

BARTOSZ CHORKOWY\*

Opole

**W PŁYW WYBORU STRATEGII INWESTOWANIA  
NA EFEKTYWNOŚĆ ŚRODKÓW ZGROMADZONYCH  
W RAMACH III FILARU SYSTEMU EMERYTALNEGO**

**STRESZCZENIE**

Zgodnie z prognozami przejście na emeryturę będzie się wiązało z koniecznością drastycznego ograniczenia wydatków (stopa zastąpienia z obu – I i II filarów będzie się kształtować na poziomie około 40% ostatniego wynagrodzenia), a tym samym obniżenia dotychczasowego poziomu życia. Aby tego uniknąć lub chociaż zminimalizować skutki tych niekorzystnych zmian, wydaje się konieczne gromadzenie oszczędności przy wykorzystaniu dostępnych instrumentów zaliczanych do III filaru systemu emerytalnego. Odkładanie kapitału w tego rodzaju produktach ma charakter dobrowolny, przystąpienie do takiego programu i sposób alokacji środków są uzależnione od indywidualnej decyzji potencjalnego uczestnika.

Celem opracowania jest przedstawienie wpływu wyboru strategii inwestycyjnej na efektywność środków zgromadzonych przez indywidualnego uczestnika w ramach III filaru systemu emerytalnego.

**Słowa kluczowe:** system emerytalny, oszczędności, strategia, efektywność

---

\* Bartosz Chorkowy, dr, Zakład Ekonometrii i Informatyki, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Opolski, e-mail: bchorkowy@uni.opole.pl.

## Wprowadzenie

Z uwagi na obserwowane w Polsce niekorzystne zmiany demograficzne przejawiające się zbyt szybkim przyrostem liczby osób w wieku poprodukcyjnym na emeryturze w stosunku do liczby osób w wieku produkcyjnym, a także ze względu na wady repartycyjnego systemu emerytalnego, od 1 stycznia 1999 roku obowiązuje nowy, repartycyjno-kapitałowy system emerytalny. Reforma systemu emerytalnego w założeniu miała doprowadzić do zapewnienia jego uczestnikom godziwego życia w czasie starości, gdy z przyczyn naturalnych nie będą zdolni do pracy, a tym samym zostaną pozbawieni możliwości zarobkowania. Osiągnięcie wieku emerytalnego i przejście na emeryturę niesie ze sobą znaczne prawdopodobieństwo zmniejszenia wysokości uzyskiwanych dochodów.

Niestety, jak wskazują przeprowadzone już badania, poziom skuteczności nowego systemu emerytalnego (I i II filaru) będzie niewielki. Niewątpliwym wpływ na to mają wspomniane już niekorzystne zmiany demograficzne, które obserwuje się w Polsce. Obecnie na jednego emeryta przypada 3,6 osoby pracującej. Przewiduje się, że za 25 lat ta relacja będzie wynosiła 1 : 1,4. W konsekwencji będzie to oznaczać znaczące zmniejszenie wielkości kapitału od osób pracujących, co, z kolei, spowoduje obniżenie świadczeń przyszłych emerytów. Zgodnie z prognozami przejście na emeryturę będzie się wiązało z koniecznością drastycznego ograniczenia wydatków (stopa zastąpienia z I i II filaru będzie się kształtować na poziomie około 40% ostatniego wynagrodzenia), a tym samym obniżenia dotychczasowego poziomu życia. Aby tego uniknąć lub chociaż zminimalizować skutki tych niekorzystnych zmian, nieuniknione wydaje się gromadzenie oszczędności przy wykorzystaniu dostępnych instrumentów zaliczanych do III filaru systemu emerytalnego. Odkładanie kapitału w tego rodzaju produktach ma charakter dobrowolny, przystąpienie do takiego programu, sposób alokacji środków są uzależnione od indywidualnej decyzji potencjalnego uczestnika.

Celem opracowania jest przedstawienie wpływu wyboru strategii inwestycyjnej na efektywność środków zgromadzonych przez indywidualnego uczestnika w ramach III filaru systemu emerytalnego.

