



**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE
30.09.2009 – 28.09.2012**

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

SŁOWA KLUCZOWE: KNF, PTE, OFE, PFE, STOPA ZWROTU, AKTYWA NETTO, SKŁADKI,
CZŁONKOWIE, PORTFEL INWESTYCYJNY, RENTOWNOŚĆ.

Spis treści

1	Sytuacja na rynku finansowym	5
1.1	Otoczenie makroekonomiczne	5
1.2	Krajowy rynek instrumentów dłużnych	7
1.3	Krajowy rynek instrumentów udziałowych	10
1.4	Rynki zagraniczne	12
2	Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa	14
2.1	Członkowie otwartych funduszy emerytalnych	14
2.2	Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych	15
2.3	Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych	15
2.4	Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych	15
2.5	Aktywa otwartych funduszy emerytalnych	18
2.6	Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych	21
2.7	Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych	21
3	Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce	22
3.1	Otwarte fundusze emerytalne	22
3.2	Pracownicze fundusze emerytalne	27
4	Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych	28
4.1	Struktura lokat funduszy emerytalnych	28
4.2	Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	34
4.3	Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	38
4.4	Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych	43
	Konkluzje	44

Synteza

W październiku 2012 roku Komisja Nadzoru Finansowego po raz kolejny ustaliła i podała do publicznej wiadomości stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych za ostatnie trzy lata. Wszystkie OFE uzyskały stopy zwrotu powyżej minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

W trzyletnim okresie objętym analizą dokonano istotnych zmian w zakresie funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych. Od 1 stycznia 2010 roku obniżono maksymalny poziom opłaty od składki do 3,5% i wprowadzono kwotowy, miesięczny limit w wysokości 15,5 mln zł w opłacie za zarządzanie OFE o aktywach większych niż 45 mld zł. Od 1 maja 2011 roku obowiązują zmienione zasady w zakresie wysokości składki odprowadzanej do OFE, limitów inwestycyjnych, czy nowych produktów w segmencie dobrowolnych oszczędności emerytalnych. Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, co ma duży wpływ na pozyskiwanie członków z rynku pierwotnego.

Raport składa się z czterech rozdziałów zawierających analizę sytuacji na rynku finansowym, opis przepływów członków, składek i zmian w aktywach funduszy, przedstawienie wyników inwestycyjnych oraz prezentację portfela funduszy emerytalnych.

Najważniejsze informacje z raportu:

Rok 2009 to okres, w którym Polska gospodarka najsilniej odczuła negatywne skutki kryzysu finansowego. Pomimo tego, Polska była jedynym krajem UE, który utrzymał dodatni wzrost gospodarczy w roku 2009. Rok 2010 przyniósł pewne ożywienie i wzrost gospodarczy na poziomie 3,8% rocznie a rok 2011, pomimo spadków na rynkach finansowych, zaowocował wzrostem gospodarczym na poziomie 4,3%. Po trzech kwartałach roku 2012 PKB wciąż rósł jednak w gospodarce i na rynkach finansowych widoczne były symptomy spowolnienia.

Na koniec września 2012 roku do 14 OFE należało 16 mln członków, a ich aktywa netto sięgały 252,5 mld zł. W tym czasie do 5 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 57,5 tys. członków, a ich aktywa wynosiły 1,8 mld zł.

W okresie ostatnich trzech lat do OFE trafiło 51,3 mld zł składek, jednak w związku z obniżeniem składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 12,0% do 21,3%, przy trzyletniej inflacji na poziomie 10,5%. Wszystkie fundusze osiągnęły dodatnie realne stopy zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 16,7% do 19,2%.

Inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 54,6%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym ponad 33%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły średnio 0,7% portfela. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych 42,6% portfela stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa i obligacje poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa oraz instrumenty udziałowe.

W analizowanym okresie zarządzający aktywami OFE mogli wykorzystać poprawę koniunktury na rynku po wcześniejszych zawirowaniach związanych z kryzysem finansowym. Powrót optymizmu i wzrosty cen akcji pozwoliły na odrobienie poniesionych wcześniej strat. Druga fala kryzysu z związana z zadłużeniem państw i trudną sytuacją w strefie euro, jaka rozpoczęła się na rynku finansowym w II połowie 2011 roku, spowodowała dużą zmienność i niepewność na rynku, co ponownie negatywnie wpłynęło na wyniki inwestycyjne OFE.

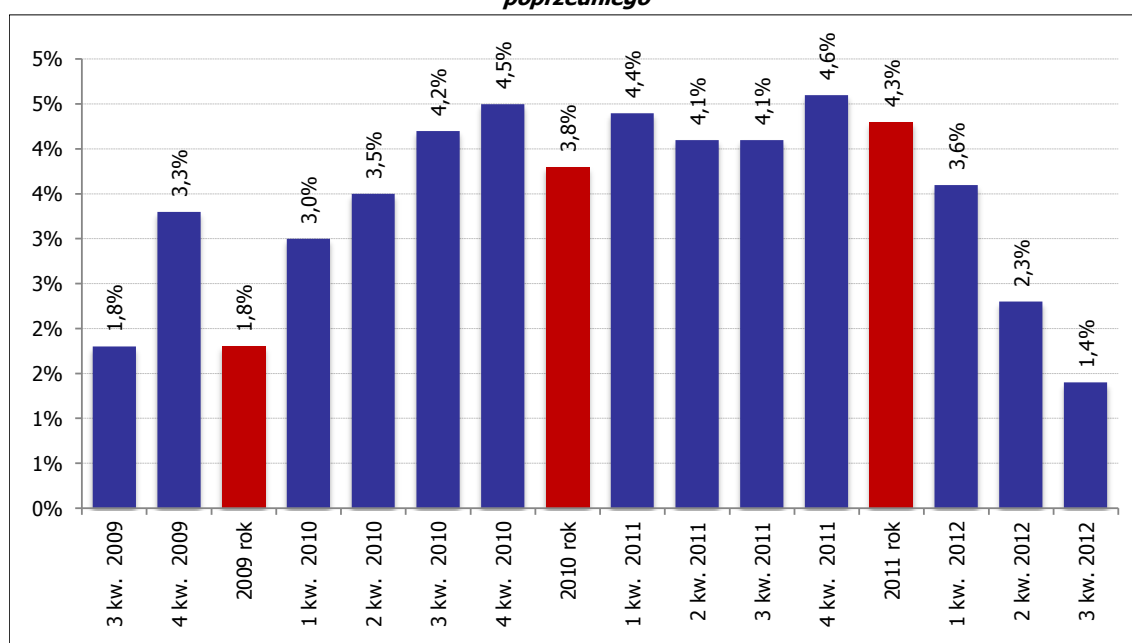
Wnioski płynące z analizy wpływu kryzysu finansowego na funkcjonowanie funduszy emerytalnych oraz skutków dla OFE, mogą posłużyć do tworzenia rekomendacji zmian w regulacjach systemowych. Główna rekomendacja to wprowadzenie subfunduszu bezpiecznego, którego zadaniem będzie ochrona zgromadzonego kapitału przed ewentualną dekoniunkturą na rynkach finansowych w ostatnim okresie oszczędzania przed przejściem na emeryturę. Inne elementy, które powinny przyczynić się do wzrostu konkurencji i efektywności sektora to zwiększenie adekwatności kapitałowej PTE poprzez powiązanie wysokości kapitałów własnych PTE z wielkością ponoszonego przez nie ryzyka oraz wprowadzenie nowych zasad oceny efektywności OFE i wynagradzania PTE za wyniki inwestycyjne OFE.

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Rok 2009 to okres, w którym Polska najsilniej odczuła negatywne skutki kryzysu finansowego. Mimo to udało się uniknąć recesji i wzrost gospodarczy w roku 2009 wyniósł 1,8%. Gospodarka powróciła do ścieżki umiarkowanego rozwoju już w roku 2010 i odnotowano wzrost gospodarczy na poziomie 3,8%. Rok 2011, pomimo spadków na rynkach finansowych, zaowocował wzrostem PKB na poziomie 4,3%, czyli najwyższym od trzech lat. W roku 2012 zaobserwowano kolejne spowolnienie i wzrost na poziomie 1,4% w trzecim kwartale, czyli najniższy w analizowanym okresie. Rychły powrót na ścieżkę szybkiego wzrostu z czasów poprzedzających kryzys finansowy wydaje się mało prawdopodobny na tle problemów fiskalnych nękających gospodarkę UE.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce w latach 2009-2012 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego

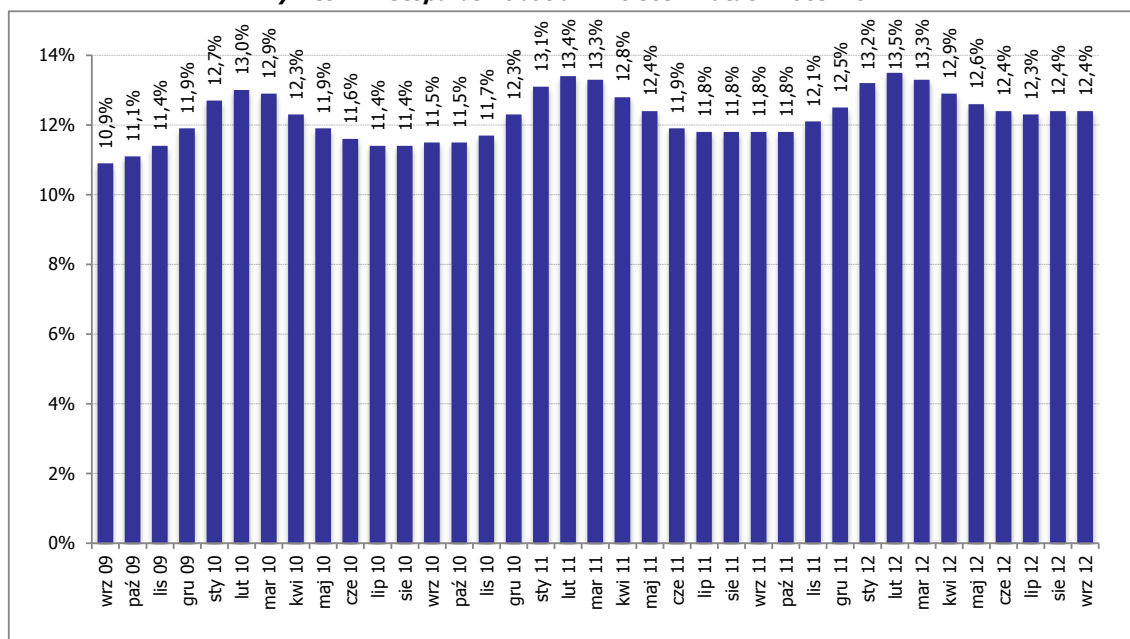


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano systematyczny trend wzrostowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. We wrześniu 2009 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 10,9%. W kolejnych miesiącach stopa bezrobocia zaczęła jednak wyraźnie wzrastać i w lutym 2012 roku osiągnęła poziom 13,5%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich trzech lat. We wrześniu 2012 roku poziom stopy bezrobocia wynosił 12,4%, czyli był o 1,5 punktu procentowego wyższy niż trzy lata wcześniej. Analitycy ekonomiczni pozostają dość zgodni, że nie można liczyć na poprawę w tym względzie w najbliższym okresie.

Stopa bezrobocia w lutym 2012 roku osiągnęła 13,5%, co stanowiło maksimum w analizowanym okresie.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2009-2012



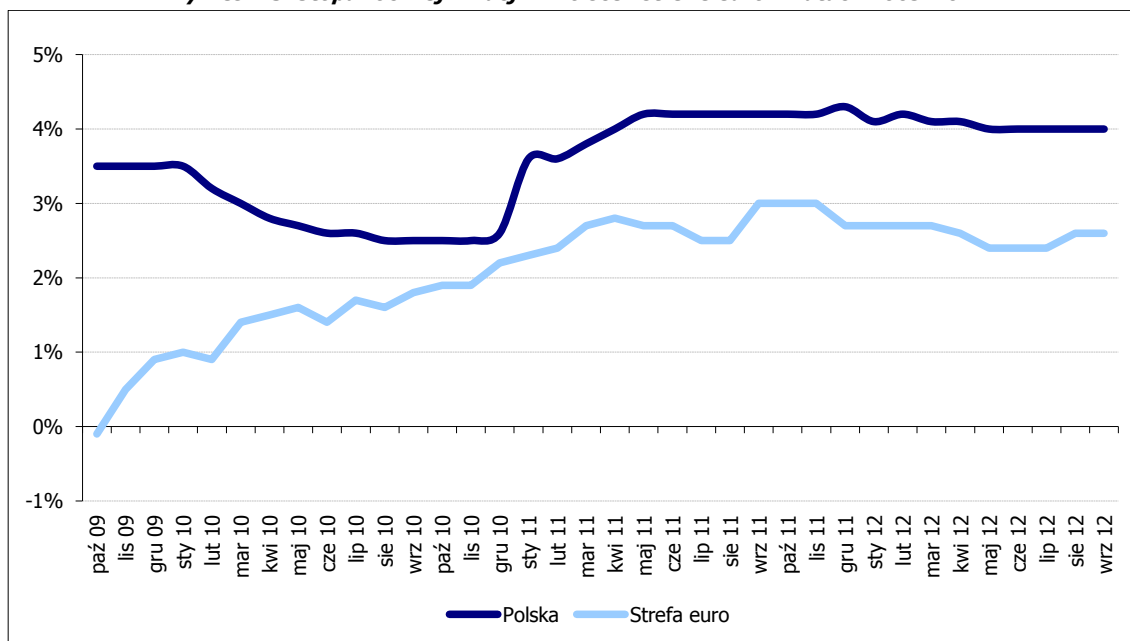
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Od 2009 roku inflacja utrzymuje się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP.

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w przedziale 2,5% – 4,3%. Przez większość analizowanego okresu inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). Silny skok inflacji obserwujemy na przełomie lat 2010 i 2011, co jest przypisywane podwyżce podatku VAT i czynnikom egzogenicznym (wzrost światowych cen żywności i surowców). W drugiej połowie 2012 roku wzrost cen nieznacznie wyhamował.

Inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale od -0,7% do 3,0%. O ile w połowie 2009 roku w strefie euro pojawiła się niewielka pokryzysowa deflacja, to od III kwartału 2009 roku poziom inflacji rośnie, osiągając we wrześniu 2012 roku wartość 2,6%.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2009-2012

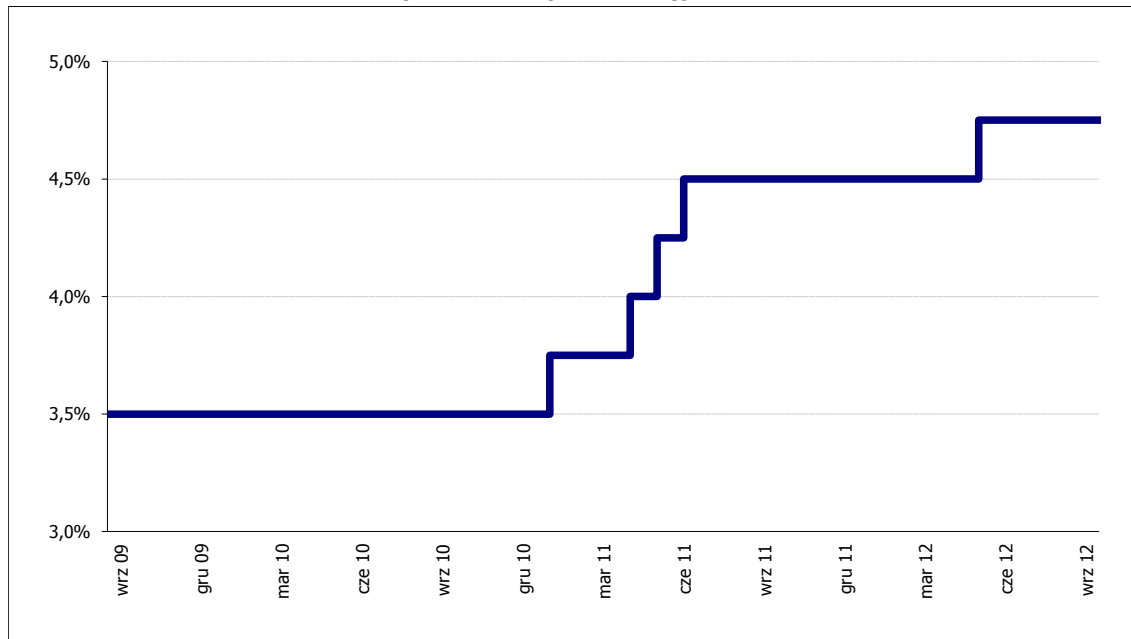


Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku Rada Polityki Pieniężnej pięciokrotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP. Było to pięć podwyżek po 25 punktów bazowych, łącznie o 1,25 pkt proc. Ostatnia miała miejsce w maju 2012 roku.

Na dzień 28 września 2012 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 4,75 %, stopa redyskonta weksli 5,00%, stopa lombardowa 6,25%, a stopa depozytowa NBP 3,25%. Niższa presja inflacyjna w połączeniu ze spadającym tempem wzrostu gospodarczego przyczyniła się do zakończenia cyklu podwyżek. W kolejnych miesiącach, tak ze strony RPP jak i analityków ekonomicznych, pojawiły się sugestie o konieczności poluzowania polityki pieniężnej w Polsce.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

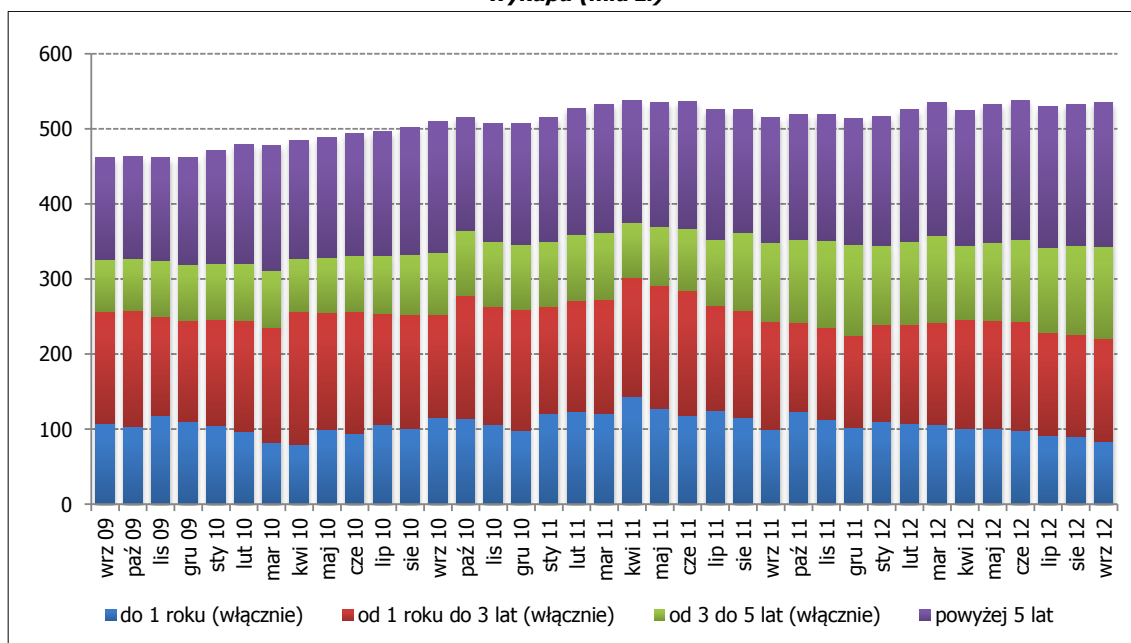
Na koniec września 2012 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 792 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat zadłużenie wzrosło o 25,6%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (546 mld zł), stanowiący na koniec września 2012 roku 69,0% całkowitego zadłużenia SP.

Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 18%, przekraczając w sierpniu 2010 roku poziom pół biliona zł. Widać też systematyczną tendencję, do wzrostu udziału instrumentów o najdłuższym terminie wykupu (powyżej 5 lat) w długu krajowym.

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 186 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 245 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 46%, czyli dużo więcej niż dług krajowy.

**Poziom
zadłużenia
Skarbu
Państwa
wynosił 792
mld zł.**

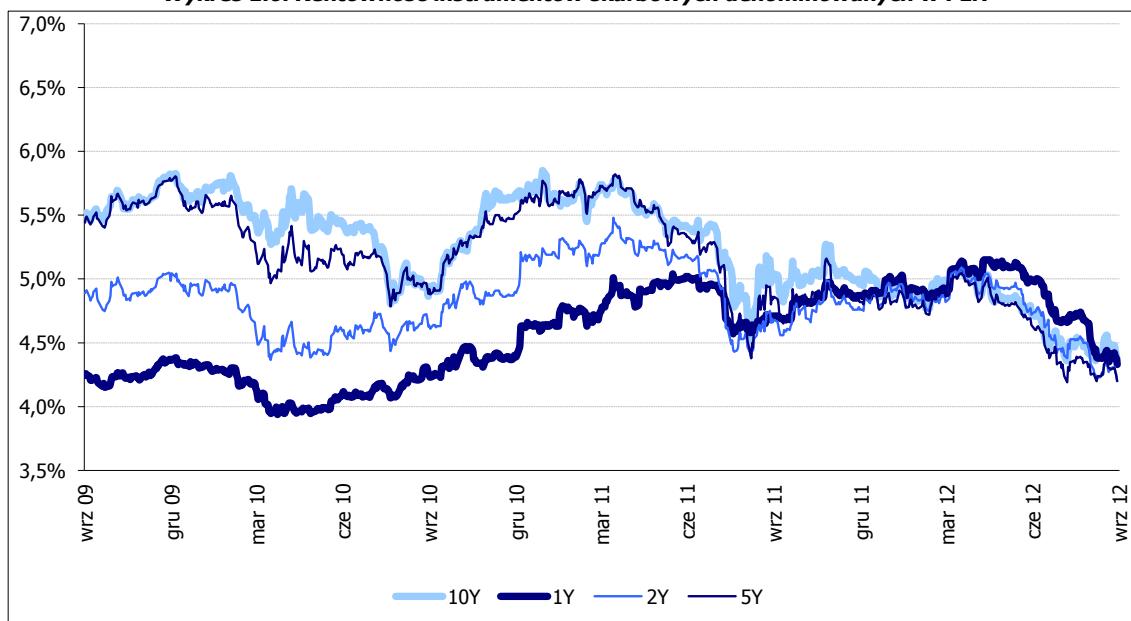
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2009 roku do września 2012 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją do konwergencji rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

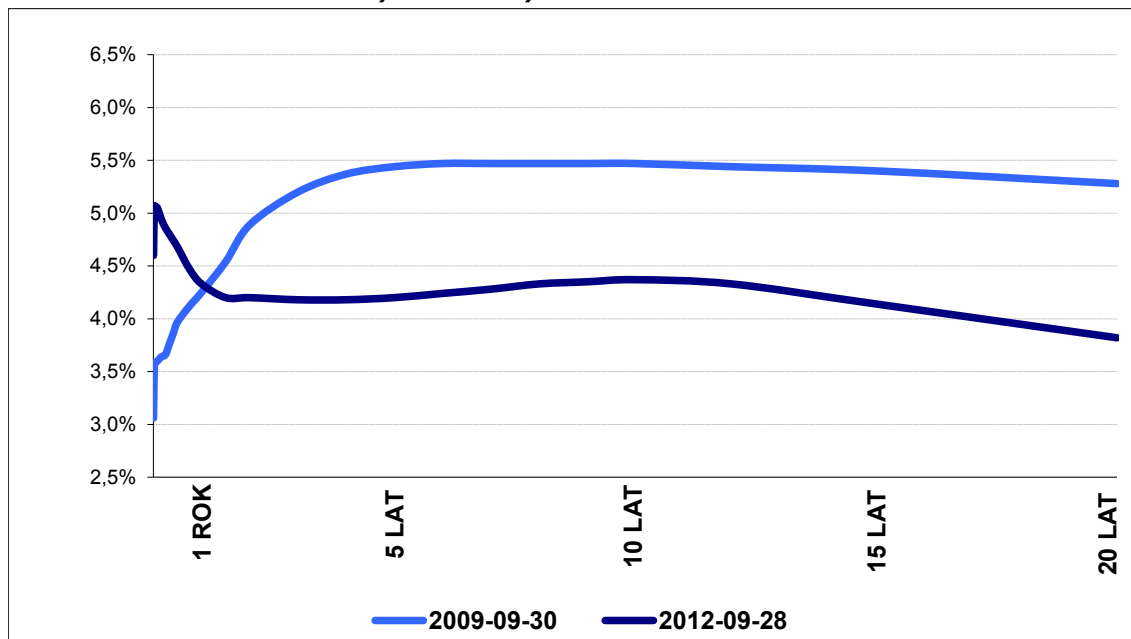


Źródło: Reuters

W okresie od września 2009 roku do września 2012 roku wyraźnie zmienił się kształt krzywej rentowności na polskim rynku. Na początku okresu miała typowy kształt – wklęsły i rosnący. W ciągu kolejnych 36 miesięcy krzywa właściwie się spłaszczyła, a jej długi koniec (15 i 20 lat) znalazł się poniżej poziomu dla średniej a nawet krótkiej zapadalności. Można to tłumaczyć bardzo dużą niepewnością na rynkach, podsycaną kryzysem fiskalnym w UE.

**Znacząco
zmienił się
kształt
krzywej
rentowności
na rynku
polskim.**

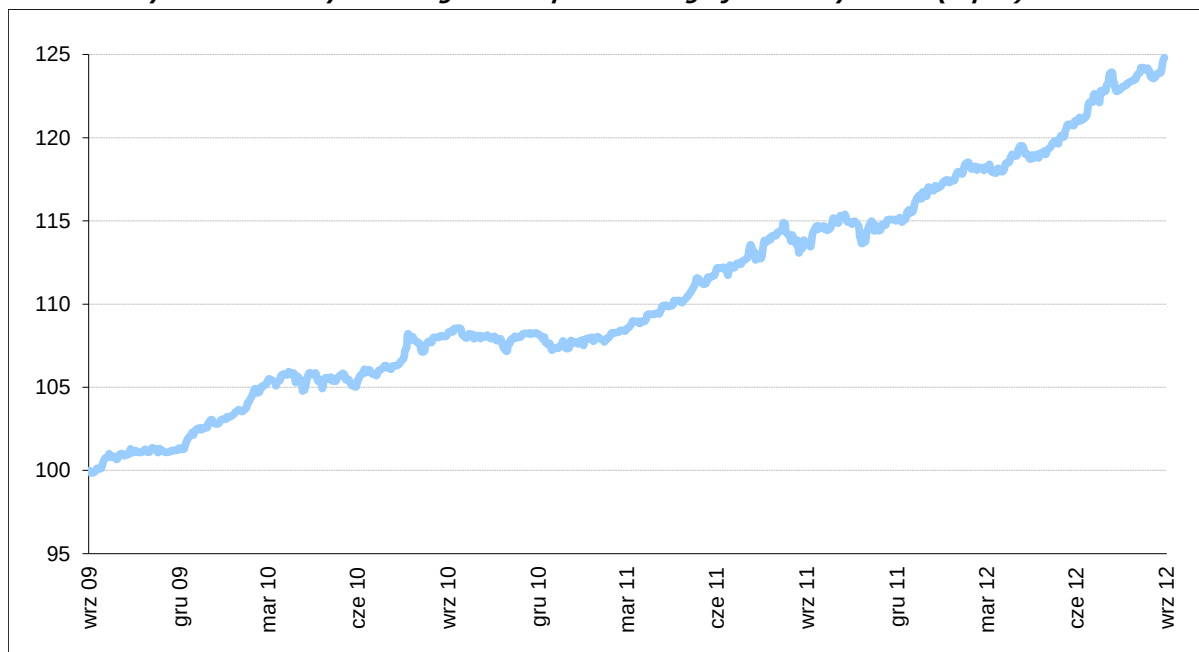
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 24,8%. Obserwujemy stabilny, niemalże liniowy wzrost tego indeksu.

Wykres 1.8. Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)



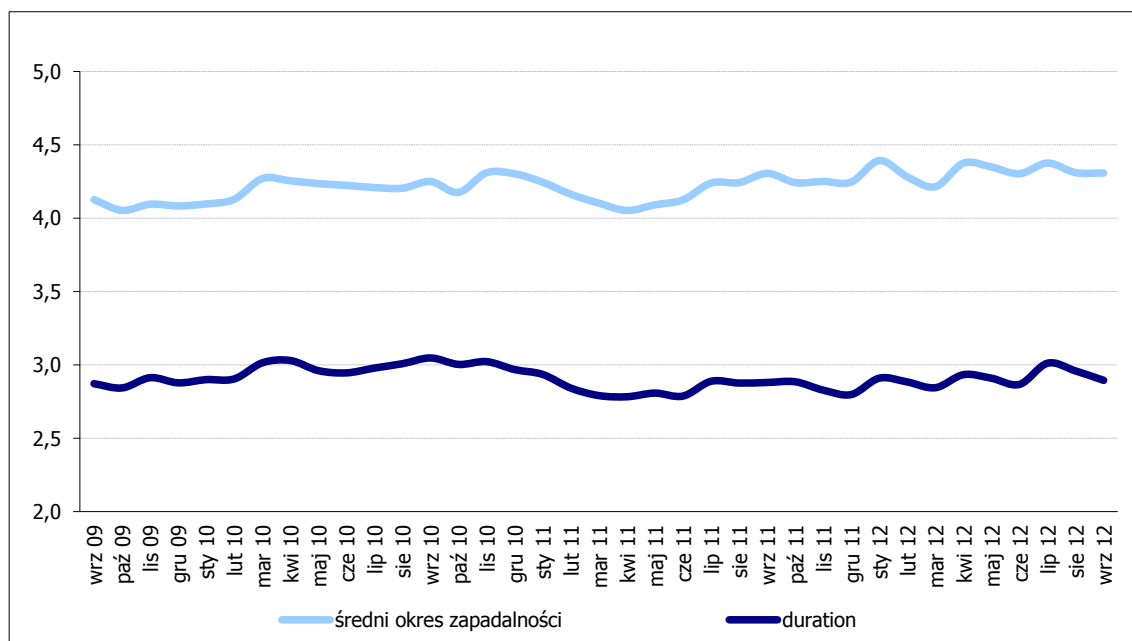
Wartość na dzień 30.09.2009 = 100

Źródło: Reuters (FTSE Poland Government Total Performance Index), obliczenia własne

W okresie od września 2009 roku do września 2012 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła z poziomu 4,1 roku na początku okresu do poziomu 4,3 w roku 2012, osiągając w styczniu 2012 trzyletnie maksimum na

poziomie 4,4. W analizowanym okresie tylko minimalnie zmieniła się średnia duration skarbowych papierów wartościowych z 2,87 na 2,90 we wrześniu 2012 roku.

Wykres 1.9. Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)



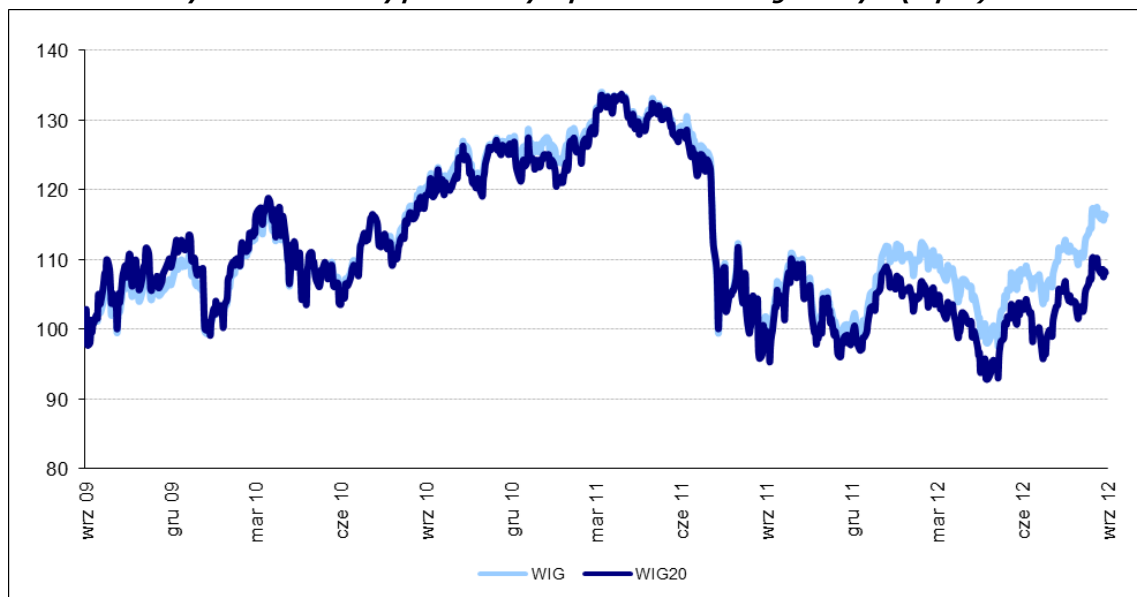
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 16%, a indeks WIG20 jedynie 8%.

Sytuacja na rynku krajowych instrumentów udziałowych w okresie od września 2009 roku do września 2012 roku zmieniała się dynamicznie. Rok 2009 to okres wyraźnego odbicia wartości indeksów po kryzysowym uderzeniu w 2008 roku. Odreagowanie to trwało dwa lata, zakończyło się krótką stabilizacją w II kwartale 2011 i silnymi spadkami w III kwartale 2011. Przez kolejny rok indeksy poruszały się w trendzie bocznym, z nieznacznie zarysowaną tendencją wzrostową w trzecim kwartale 2012 roku. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 16% swojej wartości, a indeks WIG20 8%, co można uznać za słaby wynik, biorąc pod uwagę, że punktem odniesienia w takiej analizie jest głęboki pokryzysowy „dołek”.

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)



Wartość na dzień 30.09.2009 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W latach 2009 i 2010 wszystkie indeksy odnotowały wzrosty, ale już w roku 2011 wszystkie indeksy spadały. Pierwsze trzy kwartały 2012 roku to ponowne wzrosty, wywołane chwilowym ustabilizowaniem się sytuacji w strefie EURO. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała ponad dwukrotnie wartość rynkową spółek zagranicznych, przy czym łączna kapitalizacja na koniec 3 kwartału 2012 roku była niższa od tej z roku 2009. Systematycznie rosła też liczba notowanych spółek osiągając na koniec okresu wartość 435.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-IX 2012	2011	2010	2009
Liczba spółek	435	426	400	379
w tym zagraniczne	41	39	27	25
liczba debiutów	12	38	34	13
liczba wycofań	3	12	13	8
Wartości indeksów				
WIG20	2 371	2 144	2 744	2 389
mWIG40	2 353	2 174	2 805	2 346
sWIG80	9 851	8 497	12 220	11 091
WIG	43 740	37 595	47 490	39 986
WIG-Plus*	719	716	1 208	1 000
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20	10,58%	-21,85%	14,88%	33,47%
mWIG40	8,25%	-22,51%	19,57%	55,24%
sWIG80	15,94%	-30,47%	10,18%	61,85%
WIG	16,34%	-20,83%	18,77%	46,85%
WIG-Plus*	0,44%	-40,47%	20,84%	---
Kapitalizacja (w mln zł)				
spółki łącznie	693 108	642 863	796 482	715 821
krajowe	483 977	446 151	542 646	421 178
zagraniczne	209 131	196 712	253 836	294 643
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	161 172	268 139	234 288	175 943
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	143 457	250 589	206 857	166 696
Liczba transakcji na sesję	47 021	55 343	48 393	51 395

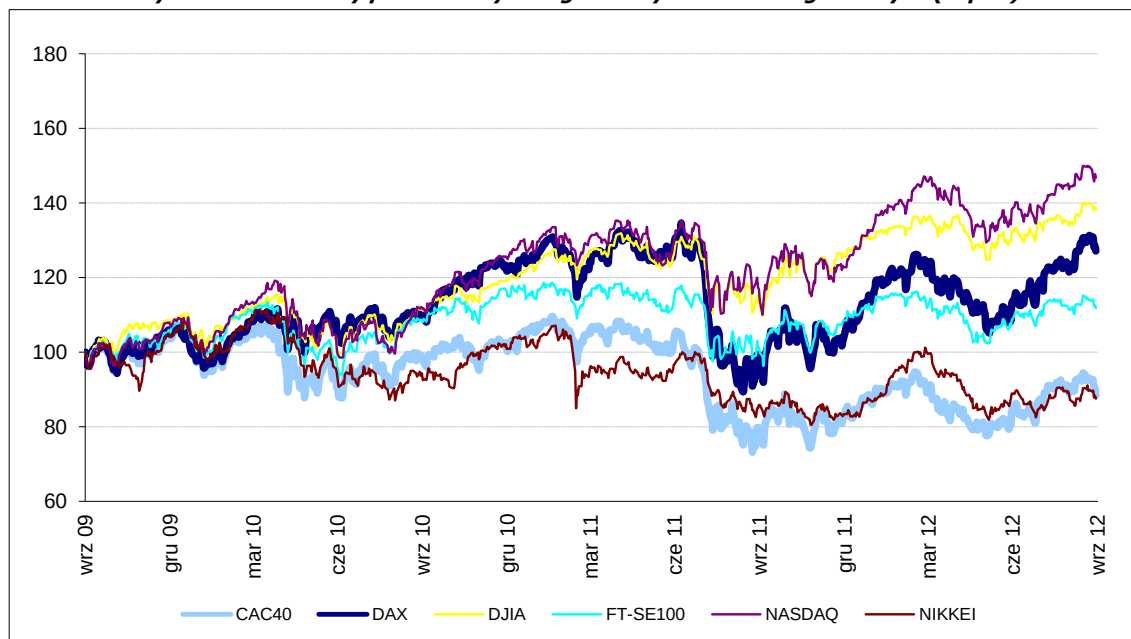
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

*Indeks WIG-Plus został wprowadzony w 2011 roku i dotyczy najmniejszych spółek GPW (kapitalizacja do 50 milionów euro). Punkt startowy indeksu to 31 grudnia 2009, a wartość startowa 100 pkt.

