Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2007 – 31.03.2010

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
Warszawa 2010

Spis treści:

Wstęp ... 3
1. Sytuacja na rynku finansowym ... 4
   a. Otoczenie makroekonomiczne ... 4
   b. Krajowy rynek instrumentów dłużnych ... 6
   c. Krajowy rynek instrumentów udziałowych ... 10
   d. Rynki zagraniczne ... 12
2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa ... 14
   a. Członkowie otwartych funduszy emerytalnych ... 14
   b. Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych ... 15
   c. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych ... 18
   d. Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych ... 21
3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce ... 22
   a. Otwarte fundusze emerytalne ... 22
   b. Pracownicze fundusze emerytalne ... 26
4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych ... 28
   a. Zagregowany portfel funduszy emerytalnych ... 28
   b. Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych ... 32
   c. Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych ... 36
   d. Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych ... 42

Wstęp

Okres od marca 2007 roku do marca 2010 był czasem bardzo burzliwym w gospodarce światowej. W połowie 2007 roku rozpoczął się kryzys na rynkach finansowych, spowodowany załamaniem rynku *subprime* w USA. Ujawniły się poważne problemy ekonomiczne wielu dużych instytucji finansowych o zasięgu globalnym, niektóre z nich upadły. Zawirowania z rynków finansowych przeniosły się także do pozostałych działów gospodarki przyczyniając się do wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w większości krajów. Problemy te nie ominęły także Polski, ale wydaje się, że skala negatywnych zjawisk w naszym kraju była mniejsza niż w przypadku większości państw rozwiniętych. Nie mieliśmy do czynienia z recesją, żadna z obecnych na naszym rynku instytucji finansowych nie miała problemów na skalę porównywalną z niektórymi instytucjami amerykańskimi czy brytyjskimi. Także rynek pracy nie odczuł kryzysu tak mocno jak w większości krajów UE. Znalazło to także swoje przełożenie na rynku funduszy emerytalnych, gdzie wartość składek przekazanych funduszom osiągnęła rekordowe poziomy w roku 2008 i 2009, odpowiednio 20,5 mld zł i 21 mld zł. W okresie od marca 2007 roku do marca 2010 roku aż o dwa miliony wzrosła liczba członków funduszy.

Do lipca 2007 roku fundusze korzystając z hossy na rynku finansowym, uzyskały wysokie stopy zwrotu. Po pierwszej fali globalnego kryzysu, spadki dotknęły też warszawski parkiet, co przełożyło się niekorzystnie na wyniki funduszy emerytalnych. Dzięki odbiciu na warszawskiej GPW i giełdach światowych, na koniec marca 2010 roku średnia trzyletnia stopa zwrotu funduszy wynosiła 2,9%. Jednak po uwzględnieniu inflacji realne stopy zwrotu OFE za cały badany okres 36 miesięcy pozostały ujemne.

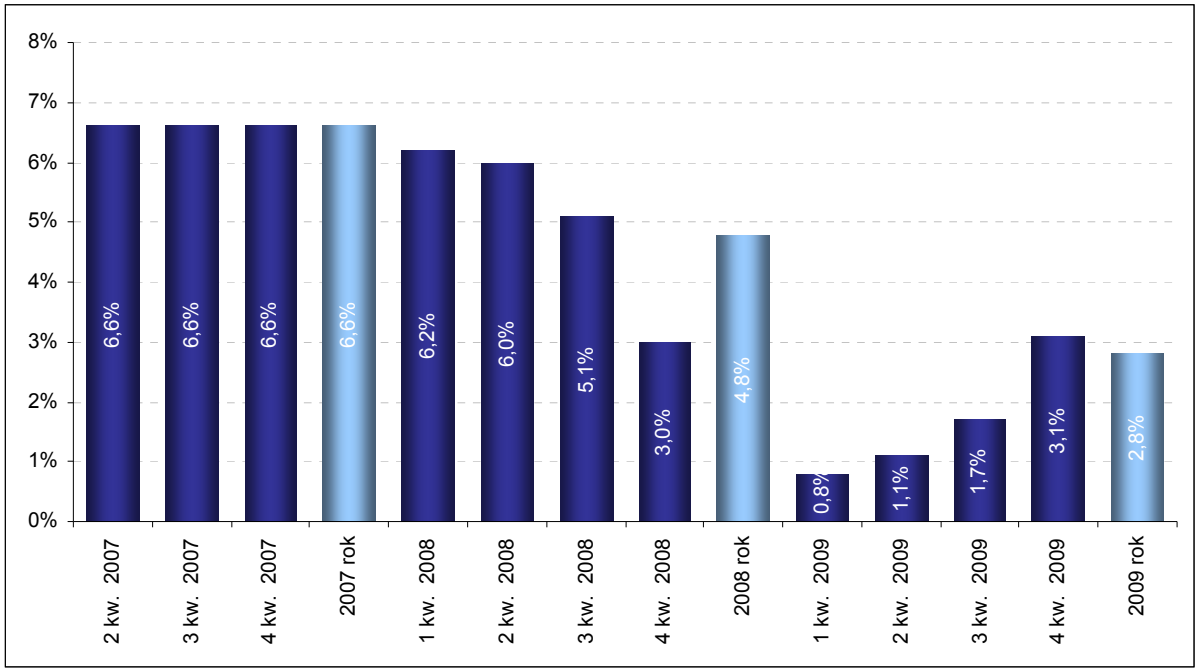
Pierwszy rozdział niniejszego opracowania prezentuje otoczenie rynkowe, w jakim funkcjonowały fundusze emerytalne, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji na krajowym i zagranicznych rynkach finansowych. Dużo miejsca zostało poświęcone sytuacji na rynku skarbowych papierów wartościowych oraz rynku akcji, stanowiących podstawowy obszar działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. W kolejnym rozdziale przedstawiono analizę sektora funduszy emerytalnych od strony wielkości środków, jakimi zarządzały fundusze emerytalne począwszy od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku. Dwa ostatnie rozdziały zostały poświęcone na prezentację wypracowanych przez fundusze stóp zwrotu, także z poszczególnych części portfeli inwestycyjnych oraz na analizę tych portfeli. Szczegółowo omówiono zaangażowanie funduszy emerytalnych w główne grupy instrumentów finansowych oraz przedstawiono znaczenie tych podmiotów jako uczestników rynku długu oraz akcji.

1. Sytuacja na rynku finansowym

a. Otoczenie makroekonomiczne

Po okresie stabilnego wzrostu, koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu. Począwszy od pierwszego kwartału 2008 roku tempo rozwoju polskiej gospodarki zaczęło się obniżać, by na koniec pierwszego kwartału 2009 roku osiągnąć poziom 0,8%. Mimo to, tempo rozwoju polskiej gospodarki było istotnie wyższe niż większości krajów rozwiniętych. Począwszy od IV kwartału 2008 roku gospodarka UE znajdowała się w recesji. Polska okazała się jedynym krajem UE, który utrzymał dodatni wzrost gospodarczy w roku 2009. Według danych GUS produkt krajowy brutto w Polsce w 2009 roku w porównaniu z 2008 rokiem był wyższy realnie o 2,8% (w 2008 roku o 4,8%).

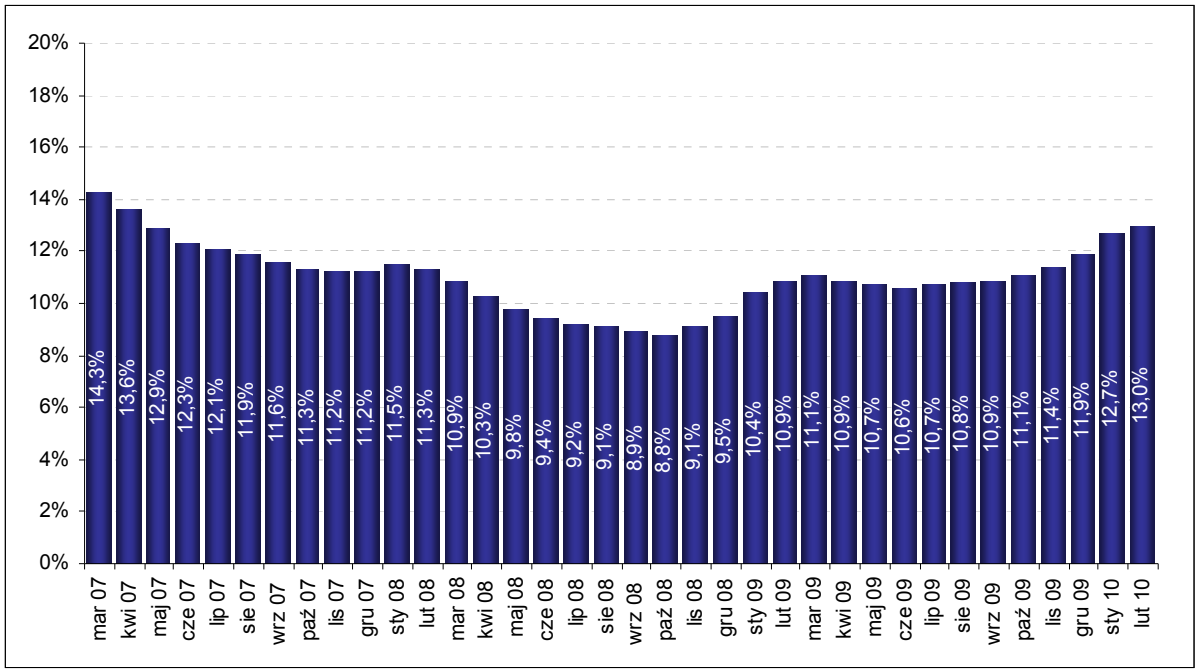
Wykres 1.1 Dynamika PKB w Polsce w latach 2007-2010 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia spadała od początku drugiego kwartału 2007 roku do początku czwartego kwartału 2008 roku (przejściowe wzrosty w okresie grudzień-styczeń każdego roku mają charakter sezonowy).W październiku 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 8,8%. W kolejnych miesiącach wskaźnik bezrobocia zaczął jednak wyraźnie wzrastać i w lutym 2010 roku osiągnął poziom 13%.

Wykres 1.2 Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2007-2010

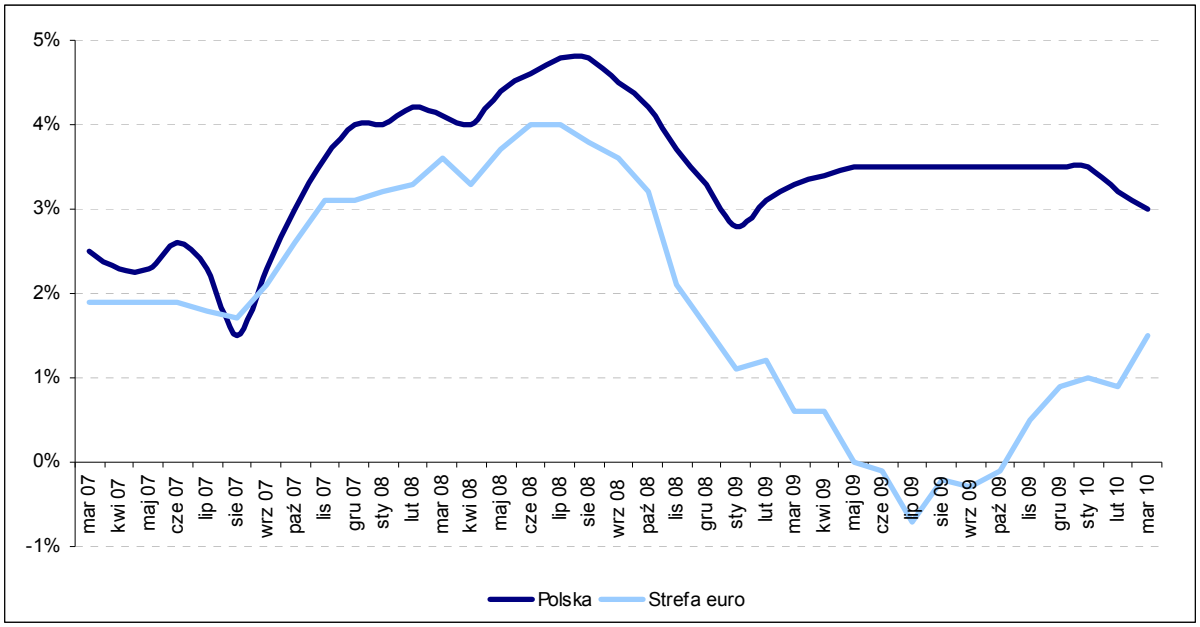


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie, roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (pot. inflacja) w Polsce kształtowały się w przedziale 1,5% – 4,8%. Od października 2007 inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.) osiągając maksimum w letnich miesiącach 2008 roku.

W tym czasie inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale od -0,7% do 4,0 % . W ostatnich miesiącach badanego okresu po niewielkiej deflacji, mieliśmy do czynienia z ponownym pojawieniem się niewielkiej inflacji w strefie euro.

Wykres 1.3 Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2007-2010



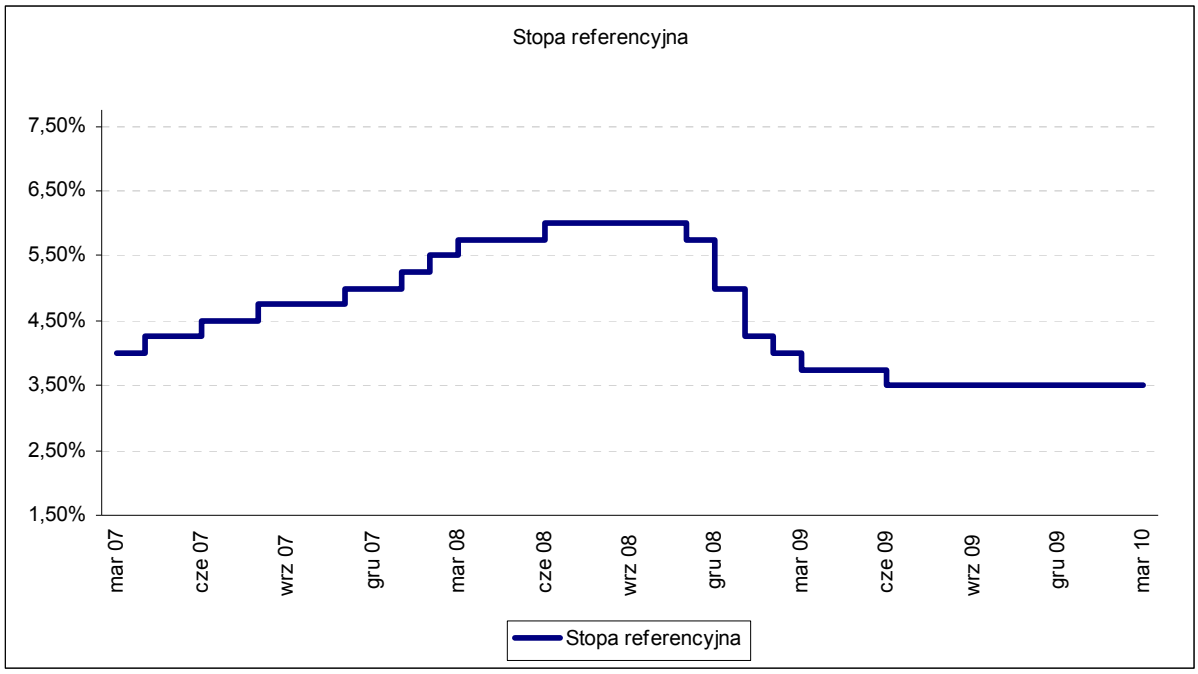
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku Rada Polityki Pieniężnej 14-krotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- 8-krotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 2 pkt proc.;
- następnie 6-krotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 2,5 pkt proc.

Na dzień 31 marca 2010 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 3,5%, stopa redyskonta weksli 3,75%, stopa lombardowa 5,00%, a stopa depozytowa NBP 2,0%. Były to najniższe stopy procentowe od 1990 roku. Ostatnia obniżka miała miejsce w czerwcu 2009 roku. Łączna obniżka stóp procentowych w Polsce, rozpoczęta w IV kwartale 2008 roku, choć wysoka, była mniejsza niż zdecydowane posunięcia w zakresie polityki pieniężnej podjęte przez banki centralne najważniejszych gospodarek światowych.