### Uwarunkowania uczestnictwa w III filarze systemu emerytalnego

Przystąpienie uczestnika do programu należącego do III filaru systemu emerytalnego jest zaledwie początkiem drogi do osiągnięcia zadowalających efektów

w przyszłości. Osoba tym zainteresowana ma do wyboru kilka możliwości. Do III filaru zreformowanego systemu emerytalnego w Polsce zalicza się:

Pracownicze Programy Emerytalne (PPE), stanowiące dobrowolną formę grupowego oszczędzania na emeryturę, organizowaną przez pracodawcę przy współudziale pracowników;

Indywidualne Konta Emerytalne (IKE), prowadzone na podstawie umowy zawartej przez oszczędzającego z funduszem inwestycyjnym, podmiotem prowadzącym działalność maklerską, zakładem ubezpieczeń, bankiem lub dobrowolnym funduszem emerytalnym;

Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE), które – podobnie jak IKE – są prowadzone na podstawie umowy zawartej przez oszczędzającego z funduszem inwestycyjnym, podmiotem prowadzącym działalność maklerską, zakładem ubezpieczeń, bankiem lub dobrowolnym funduszem emerytalnym<sup>1</sup>.

Do III filaru można również zaklasyfikować umowy ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK) mające charakter mieszany, to jest ochronno-oszczędnościowy, co oznacza, że część składki jest przeznaczana na ochronę, a pozostała część zasila oszczędności – fundusz kapitałowy.

Pomimo szeroko zakrojonej kampanii reklamowej mającej na celu uświadomienie społeczeństwu konieczności odkładania kapitału na starość za pomocą dobrowolnych form oszczędzania, ze szczególnym naciskiem na instrumenty III filaru, ich popularność w polskim społeczeństwie jest bardzo niska. W tabeli 1 przedstawiono liczbę uczestników oraz wielkość zgromadzonego kapitału w poszczególnych produktach należących do III filaru systemu emerytalnego.

Tabela 1

Liczba uczestników oraz wielkość kapitału zgromadzona  
w ramach III filaru systemu emerytalnego

Wyszczególnienie	2010		2011		2012	
	Liczba uczestników	Kapitał	Liczba uczestników	Kapitał	Liczba uczestników	Kapitał
PPE	342 500	5 318 322	344 643	6 390 658	ok. 350 000	ok. 7 400 000
IKE	792 466	2 726 395	814 449	2 763 980	813 734	3 541 995
IKZE	x	x	x	x	496 821	52 822

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Komisji Nadzoru Finansowego z lat 2010–2012.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, DzU 2011, nr 75, poz. 398.

Na koniec 2012 roku IKE miało ponad 813 tys. osób, co stanowiło 5,2% aktywnych zawodowo w Polsce. Z kolei IKZE miało niecałe 500 tys. osób, czyli 3,2% aktywnych zawodowo. W przypadku PPE na koniec 2012 roku liczba osób korzystających z tej formy oszczędzania kształtowała się na poziomie około 350 tys., to jest około 2,13% aktywnych zawodowo<sup>2</sup>. Jak widać, uczestnikami wymienionych programów należących do III filaru jest niewiele ponad 10% ludności aktywnej zawodowo w Polsce.

Dlaczego tak mała liczba osób decyduje się na korzystanie z tych form gromadzenia oszczędności na starość? Odpowiedź na to pytanie jest bardzo złożona.

Główną przyczyną małego zainteresowania dodatkowym zabezpieczeniem emerytalnym jest utrzymanie w nowym systemie emerytalnym dużego zakresu systemu obowiązkowego. Bardzo niski poziom wynagrodzeń w stosunku do wyżej rozwiniętych krajów Unii Europejskiej i wysoki poziom obowiązkowych składek na ubezpieczenie emerytalne odprowadzanych do obowiązkowej części systemu sprawia, że w obecnym systemie nie pozostaje zbyt wiele przestrzeni na oszczędzanie w systemie dobrowolnym<sup>3</sup>.