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych wykazywała w omawianym okresie dużą zmienność. Należy wyróżnić cztery podstawowe okresy: pierwszy, trendu wzrostowego do marca 2010 roku, drugi – stabilizacji, od marca 2010 roku do marca 2011 roku, trzeci – trendu spadkowego od marca 2011 roku, i czwarty, stabilno-wzrostowy, od września 2011. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć w coraz większym stopniu różnią się znacząco skalą wahań. Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie najwyższą dynamikę wzrostu osiągały indeksy rynku USA, z drugiej strony indeksy giełdowe Japonii i Francji odnotowały dynamikę ujemną.

Wykres 1.11. Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)



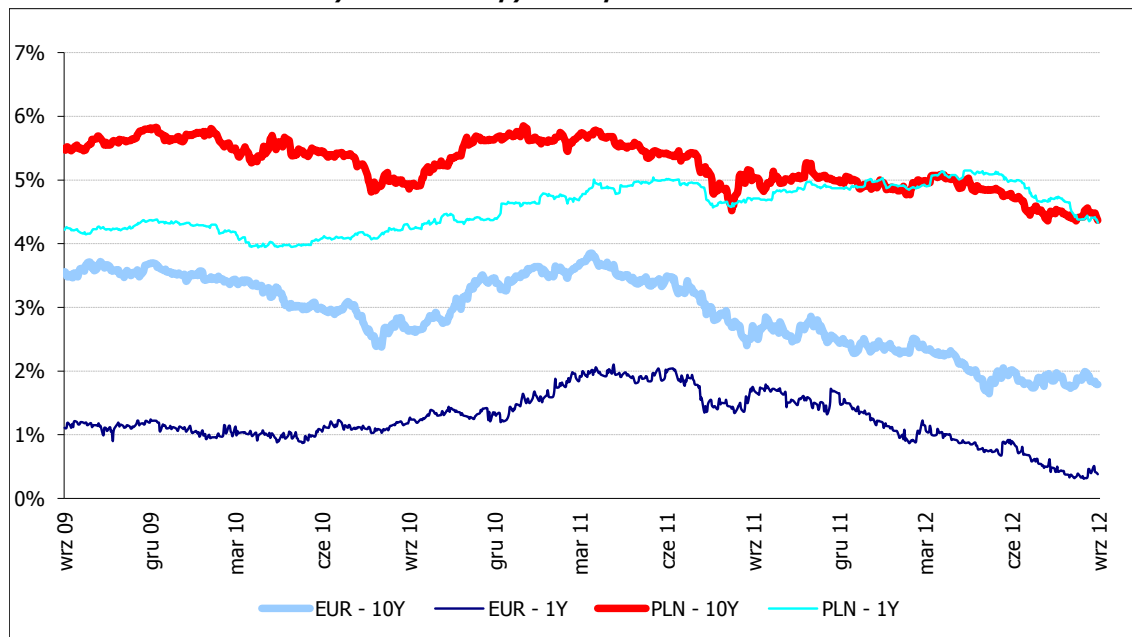
Wartość na dzień 30.09.2009 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy tym utrzymał się silny dysparytet między stopami krótkookresowymi, który na koniec III kwartału 2012 wyniósł 4 punkty procentowe. Wzrósł natomiast dysparytet pomiędzy stopami dziesięcioletnimi, który na początku okresu wynosił 1 punkt procentowy a na koniec 2 punkty. Wyraźna jest również konwergencja krótkiej i długiej stopy związana ze spłaszczeniem się krzywej dochodowości na polskim rynku finansowym.

Stopy
zerokupono
we na rynku
polskim były
wyższe od
stóp strefy
euro.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

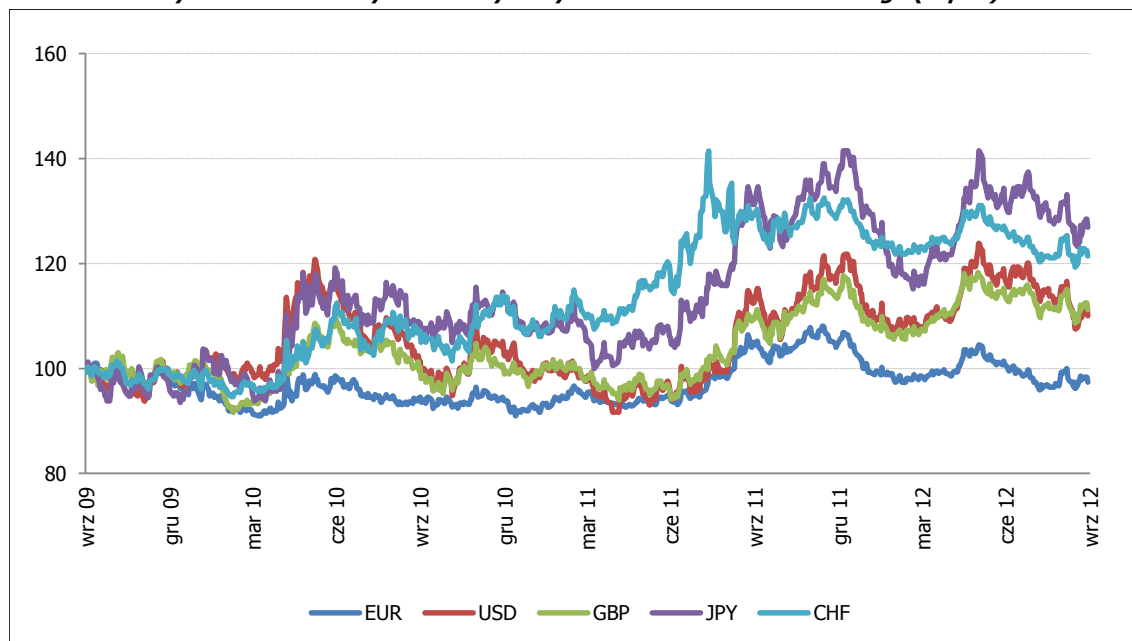


Źródło: Reuters

W roku 2009 kurs walutowy wykazywał słaby, ale stabilny trend aprecjacyjny, zwłaszcza do EURO i USD. II kwartał 2011 roku to początek okresu osłabienia polskiej waluty w reakcji na wzrost niepewności na rynkach finansowych. I kwartał 2012 przyniósł zaś słaby trend aprecjacyjny. W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem jena japońskiego i franka szwajcarskiego, które to waluty przez większość czasu podlegały silnej aprecjacji w stosunku do praktycznie wszystkich innych głównych światowych walut. Najbardziej stabilny był natomiast kurs złotówki względem euro, które w 2012 roku słabło względem innych światowych walut.

III kwartał 2011 to osłabienie polskiej waluty, wywołane wzrostem niepewności na rynkach finansowych.

Wykres 1.13. Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)



Wartość na dzień 30.09.2009 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec
września
2012 roku
do OFE
należało
16 mln
członków.

Na koniec września 2012 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 16 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 1,7 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w dziesięciu otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku czterech podmiotów liczba członków zmniejszyła się. Największy przyrost członków odnotował AXA OFE (394,5 tys.). Pozytywnie na tle rynku wypadł także Generali OFE, któremu przybyło 336,5 tys. członków.

Na zmianę liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 1,8 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przejściem na wcześniejszą emeryturę lub przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Liczba członków OFE w latach 2009 - 2012

OFE	Liczba członków w dniu 30.09.2009	Saldo transferów w okresie X 2009 – IX 2012	Losowania w okresie X 2009 – IX 2012	Umowy pierwszorzutowe w okresie X 2009 – IX 2012	Liczba członków w dniu 28.09.2012
AEGON OFE	762 676	70 043	76 960	61 430	951 170
Allianz Polska OFE	388 518	9 408	121 235	39 246	553 873
Amplico OFE	1 105 097	14 785	121 006	40 951	1 270 620
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 898 121	-282 957	0	68 351	2 674 404
AXA OFE	768 277	183 141	121 234	105 362	1 162 730
Generali OFE	670 117	85 182	180 893	79 250	1 006 590
ING OFE	2 898 240	-111 679	0	241 287	3 008 667
Nordea OFE	813 793	33 663	15 610	31 356	888 782
Pekao OFE	350 057	-22 687	10 522	15 159	343 143
PKO BP Bankowy OFE	421 803	90 737	119 538	41 991	658 356
OFE Pocztylion	471 381	-30 711	76 965	89 538	596 412
OFE Polsat	328 107	-26 499	0	6 339	301 152
OFE PZU „Złota Jesień”	2 092 524	610	0	157 608	2 224 247
OFE WARTA	313 567	-13 036	0	14 121	311 773
Razem	14 282 278	0	843 963	991 989	15 951 919

Zestawienie nie wyczerpuje wszystkich czynników wpływających na zmianę liczby członków w analizowanym okresie, np. zgonów członków, weryfikacji rejestrów bądź wyjścia członka z systemu OFE.

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

Fundusze emerytalne pozyskują członków przede wszystkim na rynku pierwotnym, czyli spośród osób, które dopiero zaczynają podlegać obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu. Pozyskanie członka z rynku pierwotnego odbywa się poprzez zapisanie się ubezpieczonego do wybranego OFE lub uzyskanie członkostwa w funduszu w trybie losowania.

1,4 mln
członków
zmieniło
fundusz
emerytalny.

Część funduszy znaczną część nowych klientów pozyskiwała na rynku wtórnym, czyli poprzez przejście członków innych funduszy w trybie transferu. W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,4 mln członków, czyli więcej niż samodzielnie wybrało fundusz (1 mln) czy zostało wylosowanych (0,8 mln). Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 120 tys. osób. Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w listopadzie 2010 roku (162 683), zaś najmniej w sierpniu 2012 roku (2 125).

Począwszy od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Ma to duży wpływ na pozyskiwanie członków z rynku pierwotnego. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. Wzrosła natomiast liczba osób, które członkostwo

uzyskają w trybie losowania. W sesji transferowej z sierpnia 2012 roku widać już w pełni wpływ zakazu akwizycji: liczba osób zmieniających fundusz w tej sesji stanowiła tylko 1,3% liczby osób uczestniczących w transferach w rekordowej sesji z listopada 2010 roku.

W okresie od września 2009 roku do września 2012 roku miało miejsce 6 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 844 tys. osób, z czego najwięcej (181 tys.) trafiło do Generali OFE.

Od początku 2009 roku rozpoczęła się również faza dekulacji środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Wraz z wejściem w życie ustawy o emeryturach kapitałowych, OFE rozpoczęły proces przekazywania środków z przeznaczeniem na wypłaty emerytur okresowych dokonywane przez ZUS. Przepisy normujące zasady wypłat świadczeń emerytalnych pozwalają także na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej, co wiąże się z przekazaniem środków z OFE do budżetu. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na wielkość aktywów OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, które przeszły dotychczas na emeryturę był stosunkowo niewielki.

Od początku 2009 roku rozpoczęła się faza dekulacji środków zgromadzonych w OFE.

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2012 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 57,5 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 2%. Na rynku działa pięć funduszy. Trzy z nich odnotowały wzrost liczby członków, jednak największy fundusz - PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A., stracił 7,8% członków, co ze względu na jego duży udział w rynku przełożyło się na spadek wskaźnika dynamiki dla rynku.

Do PFE należy ponad 57 tys. członków.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE w latach 2009 - 2012

PFE	30.09.2009	30.09.2010	30.09.2011	28.09.2012
PFE "Nowy Świat"	7 440	7 422	7 459	7 335
PFE NESTLE POLSKA	1 974	2 271	2 418	2 504
PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A.	35 370	33 717	31 885	32 599
PFE UNILEVER POLSKA	1 938	2 165	2 360	2 559
PFE Słoneczna Jesień	11 939	11 948	12 476	12 487
Razem	58 661	57 523	56 598	57 484

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Wg stanu na koniec września 2012 roku na rynku działało siedem DFE, do których należało 96,6 tys. członków. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając w ten sposób z ulgi podatkowej. W ostatnim kwartale roku można się więc spodziewać dalszego wzrostu liczby członków, dla których aspekt podatkowy jest ważnym czynnikiem decyzyjnym.

Do DFE należy 96,6 tys. członków.

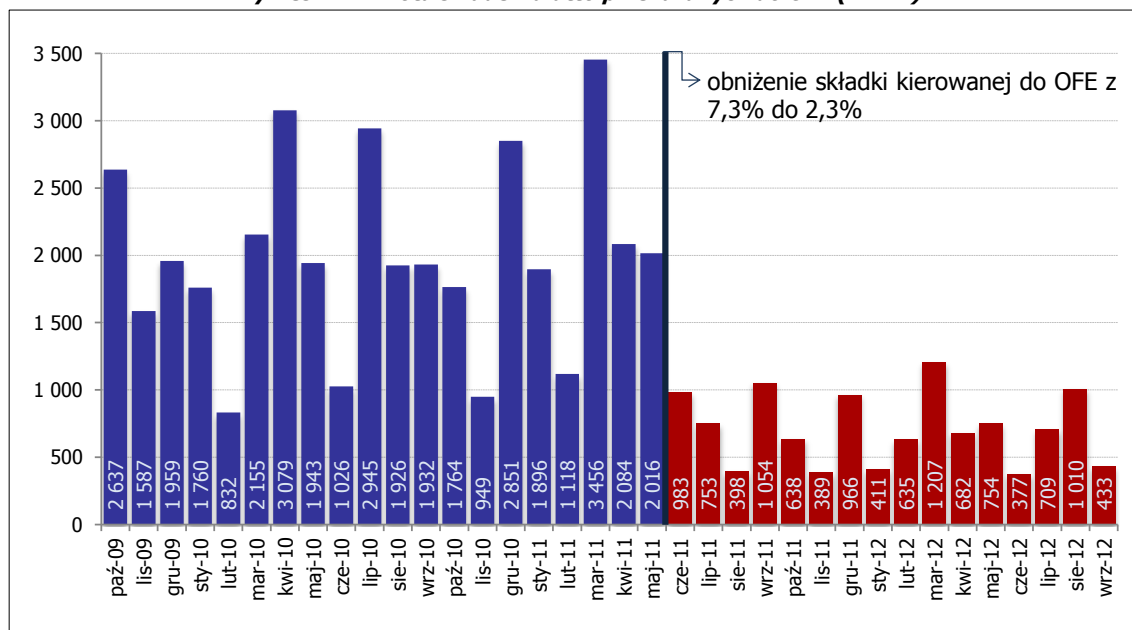
2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2009 roku do końca września 2012 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 51,3 mld zł (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Oznacza to, że średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie 1,4 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2011 roku (3,5 mld zł), zaś najmniejsza w czerwcu 2011 roku (0,4 mld zł). Od 1 maja 2011 roku obowiązuje nowelizacja ustawy dotycząca obniżenia składki do OFE. Odprowadzane jest 2,3% podstawy wymiaru składki

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 51,3 mld zł składek.

a wcześniej wskaźnik ten wynosił 7,3%. Składki przekazane zgodnie z nowym wskaźnikiem wpłynęły do OFE po raz pierwszy dopiero w czerwcu 2011.

Wykres 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)

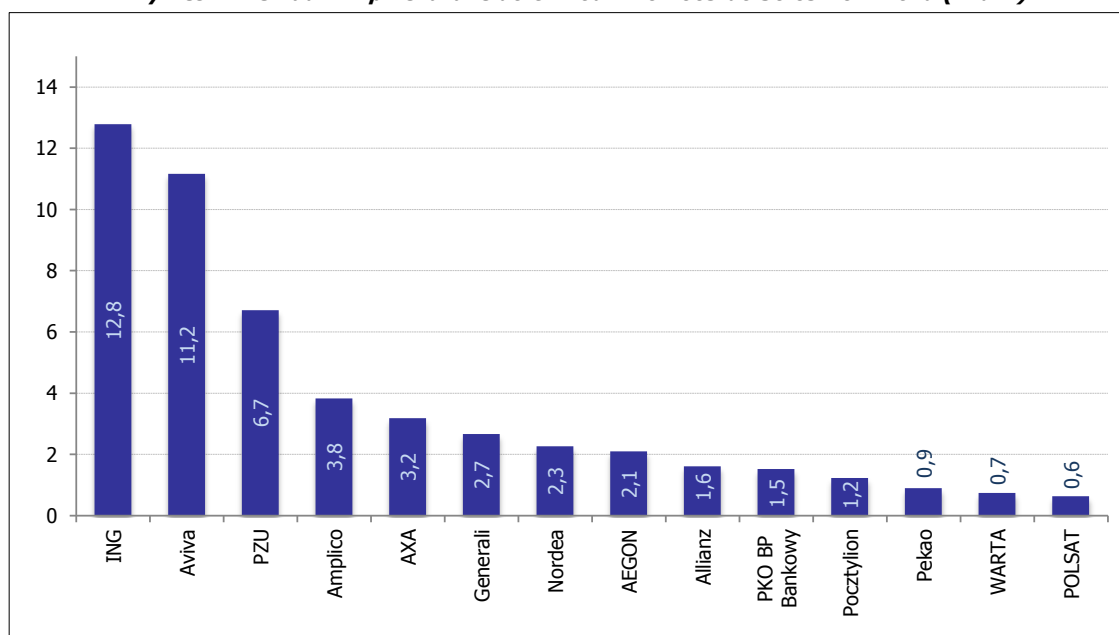


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

**Prawie
połowa
składek
trafiła do
ING OFE
oraz Aviva
OFE Aviva
BZ WBK.**

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (12,8 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (11,2 mld zł) – fundusze te otrzymały 46,7% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 0,7 mld zł oraz 0,6 mld zł.

Wykres 2.2. Składki w przekazane do OFE od 1.10.2009 do 30.09.2012 roku (mld zł)



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Z początkiem 2009 roku otwarte fundusze emerytalne zaczęły przekazywać środki na wypłatę emerytur. W okresie od stycznia 2009 roku do września 2012 roku dokonano łącznie 37 497 wypłat (2 440 wypłat pierwszorazowych i 35 057 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę ponad 3,2 mln zł (0,5 mln zł wypłat pierwszorazowych oraz 2,8 mln zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych).

