dopiero uczestnictwo we wszystkich trzech filarach systemu ma zapewnić emeryturę porównywalną do wynagrodzenia z czasów aktywności zawodowej (Czapiński 2010; Wasilewska-Trenkner, 2010). A zatem, trzeci filar nie jest jedynie drugorzędnym dodatkiem do dwóch pozostałych, ale nieodzowną częścią całego systemu emerytalnego i wycofanie się z niego doprowadzi do znacznego obniżenia wysokości emerytury w przyszłości. Drugi błąd to brak zaufania Polaków co do produktów trzeciego filaru, szczególnie po praktycznym zdemontowaniu OFE w 2014 roku (Pelc, 2022; Kolek, Wojewódka, 2022). Trzeci błąd to fakultatywny charakter PPE, PPK, IKE i IKZE. Mimo, że pracodawca ma obowiązek utworzenia PPE lub PPK to pracownik ma prawo wypisać się z nich, nie musi również zakładać kont IKE czy IKZE (Jarocki 2017; Szczepańska, 2022; Klimkiewicz, 2012).

Konsekwencją trzech powyższych błędów jest bardzo małe zainteresowanie możliwościami inwestowania w trzecim filarze, a przez to zdywersyfikowanie portfela emerytalnego. Według raportu KNF „Informacje o rynku IKE według stanu na 30 czerwca 2023” niewiele ponad 800 tys. Polaków ma założone konto IKE, a około 450 tys. konto IKZE. Na 20 milionów osób w wieku produkcyjnym to 2% w przypadku IKZE oraz 3% w przypadku IKE.

Niestety, poleganie wyłącznie na repartycyjnym systemie emerytalnym w państwach, gdzie brak jest zastępowalności pokoleń prowadzi może w dłuższym terminie do znaczącego obniżenia wypłacanych emerytur bądź podwyższenia wieku emerytalnego (England, Azzopardi-Muscat 2017; Willekens, 2014). Oba te rozwiązania przyczyniają się do obniżenia dobrostanu przyszłych emerytów oraz do wzrostu poparcia ugrupowań głoszących populistyczne hasła (Domenech, 2021; Edmonston, 2021; Naumann, Hess, 2021; Daykin, 2014). Populacja w Unii Europejskiej (UE) starzeje się, co można zaobserwować za pomocą szeregu różnych statystyk. Według badań Eurostatu 21% mieszkańców UE w 2020 roku stanowiły osoby powyżej 65. roku życia. Natomiast w 2001 roku grupa ta obejmowała 16%, co oznacza wzrost o 5 punktów procentowych. Patrząc bardziej szczegółowo na osoby w wieku 80 lat i więcej, ich udział w 2020 roku wyniósł prawie 6%, podczas gdy w 2001 roku osiągnął 3,4%, co oznacza, że w okresie tym nastąpił prawie dwukrotny wzrost. Z kolei odsetek osób młodych (w wieku 0-19 lat) w UE stanowił 20% w 2020 roku, co oznacza spadek o 3 punkty procentowe w porównaniu z 2001 roku (23%) (Eurostat, 2021).

Podwyższanie wieku emerytalnego w starzejącym się społeczeństwie bądź obniżanie wysokości wypłacanych emerytur prowadzi do pytań o wiek graniczny, do którego można przesuwać przejście na emeryturę (Łukasik, 2022; Neyer, Andersson, Kulu 2012) oraz do pytań o dobrostan psychiczny, fizyczny i społeczny ludności państwa, w którym obowiązuje

wyłącznie repartycyjny system emerytalny (Ghio, Goujon, Natale, 2022; Dumont, 2019; Philipov, 2019; Bernardi, Hutter, 2007).

Utworzenie i rozbudowywanie trzeciego filaru o coraz to nowe produkty (PPE, PPK, IKE, IKZE oraz OIPE) wydaje się zasadnym, a wręcz pożądanym rozwiązaniem. Warto również zwrócić uwagę na atrakcyjność dostępnych w trzecim filarze produktów emerytalnych. Produkty emerytalne trzeciego filaru, np. konta IKE i IKZE, są w rzeczywistości swoistym „pokrowcem” antyopodatkowym, w który można „opakować” większość inwestycji oferowanych na rynku kapitałowym (Ustawa, 2004). Konkurencyjność trzeciego filaru wobec pierwszego i drugiego opiera się na:

- różnorodności instrumentów finansowych i rynków, w jakie można w ramach IKE/IKZE inwestować – m.in. akcje, obligacje korporacyjne i skarbowe, fundusze pasywnego inwestowania, tzw. fundusze ETF na rynku krajowym i rynkach zagranicznych, certyfikaty strukturyzowane i inwestycyjne, ale także zwykłe rachunki oszczędnościowe w banku. Nie ma natomiast możliwości inwestowania na rynku walutowym czy rynku instrumentów pochodnych (Rutecka-Góra i in., 2020);
- różnych formach IKE/IKZE – np. w formie samodzielnego rachunku maklerskiego, rachunku bankowego, rachunku rejestrowego umożliwiającego kupno obligacji oszczędnościowych Skarbu Państwa, polisy na życie (Mikołajek, 2018);
- relatywnie niskich opłatach i prowizjach za prowadzenie kont i zarządzanie inwestycjami (Leśna-Wierszołowicz, 2016);
- braku opłat od zysków kapitałowych (Leszczyłowska, 2016; Witczak, 2012);
- zwrotach podatku w przypadku wpłat na konto IKZE (Cichowicz, Rutecka-Góra, 2017),
- dziedziczeniu środków zgromadzonych na IKE i IKZE przez spadkobierców lub uposażonych (Ustawa, 2004).