Przystępując do programów zaliczanych do III filaru systemu emerytalnego, należy pamiętać, że pozostają one w ścisłym związku z koniunkturą na rynku kapitałowym. Powoduje to, że środki w nich zgromadzone, w zależności od przyjętej strategii inwestowania, są obciążone różnym poziomem ryzyka. Należy tu zwrócić uwagę na dwojakié podejście do kwestii ryzyka. Z jednej strony ryzyko jest rozpatrywane przez pryzmat zagrożenia i rozumiane jako możliwość poniesienia straty. Z drugiej strony pojęcie „ryzyko” definiuje się jako możliwość wystąpienia efektu działania niezgodnego z oczekiwaniami<sup>4</sup>. To podejście uwidacznia, że ryzyko może stanowić zarówno zagrożenie (w przypadku, gdy efekt jest gorszy od oczekiwań) lub szansę (w sytuacji, gdy efekt jest lepszy niż przewidywano)<sup>5</sup>.

Przy zawieraniu umów dotyczących programów należących do III filaru bardzo istotną rolę odgrywa odpowiedni zasób informacji o produkcie będącym

---

<sup>2</sup> W chwili składania referatu najnowsze dane dotyczące PPE obejmowały 2011 r. Biorąc pod uwagę znaczącą stagnację liczby uczestników PPE, przyjęto, że wartość z 2011 r. w kolejnych latach będzie się kształtowała na zbliżonym poziomie.

<sup>3</sup> M. Szczepański, *Dylematy reformy polskiego systemu emerytalnego*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2006, s. 113.

<sup>4</sup> M. Dybał, *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, Wydawnictwa Fachowe CeDe-Wu.pl, Warszawa 2008, s. 155.

<sup>5</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 179.

przedmiotem umowy. Obowiązek przekazania tych informacji klientowi spoczywa na osobie oferującej zawarcie umowy – na pośredniku ubezpieczeniowym, pracowniku banku lub doradcy finansowym. Niestety, w większości przypadków informacje te podawane są mało precyzyjnie i niezgodnie z faktycznymi warunkami umowy. Ponadto, bardzo często konsumenci w momencie zawierania umowy są informowani wyłącznie o wysokości zysku (który ma sięgać nawet kilkudziesięciu procent) mogącego się spodziewać, gdy zdecydują się wpłacać swoje pieniądze, natomiast nie są informowani o ryzyku inwestycji i o ewentualnym możliwym poniesieniu straty. Skutkuje to wprowadzaniem klientów w błąd i podważa zaufanie do instytucji finansowych. Do głównych przyczyn występowania opisanych sytuacji należy zaliczyć:

- „pogoń” za uzyskaniem jak najwyższej prowizji z tytułu podpisanej umowy, co powoduje, że osoby oferujące zawarcie umowy świadomie pomijają pewne istotne dla klienta fakty, aby sprzedać produkt;
- w większości bardzo niski poziom merytoryczny osób oferujących zawarcie umowy, co wynika z niskiego poziomu szkoleń przygotowujących do pełnienia funkcji pośrednika w sprzedaży opisywanych produktów;
- brak odpowiedzialności za wprowadzenie klienta w błąd – pośrednicy nie identyfikują się z klientem, który po podpisaniu umowy jest zdany sam na siebie, jeśli chodzi o zarządzanie środkami zgromadzonymi w ramach programu.

Czynniki te powodują, że znacząca większość polskiego społeczeństwa, obawiając się utraty swoich oszczędności, sceptycznie odnosi się do przystąpienia do III filaru systemu emerytalnego.