Tabela 2.3. Okresowe emerytury kapitałowe od stycznia 2009 do września 2012 roku

OFE	Wyплаты pierwszorazowe		Regularne wypłaty miesięczne		Przeciętne miesięczne świadczenie (w zł)
	Liczba wypłat	Kwota wypłat (w zł)	Liczba wypłat	Kwota wypłat (w zł)	
AEGON OFE	179	25 305,79	2 588	157 270,77	60,77
Allianz Polska OFE	74	17 569,15	911	81 013,74	88,93
Amplico OFE	250	52 053,19	3 721	305 570,57	82,12
Aviva OFE Aviva BZ WBK	338	85 449,62	4 771	444 589,15	93,19
AXA OFE	131	21 487,09	1 794	113 675,24	63,36
Generali OFE	142	22 035,20	2 144	147 870,90	68,97
ING OFE	481	128 507,57	7 421	808 390,58	108,93
Nordea OFE	119	17 139,54	1 670	98 544,36	59,01
Pekao OFE	66	10 993,79	963	56 303,73	58,47
PKO BP Bankowy OFE	75	11 743,49	1034	61 753,78	59,72
OFE Pocztylion	116	15 057,27	1 809	97 096,23	53,67
OFE POLSAT	45	3 512,58	628	22 949,21	36,54
OFE PZU "Złota Jesień"	374	56 786,98	4 895	318 673,96	65,10
OFE WARTA	50	9 034,32	708	38 079,96	53,79
Razem	2 440	476 676	35 057	2 751 782	78,49

Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Ze względów technicznych, pierwsze świadczenie, jakie otrzymuje osoba uprawniona z systemu kapitałowego, czyli wypłata pierwszorazowa, obejmuje najczęściej okres dłuższy niż miesiąc. Z tego względu wartość tego pierwszego świadczenia jest inna (najczęściej wyższa – średnia wyniosła 195 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 78,49 zł).

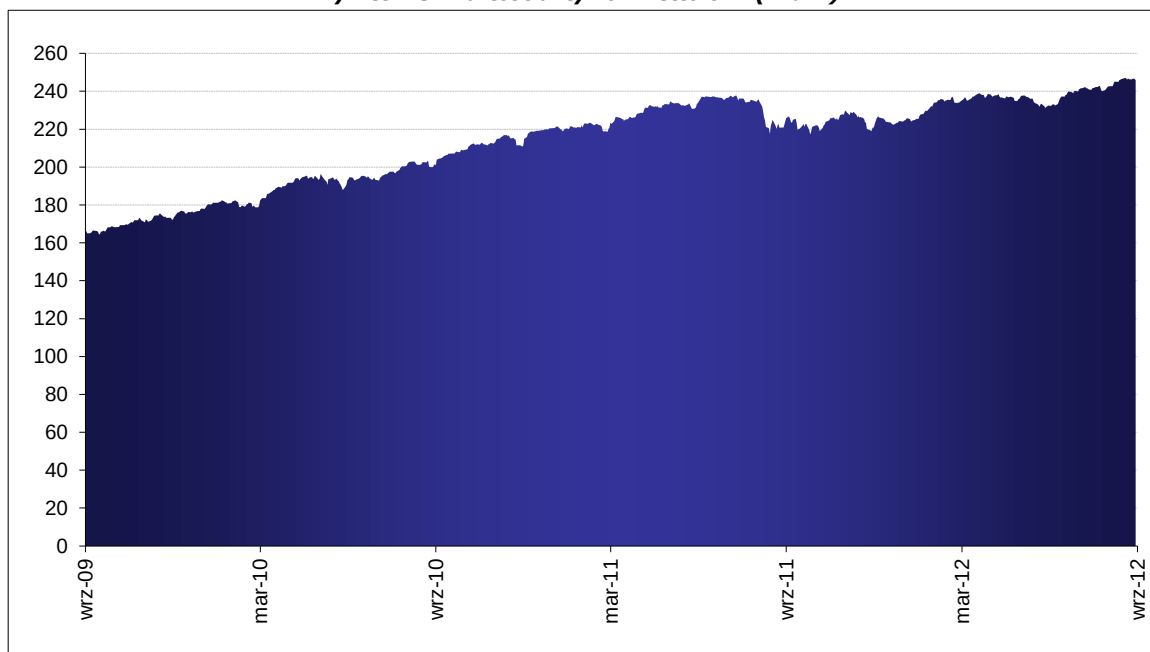
**Średnia
wysokość
emerytury
wypłacanej
co miesiąc z
OFE wynosi
78,49 zł.**

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2012 roku OFE miały 252,5 mld zł aktywów netto.

Na koniec września 2012 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 252,5 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 84,2 mld zł. W pierwszej części analizowanego okresu, do lipca 2011 roku, aktywa netto OFE dynamicznie rosły, głównie za sprawą dobrej koniunktury na rynku akcji. W sierpniu 2011 roku nastąpił jednak gwałtowny spadek wartości aktywów spowodowany złą sytuacją na polskim rynku finansowym. W kolejnych miesiącach koniunktura na rynku finansowym uległa tylko niewielkiej poprawie, co w połączeniu z istotnie zmniejszonym napływem nowych składek, sprawiło, że tempo przyrostu aktywów spadło.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły ING OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2012 roku wyniósł 59,9%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 3,6 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły AXA OFE, Generali OFE oraz PKO BP Bankowy OFE (wzrost odpowiednio o: 1,3 i 0,8 oraz 0,7 pkt proc.), co było skutkiem wysokiego dodatniego salda transferowego w tych funduszach, a także skuteczności w pozyskiwaniu członków na rynku pierwotnym. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (2,9 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (zł)

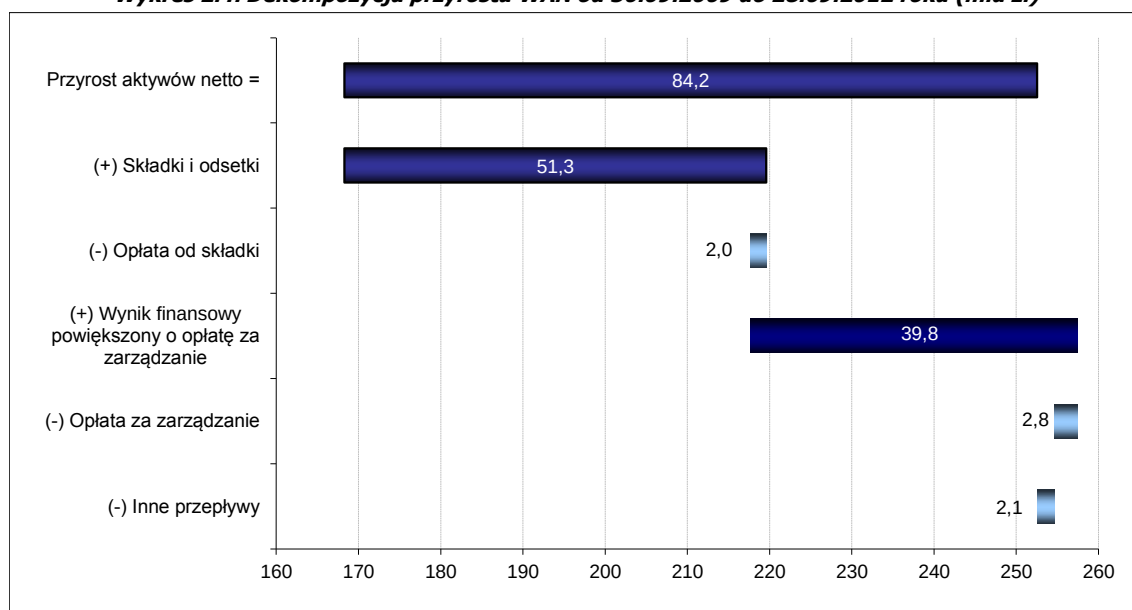
OFE	2009-09-30		2012-09-28	
AEGON OFE	6 891 511 203,20	4,1%	10 810 900 438,06	4,3%
Allianz Polska OFE	4 671 399 007,95	2,8%	7 641 976 235,79	3,0%
Amplico OFE	13 031 323 606,14	7,7%	20 011 879 353,04	7,9%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	42 961 593 536,77	25,5%	57 073 528 803,74	22,6%
AXA OFE	8 486 566 003,91	5,0%	15 892 859 493,23	6,3%
Generali OFE	7 143 155 375,95	4,2%	12 709 479 056,23	5,0%
ING OFE	40 717 214 813,12	24,2%	60 219 166 327,23	23,8%
Nordea OFE	6 403 913 588,25	3,8%	11 240 041 718,77	4,5%
Pekao OFE	2 679 634 510,50	1,6%	3 778 735 494,45	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	4 699 462 387,63	2,8%	8 840 046 346,15	3,5%
OFE Pocztylion	3 294 872 261,08	2,0%	4 774 813 035,22	1,9%
OFE POLSAT	1 598 834 089,21	1,0%	2 213 872 335,78	0,9%
OFE PZU "Złota Jesień"	23 238 058 565,69	13,8%	33 936 370 520,86	13,4%
OFE WARTA	2 460 242 483,69	1,5%	3 379 734 229,69	1,3%
Razem	168 277 781 433,09	100,0%	252 523 403 388,24	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Przyrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 84,2 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 51,3 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 37 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 39,8 mld zł). Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata za zarządzanie (wartość na poziomie 2,8 mld zł) oraz opłata od składki (2,0 mld zł).

W ciągu trzech lat aktywa netto OFE wzrosły o 84,2 mld zł.

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu WAN od 30.09.2009 do 28.09.2012 roku (mld zł)



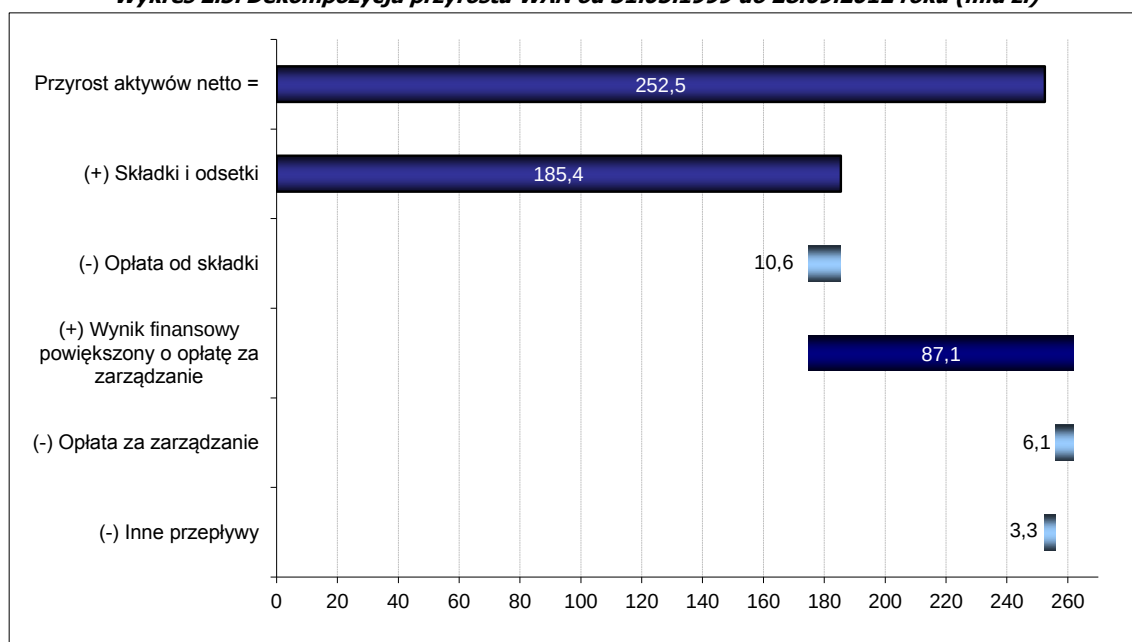
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W bilansach funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE, wypłaty emerytur okresowych, a także przekazanie środków z OFE do budżetu państwa w przypadku osób wychodzących z kapitałowego systemu emerytalnego na podstawie odrębnego przepisu obowiązującego od 7 lutego 2009 roku. Przepis ten pozwala na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej. Taka emerytura przysługuje osobom osiągnięciem wieku emerytalny w latach 2009–2013. W praktyce kobietom, które w tym czasie skończą 60 lat. Saldo tych wszystkich operacji składających się na inne przepływy wyniosło w skali trzech lat ok. –2,1 mld zł.

**Zysk OFE od
początku
ich istnienia
to
81 mld zł.**

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2012 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (185,4 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (81 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie, jest to kwota 87,1 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (10,6 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (6,1 mld zł).

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu WAN od 31.05.1999 do 28.09.2012 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

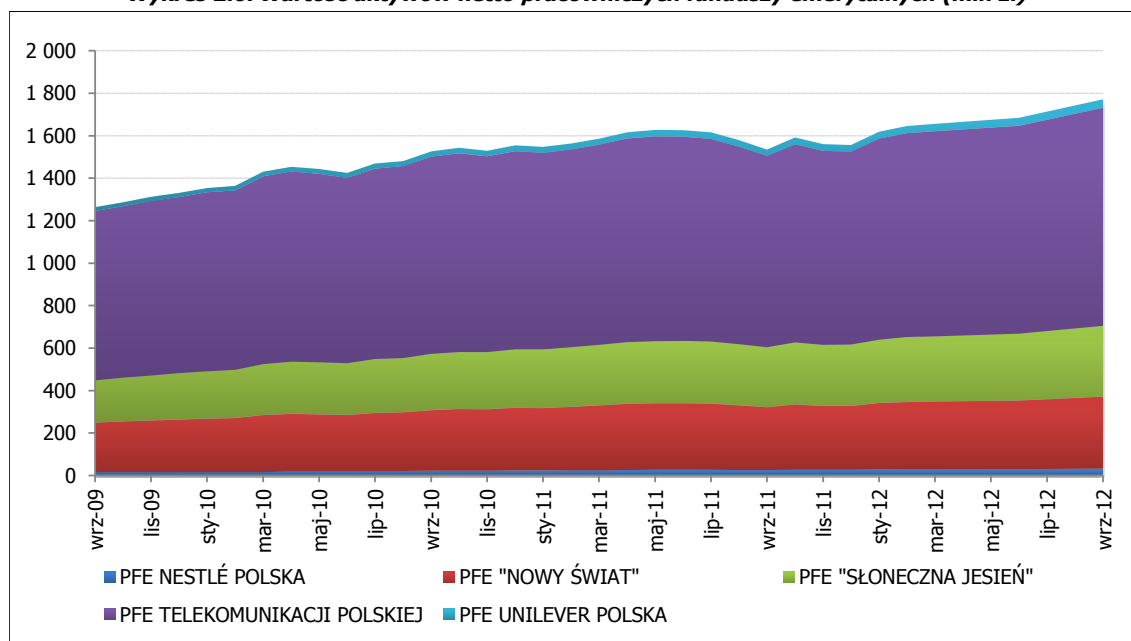
2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2012 roku kształtowała się na poziomie 1,77 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 40%). Aktywa zgromadzone w ramach tej formy prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec września 2012 roku 0,7% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych.

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Telekomunikacji Polskiej. Na koniec września 2012 roku dysponował on aktywami o wartości 1 mld zł, co dawało mu 58% udziału w rynku.

Na koniec września 2012 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,8 mld zł.

Wykres 2.6. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (mln zł)



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na dzień 28 września 2012 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało siedem podmiotów: Allianz DFE, ING DFE, MetLife Amplico DFE, Nordea DFE, PKO DFE, DFE Pocztylion Plus, DFE PZU. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 1,5 mln zł.

Na koniec września 2012 roku aktywa netto DFE wyniosły 1,5 mln zł.

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

**Średnia
ważona stopa
zwrotu OFE
wyniosła
19,3%
w okresie
trzech lat.**

W dniu 4 października 2012 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2012 roku, wyniki funduszy się pogorszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 19,3%, a minimalna stopa zwrotu 9,6%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej.

Było to siedemnaste ustalenie przez organ nadzoru średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres obejmujący 3 lata dokonywane w okresach półrocznych.

**Różnica
między
najwyższą i
najniższą
stopą zwrotu
OFE wyniosła
9,3 pkt proc.**

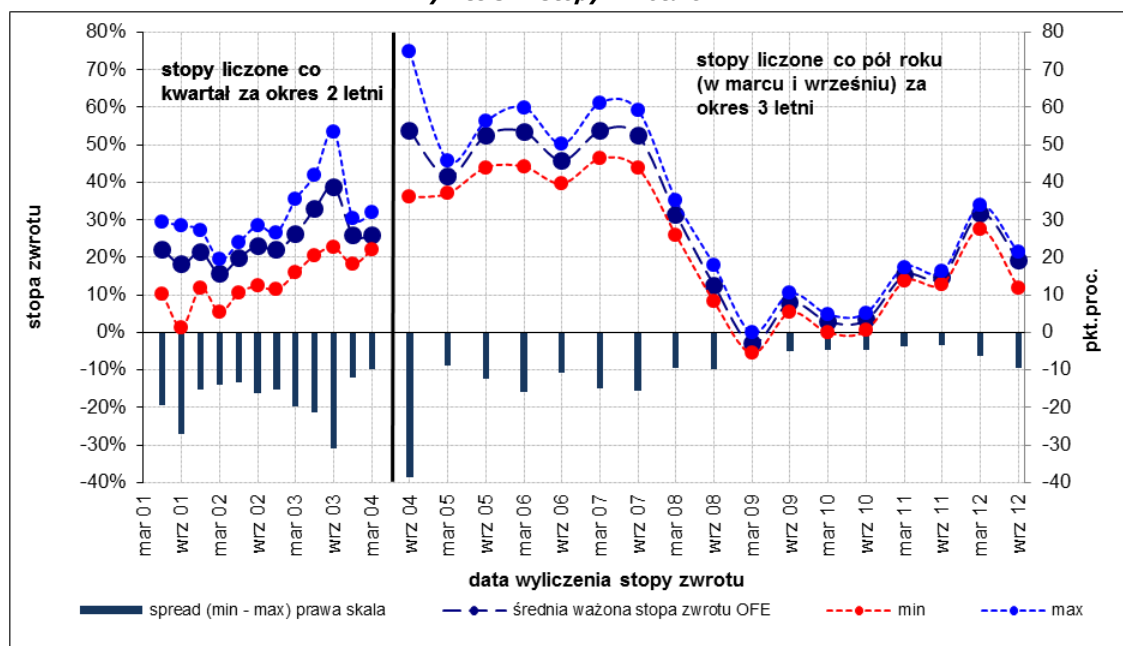
W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Najlepszy Nordea OFE osiągnął stopę zwrotu 21,3%, a najsłabszy OFE POLSAT 12,0%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 9,3 pkt proc. (w poprzednim półroczu 6,2 pkt proc.). Podobnie jak w trakcie poprzedniego naliczenia zróżnicowanie stóp zwrotu OFE wzrosło.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2009	28.09.2012	
Nordea OFE	27,30	33,12	21,319%
ING OFE	28,53	34,61	21,311%
Allianz Polska OFE	25,27	30,58	21,013%
Amplico OFE	25,88	31,14	20,325%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	26,54	31,80	19,819%
OFE WARTA	27,28	32,61	19,538%
AXA OFE	26,78	31,94	19,268%
PKO BP Bankowy OFE	26,03	31,00	19,093%
Pekao OFE	25,67	30,23	17,764%
OFE PZU "Złota Jesień"	27,22	32,02	17,634%
Generali OFE	28,38	33,35	17,512%
AEGON OFE	26,59	31,22	17,413%
OFE Pocztylion	25,21	29,33	16,343%
OFE POLSAT	29,75	33,31	11,966%
Średnia ważona stopa zwrotu	19,284%		
Minimalna stopa zwrotu	9,642%		

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Stopy zwrotu OFE*



* Zgodnie z przepisami prawa do marca 2004 roku wyliczana była stopa zwrotu za okres 2 lat na ostatni dzień roboczy kwartału, od września 2004 roku wyliczana jest stopa zwrotu na ostatni dzień roboczy marca i września za okres 3 lat.