Argumentem zniechęcającym do utworzenia kont IKE i IKZE mogą być limity kwotowe dotyczące wpłat i limity wiekowe dotyczące wypłat z IKE i IKZE. Limity kwotowe to w przypadku IKE 3-krotność przeciętnego wynagrodzenia, a IKZE 1,2-krotność dla osób fizycznych oraz 1,8-krotność dla osób prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą. Limity wiekowe to w przypadku IKE ukończenie 60. roku życia lub nabycie uprawnień emerytalnych i ukończenie 55. roku życia, natomiast w przypadku IKZE ukończenie 65. roku życia (Russel, 2022). Limity te mogą skutecznie zniechęcać do oszczędzania na emeryturę w ramach kont IKE i IKZE.

Konto OIPE – podobieństwa i różnice z IKE

Rynki emerytur indywidualnych w UE są rozwinięte nierównomiernie. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE z 20 czerwca 2019 roku o OIPE (Rozporządzenie, 2019) miało zatem stworzyć ramy prawne na potrzeby osób, które chciały skorzystać z takiej

dotychczasowej możliwości oszczędzania. Akt ten nie zastępuje ani nie harmonizuje już istniejących rozwiązań w zakresie emerytur indywidualnych, lecz ma zapewnić obywatelom UE nowy dobrowolny system oszczędzania na emeryturę (Kaleta, 2021).

OIPE jest produktem dosyć szczególnym, gdyż, pomimo że wprowadzone zostało europejską dyrektywą, to jego implementacja może się znacząco różnić w zależności od kraju. Implementacja OIPE na rynku polskim wprowadzona Ustawą z dnia 7 lipca 2023 roku o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym (Ustawa, 2023) ma wiele podobieństw z IKE przez co OIPE jest określane także jako „europejskie IKE” (Wrzesiński, 2021). Podobieństwa OIPE i IKE są następujące (Kołek, Wojewódka, 2023):

- roczny limit wpłat wynoszący w obu przypadkach 3-krotność przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w Polsce;
- zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatku Belki) pod takimi samymi warunkami, czyli ukończone 60 lat (lub 55 lat w przypadku nabycia wcześniejszych uprawnień emerytalnych) oraz 5 lat wpłat w dowolnej wysokości i przynajmniej połowa wpłat nie później niż 5 lat przed złożeniem wniosku o pierwszą wpłatę emerytalną;
- wypłata emerytalna jednorazowo lub ratalnie;
- możliwość prowadzenia tylko jednego konta OIPE i IKE.

Występuje jednak kilka różnic pomiędzy OIPE i IKE. Jedną z głównych jest zastrzeżenie w Ustawie z dnia 7 lipca 2023 roku o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym (Ustawa, 2023), że OIPE w Polsce mogą być realizowane tylko przez dostawcę zarządzającego funduszami inwestycyjnymi, który prowadzi działalność przynajmniej w dwóch krajach UE. W praktyce oznacza to, że obecnie (stan na listopad 2023 roku) na rynku polskim jedyną instytucją prowadzącą konto OIPE jest Finax. Brak konkurencji może prowadzić m.in. do wysokich opłat za prowadzenie konta OIPE oraz niewielkiej ekspozycji na wybrane rynki. Wprawdzie łączne koszty OIPE zostały ograniczone do 1% rocznie, ale jednak jest to nadal stosunkowo dużo w porównaniu na przykład do Total Expense Ratio (TER) funduszu typu Exchange Traded Fund (ETF). Warto również zwrócić uwagę, iż tracąc polską rezydenturę podatkową na skutek migracji – środków z OIPE nie można przenieść na zagraniczne OIPE u innego dostawcy. Istnieje taka możliwość tylko wówczas, kiedy ten sam dostawca oferuje OIPE także w państwie, do którego dana osoba migruje.

Pozostałe różnice pomiędzy OIPE i IKE to:

- OIPE nie może założyć osoba, która nabyła uprawnienia emerytalne;
- z OIPE nie wolno dokonywać częściowych wypłat emerytalnych;
- z OIPE nie można przetransferować środków do IKE;
- OIPE można prowadzić nie tylko w PLN, ale również w obcych walutach.

Analiza sprawdzająca, czy teoretyczne różnice pomiędzy kontami OIPE i IKE przekładają się w praktyce na rentowność inwestycji została przedstawiona w dalszej części artykułu.

Analiza porównawcza rentowności kont OIPE i IKE

Biorąc pod uwagę podobieństwa oraz różnice występujące między OIPE i IKE dokonano oceny rentowności wybranych produktów inwestowanych przy pomocy kont OIPE i IKE. Założenia analizy zostały przedstawione w Tabeli 1. Do oceny wybrano produkty trzeciego filaru oferowane przez następujące instytucje:

- OIPE w Finax – OIPE jest oferowany jedynie przez Finax (stan na listopad 2023 roku);
- IKE Obligacje w Domu Maklerskim PKO BP (DM PKO BP) – DM PKO BP jest najbardziej powszechnym podmiotem umożliwiającym nabycie polskich obligacji skarbowych;
- IKE Akcje w Domu Maklerskim Banku Ochrony Środowiska (DM BOŚ) – najniższe opłaty (stan na listopad 2023 roku), m.in. brak opłat za przechowywanie instrumentów zagranicznych, brak opłat za prowadzenie konta IKE (takie opłaty istnieją np. w DM mBanku), najniższe opłaty za przewalutowanie.