### **Etiologia wyboru strategii inwestycyjnej w ramach III filaru systemu emerytalnego**

Jak już wspomniano, programy zaliczane do III filaru pozostają w ścisłym związku z koniunkturą na rynku kapitałowym, a co za tym idzie – kluczową kwestią jest przyjęta przez uczestnika strategia inwestycyjna. Od tej decyzji uzależniona jest wielkość zgromadzonego kapitału, który będzie wykorzystywany w okresie starości. Jako że programy o charakterze III filaru lokują środki w jednostkach funduszy inwestycyjnych, to wielkość oszczędności zależy od osiągniętych przez nie stóp zwrotu. Oczywiście jest, że im stopa zwrotu z funduszy inwestycyjnych będzie wyższa, tym większy kapitał będzie pozostawał do dyspozycji oszczędza-

jących. W zależności od przyjętej strategii lokowania środków w różne typy funduszy inwestycyjnych zmienia się stopa zwrotu. Można tu wyróżnić trzy główne rodzaje strategii:

- strategia bezpieczna,
- strategia zrównoważona,
- strategia agresywna.

Z pierwszą strategią mamy do czynienia w przypadku, gdy uczestnik systemu ma na celu przede wszystkim ochronę swojego kapitału. Inwestuje on swoje środki w fundusze należące do grupy funduszy papierów dłużnych lub rynku pieniężnego. Jednocześnie oznacza to dla uczestnika uzyskiwanie relatywnie mniejszych stóp zwrotu nieznacznie przekraczających poziom inflacji.

Strategia zrównoważona polega na inwestowaniu środków w fundusze hybrydowe. Z jednej strony pozwala to na uzyskiwanie wyższych stóp zwrotu niż w przypadku funduszy wybieranych w strategii bezpiecznej, ale niższych niż w przypadku funduszy akcyjnych. Jednocześnie ryzyko inwestycji kształtuje się na umiarkowanym poziomie.

Największym ryzykiem inwestycyjnym obarczona jest strategia agresywna. Związane jest to z faktem inwestowania przez uczestnika środków w fundusze akcyjne. Przez swoje ścisłe powiązanie z rynkiem akcyjnym są one najbardziej narażone na cykliczne wahania giełdowe. Jednocześnie strategia ta potencjalnie pozwala na osiąganie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału znacznie przewyższającej oprocentowanie lokat bankowych czy też z inwestowania w fundusze papierów dłużnych lub zrównoważonych.

Z przedstawioną klasyfikacją strategii ściśle jest powiązany jej podział na:

- strategię bierną, w której uczestnik lokuje swoje oszczędności w jeden typ funduszy inwestycyjnych i nie dokonuje konwersji środków między funduszami;
- strategię czynną, w której uczestnik aktywnie zarządza swoim portfelem, dokonując konwersji środków pomiędzy funduszami o różnym stopniu ryzyka w zależności od koniunktury na rynku kapitałowym.

Znaczna część pośredników prezentuje pogląd, w którym sugeruje się lokowanie oszczędności w fundusze mieszane jako te o umiarkowanym poziomie ryzyka i średnim potencjale wzrostu. Ponadto zaleca się niezmiennianie tej strategii przez cały okres trwania programu, wychodząc z założenia, że koniunktura na rynku kapitałowym charakteryzuje się cyklicznością i w długim okresie taka strategia przyniesie wymierne korzyści uczestnikom (strategia bierna). Analizu-

jąc zachowanie głównego indeksu giełdowego na giełdzie warszawskiej WIG w okresie ostatnich 15 lat, można mieć bardzo poważne wątpliwości co do słuszności przedstawionej strategii.

Na rysunku 1 zaprezentowano notowania indeksu WIG w latach 1999–2013. Indeks ten w prezentowanym okresie osiągnął stopę zwrotu na poziomie 169,80%.



Rys. 1. Notowania indeksu WIG w okresie 15.05.1998–15.05.2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań WIG.

W ciągu ostatnich 15 lat na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie miały miejsce trzy duże bessy: pierwsza w latach 2000–2001, druga w latach 2007–2009 (największa w historii warszawskiej giełdy) oraz trzecia w 2011 roku. Szczególnie drugi okres bessy okazał się dla uczestników rynku bardzo kosztowny. Inwestorzy, którzy w odpowiednim czasie nie wycofali swojego kapitału z rynku akcyjnego, utracili w relatywnie krótkim czasie około 70% swojego kapitału, co dla wielu z nich stanowiło praktycznie całe oszczędności. Efektem tego była znacząca utrata zaufania do instytucji finansowych, a co się z tym wiąże – niechęć i obawa przed przystąpieniem do produktów przez te instytucje oferowanych, w tym należących do III filaru systemu emerytalnego.