Wykres 1.4 Stopa referencyjna NBP



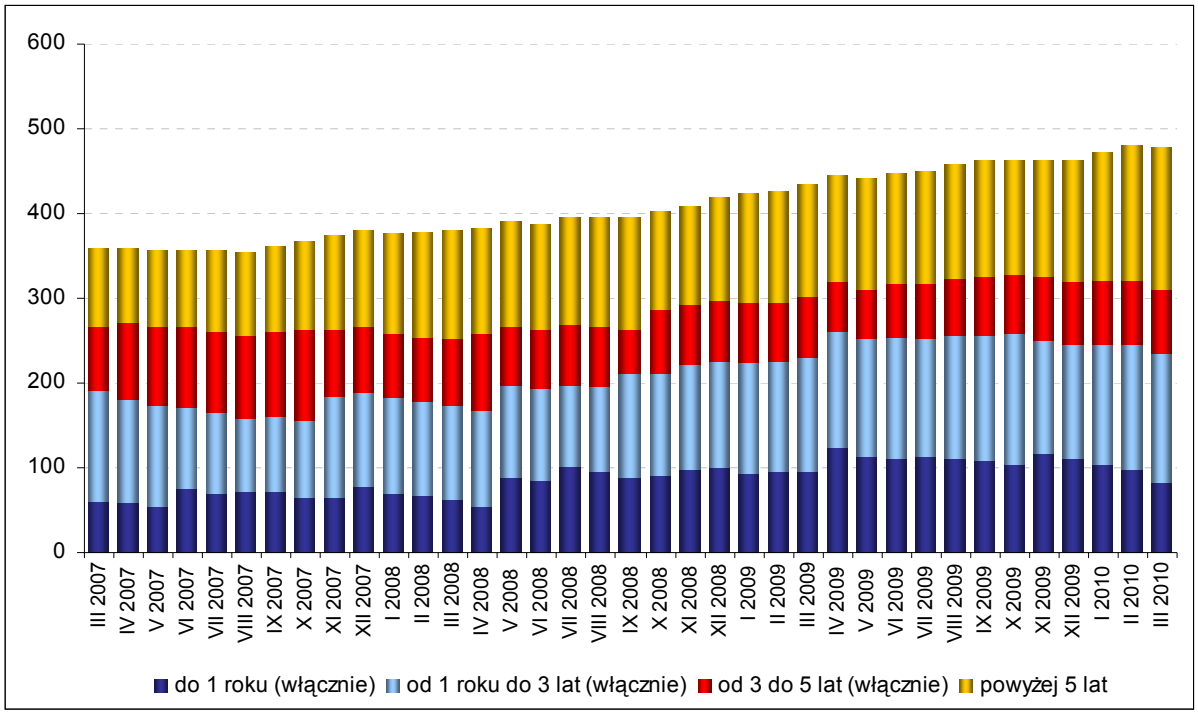
Źródło: Narodowy Bank Polski

b. Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec marca 2010 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 655,3 mld złotych, co oznacza, że od końca marca 2007 roku zadłużenie wzrosło o 33,3%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (478,8 mld złotych), stanowiący na koniec stycznia 2010 roku 73,1% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 33,2%.

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 144,1 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 176,5 mld złotych, czyli w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 33,5%.

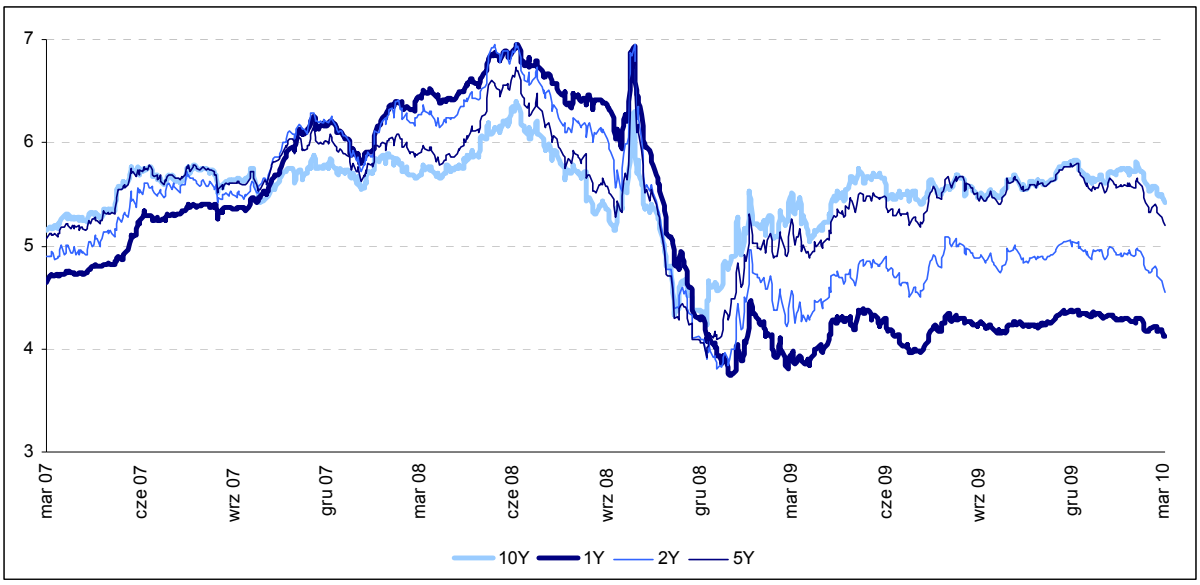
Wykres 1.5 Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od marca 2007 roku do marca 2009 rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dużymi wahaniami. Od 2007 roku, wraz z podwyżką stóp procentowych, rentowność zaczęła rosnąć, a najwyższą wartość osiągnęła na koniec drugiego kwartału 2008 roku. W III kwartale 2008 nastąpił gwałtowny spadek poziomu rentowności instrumentów skarbowych, by w I i II kwartale 2009 roku nieco wzrosnąć. Począwszy od III kwartału 2009 roku nastąpiła stabilizacja poziomu rentowności na różnych poziomach, w zależności od terminu zapadalności instrumentu.

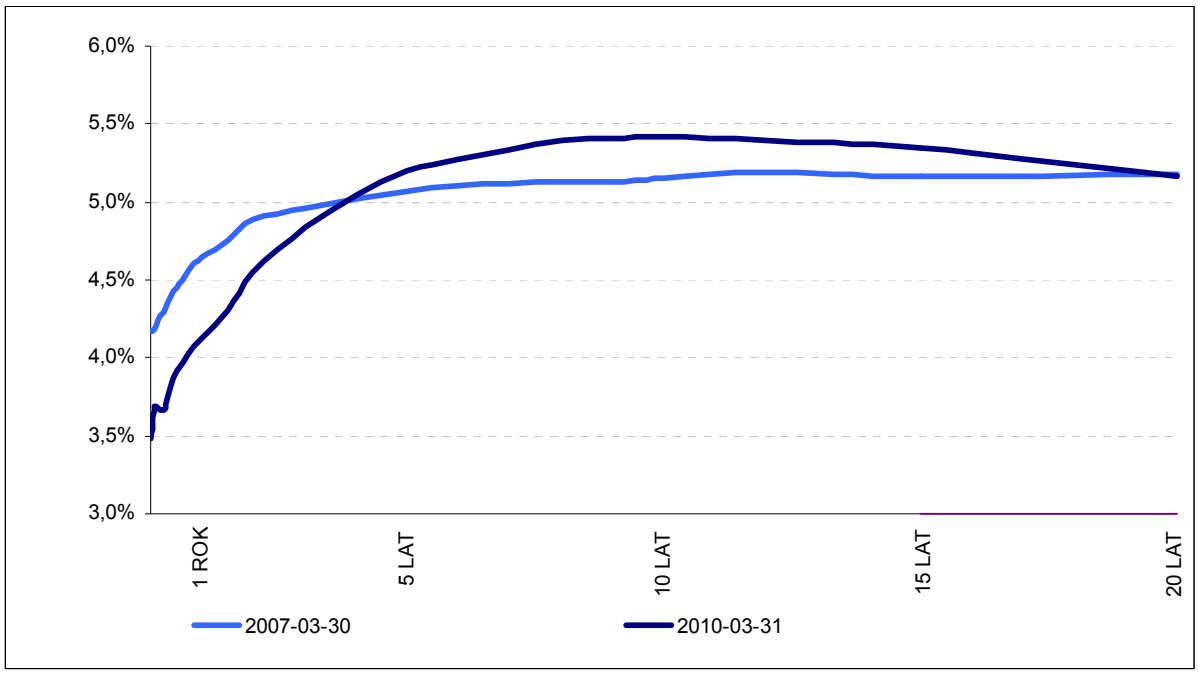
Wykres 1.6 Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN



Źródło: Reuters

W okresie od marca 2007 roku do marca 2010 roku zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim. Na początku okresu krzywa była niemalże płaska – stopy na całej długości oscylowały w przedziale 4,2-5,2%. W ciągu kolejnych 36 miesięcy na krótkim końcu stopy spadły nawet o 60 pkt. bazowych, natomiast nie nastąpiło przesuniecie długiego końca krzywej.

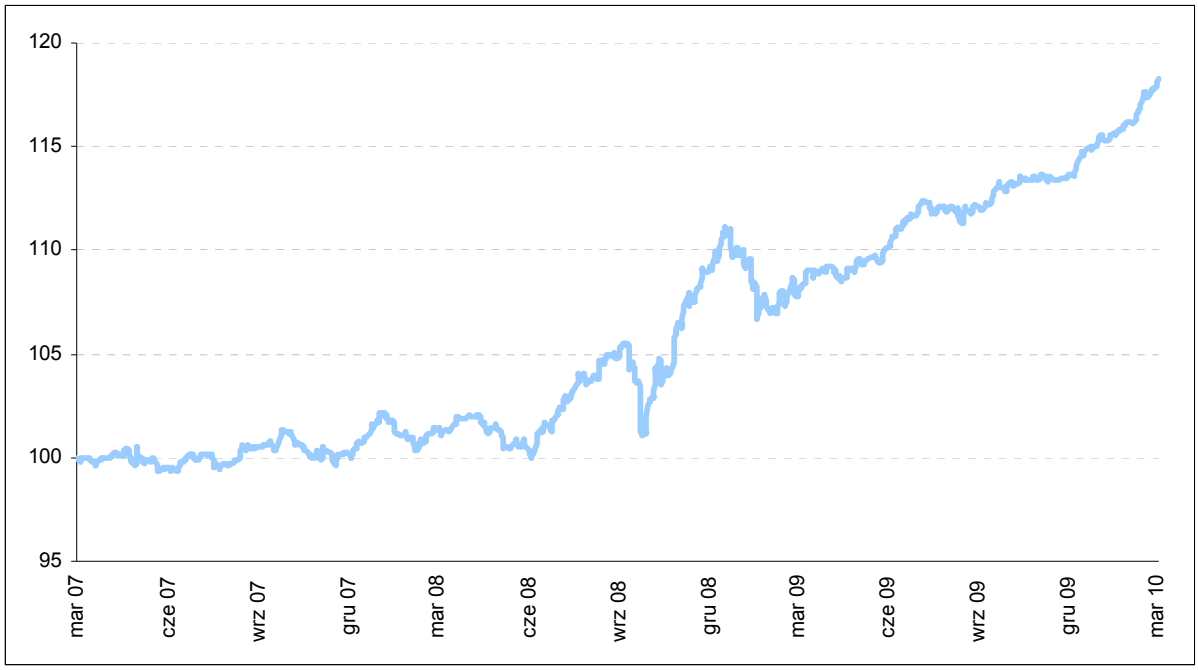
Wykres 1.7 Krzywa rentowności PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 18,2%, przy czym największy wzrost rozpoczął się w III kwartale 2008 roku i trwał do końca analizowanego okresu.

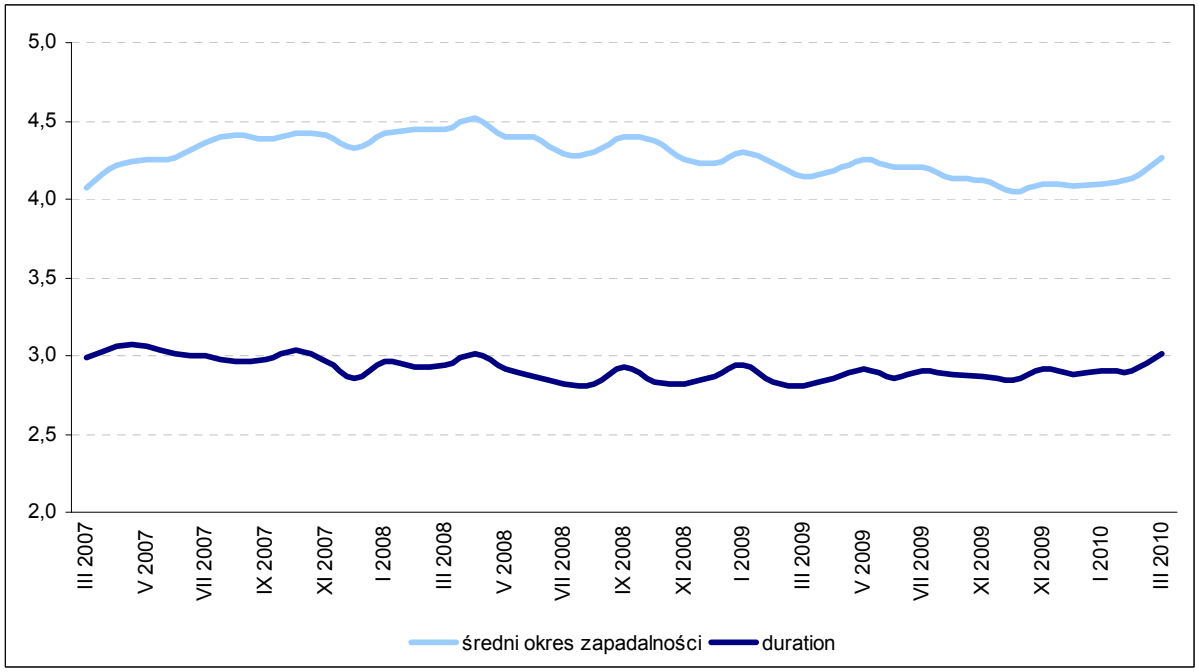
Wykres 1.8 Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE



Źródło: Reuters, obliczenia własne

W ciągu ostatnich lat resort finansów kontynuował proces ograniczenia ryzyka refinansowania w walucie krajowej oraz ryzyka stopy procentowej, poprzez działania zmierzające do wydłużenia średniej zapadalności polskiego długu. W konsekwencji w okresie od marca 2007 roku do kwietnia 2008 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła o prawie pół roku (z poziomu 4,07 roku na początku okresu do poziomu 4,52 roku w kwietniu 2008). Potem jednak następowało stopniowe obniżenie średniego okresu zapadalności polskiego długu i na koniec marca 2010 roku osiągnął on do wartość 4,27 roku.

Wykres 1.9 Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych



Źródło: Ministerstwo Finansów

c. Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od marca 2007 roku do marca 2010 roku to czas dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Do połowy 2007 roku na GPW kontynuowany był silny trend wzrostowy. Pierwsze oznaki odwrócenia tego trendu pojawiły się w lipcu 2007 roku, ale rozpoczęte wtedy spadki zostały szybko powstrzymane i jeszcze przed końcem III kwartału rynek odrobił straty. Jednak od początku IV kwartału 2007 roku na rynku nastąpiło wyraźniejsze i dużo trwalsze pogorszenie koniunktury, a od początku IV kwartału 2008 roku indeksy spadały w dużym tempie w wyniku globalnego kryzysu finansowego. Na luty 2009 roku przypadał najniższy poziom indeksów w badanym okresie (17 lutego 2009: WIG 21 274,28, WIG20 1 327,64). W stosunku do końca marca 2007 roku indeksy straciły ponad 60% na swej wartości. Od marca 2009 roku nastąpiło trwałe odbicie wartości wskaźników, dzięki czemu na koniec okresu indeks WIG był tylko o 26%, a indeks WIG20 o 29% niższy niż na początku badanego okresu.

Wykres 1.10 Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych w latach 2007-2010.

Wartość na dzień 30.03.2007 = 100
Źródło: Reuters

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W 2008 roku wszystkie indeksy odnotowały spadki, a w ślad za tym spadała kapitalizacja rynku. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze w 2007 roku było odwrotnie. W 2009 roku i na początku 2010 roku giełda odrabiała straty w stosunku do 2008 roku. Kapitalizacja spółek krajowych zwiększyła się o 182 mld. zł, a zagranicznych o 109,4 mld. zł.