Tabela 1. Założenia analizy rentowności wybranych produktów opakowanych w OIPE i IKE

Wyszczególnienie	OIPE w Finax	IKE w DM PKO BP	IKE w DM BOŚ
Struktura portfela	100% zagranicznych akcji; 10 lat do emerytury: 60% zagranicznych akcji i 40% zagranicznych obligacji (głównie akcje i obligacje z rynku amerykańskiego, w mniejszym stopniu z rynku europejskiego i rynków wschodzących, dokładna alokacja portfela 100/0 i 60/40) (Kasik, 2020)	100% polskich obligacji skarbowych 10-letnich EDO	100% akcji krajów rozwiniętych ETF iShares Core MSCI World UCITS (ISIN IE00B4L5Y983)
Opłaty	Opłata za zarządzanie portfelem 0,6% rocznie + słowacki VAT, czyli łącznie 0,72% rocznie	rok 1.: 0,00% rok 2.: 0,16% rok 3.: 0,15% rok 4.: 0,14% rok 5.: 0,13% rok 6.: 0,12% rok 7.: 0,11% rok 8 i kolejne lata: 0,1% wartości nominalnej obligacji zapisanych na koncie IKE Obligacje w ostatnim dniu roku kalendarzowego, nie więcej niż 200,00 zł	0,29% wartości zlecenia
Kwota inwestycji	1000 zł miesięcznie (limit IKE/OIPE wynosi (stan na listopad 2023 roku) 20 805 zł rocznie, co daje około 1733 zł miesięcznie)		
Czas inwestycji	5 horyzontów inwestycji: 10, 20, 30, 40 i 50 lat		

Stopa zwrotu z inwestycji	3% rocznie, 5% rocznie i 10% rocznie
Podatek od zysków kapitałowych (tzw. podatek Belki 19%)	nie

Źródło: opracowanie własne.

Struktura portfela w Finax obejmuje w całości zagraniczne akcje, a 10 lat przed emeryturą portfel zostaje podzielony na część akcyjną w 60% i obligacyjną w 40%. W przypadku IKE w DM PKO BP są to w całości polskie 10-letnie obligacje skarbowe, przy czym założono, że obligacje po terminie wykupu będą rolowane, a niewypłacane. Przyjęto również, że cena jednej obligacji w momencie zakupu wynosi 100 zł, cena zamiany jednej obligacji po 10 latach – 99,90 zł oraz, że występuje roczna kapitalizacja odsetek. IKE w DM BOŚ to w całości akcje krajów rozwiniętych zgromadzone przez fundusz iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc). Ma on na celu śledzenie indeksu MSCI World, a zatem jest funduszem zarządzanym pasywnie. Indeks MSCI World zawiera akcje spółek o średniej i dużej kapitalizacji działających w krajach rozwiniętych z całego świata. Jest to fundusz typu akumulującego. Oznacza to, że dywidendy są akumulowane i ponownie inwestowane w ETF (Key Information Document; iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc)). Fundusz został wybrany z następujących powodów: wysoka płynność, duża dywersyfikacja spółek, wysokie odwzorowanie funduszu bazowego MSCI World (średnia roczna rozbieżność z wynikami indeksu od 2010 roku wynosiła 0,05% rocznie) (iShares Core MSCI World UCITS ETF), a co za tym idzie niski wskaźnik całkowitych wydatków tzw. TER deklarowany na poziomie 0,2% rocznie, rzeczywisty TER około 0,05% rocznie. Opłaty za zarządzanie portfelem znacząco się różnią i wynoszą od 0,29% wartości zlecenia w przypadku DM BOŚ (Tabela Opłat i Prowizji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska) do aż 0,79% w Finax (Hrbatý, 2022). W DM PKO BP wysokość opłat zależy od długości inwestycji i wynosi od 0% (tylko w pierwszym roku inwestycji) do maksymalnie 0,16% (Taryfa Opłat i Prowizji Biura Maklerskiego PKO Banku Polskiego). Ponadto przyjęto, że kwota inwestycji w każdym z analizowanych przypadków będzie stała i wynosi 1000 zł miesięcznie dla 5 horyzontów czasowych: 10, 20, 30, 40 i 50 lat, a środki zostaną wypłacone dopiero po uzyskaniu uprawnień emerytalnych, zatem podatek od zysków kapitałowych nie będzie obowiązywał.