Bazowanie na przekonaniu, że wysokość emerytury z I i II filaru systemu emerytalnego pozwoli na godne życie w okresie starości wydaje się być dość

naiwne, biorąc pod uwagę przemiany demograficzne w naszym kraju, o czym była już mowa wcześniej.

W przypadku strategii czynnej należy zwrócić uwagę na bardzo istotny element, jakim jest poziom wiedzy finansowej uczestników systemu emerytalnego. Strategia czynna wymaga znaczącej wiedzy w zakresie inwestowania na rynku kapitałowym. Niestety, znajomość tej tematyki w polskim społeczeństwie jest na bardzo niskim poziomie. Z jednej strony wynika to z faktu, że polski rynek kapitałowy nadal jest „młody”, a oferowane na rynku tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych weszły do kanonu podstawowych alokacyjnych instrumentów finansowych stosunkowo niedawno i wciąż stanowią dla dużej części społeczeństwa innowację finansową<sup>6</sup>. Ponadto gwałtowny wzrost liczby i typów oferowanych funduszy inwestycyjnych znacząco utrudnia wybór, przed jakim staje uczestnik systemu wyrażający chęć lokowania swoich środków. Jednocześnie znaczącą rolę odgrywają głęboko zakorzenione przekonania i stereotypy, a także brak zaufania do instytucji finansowych, które powodują ogólną niechęć do poszerzenia wiedzy o inwestowaniu na rynku kapitałowym.

Problem niskiej świadomości finansowej społeczeństw jest na tyle poważny, że stał się przedmiotem działań zmierzających do kształtowania świadomości finansowej. Inicjatywę taką podjęła Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, która przedstawiła rekomendacje dotyczące zasad i dobrych praktyk w zakresie edukacji i świadomości finansowej i skierowała je do wszystkich krajów rozwiniętych i rozwijających się<sup>7</sup>.

### **Analiza efektywności wybranych strategii inwestycyjnych**

Analiza efektywności strategii inwestycyjnych ukazuje, że zdecydowanie najkorzystniejszą dla ubezpieczonego jest strategia czynna dopasowująca się do aktualnej sytuacji na rynku. W tabeli 2 i na rysunku 2 przedstawiono porównanie procentowej zmiany WIG ze stopą zwrotu strategii inwestycyjnej opartej na analizie średniej kroczącej oraz stopą zwrotu z długoterminowej lokaty bankowej<sup>8</sup> w latach 2003–2012.

---

<sup>6</sup> K. Stańczak-Strumiłło, *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013, s. 138.

<sup>7</sup> *The importance of financial education*, OECD, “Policy Brief”, July 2006, s. 3.

<sup>8</sup> Stopę zwrotu długoterminowej lokaty bankowej obliczono na podstawie rocznej stopy procentowej WIBID (3M).