Tabela 1.1 Podstawowe statystyki GPW

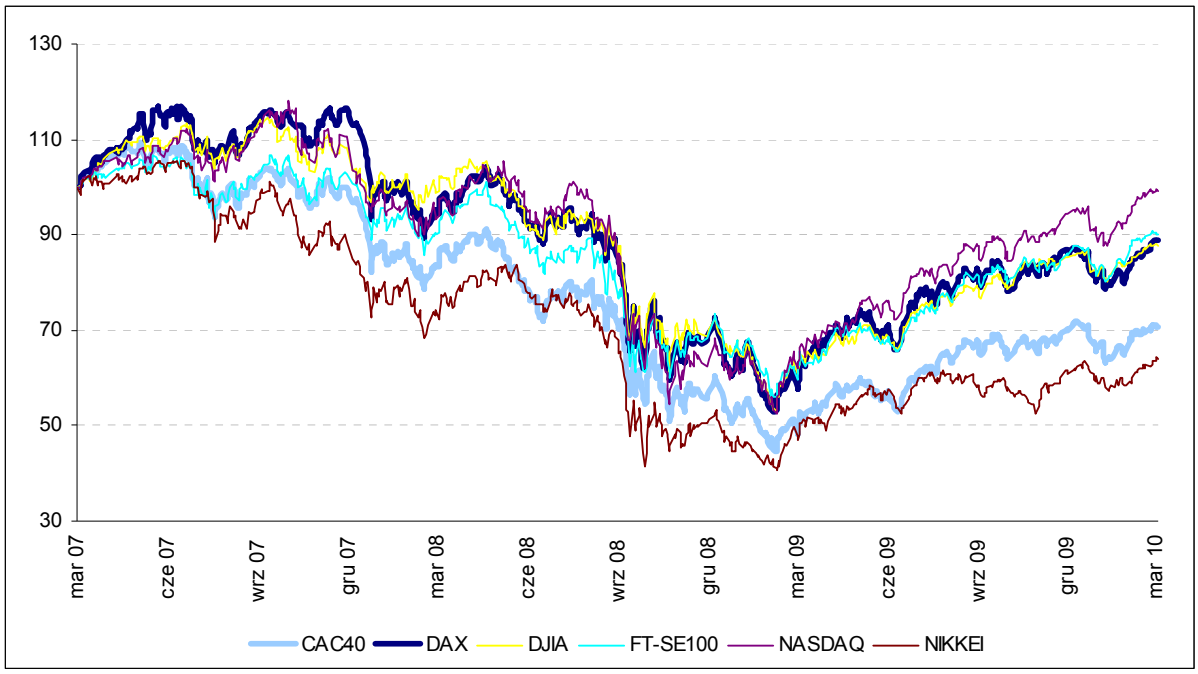
Rok	I kw. 2010	2009	2008	2007
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	378	379	374	351
w tym zagraniczne	*24*	*25*	*25*	*23*
liczba debiutów	2	13	33	81
liczba wycofań	0	8	10	14
Obligacje	50	51	51	57
w tym zagraniczne	*3*	*3*	*3*	*4*
Kontrakty terminowe	45	37	40	42
Opcje	106	110	138	98
Wartości indeksów				
WIG20	2 495,60	2388,72	1 789,73	3 456,05
mWIG40	2 496,22	2346,14	1 511,27	4 028,37
sWIG80	12 429,56	11090,93	6 852,79	15 917,92
WIG	42 446,51	39985,99	27 228,64	55 648,54
WIG-PL	41 636,38	39372,61	27 167,25	55 011,93
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	4,47	33,47	-48,21	5,19
mWIG40 (%)	6,4	55,24	-62,48	7,9
sWIG80 (%)	12,07	61,85	-56,95	25,17
WIG (%)	6,15	46,85	-51,07	10,39
WIG-PL (%)	5,75	44,93	-50,62	9,23
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	449 712	421178	267 359	509 887
Spółki zagraniczne (mln zł)	307 238	294643	197 756	570 370
Obligacje krajowe (mln zł)	430 958	406112	362 357	348 535
Obligacje zagraniczne (mln zł)	586	586	586	719
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	39 467	351 885,00	331 316	479 480
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	35 615	333 391,00	320 715	461 917
Liczba transakcji na sesję	53 946	51 395,00	38 211	60 820
Wartość obrotów w transakcjch pakietowych (mln zł)	3 852	18 494,00	10 601	17 563
Liczba transakcji pakietowych	407	2 888,00	2 464	2 509

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

d. Rynki zagraniczne

Koniunktura na rynkach zagranicznych wykazywała dużą zmienność w omawianym okresie. Należy wyróżnić trzy podstawowe trendy: pierwszy wzrostowy, trwający do połowy 2007 roku, drugi silny trend spadkowy, trwający do marca 2009 i trzeci trend wzrostowy od marca 2009 do marca 2010. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć różnią się zmiennością.

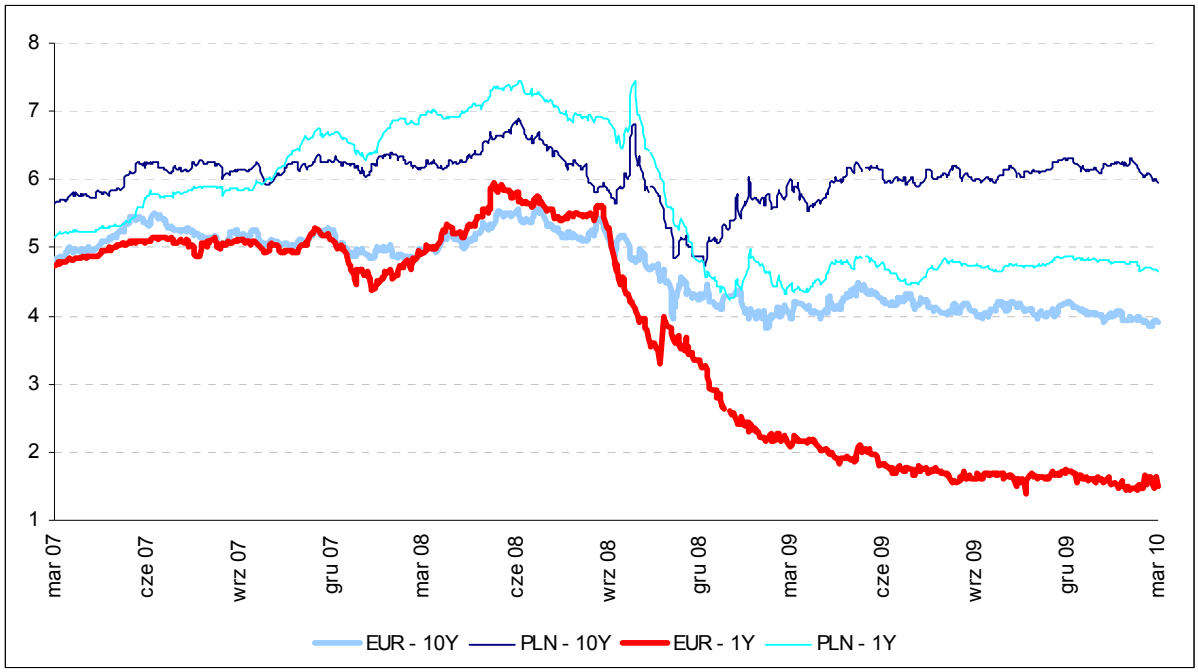
Wykres 1.11 Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych w latach 2007-2010. Wartość na dzień 30.03.2007 = 100.



Źródło: Reuters

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, dysparytet ten ulegał zmniejszeniu aż do końca III kwartału 2008 roku, by potem gwałtownie wzrosnąć na skutek radykalnej obniżki stóp w strefie euro i relatywnie niewielkich cięć stóp procentowych dla PLN.

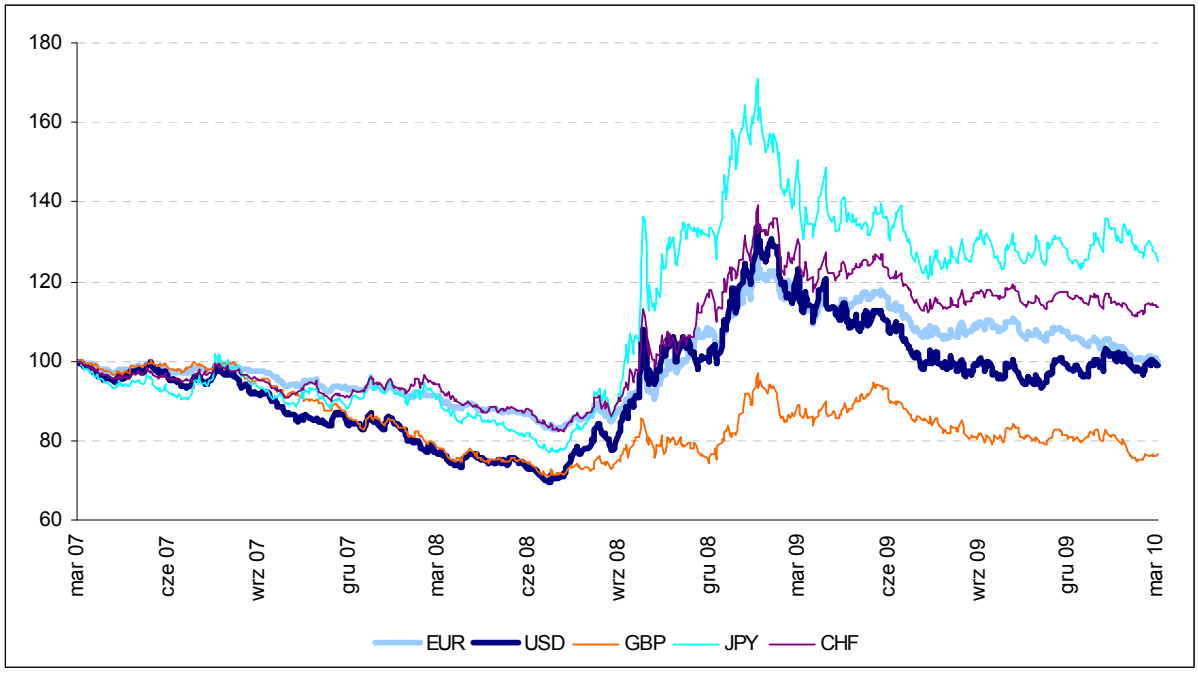
Wykres 1.12 Stopy zerokuponowe dla PLN I EUR



Źródło: Reuters

W okresie od marca 2007 roku do połowy 2008 roku następowała systematyczna aprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Znaczące osłabienie złotego rozpoczęło się w III kwartale 2008 roku. Spośród pięciu zaprezentowanych walut, najbardziej stabilna w tym okresie była wartość złotówki w stosunku do funta brytyjskiego. Od marca 2009 kurs walutowy wykazał trend aprecjacyjny.

Wykres 1.13 Kursy wybranych walut w stosunku do złotego (zł)



Źródło: Reuters

2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

a. Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2010 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 14,6 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 1,9 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w 13 otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku jednego liczba członków zmniejszyła się. Zmniejszyła się także liczba funduszy w związku z połączeniem Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura.

Największe przyrosty członków odnotował ING OFE (436,3 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także: AXA OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK, OFE PZU „Złota Jesień" oraz Generali OFE (odpowiednio: 296,4 tys., 237,4 tys., 229,1 tys., 211,3 tys.). O 408 tys. wzrosła liczba członków w Aegon OFE, ale było to skutkiem połączenia z innym OFE.

Na zmianę liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 2,2 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić zmiany prawne wyłączające określone grupy osób z systemu kapitałowego, przypadki śmierci członków OFE czy weryfikację rejestrów członków dla eliminacji błędnych zapisów.

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 albo poprzez zapisanie się samego ubezpieczonego do wybranego OFE lub uzyskanie członkostwa w funduszu w trybie losowania. Fundusze wykazują zróżnicowaną aktywność w zakresie pozyskiwania członków z rynku pierwotnego. Najwięcej członków w tym trybie pozyskał ING OFE (426,7 tys.) i Aviva OFE Aviva BZ WBK (326,5 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiło w analizowanym okresie do PKO BP Bankowy OFE (25,1 tys.). Warto zauważyć, że fundusze, które uzyskały najwięcej członków na rynku pierwotnym nie uczestniczą w losowaniach, a więc cały ten przyrost został uzyskany poprzez akwizycję.

Tabela 2.1 Członkowie OFE w okresie od 30 marca 2007 do 31 marca 2010 roku

OFE	Liczba członków w dniu 2007-03-31	Saldo transferów w okresie IV 2007 – III 2010	Losowania w okresie IV 2007 – III 2010	Umowy pierwszorazowe w okresie IV 2007 – III 2010	Liczba członków w dniu 2010-03-26
AEGON OFE	370 139	-75 823	10 454	63 136	778 219
Allianz Polska OFE	310 141	34 422	16 522	63 930	414 950
Amplico OFE	1 052 387	-79 197	87 186	65 651	1 109 336
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 641 968	-43 273	0	326 512	2 879 412
AXA OFE	550 709	172 016	35 712	118 007	847 092
Generali OFE	503 438	67 090	87 037	69 838	714 739
ING OFE	2 486 718	55 682	0	426 746	2 923 059
Nordea OFE	701 635	-5 304	0	164 215	839 069
Pekao OFE	266 461	-19 061	84 761	42 923	356 292
PKO BP Bankowy OFE	444 425	-39 179	0	25 120	418 884
OFE Pocztylion	388 248	-40 907	25 243	99 559	483 392
OFE Polsat	285 970	-35 054	70 248	6 341	319 728
OFE PZU „Złota Jesień”	1 919 334	40 196	0	233 214	2 148 354
OFE Skarbiec-Emerytura	443 427	-17 491	0	23 394	0
OFE WARTA	299 566	-14 117	18 800	20 573	319 115
Razem	**12 664 566**	**0**	**435 963**	**1 749 159**	**14 551 641**

W listopadzie 2008 roku liczba OFE zmniejszyła się do 14 w związku z połączeniem Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura
Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,5 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 123,2 tys. osób.

Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w sierpniu 2009 roku (154 817), zaś najmniej w listopadzie 2007 roku (94 534).

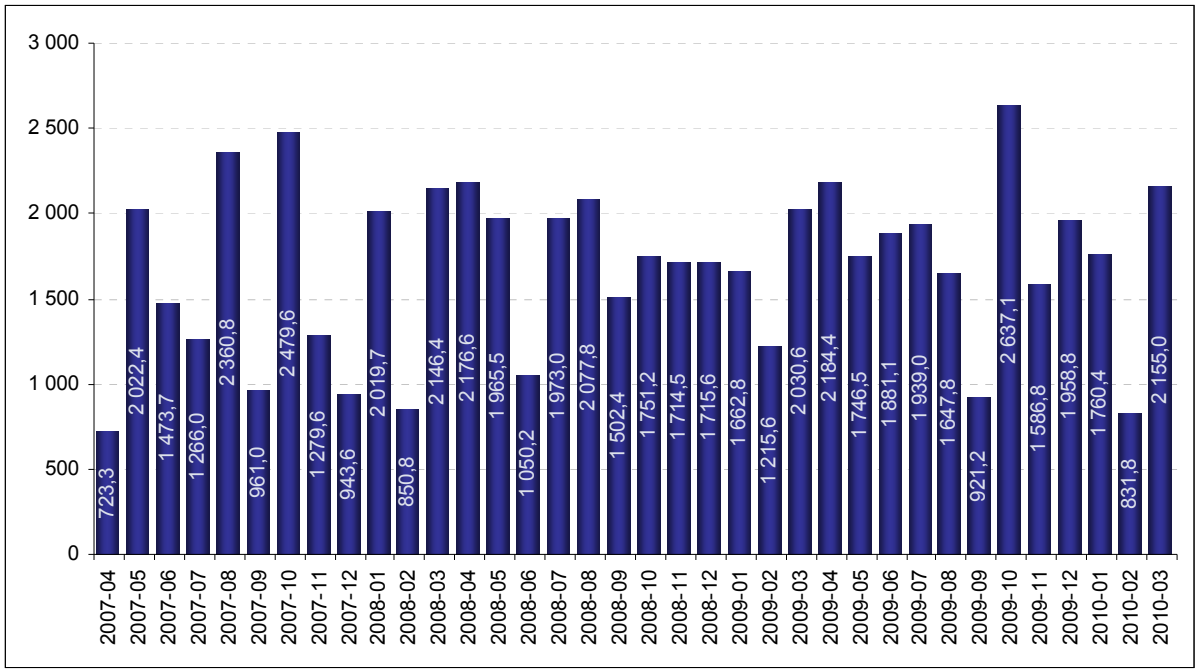
W okresie od 30 marca 2007 do 31 marca 2010 roku miało miejsce 6 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 436 tys. osób (średnio 72,7 tys. osób w losowaniu). Najwięcej osób trafiło do Amplico OFE, Generali OFE, Pekao OFE, OFE Polsat (łącznie 75,5% osób uczestniczących w losowaniu).