Tabela 2. Rentowność OIPE w Finax wobec IKE w DM PKO BP i DM BOŚ przy stałej rocznej stopie zwrotu z inwestycji 3%, 5% i 10%

Roczna stopa zwrotu 3%			
Wyplata po latach	OIPE w Finax (zł)	IKE w DM PKO BP (zł)	IKE w DM BOŚ (zł)
10	135 962,40	140 780,71	139 422,02
20	305 946,68	328 696,70	321 584,38
30	518 466,14	581 141,65	559 589,31
40	784 164,35	920 406,56	870 555,55
50	1 116 348,23	1 376 350,22	1 276 849,67
Roczna stopa zwrotu 5%			
Wyplata po latach	OIPE w Finax (zł)	IKE w DM PKO BP (zł)	IKE w DM BOŚ (zł)
10	151 898,16	157 430,33	155 920,83
20	382 075,84	412 438,73	402 971,34
30	730 873,75	827 785,10	794 413,27
40	1 259 421,88	1 504 340,56	1 414 637,79
50	2 060 353,11	2 606 378,13	2 397 359,46
Roczna stopa zwrotu 10%			
Wyplata po latach	OIPE w Finax (zł)	IKE w DM PKO BP (zł)	IKE w DM BOŚ (zł)
10	201 090,11	208 892,82	206 923,80
20	686 306,27	749 000,68	729 647,98
30	1 857 098,39	2 149 901,40	2 050 136,85
40	4 682 136,60	5 783 477,06	5 385 912,98
50	11 498 753,12	15 208 036,53	13 812 642,34

Źródło: opracowanie własne.

* Szarym kolorem zaznaczono najwyższe wartości portfela.

Na podstawie danych ujętych w Tabeli 2. sformułowano następujące wnioski:

- w każdym z prezentowanych wariantów najwyższą rentowność uzyskiwało konto IKE obligacje w DM PKO BP, na drugim miejscu IKE akcje zagraniczne w DM BOŚ, natomiast ostatnie OIPE w Finax;
- na wynik rentowności miały wpływ głównie opłaty i prowizje, które w Finax kształtują się na najwyższym poziomie, zaś na koncie IKE obligacje w DM PKO BP są o wiele niższe;
- mimo deklarowanych przez Finax niskich opłat i prowizji analiza wykazała małą konkurencyjność OIPE oferowaną przez Finax w porównaniu do kont IKE obsługiwanych przez DM PKO BP oraz BOŚ;
- relatywnie niskie stopy zwrotu z OIPE nie oznaczają, że sam produkt jest nieopłacalny, a jedynie, że oferta Finaxu jest mało atrakcyjna; być może jest to spowodowane faktem, że Finax jest obecnie jedynym podmiotem na polskim rynku oferującym OIPE, więc nie ma konkurencji w tym obszarze, ale również sam produkt jest dostępny od zaledwie miesiąca (w momencie dokonywania niniejszej analizy);

- z powyższej analizy nie należy wyciągać wniosku, że z perspektywy inwestowania emerytalnego zawsze powinno się lokować kapitał w całości w obligacje; w analizie przyjęto bowiem stałe roczne stopy zwrotu z inwestycji 3%, 5% i 10%, niezależne od instrumentów finansowych znajdujących się w portfelu, a jednak stopy zwrotu z portfela akcji, obligacji czy portfela mieszanego kształtują się na różnych poziomach; na przykład przyjmując roczną stałą stopę zwrotu 5% z portfela akcji w DM BOŚ i OIPE w Finax oraz 3% z obligacji w IKE w DM PKO BP najwyższą rentowność uzyskuje konto IKE w DM BOŚ; szczegóły zostały przedstawione w Tabeli 3.

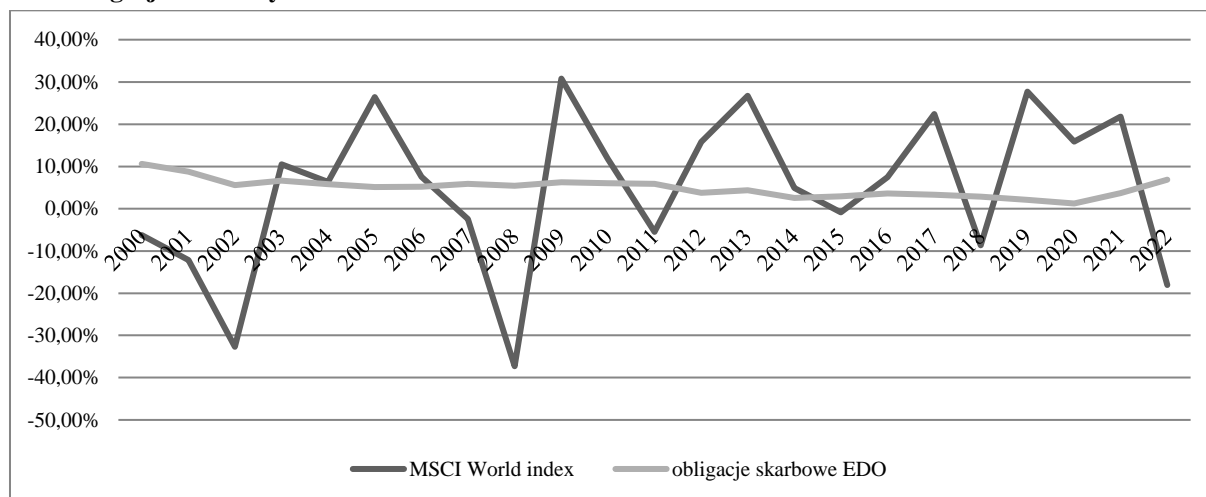
Tabela 3. Rentowność 3% IKE-Obligacje w DM PKO BP oraz 5% IKE w DM BOŚ i OIPE w Finax

wypłata po latach	OIPE w Finax (zł)	IKE-Obligacje w DM PKO BP (zł)	IKE w DM BOŚ (zł)
10	151 898,16	140 780,71	155 920,83
20	382 075,84	328 696,70	402 971,34
30	730 873,75	581 141,65	794 413,27
40	1 259 421,88	920 406,56	1 414 637,79
50	2 060 353,11	1 376 350,22	2 397 359,46

Źródło: opracowanie własne.