Źródło: KNF

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE mają wpływ na podział rachunków premialnych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premialnym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premialnego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premialnym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premialnym i procentowego wskaźnika premialnego. Procentowy wskaźnik premialny oblicza się jako iloraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który uzyskał najniższą stopę zwrotu oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusze o najwyższej i najniższej stopie zwrotu. Środki z rachunku rezerwowego mogą być wycofane i stanowić przychód PTE pod warunkiem że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez to towarzystwo za okres ostatnich 6 lat nie była niższa niż inflacja wyliczona za ten okres.

Tabela 3.2. Podział rachunku premialnego od 30.09.2009 do 28.09.2012 (zł)

OFE	Kwota na rachunek rezerwowy	Kwota do funduszu	Łącznie
ING OFE	71 764 458,35	23 258 059,78	95 022 518,12
Aviva OFE Aviva BZ WBK	31 882 345,40	61 766 898,66	93 649 244,06
OFE PZU "Złota Jesień"	30 992 992,40	23 104 687,99	54 097 680,40
Amplico OFE	22 514 471,58	7 995 598,92	30 510 070,50
AXA OFE	17 025 110,64	6 266 674,98	23 291 785,62
Generali OFE	13 258 206,70	5 568 109,95	18 826 316,64
Nordea OFE	10 762 206,72	6 059 547,46	16 821 754,18
AEGON OFE	7 480 360,97	8 949 135,56	16 429 496,53
PKO BP Bankowy OFE	9 219 397,53	3 049 623,66	12 269 021,18
Allianz Polska OFE	10 301 806,03	1 353 695,72	11 655 501,76
OFE Pocztynion	2 849 915,78	4 724 951,59	7 574 867,37
Pekao OFE	1 894 624,14	4 191 075,47	6 085 699,61
OFE WARTA	2 215 563,26	2 744 533,36	4 960 096,62
OFE POLSAT	945 864,95	2 676 781,34	3 622 646,29
Razem OFE	233 107 324,44	161 709 374,44	394 816 698,88

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

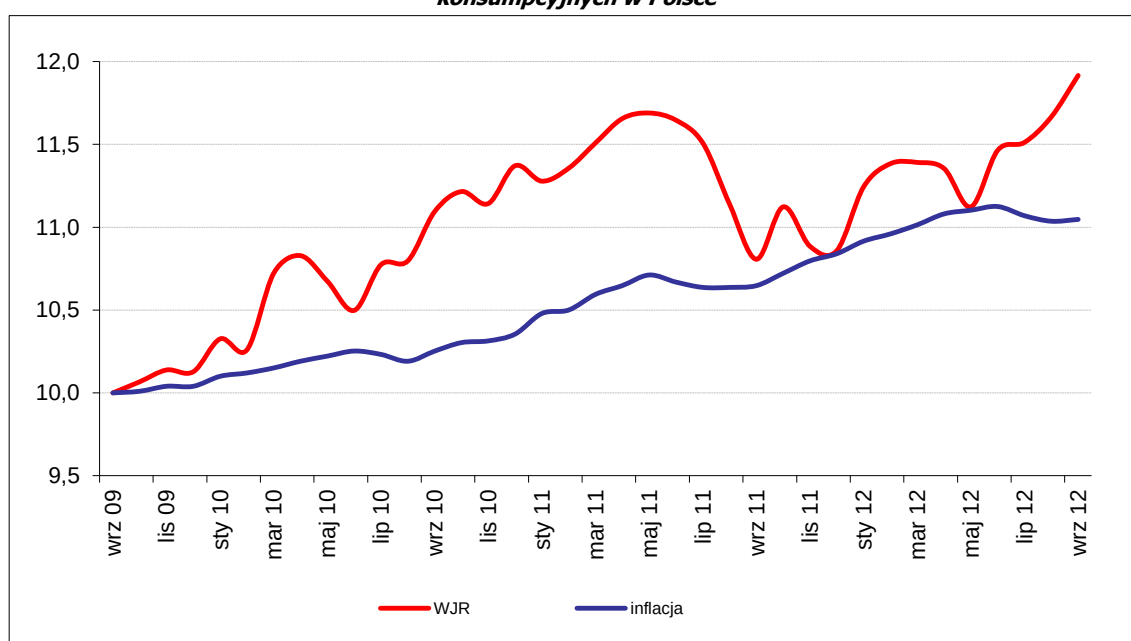
W ostatnim półroczu 59% środków z rachunku premiewego trafiło na rachunki rezerwowe PTE, a 41% wróciło do OFE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 7,9%.

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiewych OFE i podlegających podziałowi w okresie od 30 września 2009 do 28 września 2012 roku, wyniosła 394,8 mln zł, z czego 233,1 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 161,7 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Na taki podział środków z rachunku premiewego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągane przez największe podmioty: ING OFE i Aviva OFE. Z uwagi przeciwstawne wyniki inwestycyjne tych podmiotów, podział środków ustalił się na poziomie 59% i 41% na korzyść środków przekazanych na rachunek rezerwowy.

Nominalna stopa zwrotu OFE w ciągu całego badanego okresu była wyższa od wartości indeksu inflacji. Słabe wyniki inwestycyjne OFE pod koniec 2011 roku i w połowie 2012 roku sprawiły, że wyliczany od września 2009 roku wskaźnik indeksowany stopą zwrotu zbliżył się do wskaźnika indeksowanego inflacją. Od połowy 2012 roku OFE zaczęły odrabiać straty, co przy jednoczesnym spadku inflacji złożyło się na ostateczny rezultat, zgodnie z którym w analizowanym okresie średnia stopa zwrotu OFE była wyższa niż skumulowana inflacja. Otwarte fundusze od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku osiągnęły dodatnią realną stopę zwrotu wynoszącą 7,9%.

Wykres 3.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce

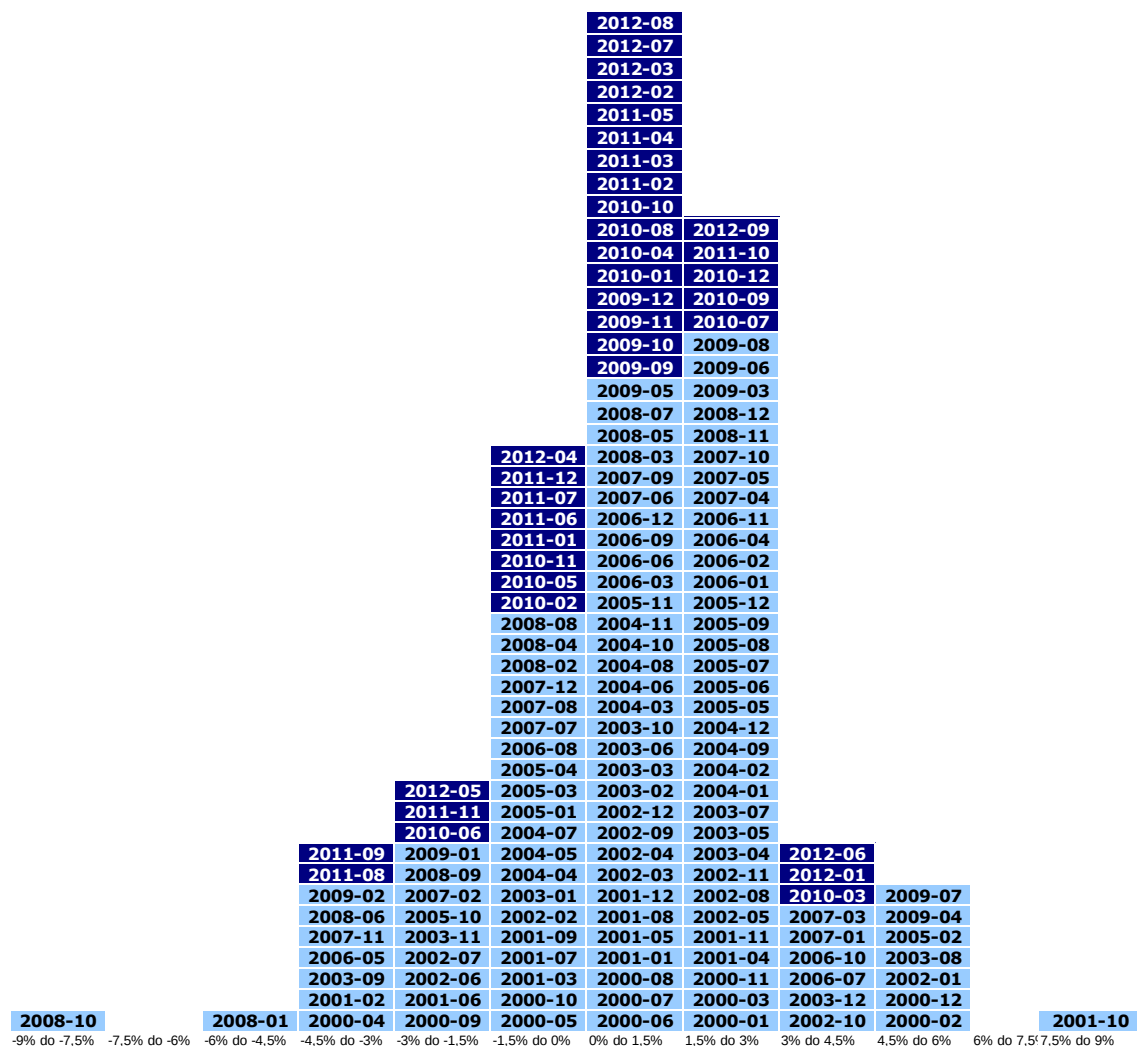


Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.09.2009=10

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2012 roku ukazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Stopy z okresu od września 2009 roku do września 2012 roku oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Był to najgorszy miesiąc w historii OFE. Stopa na poziomie $-8,3\%$ odchyła się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu $-4,8\%$). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2 pkt. proc. pojawiła się w październiku 2001 roku. Przewaga ciemnego koloru po stronie dodatnich stóp zwrotu wskazuje na to, że badany okres wpisał się pozytywnie w historię stóp zwrotu OFE pomimo silnych spadków odnotowanych na GPW w drugiej połowie 2011 roku.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2012



Źródło: obliczenia własne

W okresie od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego wyniosła 17,3% i była wyższa o 0,9 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG oraz wyższa o 9,1 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG20. *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 20,6 pkt proc.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych wyniosła 22,5% i była niższa o 0,7 pkt proc. niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 4,9 pkt proc.

**Stopa
zwrotu z
subportfela
akcyjnego
wyniosła
17,3% a z
dłużnego
22,5%.**

Tabela 3.3. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2009 roku do 28.09.2012 roku

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Minimum:	3,27%	19,74%
Średnia:	17,27%	22,54%
Mediana	18,37%	22,53%
Maksimum:	23,94%	24,62%
Indeks WIG	16,39%	
Indeks WIG20	8,17%	
Indeks WIG20TR	26,7%	
Indeks obligacji		24,82%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w spółkę KGHM POLSKA MIEDŹ, PKN ORLEN i PKO BP oraz Obligacje Skarbowe pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek CEDC i GLOBE TRADE CENTRE.

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 01.10.2009 roku do 28.09.2012 roku

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	3 371
DS1019	obligacje	2 772
IDS1018	obligacje	1 922
PKN ORLEN	akcje	1 894
PKO BP	akcje	1 860
WZ0118	obligacje	1 655
IZ0816	obligacje	1 641
PS0414	obligacje	1 622
DS1017	obligacje	1 587
WS0922	obligacje	1 491
NEW WORLD RESOURCES	akcje	-271
JSW	akcje	-310
ASSECO POLAND	akcje	-314
MOSTOSTAL WARSZAWA	akcje	-418
TVN	akcje	-550
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-598
PBG	akcje	-720
ROVESE	akcje	-762
CEDC	akcje	-932
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-983

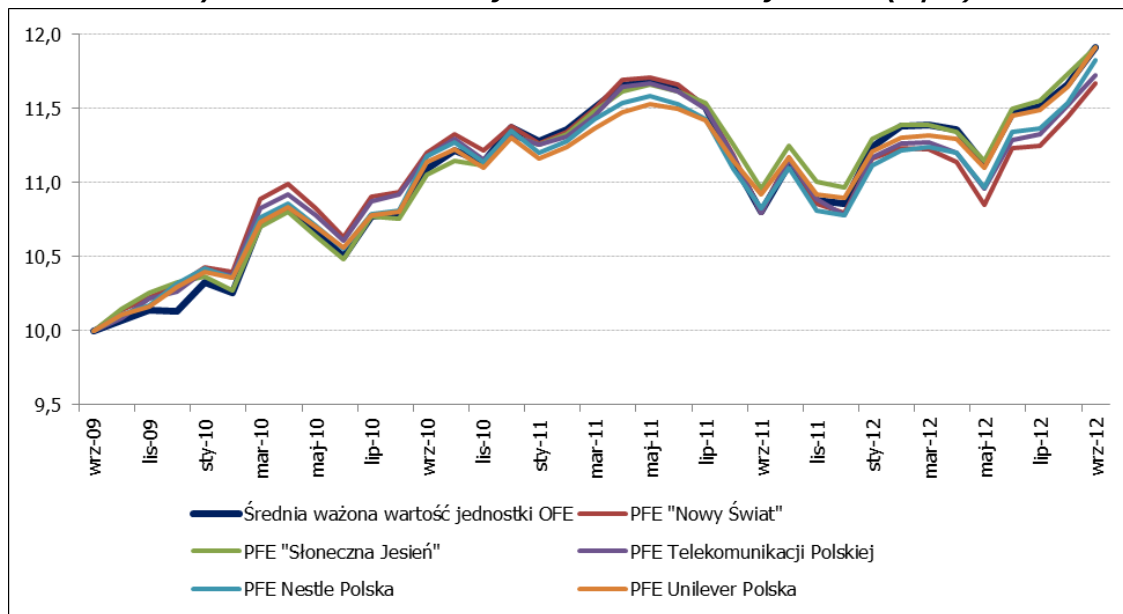
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 16,7% (PFE "Nowy Świat") do 19,2% (PFE Unilever Polska). Wszystkie PFE, w badanym okresie, osiągnęły wyniki gorsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 16,7% do 19,2%.

Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.)



Wartość na dzień 30.09.2009 = 10
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

W analizowanym okresie, ze względu na sytuację na rynkach finansowych, można wyróżnić trzy charakterystyczne fazy, które miały wpływ na kompozycję portfeli inwestycyjnych OFE. Pierwsza faza to trwające ponad dwa lata systematyczne wzrosty na rynkach akcji będące odreagowaniem spadków, które miały miejsce w 2008-2009 roku w związku z pierwszą falą kryzysu finansowego. Drugi okres to gwałtowne spadki cen na giełdach papierów wartościowych w III kwartale 2011 roku związane z kryzysem zadłużenia i problemami walutowymi w strefie euro i następująca po nich faza wysokiej zmienności. III kwartał 2012 roku przyniósł poprawę koniunktury i dynamiczne wzrosty cen akcji. Zdarzenia te wpływały zarówno na wyniki OFE, jak i na strukturę ich portfeli.

Dodatkowym czynnikiem kształtującym alokację aktywów OFE, poza bieżącą sytuacją na rynkach finansowych, jest obniżenie składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. Od 1 maja 2011 roku obowiązuje 2,3% stawka składki przekazywanej do OFE. Pierwsze środki wg tej stawki zostały przekazane do OFE w czerwcu 2011 roku.

Obniżenie wartości przekazywanych środków będzie miało bez wątpienia wpływ na popyt generowany przez OFE na rynku akcji i obligacji. Można oszacować, że obniżenie składki spowodowało przekazanie do OFE 23,9 mld zł mniej środków w okresie od 1 czerwca 2011 roku do 30 września 2012 roku niż miałyby to miejsce przy obowiązywaniu stawki na poprzednim poziomie. Zakładając, że 1/3 tej kwoty zarządzający ulokowaliby na rynku akcji, oznacza to około 8 mld mniejszy popyt na instrumenty udziałowe ze strony otwartych funduszy emerytalnych w tym okresie.

Szacując wpływ zmian systemowych na GPW należy mieć na uwadze to, że obok nich występował jeszcze szereg czynników wpływających na popyt na instrumenty finansowe ze strony otwartych funduszy emerytalnych oraz alokację ich środków:

- znaczące pogorszenie sytuacji na rynku i gwałtowny spadek cen akcji od maja do grudnia 2011 roku oraz utrzymująca się niepewna i nerwowa sytuacja w związku z kryzysem finansowym i kryzysem w strefie euro,
- zmiany stóp procentowych dokonywane przez Radę Polityki Pieniężnej,
- brak atrakcyjnych dla OFE ofert IPO, związany z niesprzyjającą takim ofertom sytuacją na rynku akcji,
- wzrost limitu ustawowego inwestycji OFE w akcje do 45% od 1 stycznia 2012 roku.