Od początku 2009 roku rozpoczęła się również faza dekumulacji 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 dokonywanych przez ZUS. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na liczbę członków OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, którym przyznano emerytury okresowe w większości przypadków pozostaje w funduszu aż do wyczerpania lub do czasu przyznania emerytury dożywotniej. Z OFE odchodzą tylko te osoby, które mając takie prawo, wybierają świadczenia emerytalne wyliczane według starych zasad.

b. Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 60,6 mld złotych (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Oznacza to, że średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie 1,7 mld złotych. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w październiku 2009 roku (2,6 mld zł), zaś najmniejsza w kwietniu 2007 roku (0,7 mld zł).

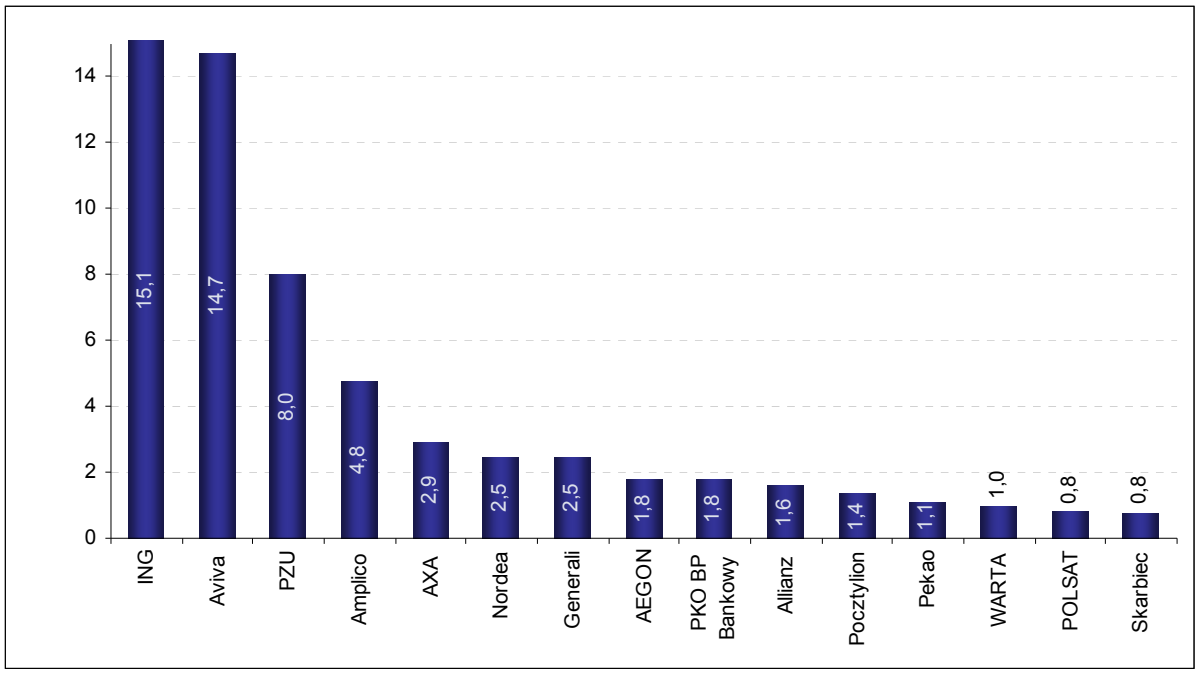
Wykres 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE w mln zł.



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (15,1 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (14,7 mld zł) – fundusze te otrzymały 49% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 0,97 mld zł oraz 0,81 mld zł. Jeszcze mniej składek trafiło do OFE Skarbiec-Emerytura, ale fundusz ten funkcjonował tylko do listopada 2008 roku.

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE w okresie od 30 marca 2007 do 31 marca 2010 roku w mld zł.



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

Z początkiem 2009 roku otwarte fundusze emerytalne zaczęły przekazywać środki na wypłatę emerytur. W okresie od stycznia 2009 do marca 2010 roku dokonano łącznie 1801 wypłat (324 wypłaty pierwszorazowe i 1477 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę 158 tys. zł (65,3 tys. zł wypłat pierwszorazowych oraz 92,7 tys. zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych). Ze względów technicznych, pierwsze świadczenie, jakie otrzymuje emeryt z systemu kapitałowego, czyli wypłata pierwszorazowa, obejmuje najczęściej okres inny niż miesiąc. Z tego względu wartość tego pierwszego świadczenia jest inna (najczęściej wyższa – średnia wyniosła 201,66 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 62,75 zł), jaką emeryt będzie otrzymywał w kolejnych miesiącach.

Tabela 2.2. Okresowe emerytury kapitałowe wypłacone przez ZUS w okresie od stycznia 2009 do marca 2010 roku

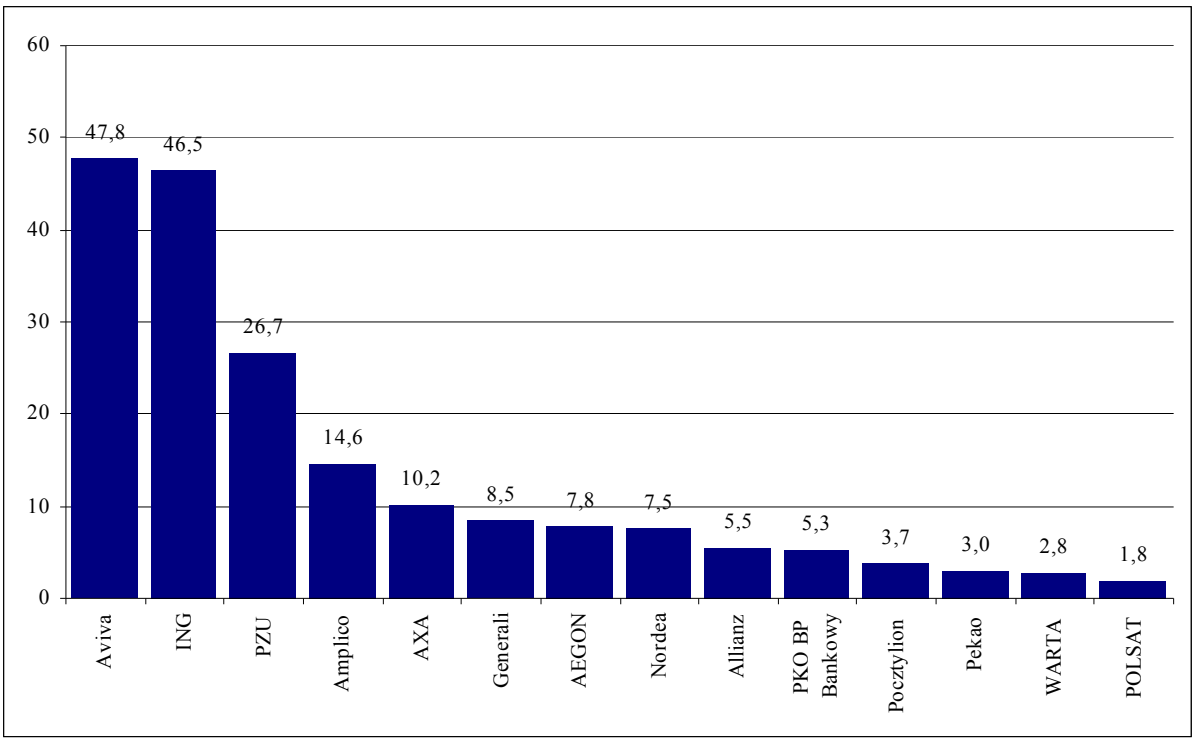
OFE	Liczba wypłat pierwszorazowych	Kwota wypłat pierwszorazowych	Liczba wypłaconych okresowych emerytur kapitałowych	Wartość wypłaconych okresowych emerytur kapitałowych
AEGON OFE	25	4 268,53	129	6 021,21
OFE Allianz Polska	9	2 018,45	17	351,78
Amplico OFE	36	5 734,34	164	7 666,63
Aviva OFE Aviva BZ WBK	49	12 317,98	241	13 164,61
AXA OFE	15	2 819,43	82	4 126,05
Generali OFE	19	2 547,07	91	4 600,68
ING OFE	75	22 405,46	329	33 216,19
Nordea OFE	13	1 745,96	62	3 374,06
Pekao OFE	9	1 165,08	50	2 219,89
PKO BP Bankowy OFE	12	1 660,13	50	3 356,42
OFE Pocztylion	17	1 618,51	81	4 023,03
OFE POLSAT	7	613,58	15	415,42
OFE PZU "Złota Jesień"	31	5 575,31	132	8 064,57
OFE WARTA	7	849,23	34	2 075,27
Razem	**324**	**65 339,06**	**1 477**	**92 675,81**

Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, Zakład Ubezpieczeń Społecznych

c. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2010 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 191,7 mld złotych, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o 64,4 mld złotych. Przyrost ten był wyższy niż w poprzednim okresie, głównie za sprawą wyraźnego poprawienia się koniunktury na rynku akcji zapoczątkowanego w lutym 2009 roku.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (w mld zł)



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły Aviva OFE Aviva BZ WBK, ING OFE oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy (mierzony wartością zarządzanych aktywów netto) na koniec marca 2010 roku wyniósł 63,1%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,4 pkt proc.

Tabela 2.3 Wartość aktywów netto OFE (w mln zł)

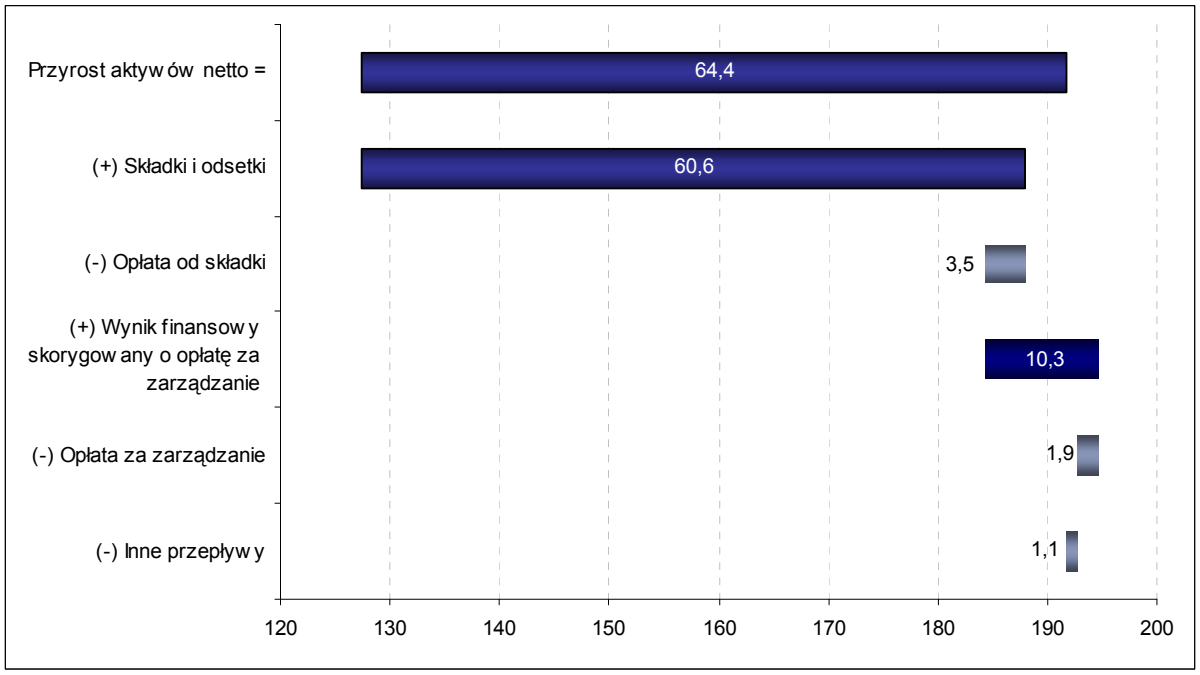
OFE	2007-03-30	Udział w rynku	2010-03-31	Udział w rynku
AEGON OFE	**2 898,6**	2,3	**7 750,2**	4,0
OFE Allianz Polska	**3 138,6**	2,5	**5 467,9**	2,9
Amplico OFE	**10 567,6**	8,3	**14 623,9**	7,6
Aviva OFE Aviva BZ WBK	**33 685,6**	26,5	**47 812,8**	24,9
AXA OFE	**5 433,1**	4,3	**10 239,6**	5,3
Generali OFE	**4 654,8**	3,7	**8 460,7**	4,4
ING OFE	**29 718,1**	23,3	**46 541,2**	24,3
Nordea OFE	**4 574,4**	3,6	**7 541,0**	3,9
Pekao OFE	**2 066,3**	1,6	**3 039,4**	1,6
PKO BP Bankowy OFE	**4 034,5**	3,2	**5 267,6**	2,7
OFE Pocztylion	**2 599,8**	2,0	**3 716,8**	1,9
OFE POLSAT	**1 202,9**	0,9	**1 815,4**	0,9
OFE PZU "Złota Jesień"	**17 474,2**	13,7	**26 683,9**	13,9
OFE Skarbiec-Emerytura	**3 311,0**	2,6	**-**	-
OFE WARTA	**1 973,6**	1,5	**2 779,0**	1,4
Razem	**127 333,2**	**100,0**	**191 739,3**	**100,0**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył OFE Aegon (1,8 pkt. proc., ale to głównie za sprawą połączenia z OFE Skarbiec-Emerytura). Istotny wzrost udziału w rynku zanotowano jeszcze w AXA OFE, ING OFE oraz Generali OFE (wzrosty odpowiednio o: 1,1, 0,9 oraz 0,8 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 (1,5 pkt proc.).

Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku wykazuje, że OFE wygenerowały zysk na poziomie 8,4 mld złotych (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 10,3 mld zł). W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 60,6 mld zł. Dla członków największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w OFE pozostają: opłata od składki (wartość na poziomie 3,5 mld złotych) oraz opłata za zarządzanie (1,9 mld złotych).

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 30 marca 2007 roku – 31 marca 2010 roku (w mld zł)

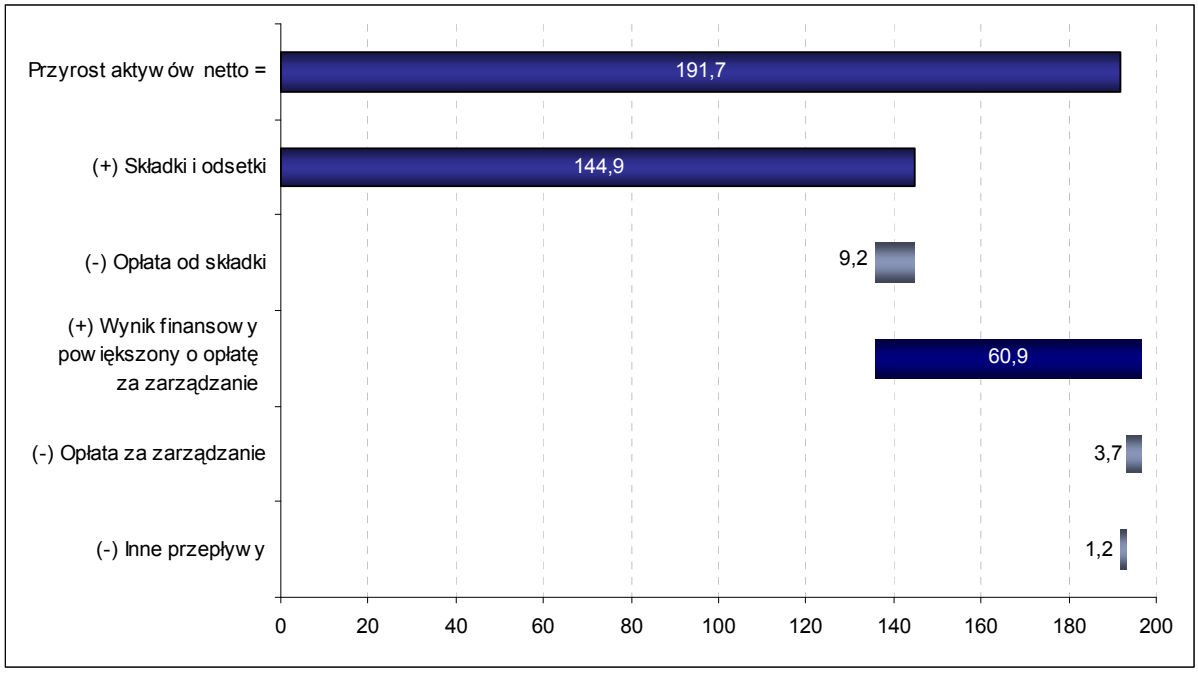


Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W bilansie funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE, były to przede wszystkich zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE czy przekazania środków z OFE do budżetu państwa w przypadku osób wychodzących z kapitałowego systemu emerytalnego na podstawie odrębnych przepisów, a także wypłaty emerytur – saldo tych wszystkich operacji wyniosło w skali trzech lat ok. –1,1 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2010 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (144,9 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (57,2 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie jest to kwota 60,9 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 9,2 mld zł oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (3,7 mld złotych).