* Szarym kolorem zaznaczono najwyższe wartości portfela.

Dokonując analizy porównawczej rentowności OIPE i IKE wprowadzono zmianę odnośnie stopy zwrotu z inwestycji. Na podstawie historycznych stóp zwrotu z inwestycji w obligacje skarbowe EDO i MSCI World indeks przyjęto zmienne stopy zwrotu i przeprowadzono nowe obliczenia. Nowe stopy zwrotu z inwestycji zaprezentowano na Rysunku 1.

Rysunek 1. Historyczne stopy zwrotu z inwestycji w latach 2000-2022 dla indeksu MSCI World oraz obligacji skarbowych EDO

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Historyczne wyniki indeksu MSCI World; iShares Core MSCI World UCITS ETF; Rentowność obligacji: Polska 10-letnie.

Fundusz iShares Core MSCI World UCITS został utworzony w 2009 roku, zatem aby uwzględnić w analizie szerszy zakres danych historycznych wybrano stopy zwrotu z indeksu MSCI World, który iShares Core replikuje. Historyczne stopy zwrotu z inwestycji w latach

2000-2022 dla indeksu MSCI World oraz obligacji skarbowych EDO przedstawiono na Rysunku 1. Jak wspomniano wyżej, średnia roczna rozbieżność funduszu z wynikami indeksu od 2010 roku wynosiła zaledwie 0,05%, więc z dużym powodzeniem można założyć podobne stopy zwrotu z obu podmiotów (iShares Core MSCI World UCITS ETF).

Biorąc pod uwagę dane historyczne, odchylenie standardowe rentowności indeksu MSCI World posiadającego w swoim portfelu akcje jest znacząco wyższe od obligacji skarbu państwa EDO ($\sigma_{\text{MSCI World}} = 0,185526$ versus $\sigma_{\text{EDO}} = 0,021640$). Nie jest to zaskakujący wniosek, gdyż akcje ze swej natury są mniej przewidywalne i bardziej zmienne niż obligacje, szczególnie przedstawione tu obligacje skarbowe. Dlatego wiele funduszy emerytalnych dokonuje automatycznego zbalansowania struktury akcji i obligacji w zależności od wieku inwestora, przyjmując, że im starszy jest oszczędzający, tym więcej środków powinien lokować w aktywach mniej zmiennych od akcji, np. w obligacjach (Ameriks, Zeldes, 2000; Kintzel, 2007; Minderhoud, Molenaar, Ponds, 2011). Należy w tym miejscu przypomnieć, że analizowana struktura portfela przedstawia się następująco:

- OIPE w Finax: 100% akcji; 10 lat do emerytury: 60% akcji i 40% obligacji, czyli:
 - 10 lat inwestycji = 60% akcje i 40% obligacje przez całe 10 lat;
 - 20 lat inwestycji = 100% akcje przez pierwsze 10 lat + 60% akcje i 40% obligacje przez pozostałe 10 lat;
 - 30 lat inwestycji = 100% akcje przez pierwsze 20 lat + 60% akcje i 40% obligacje przez pozostałe 10 lat;
 - 40 lat inwestycji = 100% akcje przez pierwsze 30 lat + 60% akcje i 40% obligacje przez pozostałe 10 lat;
 - 50 lat inwestycji = 100% akcje przez pierwsze 40 lat + 60% akcje i 40% obligacje przez pozostałe 10 lat;
- IKE w DM PKO BP: 100% polskich obligacji skarbowych 10-letnich EDO;
- IKE w DM BOŚ: 100% akcji krajów rozwiniętych ETF iShares Core MSCI World UCITS.

OIPE w Finax inwestuje w kilkanaście funduszy indeksowych ETF zawierających szerokie klasy aktywów począwszy od akcji zagranicznych rynku amerykańskiego, europejskiego, rynków wschodzących, a skończywszy na obligacjach skarbowych i korporacyjnych z tychże rynków. Ponadto Finax nie podaje informacji o wagach poszczególnych funduszy w całości inwestycji. Z tych powodów nie jest możliwe wyliczenie stopy rentowności w tym przypadku. Dlatego, aby móc porównać OIPE w Finax do kont IKE w DM PKO BP i BOŚ, zdecydowano się na przyjęcie założenia, że część akcyjną w OIPE będzie reprezentował w całości ETF iShares Core MSCI World UCITS, a część obligacyjną – obligacje skarbowe EDO. Nie jest to oczywiście rozwiązanie idealne, natomiast założenie to umożliwi porównanie wszystkich

trzech produktów. Poza tym ETF iShares Core MSCI World UCITS jest jednym z funduszy, w które inwestuje Finax w ramach OIPE, także stopy zwrotu z inwestycji będą się pokrywały w przypadku tego funduszu. Porównanie rentowności OIPE w Finax wobec IKE w DM PKO BP i DM BOŚ przy zmiennej rocznej stopie zwrotu z inwestycji bazującej na danych historycznych zostało przedstawione w Tabeli 4.