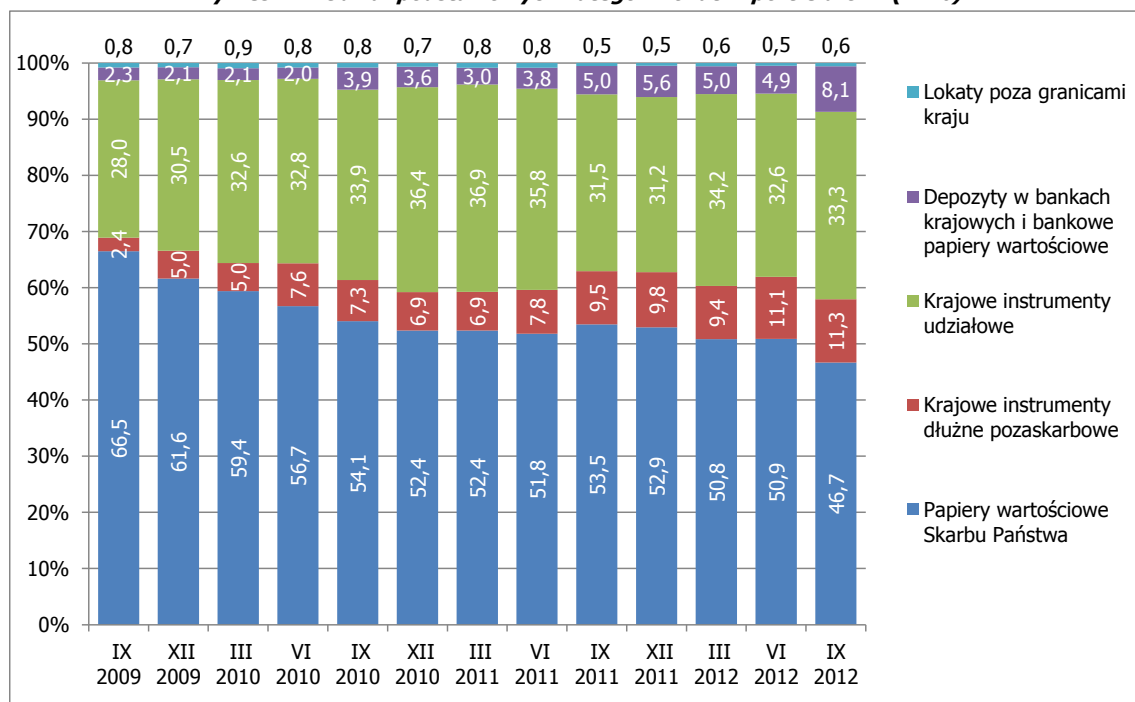
Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych wyżej zjawisk to wyraźne zwiększenie udziału części akcyjnej z 27,7% we wrześniu 2009 roku do prawie 37% w okresie między lutym i kwietniem 2011 roku, następnie redukcja wagi akcji w portfelach do poziomu 30% na koniec 2011 roku i wzrost do poziomu 33% w III kwartale 2012 roku.

Zwiększanie subportfela akcyjnego spowodowało widoczne zmniejszenie zaangażowania w papiery dłużne. Kryzys w sektorze finansów publicznych wielu państw UE, problemy z zadłużeniem Grecji, Włoch, Hiszpanii i Portugalii, zmienność na rynku walutowym i papierów dłużnych, prognozowane zagrożenie inflacją, spowodowały istotne zredukowanie zaangażowania przez zarządzających OFE w obligacje o stałym oprocentowaniu.

W omawianym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 54,6%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym prawie 33,1%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe nie przekraczały 1% portfela OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 0,7%. Najwyższy udział inwestycji zagranicznych w portfelu OFE wystąpił marcu 2010 roku, a najniższy w grudniu 2011 roku.

Podstawę
inwestycji
OFE
stanowią
obligacje
skarbowe
i akcje
notowane
na GPW.

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W badanym okresie najbardziej zmniejszyło się zaangażowanie OFE w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, a wzrosło w akcje notowane na rynku podstawowym GPW oraz obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Na koniec analizowanego okresu w portfelach OFE pojawiło się wiele instrumentów, które nie były w nich obecne na początku. Najbardziej znaczące w tej grupie są obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa.

Tabela 4.1. Struktura zagregowanego portfela OFE

Kategoria lokat	2009-09-30	2012-09-28	Zmiana w p.p.
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	52,96%	33,37%	-19,59
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	27,26%	32,35%	5,09
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	7,12%	11,03%	3,91
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	-	6,74%	6,74
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	1,95%	6,72%	4,77
Obligacje skarbowe zerokuponowe	5,64%	2,09%	-3,56
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	-	1,53%	1,53
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	1,48%	0,92%	-0,57
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych	0,00%	0,90%	0,90
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,02%	0,66%	0,63
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,49%	0,55%	0,06
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu	0,23%	0,43%	0,20
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,32%	0,38%	0,07
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,24%	0,36%	0,11
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	-	0,30%	0,30

Kategoria lokat	2009-09-30	2012-09-28	Zmiana w p.p.
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe	-	0,30%	0,30
Bony skarbowe	0,78%	0,20%	-0,58
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,01%	0,16%	0,15
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,10%	0,14%	0,05
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,22%	0,14%	-0,08
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,18%	0,12%	-0,07
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,16%	0,10%	-0,06
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	0,08%	0,09%	0,01
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,09%	0,06%	-0,02
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji	0,00%	0,06%	0,06
Inne niż będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu poza granicami kraju dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez spółki notowane na zagranicznych giełdach, które nie zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	0,20%	0,05%	-0,15
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,05%	0,05
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,05%	0,05
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,04%	0,04
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,06%	0,03%	-0,04
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,02%	0,02
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	0,01
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	-	0,01%	0,01
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	-	0,01%	0,01
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,01%	0,00
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	0,01
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,00%	0,00
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,00%	0,00
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	-	0,00%	0,00
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,00%	-0,03
Dłużne papiery wartościowe zerokuponowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznych giełdach, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu poza granicami kraju, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	0,04%	-	-0,04
Inne niż będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu poza granicami kraju dłużne papiery wartościowe zerokuponowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznych giełdach, które nie zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	0,07%	-	-0,07
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie krótkoterminowe papiery dyskontowe spółek publicznych	0,01%	-	-0,01

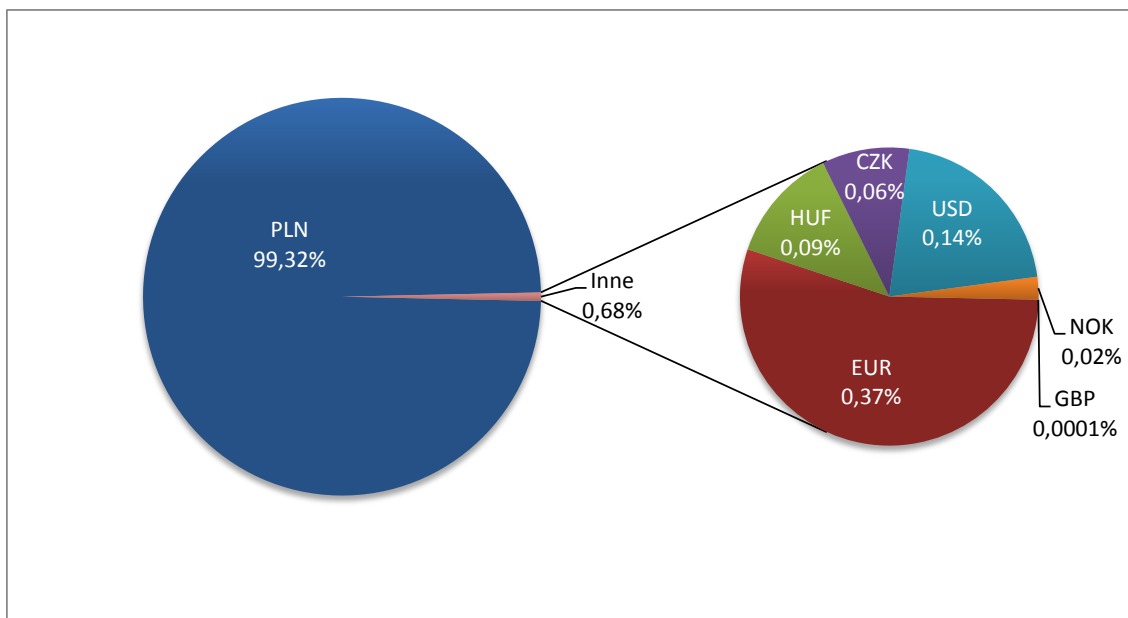
Kategoria lokat	2009-09-30	2012-09-28	Zmiana w p.p.
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez rządy państw obcych	0,01%	-	-0,01
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	0,18%	-	-0,18
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, nienotowane na GPW	0,05%	-	-0,05

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W skali całego rynku aktywa denominowane w walutach obcych stanowiły na koniec września 2012 roku zaledwie 0,68% wartości portfela OFE. Na koniec analizowanego okresu jedenaście OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN i dla tych funduszy, udział tego rodzaju inwestycji wynosił 0,74% wartości portfela. W większości były one denominowane w euro, dolarach amerykańskich, węgierskim forincie i czeskiej koronie, w mniejszym stopniu w norweskiej koronie i funcie brytyjskim.

Ponad 99%
lokat OFE
jest
denominow
anych w
walucie
krajowej.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 28.09.2012 roku



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Analiza stopnia wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym dla OFE pozwala stwierdzić, że limity nie są najistotniejszym czynnikiem ograniczającym możliwości inwestycyjne funduszy emerytalnych.

Niski stopień wykorzystania większości limitów związanych z instrumentami finansowymi innymi niż akcje jest w największym stopniu pochodną niewystarczającej podaży określonych instrumentów na rynku. Limitem determinującym charakter i ryzyko polityki inwestycyjnej są ograniczenia związane z lokatami w instrumenty udziałowe. Portfele OFE w tym zakresie dostosowują się do bieżącej sytuacji rynkowej, co jest widoczne w poziomie wykorzystania limitu w okresach dobrej koniunktury i niekorzystnej sytuacji na giełdach.

Jednocześnie OFE muszą pozostawić sobie pewien margines bezpieczeństwa zabezpieczający je przed przekroczeniem limitów i koniecznością ograniczonego czasowo dostosowania składu portfela do przepisów prawa.

Zgodnie z wynikami ankiety przeprowadzonej przez UKNF wśród PTE w 2010 roku małe zainteresowanie OFE inwestycjami poza granicami kraju wynika przede wszystkim z braku możliwości zabezpieczenia ryzyka walutowego. Mniejsze znaczenie ma konieczność pokrywania przez towarzystwo kosztów stanowiących równowartość opłat ponoszonych na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych powyżej wysokości przekraczającej odpowiednie koszty

krajowych instytucji rozliczeniowych. W dalszej kolejności wskazywano wysokie koszty badań analitycznych oraz wzrost ryzyka odchylenia stopy zwrotu Funduszu od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE. Stosunkowo mało istotnym czynnikiem, ograniczającym decyzje o takich inwestycjach, okazał się poziom limitu na lokaty poza granicami kraju.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym do lokat OFE na dzień 28.09.2012

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit
A. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski lub EIB, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	118 446 315 150,41	46,48 %	-
B. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	365 302 411,26	0,14 %	-
C. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe, w walucie polskiej*	20 436 095 381,93	8,02 %	20% 5% na jeden bank 7,5% na jeden wybrany bank
D. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu wzajemnej ochronie inwestycji	145 365 206,77	0,06 %	5%
E. Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek	83 845 221 743,12	32,91 %	45% 7,5% na instrumenty nienotowane na rynku oficjalnych notowań
G. Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	354 527 967,32	0,14 %	
F. Zdematerializowane akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nienotowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, a także zdematerializowanych, notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub nienotowanych na rynku regulowanym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacjach zamiennych na akcje tych spółek	301 765 494,11	0,12 %	10%
H. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	314 163 323,88	0,12 %	10% 2% na jeden FIZ 5% na niepubliczne certyfikaty inwestycyjne 1% na niepubliczne certyfikaty inwestycyjne jednego FIZ
I. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	15% 5% na jeden FIO lub SFIO 15% na FIO i SFIO zarządzane przez jedno TFI
J. Zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa	1 094 087 992,76	0,43 %	40%
K. Inne niż zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa	252 341 771,43	0,10 %	20%
L. Obligacje przychodowe	161 757 954,90	0,06 %	20%
Ł. Zdematerializowane obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	19 159 957,20	0,01 %	40%
M. Inne niż zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem	101 850 655,00	0,04 %	10%
N. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż papiery wartościowe w pkt. Ł i M	7 071 202 923,02	2,78 %	10%
O. Zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, inne niż w pkt. J i Ł	2 293 091 244,65	0,90 %	5%

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit
P. Listy zastawne	1 131 774 437,47	0,44 %	40% 15% na listy inne niż zdematerializowane 10% na listy zastawne jednego emitenta lub emitentów związanych ze sobą
R. Kwity depozytowe	-	-	10%
S. Obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	17 083 144 736,50	6,70 %	-
X. Zagraniczne inwestycje OFE ogółem	1 516 353 872,20	0,60 %	5%
Aktywa	254 805 700 874,87	100,00 %	

*Zgodnie z art. 142 ust.2 pkt.2 nie więcej niż 5 % wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednym banku albo w dwóch lub większej liczbie banków będących podmiotami związanymi, przy czym w przypadku jednego dowolnie wybranego banku lub grupy banków będących podmiotami związanymi limit ten może wynosić 7,5 %.

Pozostałe limity inwestycyjne nie przypisane do konkretnych kategorii lokat:

- 5% aktywów na papiery jednego emitenta,
- 5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,
- 10% lub 20% tożsamy w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż te objęte limitem 45%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Najważniejszą pozycją portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 28 września 2012 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (42,6%). Strukturę portfela determinuje dominujący udział PFE Telekomunikacji Polskiej w rynku PFE oraz fakt lokowania ponad 70% wartości portfela tego funduszu w jednostki uczestnictwa SFIO Telekomunikacji Polskiej zarządzanego przez Pioneer Pekao TFI S.A. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa i poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa (37,2%) oraz instrumenty udziałowe (17,9%).

Dominującą pozycją w portfelu PFE są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Tabela 4.3. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 28.09.2012 roku

Kategoria lokat	Wartość (w zł)	Udział w portfelu
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	752 952 318,17	42,64 %
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	385 335 892,78	21,82 %
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	310 164 037,68	17,56 %
Obligacje o stałym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	181 288 547,62	10,27 %
Obligacje skarbowe zerokuponowe	55 646 450,00	3,15 %
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	27 598 807,22	1,56 %
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	23 732 834,00	1,34 %
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	6 396 065,14	0,36 %
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	5 892 600,00	0,33 %
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	5 753 300,00	0,33 %
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	3 070 594,01	0,17 %
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	2 288 667,00	0,13 %
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	1 829 895,63	0,10 %
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	1 821 680,05	0,10 %
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	1 327 316,95	0,08 %
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	700 543,69	0,04 %
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	202 408,51	0,01 %
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	4 111,20	0,00 %
Suma:	1 766 006 069,65	100,00 %

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

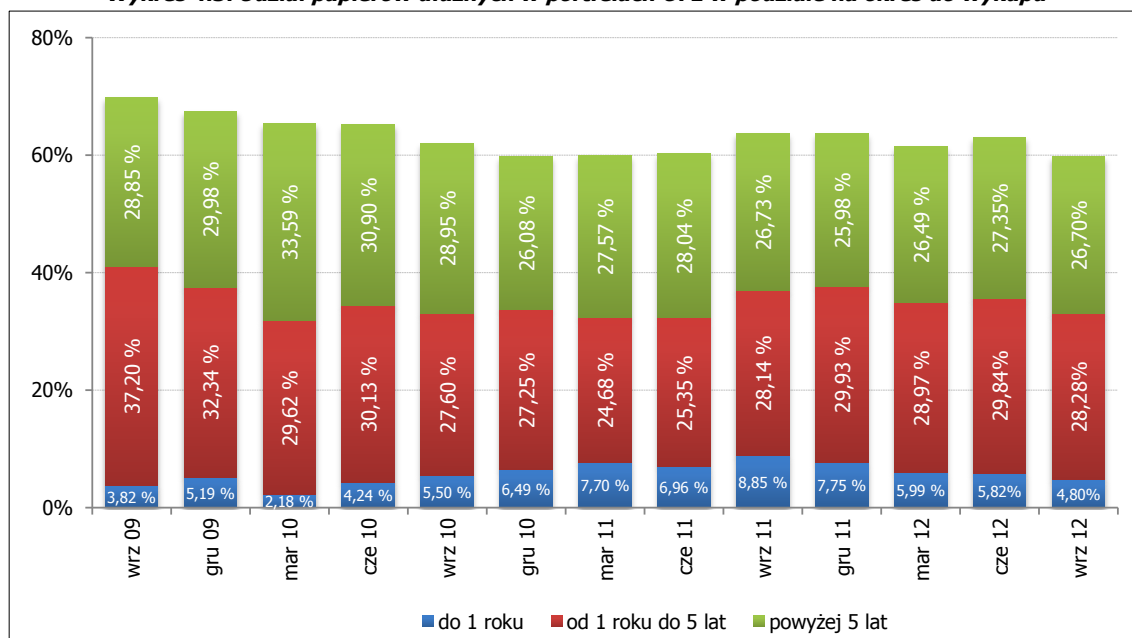
Pomijając lokaty PFE Telekomunikacji Polskiej, ze względu na całkowicie odmienną od innych pracowniczych funduszy emerytalnych politykę inwestycyjną, na koniec września 2012 roku obligacje Skarbu Państwa stanowiły 63,7% wartości portfela PFE, a instrumenty udziałowe 31,9%.

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu ostatnich trzech lat instrumenty dłużne stanowiły od 60 do 70% portfela OFE.

W okresie od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wynosiło 63,2% portfela, kształtując się w przedziale 59,8% - 69,9%, przy czym najniższe wartości osiągało na przełomie lat 2010 i 2011 oraz w III kwartale 2012 roku, a najwyższe w 2009 roku. Od września 2009 roku, poprawiające się nastroje na rynkach akcji oraz dynamiczne odreagowanie gwałtownych spadków spowodowały, że udział instrumentów dłużnych w portfelach OFE zaczął się zmniejszać i na początku maja 2011 roku spadł poniżej 59%. W drugiej połowie analizowanego okresu udział instrumentów dłużnych w portfelu wahał się pomiędzy poziomem 60 a 64%. W związku z kryzysem zadłużenia niektórych państw członkowskich i zawirowaniami wokół euro, które spowodowały ponowną wyprzedaż i spadki na giełdach, udział części dłużnej w portfelu OFE ponownie zaczął rosnąć w II połowie 2011 roku. Dobra sytuacja na rynku akcji w III kwartale 2012 roku spowodowała ponowny spadek udziału subportfela dłużnego do 59,8%.

Wykres 4.3. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W omawianym okresie inwestycje OFE koncentrowały się przede wszystkim na następujących rodzajach dłużnych papierów wartościowych:

- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udziału w subportfelu dłużnym),
- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 86,2% udziału w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu (średnio 69,3% udziału w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 46,1% udziału w subportfelu dłużnym).

Większość obligacji posiadanych przez OFE ma stałe oprocentowanie.

Największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu pomimo obniżenia ich udziału na przestrzeni 36 analizowanych miesięcy. Stanowiły one od 39% do 53% całego portfela funduszy emerytalnych. Wyraźnie mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 9% do ponad 15%) oraz obligacje zerokuponowe (od 2,4% do 9,5%). Pozostałe instrumenty o charakterze dłużnym stanowiły niewielki odsetek portfela. Ich łączny udział sporadycznie przekraczał 1,5%, najczęściej oscylując wokół zaangażowania na poziomie 1%. Taka struktura portfela OFE jest nie tylko pochodną decyzji

zarządzających funduszami, ale także jest zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

Tabela 4.4. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zero-kuponowe	Krótkoterm. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem
2009-09-30	53,22%	9,79%	5,75%	0,79%	0,32%	69,88%
2009-12-31	50,84%	9,20%	6,88%	0,31%	0,30%	67,52%
2010-03-31	47,87%	9,61%	7,32%	0,32%	0,28%	65,39%
2010-06-30	45,76%	10,13%	8,50%	0,61%	0,28%	65,27%
2010-09-30	42,44%	9,53%	8,88%	0,96%	0,24%	62,05%
2010-12-31	39,37%	10,11%	9,33%	0,79%	0,22%	59,82%
2011-03-31	39,00%	10,32%	9,50%	0,86%	0,27%	59,95%
2011-06-30	38,91%	11,71%	8,72%	0,74%	0,27%	60,35%
2011-09-30	41,82%	11,88%	8,52%	1,17%	0,33%	63,72%
2011-12-31	43,12%	11,37%	8,34%	0,49%	0,33%	63,66%
2012-03-30	42,45%	12,64%	5,53%	0,49%	0,34%	61,45%
2012-06-29	42,75%	15,50%	4,04%	0,33%	0,39%	63,01%
2012-09-28	41,22%	15,23%	2,39%	0,49%	0,45%	59,78%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Obligacje skarbowe pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE. W analizowanym okresie ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. W III kwartale 2009 roku instrumenty te stanowiły ponad 66% portfela, podczas gdy w połowie 2011 roku udział ten spadł do 52%, następnie w III kwartale 2011 roku wzrósł do 53,5%, po czym ponownie zaczął spadać, na koniec września 2012 roku wyniósł 46,7%. Zmniejszanie udziału obligacji skarbowych w portfelu było wynikiem ogólnego zmniejszania udziału subportfela dłużnego w OFE. W III kwartale 2009 roku w portfelach OFE pojawiły się również obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych i Krajowym Funduszu Drogowym, co spowodowało pozorny spadek udziału OFE w finansowaniu długu publicznego. Należy jednak zwrócić uwagę, iż spadek udziału tej kategorii lokat w portfelu nie oznacza zmniejszenia wartości inwestycji OFE w obligacje Skarbu Państwa: w ujęciu nominalnym inwestycje te wzrosły w analizowanym okresie ze 111,7 mld zł do 118,4 mld zł, przy czym tempo wzrostu było niższe niż wzrost wartości zarządzanych aktywów.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie oscylując w przedziale 0,1% – 0,6% wartości portfela. Inwestycje w papiery emitowane przez samorząd terytorialny i spółki utrzymywały się na niskim, nieznacznie zmieniającym się poziomie.

Główną pozycją portfela OFE są polskie obligacje skarbowe.

Tabela 4.5. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta

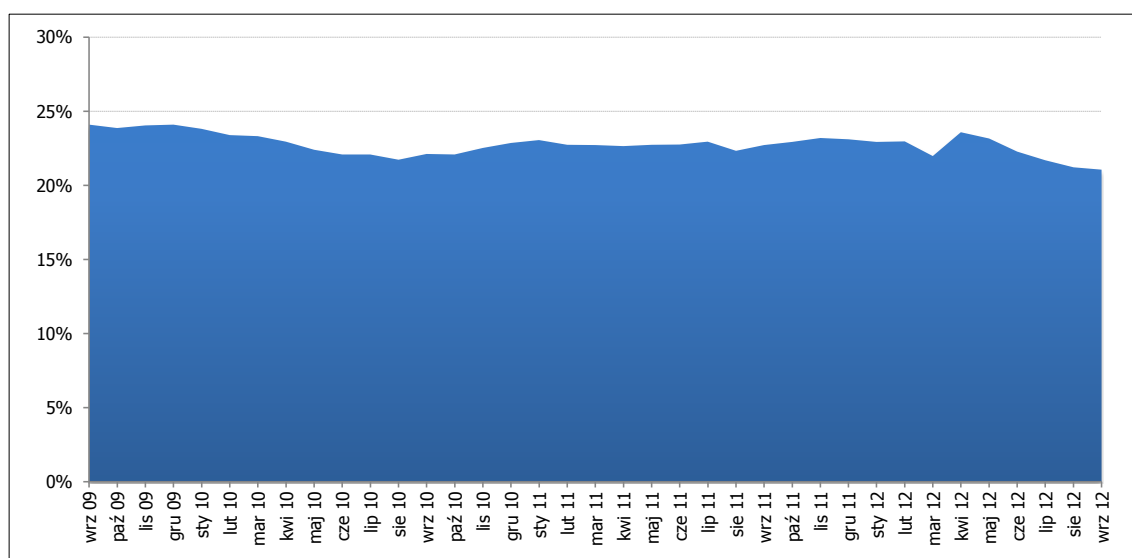
Data	Skarb Państwa	BGK na rzecz KFD	Banki krajowe	EIB	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagraniczni	RAZEM
2009-09-30	66,51%	0,18%	1,07%	0,06%	1,24%	0,50%		0,32%	69,88%
2009-12-31	61,61%	2,87%	1,05%	0,06%	1,17%	0,47%		0,29%	67,52%
2010-03-31	59,38%	2,80%	1,04%	0,06%	1,19%	0,55%		0,38%	65,39%
2010-06-30	56,71%	5,02%	0,95%	0,06%	1,37%	0,81%		0,36%	65,27%
2010-09-30	54,06%	4,64%	0,78%	0,05%	1,24%	0,74%		0,53%	62,05%
2010-12-31	52,36%	4,23%	0,81%	0,05%	1,13%	0,75%		0,51%	59,82%
2011-03-31	52,38%	4,07%	1,11%	0,05%	1,15%	0,64%		0,56%	59,95%
2011-06-30	51,82%	4,77%	1,22%	0,05%	1,24%	0,63%	0,01%	0,61%	60,35%
2011-09-30	53,46%	5,95%	1,62%	0,05%	1,36%	0,67%	0,01%	0,60%	63,72%
2011-12-31	52,93%	6,07%	2,35%	0,03%	1,36%	0,64%		0,28%	63,66%
2012-03-30	50,84%	5,77%	2,44%	0,03%	1,48%	0,62%		0,27%	61,45%
2012-06-29	50,88%	6,80%	2,42%	0,03%	2,11%	0,61%		0,15%	63,01%
2012-09-28	46,69%	6,74%	3,32%	0,03%	2,30%	0,59%		0,12%	59,78%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na koniec września 2012 roku 21% skarbów papierów wartościowych należało do OFE.

OFE odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Średni udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w analizowanym okresie wynosił 23%¹. Na koniec września 2012 roku wskaźnik ten kształtował się na poziomie 21%.

Wykres 4.4. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



Źródło: Ministerstwo Finansów, dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

¹ wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

W analizowanym okresie średni miesięczny poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych oscylował w przedziale 2,96 – 3,97. Na początku analizowanego okresu średni poziom *duration* osiągał najwyższe wartości zbliżone do 4 lat. Natomiast od kwietnia 2010 roku OFE zmniejszały swoją ekspozycję na ryzyko stopy procentowej poprzez skracanie *duration* swojego portfela dłużnego aż do poziomu 2,96 na koniec grudnia 2011 roku. W tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością, w szczególności w okresie największej niepewności na rynkach finansowych w związku z kolejnymi odłonami kryzysu finansowego. W I kwartale 2012 roku *duration* ponownie zaczęło rosnąć do poziomu 3,13. Natomiast w II i III kwartale 2012 roku utrzymywało się w okolicach 3 lat.

Na koniec września 2012 roku *duration* skarbowych papierów wartościowych posiadanych przez OFE wyniosło 3,0.

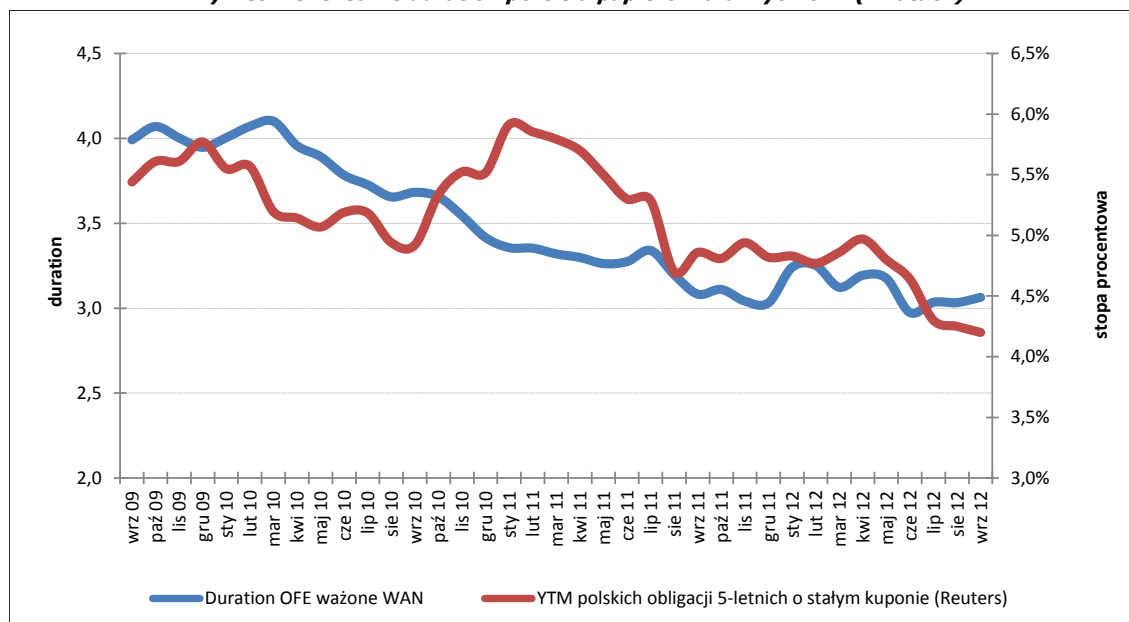
Tabela 4.6. *Duration* części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE - skarbowe papiery wartościowe (w latach)

Kwartał	Średnia dla rynku OFE*	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
IV kw. 2009	3,84	3,93	3,07	4,06	5,77%
I kw. 2010	3,97	3,99	2,94	4,71	5,20%
II kw. 2010	3,79	3,80	2,57	4,62	5,19%
III kw. 2010	3,72	3,74	2,53	4,58	4,92%
IV kw. 2010	3,55	3,63	2,28	4,46	5,52%
I kw. 2011	3,32	3,34	2,20	3,95	5,79%
II kw. 2011	3,24	3,32	2,12	3,74	5,30%
III kw. 2011	3,18	3,24	2,36	3,73	4,90%
IV kw. 2011	2,96	3,05	2,13	3,56	4,82%
I kw. 2012	3,13	3,10	2,58	3,64	4,86%
II kw. 2012	2,99	2,98	2,34	3,81	4,64%
III kw. 2012	3,03	2,95	2,45	4,28	4,20%

*) Średnia liczona ze wskaźników dla poszczególnych OFE

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 4.5. Średnie *duration* portfela papierów dłużnych OFE (w latach)



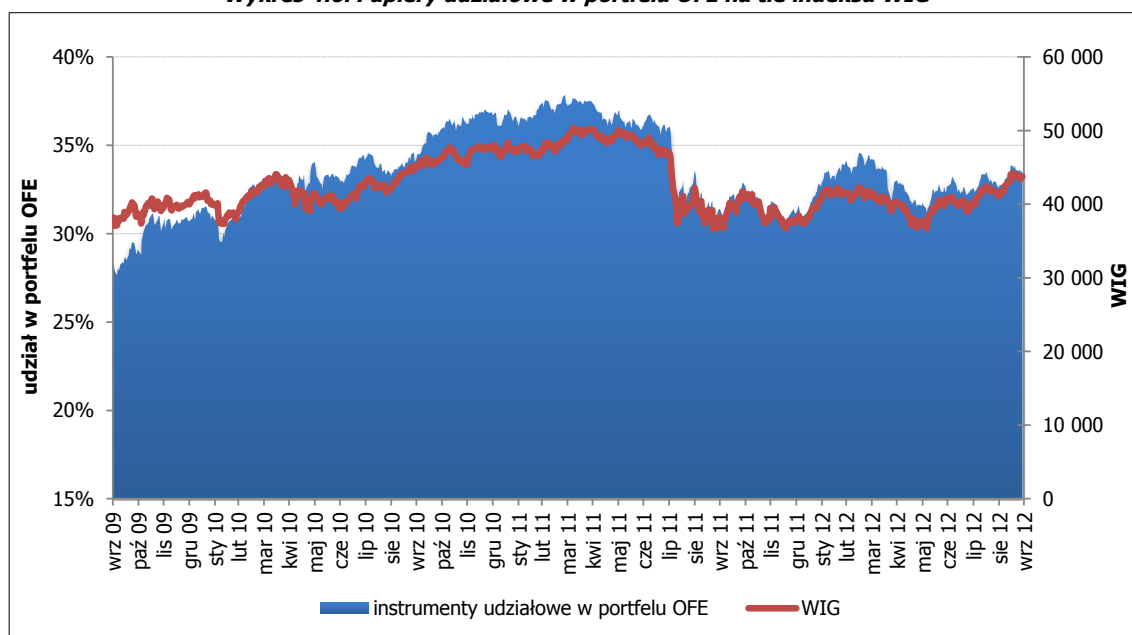
Źródło: Reuters, dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 33,5% wartości portfela, kształtując się w przedziale 27,6% – 37,9%. W analizowanym okresie udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zwiększał, wraz z poprawiającą się sytuacją na giełdzie, do ponad 37% w kwietniu 2011 roku. Od maja do grudnia 2011 roku udział papierów udziałowych zaczął się zmniejszać w związku z kolejną falą zniżek cen na rynkach akcji. Poprawa koniunktury w I kwartale 2012 spowodowała wzrost subportfela udziałowego. Na koniec analizowanego okresu stanowił on 33,4% wartości portfela.

Należy również zwrócić uwagę, iż od 1 stycznia 2012 roku zwiększył się limit inwestycji OFE w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek z 42,5% do 45,0%, co może znaleźć odzwierciedlenie w decyzjach inwestycyjnych zarządzających otwartymi funduszami.

Wykres 4.6. Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (prawie 98,4%) jest notowana na polskim rynku finansowym. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,46% portfela, nie przekraczając poziomu 0,64%.

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 46,2 mld zł do 82,8 mld zł. Wartość inwestycji OFE w ramach subportfela udziałowego charakteryzowała się dużą zmiennością. W październiku 2009 roku wynosiła poniżej 49 mld zł, w I-II kwartale 2011 roku sięgnęła prawie 90 mld zł, w III kwartale 2011 roku spadła do 67 mld zł, aby na koniec września 2012 wynieść prawie 83 mld zł.

Na koniec września 2012 roku papiery udziałowe stanowiły 33,4% portfela OFE.

Ponad 98% instrumentów udziałowych należących do OFE jest notowanych na rynku polskim.

W analizowanym okresie, w ujęciu kwartalnym, transakcje kupna instrumentów udziałowych, jakie przeprowadzały OFE, miały zawsze wartość większą niż realizowane przez fundusze transakcje sprzedaży. Fundusze emerytalne, wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, per saldo dokupowały akcje na GPW. W II kwartale 2010 roku saldo transakcji na instrumentach udziałowych było najwyższe w całym 3-letnim okresie i wyniosło prawie 5,5 mld zł w skali kwartału. Znacząca różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW a ogółem transakcji w IV kwartale 2009 roku to wynik wprowadzenia do obrotu giełdowego spółki PGE S.A. i oferty nowych akcji PKO BP S.A. Podobne zjawisko w II kwartale 2010 roku było skutkiem wprowadzenia do obrotu PZU S.A., a w III kwartale 2011 roku Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A.

Tabela 4.7. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

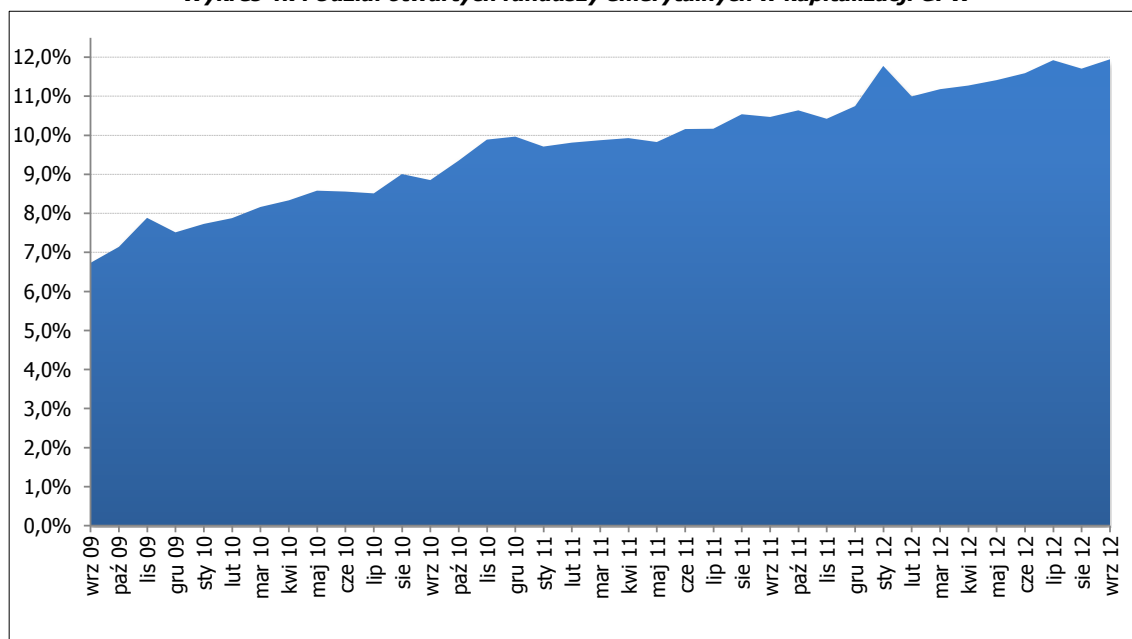
Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w kwartale
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
IV kwartał 2009 r.	5 804,7	-1 139,7	-4 287,7	6,4%
I kwartał 2010 r.	4 581,2	-4 048,5	-4 314,2	6,2%
II kwartał 2010 r.	5 835,8	-2 738,7	-5 443,3	-7,2%
III kwartał 2010 r.	6 564,5	-593,4	-848,9	14,8%
IV kwartał 2010 r.	5 369,1	-3 183,7	-3 803,2	5,0%
I kwartał 2011 r.	6 244,2	-2 096,9	-2 405,9	2,6%
II kwartał 2011 r.	4 905,7	-1 143,2	-1 721,6	-0,7%
III kwartał 2011 r.	2 127,8	-2 490,5	-4 267,9	-21,0%
IV kwartał 2011 r.	1 923,5	-1 558,0	-1 580,4	-1,8%
I kwartał 2012 r.	2 173,6	-2 989,7	-3 108,3	9,8%
II kwartał 2012 r.	1 749,7	-193,2	-441,8	-1,1%
III kwartał 2012 r.	2 077,0	-1 319,6	-1 470,6	7,2%
Suma/zmiana w całym okresie	49 356,8	-23 495,1	-33 693,7	16,4%
Średnia kwartalna	4 113,1	-1 957,9	-2 807,8	1,3%

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

Na koniec września 2012 roku udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 11,9%, a udział we free float 24,6%.