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - III 2010 rok (w mld zł)



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

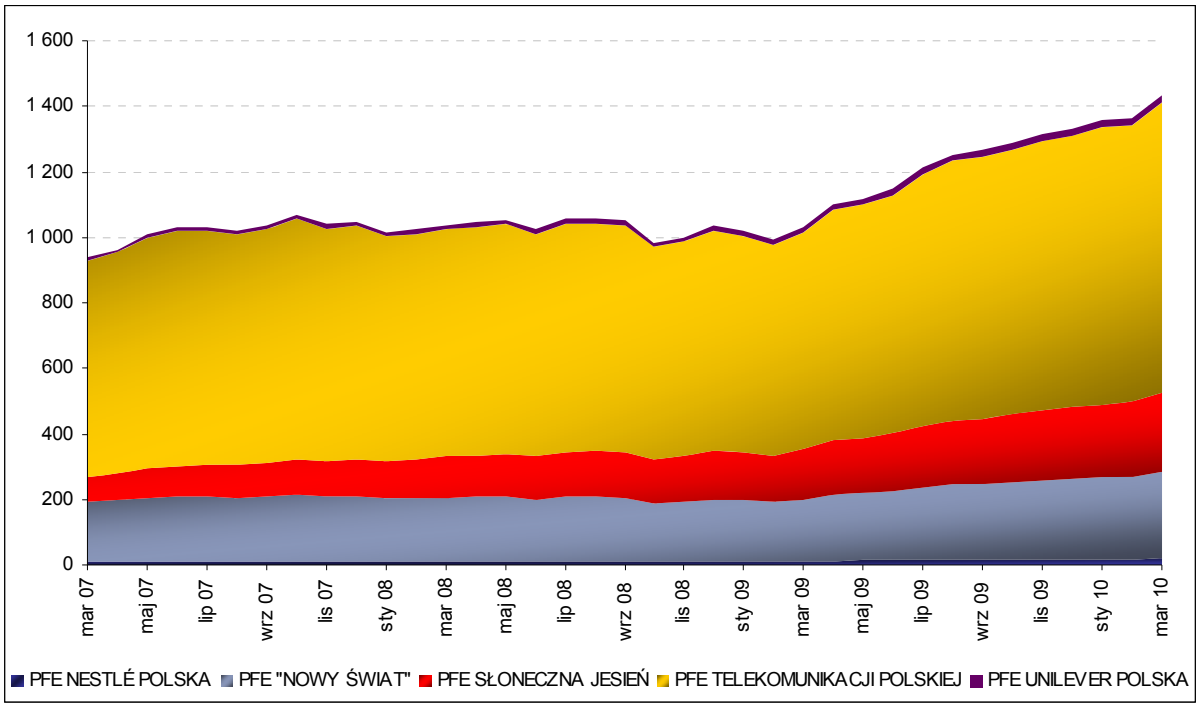
d. Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Na dzień 31 marca 2010 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień").

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec marca 2010 roku kształtowała się na poziomie 1,43 mld złotych (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 52,4%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec marca 2010 roku 0,75% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych (II filar ubezpieczeń społecznych).

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto zajmował na koniec analizowanego okresu Pracowniczy Fundusz Emerytalny Telekomunikacji Polskiej. Dysponował on aktywami o wartości 0,89 mld zł, co dawało mu 61,8% udziału w rynku.

Wykres 2.6. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

a. Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 8 kwietnia 2010 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji – z września 2009 roku, fundusze pogorszyły swoje wyniki. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 2,901%, a minimalna stopa zwrotu -1,099%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej.

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

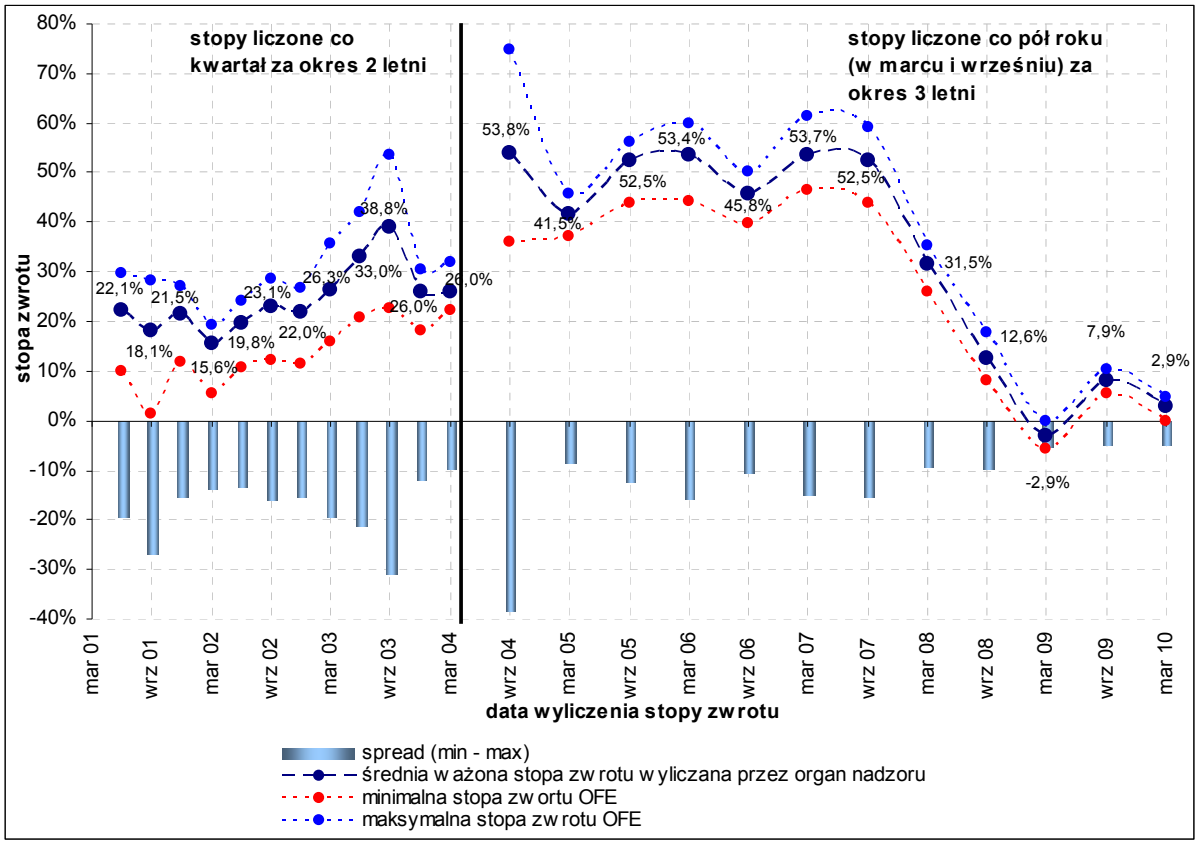
Podobnie jak pół roku wcześniej w analizowanym okresie wszystkie OFE miały nieujemne stopy zwrotu. Najlepszy fundusz – Generali – osiągnął stopę zwrotu 4,824%, najsłabszy – Polsat, 0,000%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE była relatywnie niska i wynosiła 4,824 pkt proc. (w poprzednim półroczu 5 pkt proc.). Było to najniższe dotąd obserwowalne zróżnicowanie trzyletnich stóp zwrotu OFE.

Tabela 3.1 Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 30.03.2007–31.03.2010

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	30 marca 2007	31 marca 2010	
Generali	29,02	30,42	4,824%
Allianz	25,94	27,18	4,780%
Amplico	26,64	27,87	4,617%
AXA	27,59	28,73	4,132%
AEGON	27,47	28,42	3,458%
Pocztylion	26,22	27,02	3,051%
PZU	28,39	29,19	2,818%
Nordea	28,66	29,34	2,373%
ING	30,21	30,91	2,317%
Bankowy	27,40	28,03	2,299%
Pekao	27,31	27,73	1,538%
Aviva	28,13	28,49	1,280%
WARTA	29,16	29,31	0,514%
POLSAT	31,95	31,95	0,000%
Średnia ważona stopa zwrotu	**2,901%**		
Minimalna stopa zwrotu	**-1,099%**		

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

Wykres 3.1 Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyliczana przez organ nadzoru oraz minimalne i maksymalne 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 miały wpływ na podział rachunków premiowych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie 3-letnich stóp zwrotu OFE na dzień 31 marca 2010 roku, wyniosła 55,6 mln zł, z czego 29,7 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 25,9 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wynik finansowy funduszy. Mimo, że dwa największe fundusze osiągnęły stopy zwrotu uprawniające zarządzające nimi PTE do mniej niż połowy środków zgromadzonych na rachunku premiowym, ogólna suma środków jaka przypadła wszystkim PTE (53,4% rachunku premiowego) przewyższyła sumę środków przeniesionych do OFE (46,6% rachunku premiowego).

W całym analizowanym okresie w ramach rachunku premiowego zostało zgromadzone łącznie 301,9 mln zł, z czego 154,7 mln zł zostało przekazane do OFE, a 147,2 mln zł zostało przekazane na rachunek rezerwowy do wycofania przez PTE jako wynagrodzenie za zarządzanie zależne od wyników funduszu.

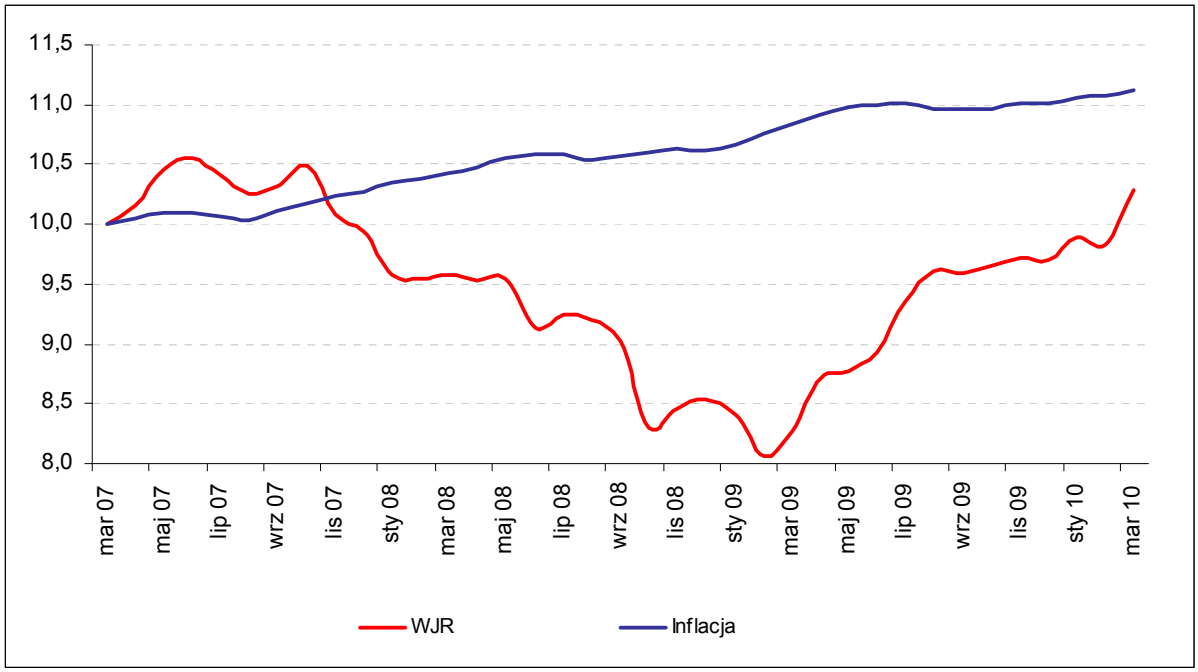
Tabela 3.2 Podział środków zgromadzonych na rachunku premiowym otwartych funduszy emerytalnych w okresie (30.03.2007 - 31.03.2010)

OFE	Kwota na rachunek rezerwowy	Kwota do funduszu	Łącznie
Aviva	28,3	50,7	79,0
ING	29,3	42,6	71,9
PZU Złota Jesień	22,7	18,7	41,4
Amplico	18,7	5,7	24,4
AXA	9,8	4,2	14,1
Generali	10,4	1,5	11,9
Nordea	4,2	6,9	11,1
AEGON	5,0	4,4	9,4
BANKOWY	1,5	7,5	9,0
Allianz Polska	4,8	3,1	7,9
Pocztylion	3,5	2,6	6,1
PEKAO	3,8	1,1	4,9
WARTA	1,0	3,0	4,1
Skarbiec-Emerytura	2,5	1,5	4,0
POLSAT	1,6	1,2	2,8
Razem OFE	**147,2**	**154,7**	**301,9**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Dekoniunktura na rynkach finansowych przyczyniła się do spadku realnej stopy zwrotu OFE poniżej zera od listopada 2007 roku. Dzięki odwróceniu trendu na GPW, OFE mogły nadrobić część strat wywołanych kryzysem finansowym. Pomimo tego, stopa zwrotu OFE w analizowanym okresie była niższa niż skumulowana inflacja, i fundusze od 30.03.2007 r. do 31.03.2010 r. osiągnęły średnio ujemną realną stopę zwrotu wynoszącą –7,5%.

Wykres 3.2 Zmiana jednostki rozrachunkowej* OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce

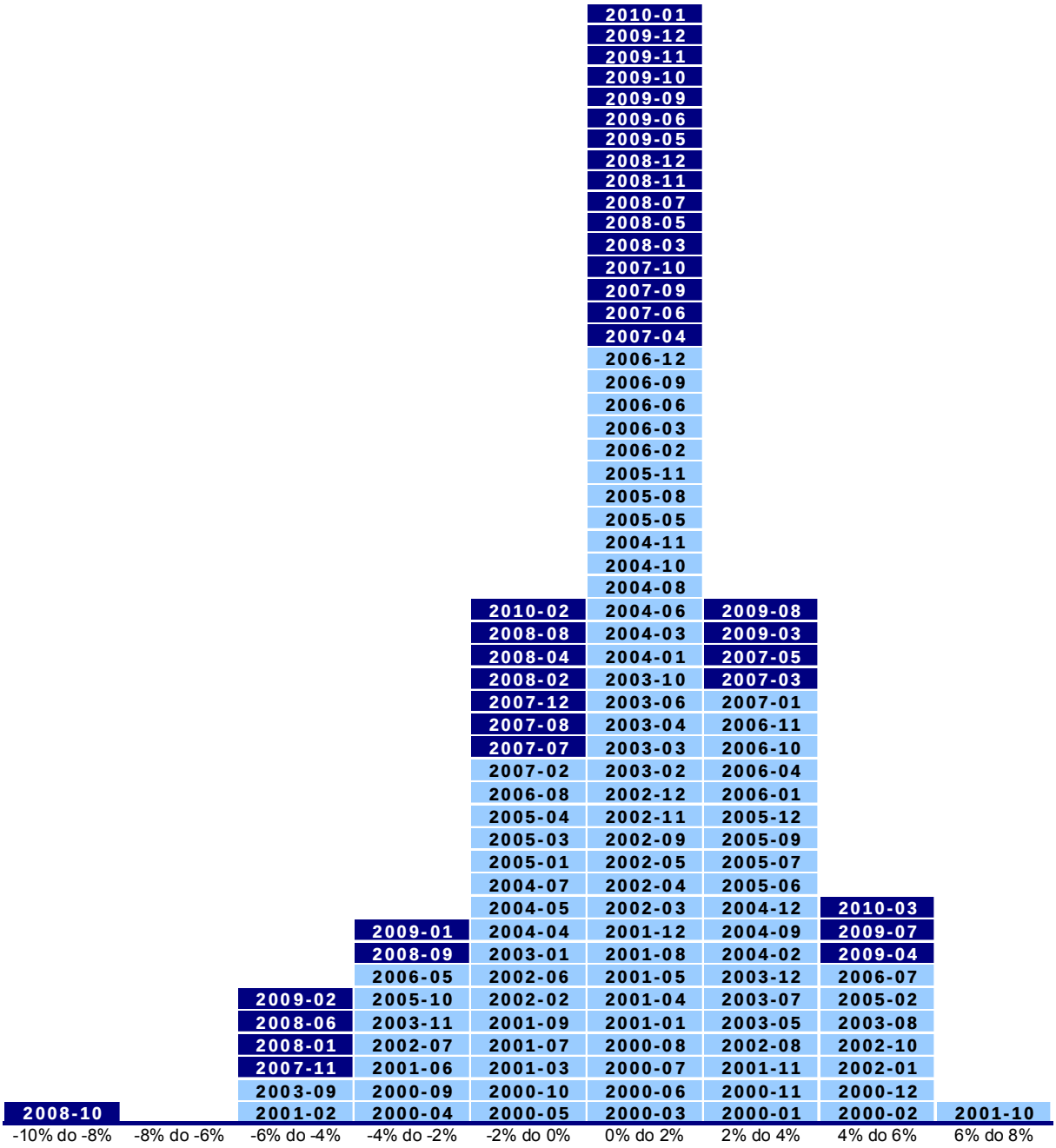


** średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.03.2007=10*
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, obliczenia własne.