Tabela 4. Rentowność OIPE w Finax wobec IKE w DM PKO BP i DM BOŚ przy zmiennej rocznej stopie zwrotu z inwestycji bazującej na danych historycznych

wypłata po latach	OIPE w Finax (zł)	IKE-Obligacje w DM PKO BP (zł)	IKE w DM BOŚ (zł)
10	133 130,79	166 092,98	113 834,77
20	250 232,29	380 653,65	481 314,86
30	614 424,86	843 025,83	608 964,99
40	725 821,79	1 478 137,79	993 321,56
50	1 074 723,53	2 599 851,93	1 065 214,78

Źródło: opracowanie własne.

* Szarym kolorem zaznaczono najwyższe wartości portfela.

Na podstawie danych ujętych w Tabeli 4. sformułowano następujące wnioski:

- IKE obligacje w większości analizowanych horyzontów czasowych przynosi najwyższe zyski z inwestycji; im inwestycja dłużej trwa, tym różnica w rentowności IKE obligacje z pozostałymi produktami się zwiększa na korzyść IKE obligacji; jest to spowodowane niskimi opłatami za prowadzenie konta oraz historycznie stabilną i wysoką rentownością polskich obligacji skarbowych EDO, która w latach 2000-2022 wyniosła średnio aż 4,97%; dla porównania indeks akcji MSCI World w analogicznym okresie uzyskał średnią roczną rentowność na poziomie 4,87% (Rysunek 1.);
- OIPE w Finax dalej nie prezentuje się jako najkorzystniejszy produkt emerytalny, natomiast warto zwrócić uwagę na korzyści, jakie przyniósł w tym przypadku podział struktury portfela 10 lat przed zakończeniem inwestycji w OIPE na 60% akcji i 40% obligacji; różnice między OIPE i IKE w DM BOŚ zmniejszyły się, a w niektórych latach zmieniły na korzyść OIPE (10 lat, 30 lat i 50 lat po inwestycji OIPE w Finax prezentuje wyższe zyski z inwestycji niż IKE w DM BOŚ); Stopa zwrotu z inwestycji zniwelowała wpływ wysokich opłat i prowizji na rentowność OIPE w Finaxie;
- inwestowanie wyłącznie w akcje, nawet w ETF odwzorowujący wyniki największych spółek zagranicznych nie jest ani bezpiecznym, ani korzystnym finansowo rozwiązaniem, co pokazuje przykład IKE akcje w DM BOŚ;
- połączenie niskich opłat i prowizji za prowadzenie konta maklerskiego (przykład IKE w DM BOŚ) z dywersyfikacją struktury portfela (przykład OIPE w Finax) powoduje wzrost stopy rentowności inwestycji.

Należy w tym miejscu podkreślić, iż wskaźniki historyczne indeksu MSCI World oraz polskich obligacji skarbowych EDO są jedynie pewnym punktem odniesienia, który przyjęto

dla potrzeb niniejszej analizy i oczywiście nie dają żadnej gwarancji na powtórzenie się ich w przyszłości.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania oparte na krytycznej analizie polskiej, jak i obcojęzycznej literaturze przedmiotu oraz ocena rentowności wybranych produktów emerytalnych pozwalają na sformułowanie kilku wniosków.

W gospodarkach, gdzie brak jest zastępowalności pokoleń, utrzymywanie systemu o wyłącznie repartycyjnym charakterze prowadzi do podwyższenia wieku emerytalnego lub znaczącego obniżenia świadczeń emerytalnych. Konsekwencją tego może być wzrost niezadowolenia społeczeństwa oraz popieranie ugrupowań populistycznych. Dlatego tak istotne dla stabilizacji polityczno-ekonomicznej jest wprowadzenie, rozwijanie oraz popularyzowanie przez państwo trzeciego filaru opartego o system kapitałowy.

OIPE jest interesującym przykładem jednego z produktów trzeciego filaru. Pod wieloma względami przypomina IKE, choć jest kilka elementów różnicujących oba rozwiązania. Badania zweryfikowały postawioną w artykule hipotezę główną, która brzmi: koszty związane z prowadzeniem i zarządzaniem kontem OIPE obniżają jego rentowność inwestycyjną wobec pozostałych produktów trzeciego filaru. Nie oznacza to jednak, że OIPE jest produktem nierentownym, a jedynie mniej opłacalnym niż zbadane produkty trzeciego filaru.

Sytuacja na rynkach kapitałowych ulega dynamicznym zmianom. Zmiany kosztów prowadzenia i zarządzania OIPE, nowi dostawcy oferujący produkt OIPE na rynku polskim, zapowiedzi dotyczące zniesienia bądź ograniczenia podatku Belki w 2024 roku – każdy z tych elementów będzie miał wpływ na zmianę poziomu rentowności OIPE. Ponowna analiza opłacalności inwestowania przy pomocy OIPE wobec pozostałych produktów emerytalnych (a jeśli dojdzie do zniesienia podatku od zysków kapitałowych, również produktów pozaemerytalnych) byłaby w przypadku każdej z tych zmian wartościowym i ważnym badaniem. Nie tylko na polu naukowym, ale również dającym możliwość zaspokojenia potrzeb informacyjnych osób zainteresowanych swoimi przyszłymi świadczeniami emerytalnymi.