W całym analizowanym okresie wyraźnie zarysował się trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW. Na koniec września 2012 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 11,9%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił zaledwie 6,7%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 28 września 2012 roku ponad połowę wartości subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW stanowiły lokaty w największe spółki (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 9,4%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 23% subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 22,5%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 28 września 2012 roku wyniósł 24,6% (trzy lata wcześniej wynosił zaledwie 12,4%). Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł – wynosił 53,8% oraz od 500 do 1 000 mln zł – 37,1%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 6,3%.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 28.09.2012 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek na GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział subportfeli akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	143	36	3 406,6	91,2	0,5%	0,1%	2,7%	6,3%
50 - 100	65	40	4 561,5	349,6	0,7%	0,4%	7,7%	17,1%
100 - 500	127	107	29 867,5	4 475,0	4,3%	5,4%	15,0%	33,2%
500 - 1 000	38	32	26 688,6	4 836,7	3,9%	5,8%	18,1%	37,1%
1 000 – 5 000	37	31	85 602,2	19 293,1	12,4%	23,3%	22,5%	53,8%
5 000 – 10 000	9	9	57 728,2	8 054,8	8,3%	9,7%	14,0%	29,7%
>=10 000	16	16	485 253,5	45 688,5	70,0%	55,2%	9,4%	18,7%
Razem	435	271	693 108,0	82 789,0	100,0%	100,0%	11,9%	24,6%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 28 września 2012 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 16,1% oraz 36,1% we *free float* i zwiększył się w porównaniu do września 2009 roku odpowiednio o 3,8 i 5,2 pkt. proc. Na dzień 28 września 2012 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła prawie 70% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

OFE posiadają ponad 16% akcji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich *free float* przekracza 36%.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 28.09.2012 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50	141	35	3 357,0	85,8	0,7%	0,1%	2,6%	6,0%
50 - 100	62	40	4 356,3	349,6	0,9%	0,4%	8,0%	17,7%
100 - 500	112	94	26 095,3	4 032,7	5,4%	5,2%	15,5%	34,0%
500 - 1 000	26	23	18 659,0	4 138,1	3,9%	5,3%	22,2%	45,4%
1 000 – 5 000	32	27	72 867,7	17 713,8	15,1%	22,7%	24,3%	55,0%
5 000 – 10 000	7	7	45 226,2	7 205,8	9,4%	9,3%	15,9%	38,2%
>=10 000	13	13	311 877,6	44 362,4	64,6%	57,0%	14,2%	31,6%
Razem	393	239	482 439,1	77 888,2	100,0%	100,0%	16,1%	36,1%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki można stwierdzić, że na dzień 28 września 2012 roku 88,1% subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 250 mln euro).

Tabela 4.10. Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 28.09.2012 roku

Segment GPW	Opis segmentu	Liczba spółek w portfelach OFE	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział w całym portfelu OFE
250 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 250 mln euro	56	72 952,8	88,12%	28,77%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	88	8 102,7	9,79%	3,20%
5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro	121	1 717,8	2,07%	0,68%
MINUS 5	akcje spółek o kapitalizacji do 5 mln euro	4	2,7	0,00%	0,00%
ALERT 5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro, mających akcje groszowe, których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością lub w stanie upadłości	1	0,5	0,00%	0,00%
ALERT 50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro, mających akcje groszowe, których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością lub w stanie upadłości	1	12,6	0,02%	0,00%
Razem		271	82 789,0	100,00%	32,65%

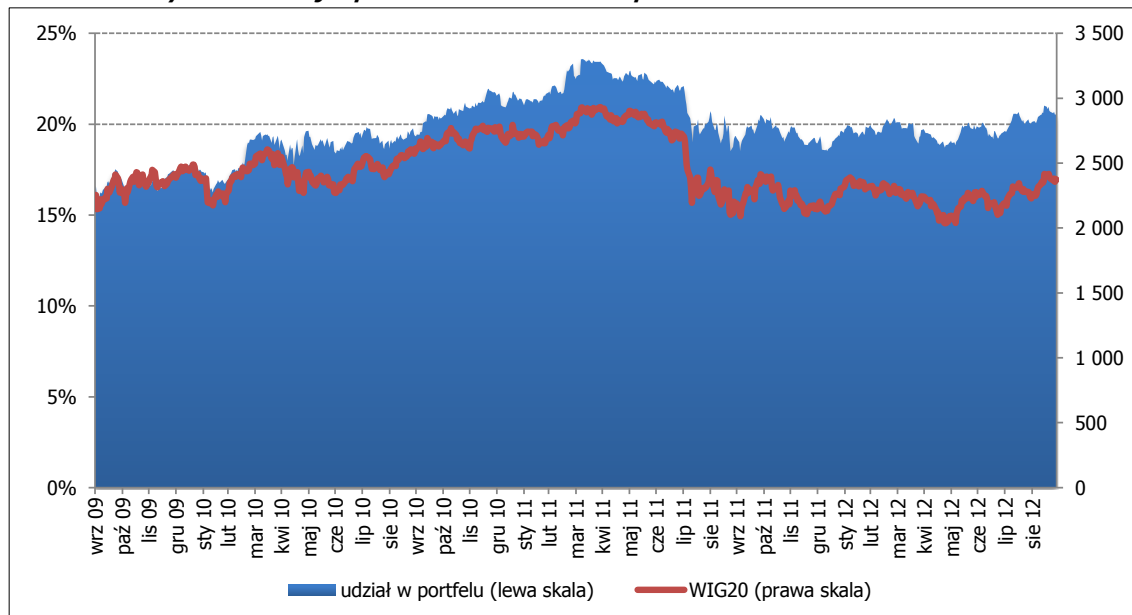
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec września 2012 roku ponad 88% portfela akcji zostało ulokowanych w spółkach, których kapitalizacja przekracza 250 mln euro.

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 20% portfela OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w całym portfelu OFE wyniósł 19,7%. Na koniec września 2012 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 51,9 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 24,3 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły średnio 59,2% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 53,1% do 64,4%.

Wykres 4.8. Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE na tle indeksu WIG20

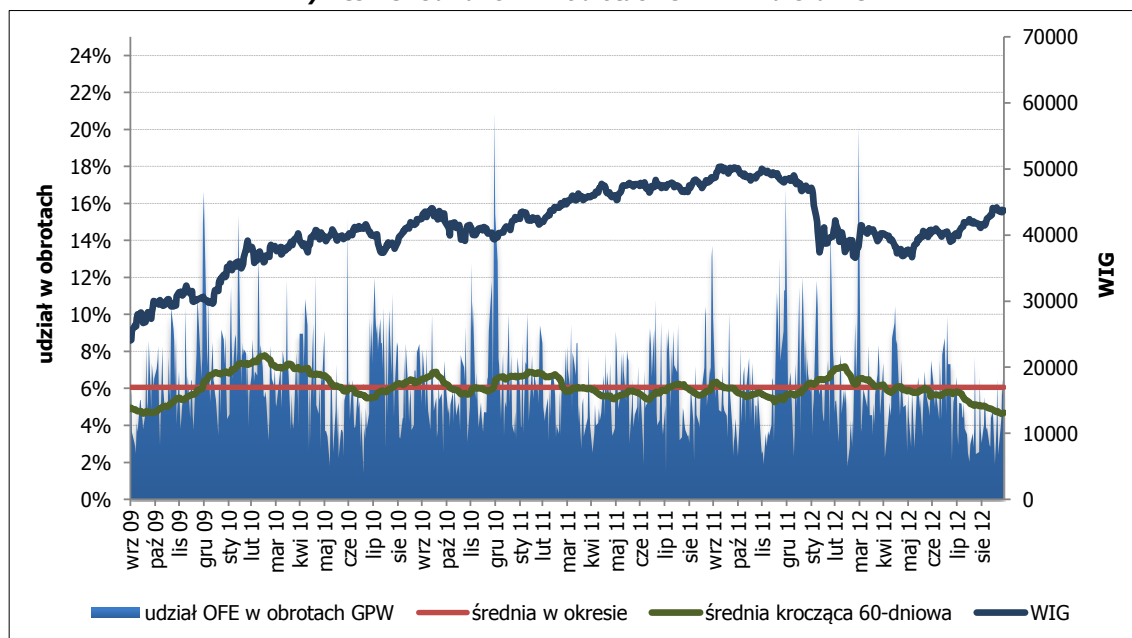


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Udział OFE w obrotach GPW wyniósł 6,1%.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,1%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 4,6% – 7,8%.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

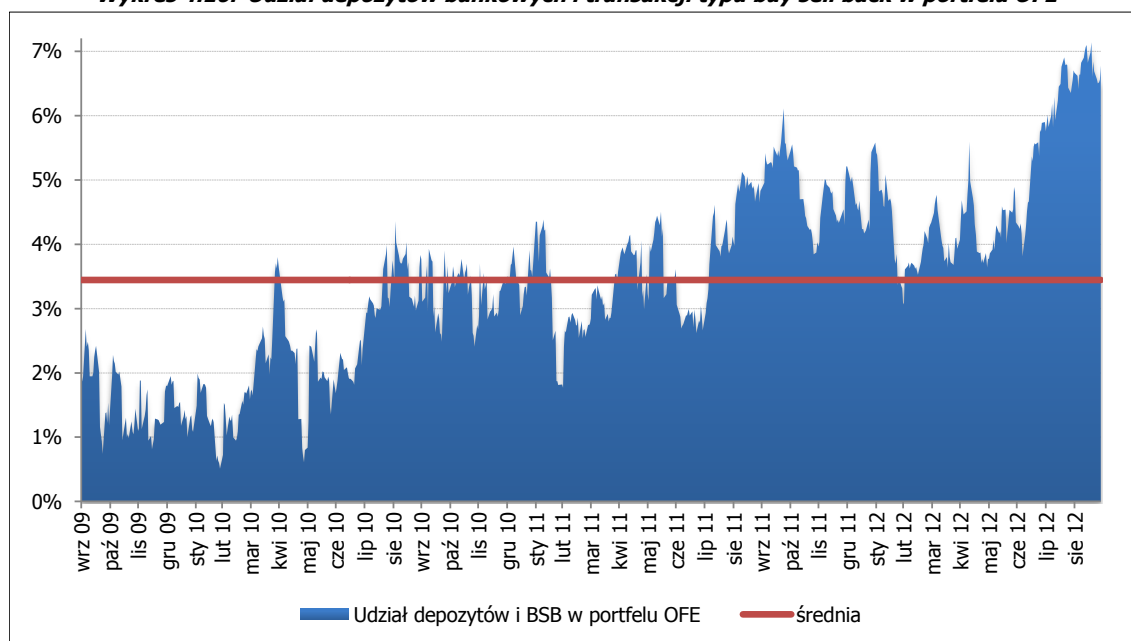
4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

Środki finansowe zgromadzone w OFE, poza inwestycjami w papiery dłużne oraz udziałowe, są lokowane w krótkoterminowych depozytach bankowych oraz papierach wartościowych nabywanych w transakcjach typu *buy sell back* (BSB). Celem tych transakcji jest przede wszystkim zarządzanie płynnością portfela inwestycyjnego ze względu na systematyczny napływ składek członków do funduszy oraz okresowe transfery zarówno wchodzące, jak i wychodzące. Tego rodzaju inwestycje są pomocne również w przeprowadzaniu zmian w alokacji aktywów dostosowujących portfele OFE do uwarunkowań rynkowych.

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 3,4% przy wartościach w przedziale 0,5% – 7,1%. Najwyższy udział depozytów i BSB obserwowany był w okresie od lipca do końca września 2012 roku.

Średni udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 3,4%.

Wykres 4.10. Udział depozytów bankowych i transakcji typu *buy sell back* w portfelu OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W okresie od 30 września 2009 roku do 28 września 2012 roku łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu *buy sell back* wyniosła 2,2 mld zł. Zarządzający OFE nieznacznie mniej środków ulokowali w depozytach niż operacjach *buy sell back*. Inwestycje te stanowiły odpowiednio 45,4% i 54,6% sumy wartości początkowej depozytów i BSB. Transakcje *buy sell back* charakteryzowały się wyższym średnim oprocentowaniem niż klasyczne depozyty bankowe, miały z reguły dłuższy czas trwania i ponad 3-krotnie wyższą wartość początkową inwestycji.

Tabela 4.11. Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu *buy sell back* na SPW w walucie krajowej w okresie 30.09.2009-28.09.2012

Rodzaj transakcji	Średni czas trwania (w dniach)	Łączna wartość początkowa (w mln zł)	Średnia wartość początkowa (w mln zł)	Średnie oprocentowanie w skali roku
Depozyt	2,03	1 004 516,66	51,2	3,38%
Buy-sell-back	3,10	1 208 040,40	169,0	3,78%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Konkluzje

W analizowanym okresie wzrosła pozycja OFE jako uczestnika obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wzrósł z 6,7% do 11,9 %, a udział we *free float* z 12,4% do 24,6%. Jeszcze wyraźniej silna pozycja OFE zaznaczyła się w segmencie spółek krajowych: udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł na koniec września 2012 roku 16,1% a udział we *free float* 36,1%. Pomimo ograniczenia wysokości składek kierowanych do OFE z poziomu 7,3% do 2,3% od 1 maja 2011 roku OFE utrzymują silną pozycję wśród graczy na GPW.

Na koniec września 2012 roku udział papierów wartościowych Skarbu Państwa w portfelach OFE (46,7%) osiągnął historyczne minimum. Wartość portfela obligacji skarbowych wynosząca 118,4 mld zł była tylko nieznacznie niższa od maksymalnego poziomu 126,4 mld zł odnotowanego w kwietniu 2012 roku. Głównymi przyczynami zmniejszającego się udziału skarbowych papierów wartościowych w portfelach OFE były następujące zjawiska:

- efekt wyparcia spowodowany objęciem przez OFE znacznej części emisji obligacji BGK emitowanych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego i objętych gwarancjami Skarbu Państwa;
- prawie 70% składki skierowanej do OFE w ostatnich 3 latach została zainwestowana w instrumenty udziałowe.

OFE wciąż stanowią stabilne źródło finansowania zadłużenia Skarbu Państwa. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa na koniec września 2012 roku wyniósł 21,1% i zmniejszył się o 3 pkt proc. w porównaniu do poziomu sprzed 3 lat.

Od 2012 roku wzrósł, do 45% aktywów, limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe. Jednak wykorzystanie limitu pozostaje na stosunkowo niskim poziomie, na koniec analizowanego okresu instrumenty udziałowe stanowiły 1/3 aktywów funduszy. Większy wzrost aktywności OFE na rynku akcji może wystąpić w średnim i długim okresie pod warunkiem poprawy sytuacji gospodarczej i związanej z tym koniunktury giełdowej. Czynnikiem hamującym ekspozycję OFE na akcje będzie jednak wysoka zmienność stóp zwrotu z tych instrumentów zwiększająca, przy dużym udziale akcji w portfelu, ryzyko wystąpienia niedoboru w OFE.

21 grudnia 2011 r. Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej wydał wyrok uwzględniający skargę Komisji Wspólnot Europejskich stwierdzającą, że utrzymując w mocy art. 143, art. 136 ust. 3 oraz art. 136a ust. 2 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Rzeczpospolita Polska uchybiła zobowiązaniom, jakie na niej ciąży na mocy art. 56 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. W 2012 roku zostały podjęte prace zmierzające do odpowiedniego dostosowania polskich regulacji prawnych w zakresie limitów inwestycji zagranicznych OFE. Zmianie ulegnie również sposób wyliczania trzyletniej średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce w latach 2009-2012 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego	5
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2009-2012	6
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2009-2012	6
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP	7
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł).....	8
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN	8
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN.....	9
Wykres 1.8.	Zmiany Globalnego Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.).....	9
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)	10
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)	10
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	11
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)	12
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	13
Wykres 1.13.	Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)	13
Tabela 2.1.	Liczba członków OFE w latach 2009 - 2012	14
Tabela 2.2.	Liczba członków PFE w latach 2009 - 2012	15
Wykres 2.1.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)	16
Wykres 2.2.	Składki w przekazane do OFE od 1.10.2009 do 30.09.2012 roku (mld zł)	16
Tabela 2.3.	Okresowe emerytury kapitałowe od stycznia 2009 do września 2012 roku.....	17
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł)	18
Tabela 2.4.	Aktywa netto OFE (zł)	19
Wykres 2.4.	Dekompozycja przyrostu WAN od 30.09.2009 do 28.09.2012 roku (mld zł)	19
Wykres 2.5.	Dekompozycja przyrostu WAN od 31.05.1999 do 28.09.2012 roku (mld zł)	20
Wykres 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (mln zł)	21
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE.....	22
Wykres 3.1.	Stopy zwrotu OFE*	23
Tabela 3.2.	Podział rachunku premiowego od 30.09.2009 do 28.09.2012 (zł)	23
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce.....	24
Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2012	25
Tabela 3.3.	Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2009 roku do 28.09.2012 roku.....	26
Tabela 3.4.	Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 01.10.2009 roku do 28.09.2012 roku	26
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.).....	27

Wykres 4.1.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)	29
Tabela 4.1.	Struktura zagregowanego portfela OFE	29
Wykres 4.2.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 28.09.2012 roku	31
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym do lokat OFE na dzień 28.09.2012	32
Tabela 4.3.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 28.09.2012 roku	33
Wykres 4.3.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu ..	34
Tabela 4.4.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ	35
Tabela 4.5.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	36
Wykres 4.4.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa	36
Tabela 4.6.	Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE - skarbowe papiery wartościowe (w latach)	37
Wykres 4.5.	Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE (w latach)	37
Wykres 4.6.	Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG	38
Tabela 4.7.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	39
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW	40
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 28.09.2012 roku	40
Tabela 4.9.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 28.09.2012 roku	41
Tabela 4.10.	Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 28.09.2012 roku	41
Wykres 4.8.	Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE na tle indeksu WIG20	42
Wykres 4.9.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	42
Wykres 4.10.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE ..	43
Tabela 4.11.	Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back na SPW w walucie krajowej w okresie 30.09.2009-28.09.2012	43



URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO
Plac Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa

tel. (+48 22) 262-50-00
fax (+48 22) 262-51-11 (95)
e-mail: knf@knf.gov.pl

www.knf.gov.pl