Miesięczne stopy zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do marca 2010 roku charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, dominują stopy dodatnie. Stopy z badanego okresu od marca 2007 do marca 2010 oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Stopa na poziomie –8,3% odchyla się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku

inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu –4,8%). Po okresie wyraźnym spadku średniej wartości jednostki rozrachunkowej dla rynku OFE, w listopadzie oraz grudniu 2008 roku pojawiła się korekta wzrostowa.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 do marca 2010



Źródło: obliczenia własne.

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była nieco wyższa od zmiany indeksu WIG (OFE: -25,56% i WIG: -26,21%) oraz indeksu WIG20 (WIG20: -29,11%). *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 12,62 pkt proc.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była niższa o 0,05 pkt proc. niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtuje się na poziomie 2,66 pkt proc., przy czym zaniża go skrajna wartość minimalna – jednego funduszu, który stracił na zagranicznych papierach dłużnych. Średni udział papierów dłużnych w portfelach OFE w analizowanym okresie wynosił 29,8%. Dzięki dobrym wynikom portfela papierów dłużnych i dużemu udziałowi tego portfela, OFE mogły uzyskać dodatnią średnią stopę zwrotu, pomimo wciąż ujemnej stopy zwrotu portfela udziałowego.

Tabela 3.3 Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego.

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Średnia na rynku OFE	-25,56%	18,20%
Mediana na rynku OFE	-26,25%	18,23%
Minimalna na rynku OFE	-32,91%	16,70%
Maksymalna na rynku OFE	-20,29%	19,35%
Indeks WIG	-26,21%	
Indeks WIG20	-29,11%	
Indeks obligacji		18,25%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE.

Nominalnie najwyższe zyski zostały osiągnięte przez OFE na inwestycjach w obligacje, ale podmioty zarobiły też dużo na walorach dwóch polskich spółek – KGHM i PKO BP. Podobnie jak pół roku wcześniej na zysk kwalifikujący się do pierwszej dziesiątki, pozwoliły walory KGHM. Relatywnie bardzo duże straty (ponad miliard zł) OFE odnotowały na akcjach spółki GLOBE TRADE CENTER i Banku BPH.

Tabela 3.4 Zestawienie papierów wartościowych na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	1 511
DS1017	obligacje	1 398
PS0412	obligacje	1 390
DS1015	obligacje	1 113
PS0511	obligacje	1 105
DS1019	obligacje	1 047
DS1110	obligacje	1 026
PS0310	obligacje	1 013
WS0922	obligacje	955
PKO BP	akcje	917
BRE BANK	akcje	-373
ERSTE BANK	akcje	-384
PBG	akcje	-437
PFLEIDERER GRAJEWO	akcje	-466
BANK MILLENNIUM	akcje	-519
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-529
CERSANIT	akcje	-950
ECHO INVESTMENT	akcje	-950
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-1 030
BANK BPH	akcje	-1 527

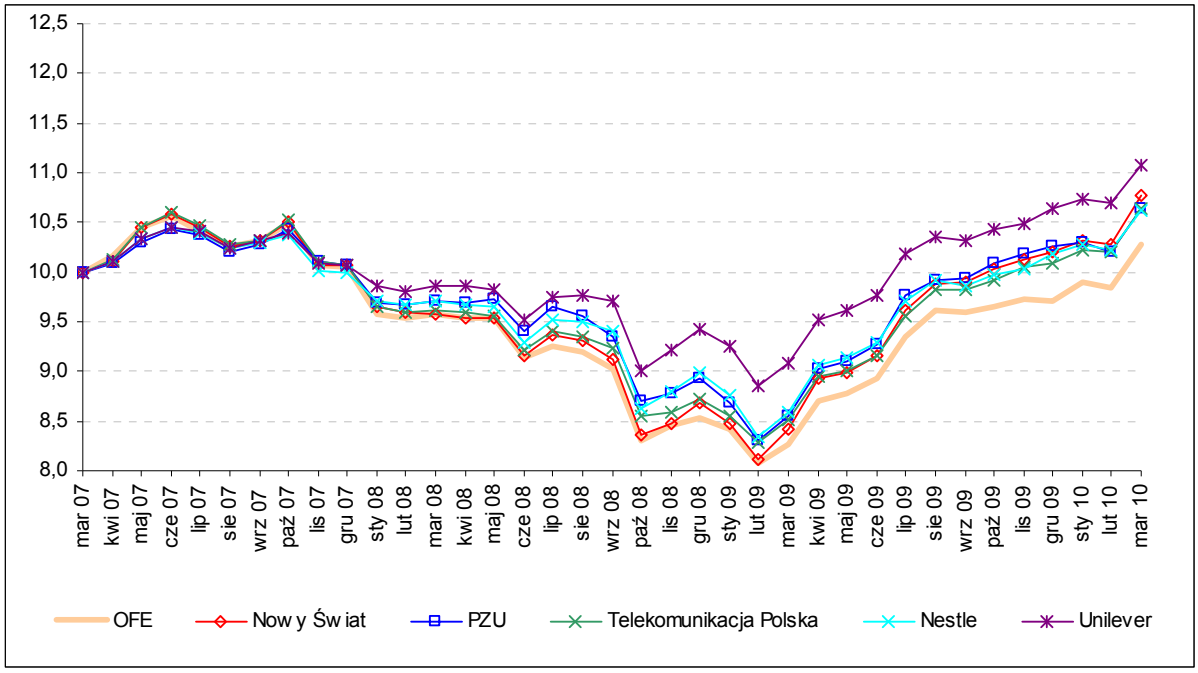
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

b. 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 6,19% (PFE NESTLÉ POLSKA) do 10,78% (PFE Unilever Polska). Podobnie jak pół roku wcześniej, w badanym okresie wszystkie PFE osiągały wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

Wykres 3.3 Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych i OFE.



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE.

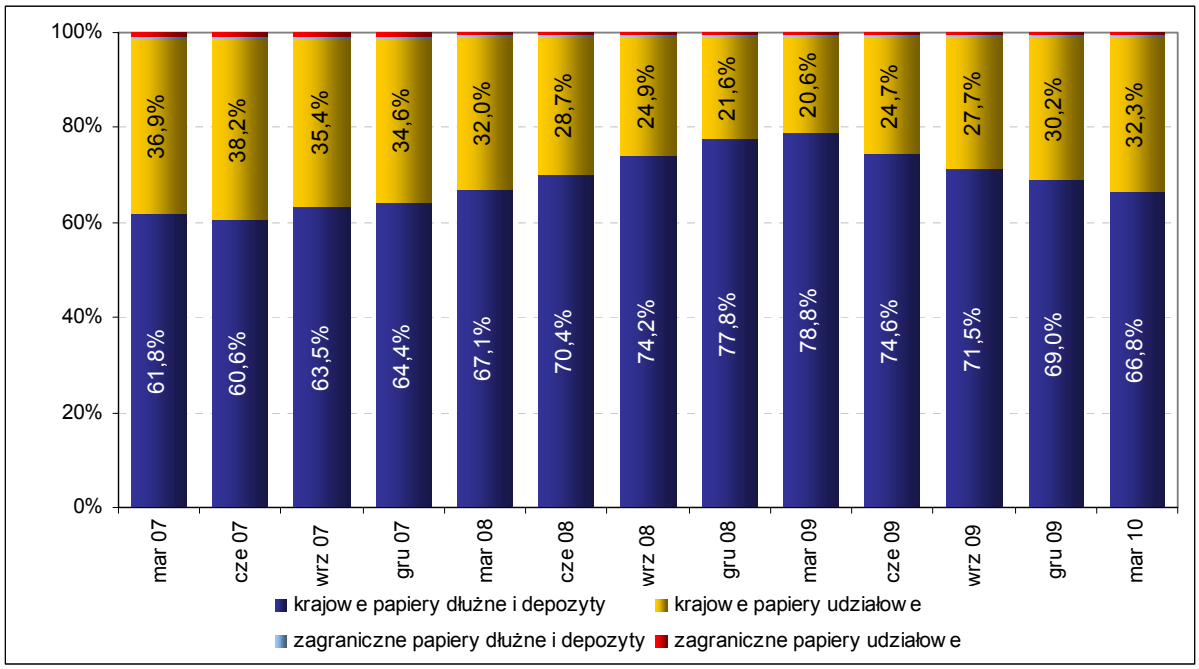
4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

a. Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

Na analizowany 3-letni okres składa się ostatni kwartał hossy, ponad 1,5 roku bessy związanej ze światowym kryzysem finansowym i rok odreagowania spadków, co wpłynęło na wyniki OFE i zmiany struktury ich portfeli. Sytuacja rynkowa na bieżąco znajdowała odzwierciedlenie w strukturze portfeli otwartych funduszy emerytalnych. Najważniejszą zmianą było wyraźne zmniejszenie części akcyjnej z prawie 39% wartości portfela w czerwcu 2007 roku do niespełna 19% w okresie luty-marzec 2009 roku, a następnie stopniowe zwiększanie do prawie 33% na koniec marca 2010 roku. W konsekwencji udział papierów dłużnych i depozytów w portfelu zwiększał się w okresie lipiec 2007-marzec 2009 o 20 pkt proc. do ponad 80%, a następnie 31 marca 2010 roku wynosił 67,1%.

W omawianym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych (głównie obligacjach o stałym oprocentowaniu) oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 64,7% (w tym obligacji o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych 55,4%), zaś akcji notowanych na rynku krajowym 29,2%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe maksymalnie stanowiły 1,35% portfela całego rynku OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 0,9%. Widoczny był stopniowy spadek udziału inwestycji zagranicznych w portfelu OFE do najniższych poziomów w marcu 2009 roku, a w kolejnych miesiącach następowało nieznaczne zwiększanie tej kategorii lokat ze szczególnie dynamicznym przyrostem w styczniu 2010 roku, co można wiązać zarówno z decyzjami inwestycyjnymi zarządzających, jak również z dużymi wahaniami kursu złotego.

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE



** obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe*
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Na koniec badanego okresu, w porównaniu do marca 2007 roku, w ramach najistotniejszych kategorii lokat zmniejszyło się zaangażowanie OFE w akcje notowane na rynku

podstawowym GPW, obligacje skarbowe zerokuponowe i depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej, natomiast najbardziej wzrosły inwestycje w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu oraz 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.

Tabela 4.1. Struktura zagregowanego portfela OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat

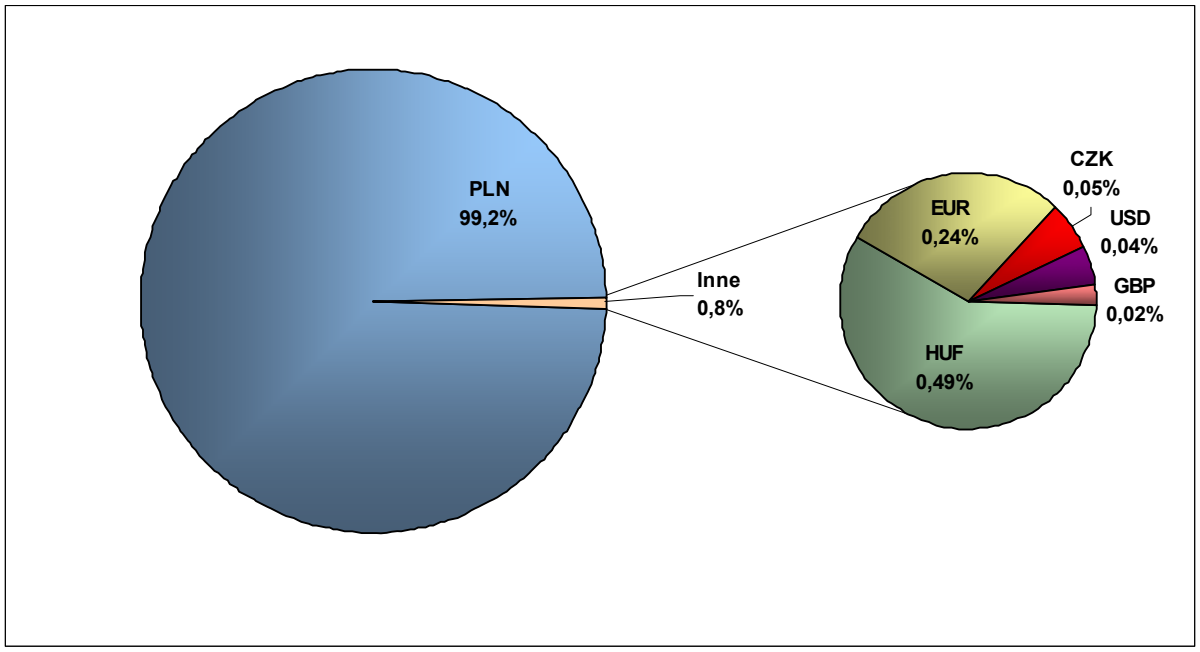
	2007-03-30	**2010-03-31**	**zm w p.p.**
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	41,57%	44,77%	3,2
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	36,23%	31,90%	-4,3
Obligacje skarbowe zerokuponowe	9,13%	7,28%	-1,8
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	6,65%	7,13%	0,5
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP		2,64%	2,6
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	3,02%	1,66%	-1,4
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,14%	1,38%	1,2
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,90%	0,58%	-0,3
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu		0,31%	0,3
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,13%	0,28%	0,1
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,11%	0,21%	0,1
Bony skarbowe	0,52%	0,20%	-0,3
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,17%	0,18%	0,0
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		0,18%	0,2
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,13%	0,17%	0,0
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		0,16%	0,2
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu		0,14%	0,1
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez rządy państw obcych	0,09%	0,13%	0,0
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe		0,11%	0,1
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,08%	0,0
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych		0,07%	0,1
Zdematerializowane publiczne listy zastawne		0,07%	0,1
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,06%	0,0
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,22%	0,06%	-0,2
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,03%	0,05%	0,0
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		0,04%	0,0
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,04%	0,04%	0,0
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		0,03%	0,0
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,00%	0,03%	0,0

Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,04%	0,02%	-0,0
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe		0,02%	0,0
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie krótkoterminowe papiery dyskontowe spółek publicznych		0,01%	0,0
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,02%	0,01%	-0,0
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym		0,00%	0,0
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW		0,00%	0,0
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych		0,00%	0,0
Prawa do akcji notowane na rynku równoległym GPW		0,00%	0,0
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,00%	-0,0
Krótkoterminowe papiery dyskontowe emitowane przez rządy państw obcych		0,00%	0,0
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych		0,00%	0,0
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym		0,00%	0,0
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,12%	0,00%	-0,1
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	0,00%	0,00%	0,0
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,05%		-0,0
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,24%		-0,2
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,16%		-0,2
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	0,02%		-0,0
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,09%		-0,1
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,01%		-0,0
Obligacje zerokuponowe emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,08%		-0,1
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	0,01%		-0,0
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,03%		-0,0

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec marca 2010 roku jedenaście OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych, których udział wynosił jedynie 0,8% zagregowanej wartości portfela. W większości były one denominowane w węgierskim forincie i euro, w mniejszym stopniu w czeskiej koronie, dolarach amerykańskich i funtach brytyjskich. W okresie analizowanych 3 lat średni udział ww. papierów wartościowych kształtował się na poziomie 0,72% zagregowanego portfela OFE. Małe zainteresowanie OFE inwestycjami w instrumenty denominowane w walutach obcych wynikało przede wszystkim ze związanego z nimi ryzyka kursów walutowych i braku możliwości zabezpieczenia tego ryzyka.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 31.03.2010 r.



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE.

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 marca 2010 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (ponad 62% udział w portfelu). Strukturę portfela determinuje dominujący udział Telekomunikacji Polskiej w rynku PFE oraz fakt lokowania prawie całości aktywów tego funduszu w jednostki uczestnictwa SFIO Telekomunikacji Polskiej zarządzanego przez Pioneer Pekao TFI S.A. oraz Legg Mason Senior SFIO zarządzanego przez Legg Mason TFI S.A. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa (22,3%) oraz instrumenty udziałowe (12,8%).

Tabela 4.2. Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 31.03.2010 roku w tys. zł.

Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Inwestycje krajowe	***1 419 881,83***	***100,00%***
Obligacje Skarbu Państwa	316 908,10	22,32%
Depozyty bankowe	21 759,20	1,53%
Bankowe papiery wartościowe i listy zastawne	7 516,58	0,53%
Obligacje komercyjne i komunalne	5 889,47	0,41%
Akcje, PDA, i prawa poboru	182 301,72	12,84%
Jednostki uczestnictwa SFIO	885 506,76	62,36%
Inwestycje zagraniczne	***0,00***	***0,00%***
Razem	**1 419 881,83**	**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 marca 2010 roku obligacje Skarbu Państwa stanowiły 59,3% wartości portfela PFE, a instrumenty udziałowe 34,11%.

Tabela 4.3. Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych bez PFE Telekomunikacji Polskiej według stanu na dzień 31.03.2010 roku w tys. zł.

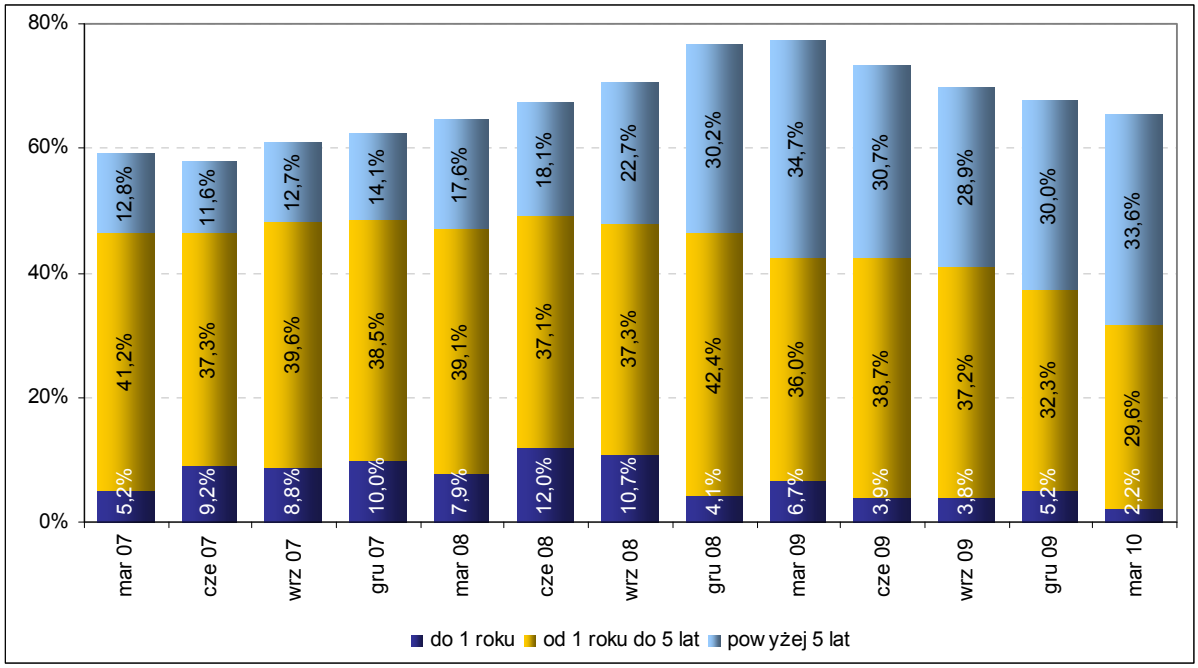
Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Inwestycje krajowe	***534 374,19***	***100,00%***
Obligacje Skarbu Państwa	316 908,10	59,30%
Depozyty bankowe	21 758,33	4,07%
Bankowe papiery wartościowe i listy zastawne	7 516,58	1,41%
Obligacje komercyjne i komunalne	5 889,47	1,10%
Akcje, PDA, i prawa poboru	182 301,72	34,11%
Inwestycje zagraniczne	***0,00***	***0,00%***
Razem	**534 374,19**	**100,00%**

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE.

b. Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 68% portfela, kształtując się w przedziale 56,7%-80,3%, przy czym najniższe wartości osiągało w II kwartale 2007 roku, a najwyższe w I kwartale 2009 roku. Analizowany okres 3-letni można zatem podzielić na trzy wyraźnie różniące się podokresy. Pierwszy, w którym szybsze tempo przyrostu aktywów zgromadzonych w części udziałowej portfeli inwestycyjnych OFE (jako konsekwencja wysokich stóp zwrotu na krajowym rynku giełdowym w okresie do lipca 2007 roku) powodowało wzrost subportfela akcji i zmniejszanie się udziału części dłużnej. W drugim podokresie, od III kwartału 2007 roku, na skutek odwrócenia trendu na GPW i gwałtownych spadków cen akcji, udział papierów dłużnych w portfelach OFE zaczął stopniowo rosnąć: w lipcu 2008 roku powyżej 70%, a w styczniu i lutym 2009 roku w niektórych dniach wyceny przekroczył 80%. Dodatkowo zwiększaniu zaangażowania w instrumenty dłużne sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku obligacji w II połowie 2008 roku, kiedy obligacje o dłuższym terminie do wykupu pozwalały osiągnąć dwucyfrowe stopy zwrotu. W trzecim podokresie od marca 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 31 marca 2010 roku osiągnął poziom 65,4%.

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE.

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

- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 95,3% udział w subportfelu dłużnym),
- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udział w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych (średnio 82,5% udział w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 56,5% udział w subportfelu dłużnym).

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

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Inne	Razem
2007-03-30	41,67%	7,55%	9,31%	0,57%	0,11%	0,00%	**59,21%**
2007-06-29	41,31%	8,54%	7,30%	0,84%	0,10%	0,00%	**58,09%**
2007-09-28	44,18%	9,63%	6,24%	0,85%	0,12%	0,00%	**61,03%**
2007-12-31	43,64%	10,77%	6,00%	1,90%	0,24%	0,00%	**62,55%**
2008-03-31	47,89%	10,86%	4,79%	0,75%	0,33%	0,00%	**64,62%**
2008-06-30	47,56%	11,63%	4,67%	2,92%	0,39%	0,00%	**67,18%**
2008-09-30	53,66%	11,98%	2,62%	2,07%	0,39%	0,00%	**70,72%**
2008-12-31	60,99%	11,96%	2,95%	0,49%	0,37%	0,00%	**76,76%**
2009-03-31	61,26%	11,05%	3,98%	0,76%	0,38%	0,00%	**77,43%**
2009-06-30	56,80%	10,44%	5,14%	0,65%	0,35%	0,00%	**73,38%**
2009-09-30	53,22%	9,79%	5,75%	0,79%	0,32%	0,00%	**69,88%**
2009-12-31	50,84%	9,20%	6,88%	0,31%	0,30%	0,00%	**67,52%**
2010-03-31	47,87%	9,61%	7,32%	0,32%	0,28%	0,00%	**65,39%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE.

Inwestycje OFE w papiery dłużne koncentrowały się przede wszystkim na polskich skarbowych obligacjach o stałym oprocentowaniu, w mniejszym stopniu na skarbowych obligacjach o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacjach zerokuponowych. W przypadku najbardziej znaczących w portfelu OFE obligacji o stałym oprocentowaniu w analizowanym okresie nastąpiła widoczna zmiana struktury portfela instrumentów dłużnych: systematycznie i znacząco zwiększał się udział obligacji o stałym oprocentowaniu z poziomu około 40% do ponad 60% wartości portfela OFE na koniec marca 2009 roku. Jednocześnie do końca I kwartału 2009 roku widoczne było zwiększanie zaangażowania w obligacje o zmiennym oprocentowaniu przy zmniejszaniu inwestycji OFE w obligacje zerokuponowe. Od II kwartału 2009 roku widoczne jest odwrócenie tej tendencji. Od kwietnia 2009 roku zaangażowanie w obligacje o stałym oprocentowaniu zaczęło się stopniowo zmniejszać do 47,9% na koniec analizowanego okresu.

Ponadto można zaobserwować wydłużanie zapadalności portfela i zwiększanie zaangażowania przez OFE w obligacje o okresie do wykupu dłuższym niż 5 lat oraz zredukowanie krótkoterminowych pozycji obligacji o wykupie do 1 roku. Portfel instrumentów dłużnych był zależny od bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej, dokonywanych zmian stóp procentowych banku centralnego, zmian rynkowych stóp procentowych i sytuacji na rynku akcji.

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

Data	Skarb Państwa	Banki krajowe - BGK	Banki krajowe inne niż BGK	Spółki publiczne i niepubliczne	Listy zastawne	Samorząd terytorialny	Zagranica	inne
2007-03-30	57,87 %		0,13 %	0,17 %	0,11 %	0,04 %	0,45 %	0,44 %
2007-06-29	56,34 %		0,17 %	0,57 %	0,10 %	0,03 %	0,46 %	0,41 %
2007-09-28	59,05 %		0,30 %	0,67 %	0,12 %	0,03 %	0,44 %	0,42 %
2007-12-31	59,92 %		0,30 %	1,28 %	0,24 %	0,03 %	0,38 %	0,40 %
2008-03-31	61,89 %		0,32 %	1,33 %	0,33 %	0,03 %	0,32 %	0,40 %
2008-06-30	63,85 %		0,37 %	1,71 %	0,39 %	0,03 %	0,43 %	0,40 %
2008-09-30	67,19 %		0,52 %	1,73 %	0,39 %	0,03 %	0,50 %	0,35 %
2008-12-31	73,45 %		0,53 %	1,77 %	0,37 %	0,03 %	0,34 %	0,27 %
2009-03-31	74,13 %		0,51 %	1,78 %	0,38 %	0,03 %	0,36 %	0,24 %
2009-06-30	70,14 %		0,49 %	1,58 %	0,35 %	0,18 %	0,38 %	0,27 %
2009-09-30	66,51 %	0,18 %	0,34 %	1,50 %	0,32 %	0,41 %	0,32 %	0,31 %
2009-12-31	61,61 %	2,87 %	0,36 %	1,44 %	0,30 %	0,39 %	0,26 %	0,28 %
2010-03-31	59,38 %	2,80 %	0,40 %	1,40 %	0,28 %	0,47 %	0,34 %	0,32 %

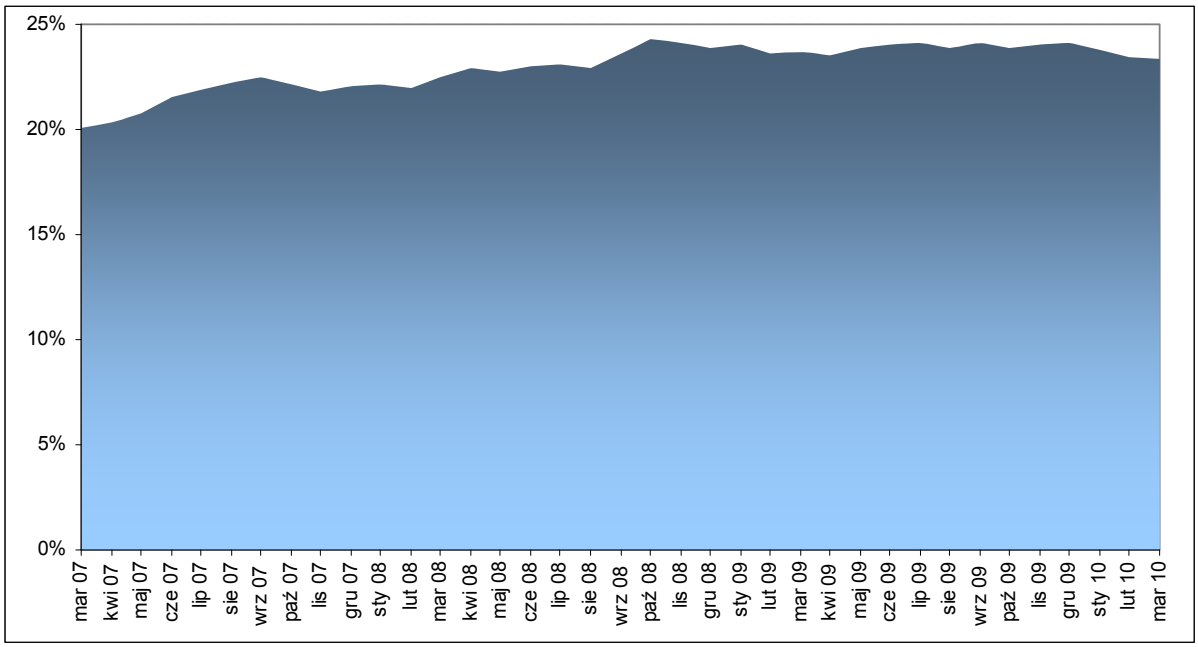
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE.

W okresach zmian w strukturze portfela OFE w czasie dekoniunktury na rynku akcji, w największym stopniu wzrastało zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na relatywnie niskim poziomie oscylując w przedziale 0,26% – 0,5% wartości portfela.

W III kwartale 2009 roku w portfelach OFE pojawiły się obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych i Krajowym Funduszu Drogowym. Widoczne jest również zwiększenie zaangażowania funduszy emerytalnych w obligacje emitowane przez krajowe spółki publiczne i niepubliczne oraz samorząd terytorialny. Systematycznie rosło również zaangażowanie w listy zastawne. Na koniec marca 2010 roku powyższe inwestycje stanowiły 4,95% wartości portfela OFE, w porównaniu do 0,32% na koniec marca 2007 roku.

Wykres 4.4. Udział OFE w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynek krajowy



Źródło: Ministerstwo Finansów, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

OFE odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. W analizowanym okresie udział skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE[1] w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa[2] wzrósł o 3,3 pkt proc. osiągając w marcu 2010 roku poziom 23,35%.

Tabela 4.6. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec kwartałów analizowanego okresu

Kwartał	Średnia dla rynku OFE	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
I kw. 2007	2,66	2,69	1,86	3,29	5,07%
II kw. 2007	2,57	2,63	1,80	3,19	5,74%
III kw. 2007	2,49	2,57	1,70	2,90	5,60%
IV kw. 2007	2,42	2,49	1,89	2,81	6,01%
I kw. 2008	2,53	2,45	1,75	3,08	5,91%
II kw. 2008	2,52	2,40	1,75	3,33	6,66%
III kw. 2008	2,85	2,86	2,37	3,37	5,57%
IV kw. 2008	3,45	3,33	2,67	4,76	4,06%
I kw. 2009	3,91	3,83	3,35	4,72	5,20%
II kw. 2009	3,96	3,88	3,27	4,96	5,46%
III kw. 2009	3,81	3,83	3,21	4,17	5,44%
IV kw. 2009	3,79	3,87	3,06	3,97	5,77%
I kw. 2010	3,89	3,93	2,86	4,61	5,20%

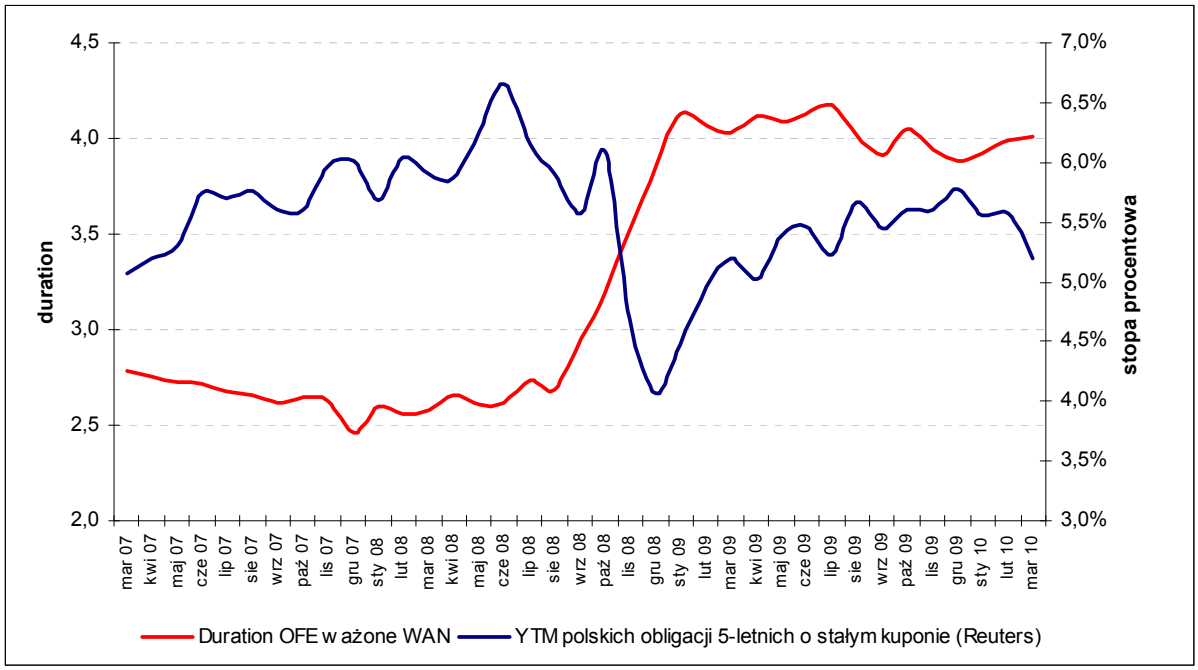
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

W analizowanym okresie średni poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych nie ulegał istotnym zmianom do września 2008 roku, oscylując w przedziale 2,5 – 2,85 roku. Od września 2008 roku nastąpił dynamiczny wzrost tego wskaźnika przy spadających rynkowych stopach procentowych. W roku 2008, szczególnie od IV kwartału, *duration* subportfeli OFE ważone wartością aktywów netto również wyraźnie wzrosło do poziomu ponad 4. Od lutego 2009 roku do końca analizowanego okresu duration oscylowało w przedziale 3,9 – 4,1. Należy zwrócić uwagę, iż w tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością, w szczególności w okresie największej niepewności na rynkach finansowych w związku z rozprzestrzeniającym się kryzysem finansowym.