Bibliografia

Ameriks, J., Zeldes, S.P., (2000). How do household portfolio shares vary with age?. *TIAA-CREF Working Paper*, 1-87. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=292017>

Bernardi, L., Hutter, I. (2007). The anthropological demography in Europe. *Demographic Research*, 17(18), 541-566. DOI: <https://doi.org/10.4054/DemRes.2007.17.18>

Cichowicz, E., Rutecka-Góra, J. (2017). Świadomość Polaków dotycząca dodatkowego oszczędzania na starość – próba oceny oraz identyfikacji niezbędnych działań. *Problemy Polityki Społecznej*, 38(3), 89-103.

Czapiński, J. (2010). Między racjonalnością a „jakoś to będzie” – polski paradoks zarządzania finansami osobistymi. *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, 3 (III filar – recepta na wyższą emeryturę), 39-62.

Daykin, C. (2014). Sustainability of Pension Systems in Europe – The Demographic Challenge. *Australian Journal of Actual Practice*, 2, 55-61. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=2689330>

Domenech, R. (2021). Pay-as-you-go pension schemes in the current demographic scenario. *BBVA Research*, 1-19. Pobrano z: <https://www.bbva.com/en/publicaciones/europe-pay-as-you-go-pension-schemes-in-the-current-demographic-scenario/>

Dumont, G.-F. (2019). Family Policies & Europe’s Demographic Future. W: *Europe’s demographic winter* (28-31). Brussels: ECR Working Group on Demography, Intergenerational and Families Policies. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=3567804>

Dybał, M. (2010). Istota i rodzaje systemów emerytalnych. *Acta Universitatis Wratislaviensis. Oeconomia*, 18, 229-246.

Edmonston, B. (2021). Population Ageing in Europe: Demographic Lessons. W: *The Demographic Crisis in Europe* (23-79). Information Age Publishing.

England, K., Azzopardi-Muscat, N. (2017). Demographic trends and public health in Europe. *European Journal of Public Health*, 27(4), 9-13. <https://doi.org/10.1093/eurpub/ckx159>

Eurostat (2021). *Demography of Europe. Statistics visualised*. Pobrano z: https://www.ine.es/prodyser/demografia UE/img/pdf/Demograhya-InteractivePublication-2021_en.pdf

Ghio, D., Goujon, A., Natale, F. (2022). Assessing the demographic impact of migration on the working-age population across European territories. *Demographic Research*, 46(9), 261-272.

Historyczne wyniki indeksu MSCI World. Pobrano z: <https://curvo.eu/backtest/pl/indeks/msci-world?currency=eur>

Hrbatý, J. (2022). *Finax pierwszym w Europie dostawcą OIPE*. Pobrano z: https://www.finax.eu/pl/blog/finax-pierwszym-w-europie-dostawca-oipe?gclid=EAIaIQobChMI3JGntZTDggMV0RBAh2ImwzSEAAAYASAAEgKTI_D_BwE

iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc). Porano z: <https://www.justetf.com/en/etf-profile.html?isin=IE00B4L5Y983>

iShares Core MSCI World UCITS ETF. Pobrano z: <https://www.blackrock.com/pl/inwestorzy-indywidualni/produkty/251882/ishares-msci-world-ucits-etf-acc-fund#/>

iShares Core MSCI World UCITS ETF. Pobrano z: <https://www.trackingdifferences.com/ETF/ISIN/IE00B4L5Y983>

Jarocki, T. (2017). Postawy Polaków wobec oszczędzania w II i III filarze w świetle znajomości zasad systemu emerytalnego. *Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka*, 4(135), 143-161.

Kaleta, P. (2021). Ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny (OIPE) w zarysie. *Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka*, 1 (148), 123-139.

Kasík, R (2020). *W jaki sposób przeprowadzamy modelowanie historycznych wyników portfeli Finax?*. Pobrano z: <https://www.finax.eu/pl/blog/w-jaki-sposob-przeprowadzamy-modelowanie-na-podstawie-ktorego-poznajemy-historyczne-wyniki-portfeli-finax>

Key Information Document. Pobrano z: <https://bossa.pl/sites/b30/files/kids/abroad/2023-11/IE00B4L5Y983.pdf>

Kintzel, D. (2007). Portfolio Theory, Life-Cycle Investing, and Retirement Income. *Social Security Office of Policy*, 02, 1-6.

Klimkiewicz, A. (2012). Czynniki wspierające powstawanie i rozwój świadomości emerytalnej jako instrumentu pobudzania indywidualnej zapobiegliwości o przyszłość emerytalną. *Annales: etyka w życiu gospodarczym*, 15, 261-270.

Kołek, A., Wojewódka, M. (2022). *OFE – historia prawdziwa*. Instytut Emerytalny. Pobrano z: <https://www.institutemerytalny.pl/wp-content/uploads/2022/09/Instytut-Emerytalny-dr-Kolek-dr-Wojewodka-OFE-Historia-prawdziwa-12092022...pdf>

Kołek, A., Wojewódka, M. (2023). *Ogólnoeuropejski Indywidualny Produkt Emerytalny – kto dostanie „europejską emeryturę”?*. Instytut Emerytalny. Pobrano z: <https://www.institutemerytalny.pl/wp-content/uploads/2023/07/Ogolnoeuropejski-Indywidualny-Produkt-Emerytalny-IE.pdf>

Leśna-Wierszołowicz, E. (2016). IKE i IKZE jako dobrowolne formy gromadzenia oszczędności emerytalnych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 451, 219-229.