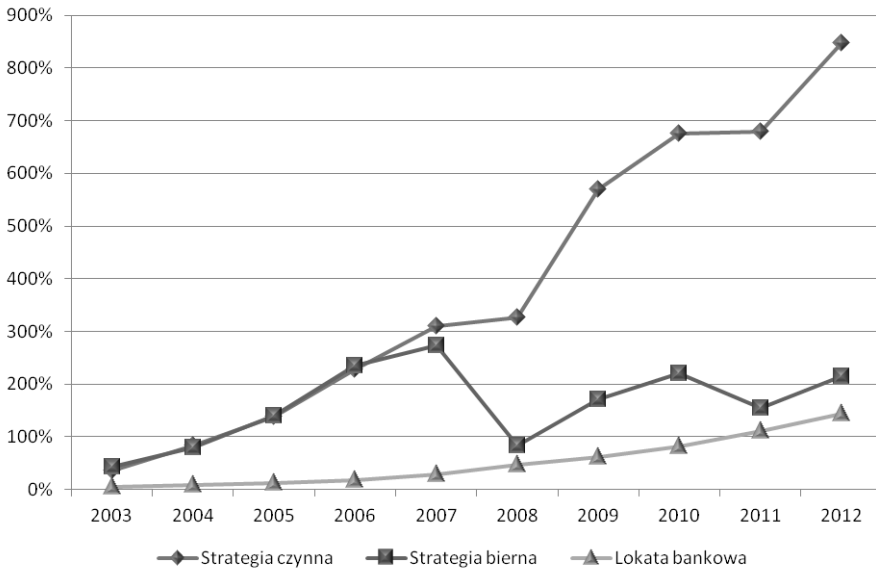


Tabela 2

Stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w III filarze  
przy zastosowaniu różnych strategii inwestycyjnych (%)

Rodzaj strategii	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Łączna stopa zwrotu
Strategia bierna	43,5	25,6	33,3	39,9	10,9	-50,8	47,6	18,8	-20,8	23,9	215,2
Strategia czynna	36,6	34,2	29,7	37,8	25,4	3,7	57,2	15,7	0,6	21,6	847,4
Lokata bankowa	5,51	6,03	5,09	4,03	4,54	6,16	4,21	3,74	4,34	4,71	143,3

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału przy zastosowaniu różnych strategii inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Przykładem strategii czynnej jest strategia opierająca się na średniej kroczącej. Pozwala ona osiągać znaczące stopy zwrotu w okresach hossy oraz uniknąć strat wynikających z bessy na rynkach finansowych. Bardzo istotną i zarazem bardzo trudną kwestią jest ustalenie długości średniej kroczącej takiej, aby osią-

gnąć zadowalającą stopę zwrotu z kapitału. Im dłuższy okres zostanie przyjęty za bazowy, tym mniejsza podatność strategii na krótkotrwałe wahania na rynkach finansowych. Równocześnie dłuższy okres bazowy oznacza późniejszą reakcję na zmianę trendu na rynku. Z kolei, im krótszy okres bazowy, tym szybsza jest reakcja na zmiany trendu na rynku, jednocześnie strategia ta jest bardziej podatna na krótkoterminowe wahania giełdowe.

Jak widać, aktywne zarządzanie środkami zgromadzonymi w ramach III filaru systemu emerytalnego umożliwiła uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Przewyższyła ona w ciągu ostatnich dziesięciu lat czterokrotnie procentową zmianę indeksu WIG oraz sześciokrotnie stopę zwrotu z długoterminowej lokaty bankowej.

Zastosowanie aktywnej strategii oszczędzania w instrumentach należących do III filaru systemu emerytalnego z dużym prawdopodobieństwem pozwoli co najmniej na zniwelowanie różnicy pomiędzy otrzymanym ostatnim wynagrodzeniem a świadczeniem uzyskanym z I i II filarów systemu emerytalnego. W tabeli 3 przedstawiono wysokość annuitetu o częstotliwości miesięcznej od momentu przejścia na emeryturę do śmierci beneficjenta. Zaprezentowano pięć wariantów w zależności od wysokości średniorocznej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, co, jak widać po wysokości annuitetu, ma kluczowe znaczenie.

Tabela 3

Wysokość annuitetu o częstotliwości miesięcznej  
od momentu przejścia na emeryturę do śmierci beneficjenta\*

Roczna stopa zwrotu	Liczba lat oszczędzania							
	5	10	15	20	25	30	35	40
2%	26,85	63,13	111,45	175,12	258,27	366,10	505,12	683,50
3%	27,50	66,22	119,64	192,21	289,60	419,07	589,81	813,50
4%	28,18	69,53	128,66	211,64	326,38	483,21	695,55	980,80
5%	28,88	73,06	138,62	233,79	369,69	561,26	828,47	1198,03
10%	32,75	94,68	206,63	403,35	742,61	1320,23	2294,83	3928,53

- \* W obliczeniach przyjęto następujące założenia:
- składka początkowa – 100 zł,
  - urealnienie składki – wzrost o 4,5% rocznie,
  - opłata za zarządzanie – 2,5% w skali roku,
  - prowizja od każdej wpłaty – 3,5%.