Leszczyłowska, A. (2016). Postulat niedyskryminowania oszczędności w podatku dochodowym a lokowanie środków na IKE i IKZE. *Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1(9), 209-232.

Łukasik, P. (2022). Zmiany ludnościowe jako determinanta w polityce przyszłości na przykładzie Unii Europejskiej i Organizacji Paktu Północnoatlantyckiego. *Studia Środkowoeuropejskie i Bałkanistyczne*, 31, 159-176.

Mikołajek, M. (2018). Studium ekonomiczne polskiego systemu emerytalnego. W: Ćwiakła-Małys, A., Karpińska, M. (red.). *Wyzwania współczesnych finansów – wybrane problemy (77-89)*. Wrocław: E-Wydawnictwo.

Minderhoud, I., Molenaar, R., Ponds, E. (2011). The Impact of Human Capital on Life-Cycle Portfolio Choice. Evidence for the Netherlands. *Netspar Discussion Paper*, 10/2011-006, 1-16. Pobrano z: https://www.netspar.nl/assets/uploads/006_Ponds.pdf

Naumann, E.; Hess, M. (2021). Population Ageing, Immigration and the Welfare State: The Political Demography in Western Europe. W: Goerres, A., Vanhuyse, P. (red.), *Global Political Demography* (351-371). Cham: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-030-73065-9_14

Neyer, G., Andersson, G., Kulu, H. (2012). The Demography in Europe. *Social Policy and Family Dynamics in Europe. Working Paper*, 3, 1-18. Pobrano z: http://www.su.se/polopoly_fs/1.89418.1337948453!/menu/standard/file/WP_2012_3.pdf

Pelc, P. (2022). Otwarty fundusz emerytalny w polskim systemie prawnym. *Cybersecurity and Law*, 1, 153-170.

Philipov, D. (2019). Demographic changes in Central and Eastern Europe. W: *Europe's demographic winter. ECR Working Group on Demography, Intergenerational and Family Policies* (48-53). Brussels: European Conservatives and Reformists Group. Pobrano z: https://ecrgroup.eu/files/Europes_demographic_winter_brochure.pdf

Rentowność obligacji: Polska 10-letnie. Pobrano z: <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-10-year-bond-yield>

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1238 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE). Pobrano z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R1238>

Russel, P. (2022). Potencjał instytucjonalnych form dodatkowego oszczędzania w zakresie zwiększania dochodów emerytów w Polsce. *Studia BAS*, 4(72), 73-101.

Rutecka-Góra, J., Bielawska, K., Hadryan, M., Kowalczyk-Rólczyńska, P., Pieńkowska-Kamienicka, S. (2020). *Zrozumiałość, przejrzystość i efektywność indywidualnych produktów emerytalnych w Polsce*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Sołdek, A. (2015). Third Pillar of the Pension System in Poland. *Economic and Environmental Studies*, 1, 9-30.

Szczepańska, M. (2022). Dodatkowe formy oszczędzania na emeryturę w ramach III filaru w polskim systemie zabezpieczenia emerytalnego. *Prawo Asekuracyjne*, 1, 17-31.

Tabela Opłat i Prowizji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska. Pobrano z: <https://bossa.pl/oferta/rynek-zagraniczny/oplaty-i-dokumenty>

Taryfa Opłat i Prowizji Biura Maklerskiego PKO Banku Polskiego. Pobrano z: <https://www.pkobp.pl/api/public/cd570817-8c3b-4f9b-adb9-1ba5e378b5e9.pdf>

Ustawa (2004). *Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontaktach emerytalnych oraz indywidualnych kontaktach zabezpieczenia emerytalnego*. Dz. U. 2004 Nr 116 poz. 1205. Pobrano z: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20041161205/U/D20041205Lj.pdf>

Ustawa (2023). *Ustawa z dnia 7 lipca 2023 r. o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym*. Dz. U. 2023 poz. 1843. Pobrano z: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20230001843/O/D20231843a.pdf>

Wasilewska-Trenkner, H. (2010). Dodatkowe oszczędzanie na emeryturę – spojrzenie makroekonomiczne. *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, 3 (III filar – recepta na wyższą emeryturę), 25-38.

Willekens, F. (2014). Demographic transitions in Europe and the world. *MPIDR Working Paper*, 004, 1-32. Pobrano z: <https://www.demogr.mpg.de/papers/working/wp-2014-004.pdf>

Witczak, R. (2012). Opodatkowanie IKE i IKZE jako formy gromadzenia środków emerytalnych oraz instrument optymalizacji podatkowej. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica*, 247, 153-165.

Wrześniński, P. (2021). Ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny – perspektywa ubezpieczeniowa. *Prawo Asekuracyjne*, 2, 15-32.

Wykowska, J. (2014). *III filar dla początkujących*. Warszawa: Komisja Nadzoru Finansowego. Pobrano z: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/III%20Filar%20inter_40098.pdf