Źródło: opracowanie własne.

W przedstawionych wariantach symulacji należy zwrócić uwagę, że zakładają one oszczędzanie 100 zł miesięcznie realnie. Obecnie stawka minimalna w programach należących do III filaru jest bardzo zróżnicowana. Na przykład w IKZE jest to 80 zł, z kolei w oferowanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe polisach ubezpieczeniowych z UFK kwota ta kształtuje się na poziomie od 200 do 300 zł. Z jednej strony ta wyższa kwota oznacza odkładanie większego kapitału i tym samym w perspektywie daje możliwość odłożenia większej ilości środków na starość. Z drugiej strony wysokość tej minimalnej kwoty stanowi skuteczną barierę, która uniemożliwia przystąpienie do tego typu programów uboższej części społeczeństwa, gdyż stanowi to zbyt duże obciążenie dla ich budżetu domowego.

### **Podsumowanie**

Oceniając wpływ wyboru strategii inwestowania na efektywność środków zgromadzonych w ramach III filaru systemu emerytalnego w Polsce, należy zwrócić uwagę na znaczący potencjał programów zaliczanych do części systemu emerytalnego o charakterze dobrowolnym. Systematycznie oszczędzając, można za ich pomocą zgromadzić znaczący kapitał na starość. Uczestnik systemu musi samodzielnie podjąć decyzję co do wyboru strategii inwestowania oraz stopnia aktywności zarządzania portfelem inwestycyjnym. Są to decyzje o charakterze strategicznym, ponieważ mają bezpośredni wpływ na wielkość zgromadzonego kapitału.

Przedstawiona w opracowaniu analiza stóp zwrotu ukazuje przewagę aktywnych strategii zarządzania kapitałem nad strategiami biernymi. Należy jednak pamiętać, że stosowanie strategii aktywnych wymaga znaczącej wiedzy w zakresie inwestowania na rynku kapitałowym. Jest to niezbędne w celu prawidłowej interpretacji sygnałów płynących z tego rynku. W przeciwnym wypadku, gdy będą one błędnie odczytywane i interpretowane, ewentualne konwersje środków pomiędzy funduszami będą obciążone znaczącym ryzykiem, co może skutkować częściową utratą tych środków.

Podsumowując, należy podkreślić, że osiągnięcie satysfakcjonującego poziomu stopy zwrotu z zainwestowanych środków jest możliwe tylko w przypadku wyboru właściwej, odpowiadającej profilowi inwestycyjnemu uczestnika systemu, strategii inwestycyjnej. Strategia ta umożliwi zgromadzenie takiej wielkości kapitału, która korzystnie wpłynie na sytuację finansową osób uczestniczącym w systemie i zapewni godziwe życie w czasie starości.

**Bibliografia**

- Dybał M., *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2008.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Raporty Komisji Nadzoru Finansowego z lat 2010–2012.
- Stańczak-Strumiłło K., *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013.
- Szczepański M., *Dylematy reformy polskiego systemu emerytalnego*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2006.
- The importance of financial education*, OECD, “Policy Brief”, July 2006.
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, DzU 2011, nr 75, poz. 398.

**INFLUENCE OF INVESTMENT STRATEGY CHOICE ON EFFECTIVENESS  
OF MEANS RAISED WITHIN THIRD PENSION PILLAR**

**SUMMARY**

According to forecasts retiring will be connected with necessity to drastically cut expenses (the replacement rate from the first and the second pension pillar will be about 40% of the last remuneration) and simultaneously to lower the current life level. In order to avoid such a situation or to minimize the consequences of these negative changes it seems inevitable to collect savings by means of available instruments of the third pension pillar. Saving capital by means of these products is voluntary and an potential participant can make his own decision to join the pillar and to choose the way to allocate means. This elaboration aims to present the influence of investment strategy choice on effectiveness of means accumulated by an individual participant within the third pension pillar.

**Keywords:** pension system, savings, strategy, effectiveness