[1] wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

[2] dług Skarbu Państwa z wyłączeniem nierynkowych SPW

Wykres 4.5. Średnie duration portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych

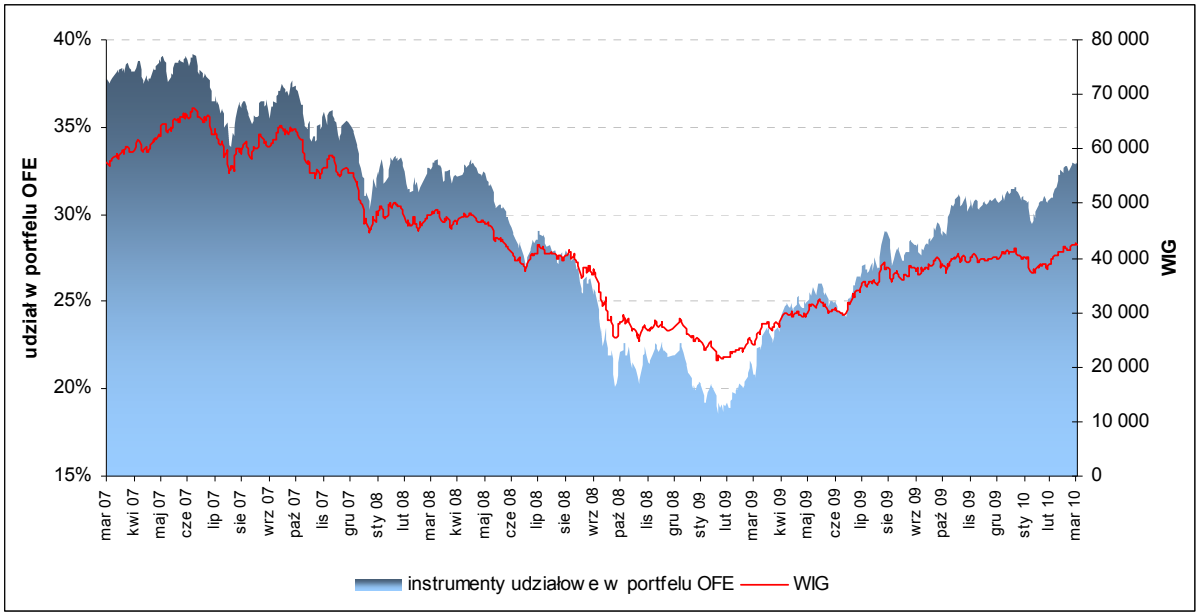


Źródło: Reuters, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

c. Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 29,8% wartości portfela, kształtując się w przedziale 18,5% – 39,2%. W okresie do końca czerwca 2007 roku, na rosnącym rynku, udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zwiększał. W szczycie hossy na GPW część OFE była bliska przekroczenia obowiązującego 40 proc. limitu na ww. papiery wartościowe. Po pierwszej fali spadków na rynku w lipcu 2007 roku rozpoczęło się obniżanie poziomu wskaźnika udziału papierów udziałowych w portfelu OFE, który po odwróceniu trendu wzrostowego na rynku akcji osiągnął swoje minimum w lutym 2009 roku. Od marca 2009 roku zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe ponownie zaczęło rosnąć, a na koniec analizowanego okresu stanowiły one 32,9% portfela.

Wykres 4.6. Papiery udziałowe w zagregowanym portfelu OFE w powiązaniu z indeksem WIG



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW.

W subportfelu udziałowym OFE dominowały instrumenty finansowe notowane na polskim rynku finansowym i średnio w tym okresie stanowiły one ponad 98% wszystkich inwestycji w instrumenty udziałowe. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,5% zagregowanego portfela, nie przekraczając poziomu 0,9%.

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 46,9 mld zł do 62,1 mld zł, przy czym maksymalna wartość inwestycji OFE na GPW w szczycie hossy wynosiła 53,5 mld zł a minimalna w czasie bessy 23,7 mld zł. Wartość inwestycji OFE w ramach subportfela udziałowego charakteryzowała się dużą zmiennością, co było w głównej mierze wynikiem dynamicznych spadków kursów akcji w czasie kryzysu, a w ostatnim roku silnego odbicia na rynku.

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

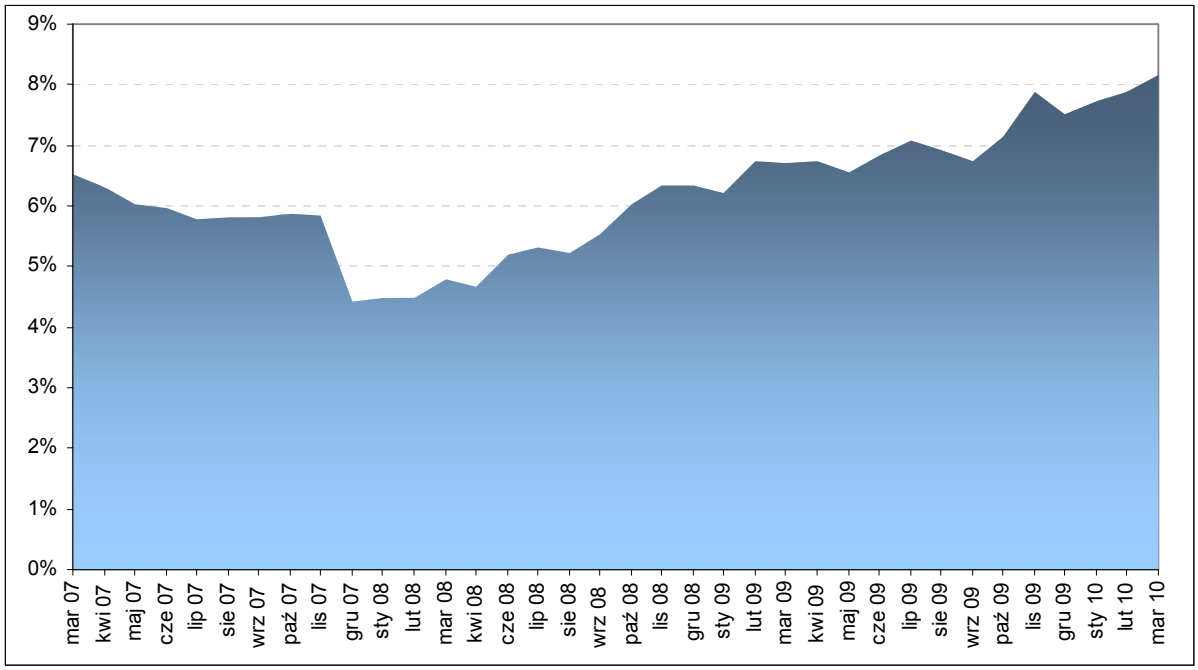
Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki w mln zł	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW w mln zł (sprzedaż - kupno)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych w mln zł (sprzedaż - kupno)	Zmiana indeksu WIG w kwartale
II kwartał 2007 r.	3 968,54	1 752,72	753,17	14,9%
III kwartał 2007 r.	4 310,52	-561,74	-835,20	-8,6%
IV kwartał 2007 r.	4 422,19	-2 218,16	-2 637,18	-7,8%
I kwartał 2008 r.	4 715,38	-3 082,90	-3 242,56	-13,7%
II kwartał 2008 r.	4 880,40	-1 411,54	-1 859,79	-14,3%
III kwartał 2008 r.	5 217,59	-812,34	-822,95	-9,2%
IV kwartał 2008 r.	4 866,55	-3 924,62	-3 971,01	-27,1%
I kwartał 2009 r.	4 610,65	-2 846,30	-2 850,75	-11,7%
II kwartał 2009 r.	5 461,77	-1 252,20	-1 468,37	26,6%
III kwartał 2009 r.	4 233,48	-32,82	-145,89	23,5%
IV kwartał 2009 r.	5 804,77	-1 140,58	-4 287,72	6,4%
I kwartał 2010 r.	4 581,17	-4 049,86	-4 314,21	6,2%
SUMA	**57 073,01**	**-19 580,35**	**-25 682,47**	**-26,2%**
średnia kwartalna	**4 756,08**	**-1 631,70**	**-2 140,21**	**-3,2%**

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

W analizowanym okresie, w ujęciu kwartalnym, tylko w II kwartale 2007 roku wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna. Fundusze emerytalne, wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, per saldo dokupowały akcje na GPW. W IV kwartale 2009 i I kwartale 2010 roku saldo transakcji na instrumentach udziałowych było najwyższe w całym 3-letnim okresie i przekroczyło 4 mld zł w skali kwartału. Znacząca różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW a ogółem transakcji na instrumentach dłużnych w IV kwartale 2009 roku to wynik wprowadzenia do obrotu giełdowego spółki PGE S.A. i oferty nowych akcji PKO BP S.A.

Na koniec marca 2010 roku udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie kształtował się na poziomie 8,2% i był to poziom najwyższy w całym analizowanym okresie. Hossa na GPW sprzyjała zmniejszaniu się omawianego wskaźnika. Skokowe zmniejszenie udziału OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie w grudniu 2007 roku było konsekwencją debiutu na krajowym regulowanym rynku giełdowym dużej spółki zagranicznej Unicredit. Od tego momentu udział OFE w kapitalizacji GPW systematycznie wzrastał. W okresie kryzysu wzrost tego wskaźnika mógł być spowodowany dużą skalą wycofywania się inwestorów innych niż OFE z giełdy oraz nadwyżką transakcji kupna nad sprzedażą w OFE. Kontynuacja wzrostu wskaźnika w ostatnim roku mogła wynikać z systematycznego zwiększania zaangażowania OFE w akcje.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2010 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 w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	82	14	2 429,66	33,71	0,05%	1,39%	2,94%
50 - 100	70	29	5 019,27	130,91	0,21%	2,61%	5,76%
100 - 500	118	94	28 056,03	2 749,31	4,45%	9,80%	21,83%
500 – 1 000	38	31	27 221,84	3 471,28	5,62%	12,75%	28,16%
1 000 – 5 000	44	40	93 620,80	17 692,41	28,66%	18,90%	42,14%
5 000 – 10 000	12	12	80 876,47	9 180,27	14,87%	11,35%	33,03%
>=10 000	13	12	519 725,72	28 466,33	46,12%	5,48%	9,84%
Razem	**377**	**232**	**756 949,79**	**61 724,21**	**100,00%**	**8,15%**	**15,94%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Na dzień 31 marca 2010 roku ponad 46% subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 5,5%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 28% subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 18,9%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 31 marca 2010 roku wyniósł 16%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł – wynosił ponad 40% oraz od 5 do 10 mld zł – 33%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – niespełna 3%.

W odniesieniu do poziomów powyższych wskaźników na koniec września 2009 roku udział OFE w kapitalizacji spółek i udział we *free float* spółek na GPW zwiększyły się odpowiednio

o 1,4 i 3,5 pkt proc. Najbardziej zwiększył się udział OFE w kapitalizacji i *free float* spółek o kapitalizacji z przedziału 1- 5 mld zł.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2010 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 w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	81	14	2 423,24	33,71	0,06%	1,39%	2,95%
50 - 100	68	29	4 903,07	130,91	0,23%	2,67%	5,97%
100 - 500	110	88	25 736,97	2 550,80	4,44%	9,91%	22,12%
500 – 1 000	35	29	25 348,98	3 301,85	5,74%	13,03%	29,37%
1 000 – 5 000	39	35	83 669,62	16 156,13	28,10%	19,31%	42,78%
5 000 – 10 000	10	10	66 311,81	7 948,54	13,82%	11,99%	40,84%
>=10 000	9	9	240 249,74	27 382,95	47,62%	11,40%	28,55%
Razem	**352**	**214**	**448 643,43**	**57 504,87**	**100,00%**	**12,82%**	**32,08%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim wypadku 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 31 marca 2010 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 12,8% oraz 32% we *free float* i nieznacznie zwiększył się w porównaniu do września 2009 roku. Na dzień 31 marca 2010 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 59% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

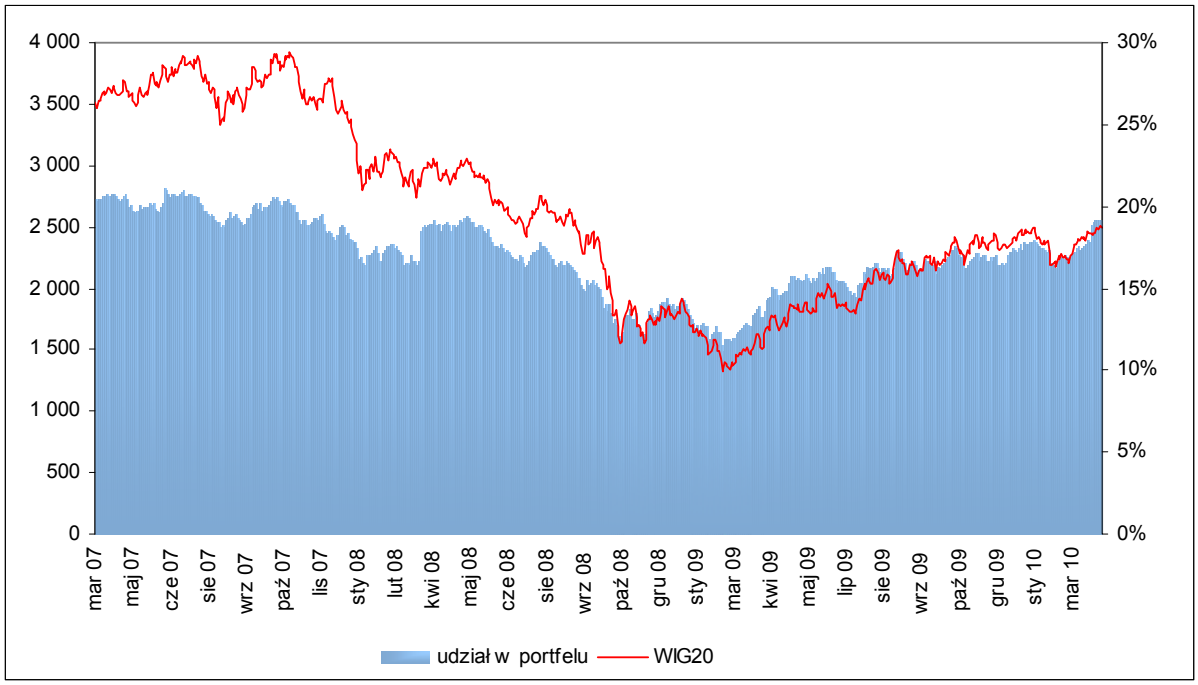
Tabela 4.10. Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 31.03.2010 roku

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	60	54 209,55	87,83%	28,20%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	77	6 407,88	10,38%	3,33%
5 PLUS	akcje spółek, których kapitalizacja nie przekracza 50 mln euro	92	1 101,41	1,78%	0,57%
MINUS 5	akcje spółek, których kapitalizacja nie przekracza 5 mln euro	2	3,50	0,01%	0,00%
ALERT MINUS 5	akcje spółek, których kapitalizacja nie przekracza 5 mln euro i których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością lub są w stanie upadłości (należą dodatkowo do segmentu LISTA ALERTÓW)	1	1,88	0,00%	0,00%
	Suma	**232**	**61 724,21**	**100,00%**	**32,11%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki i ewentualnej obecności na liście alertów można stwierdzić, że na dzień 31 marca 2010 roku ponad 87% subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 250 mln euro). OFE posiadały w swoich portfelach jedną spółkę z listy alertów – były to Odlewnie Polskie S.A., przy czym wartość zaangażowanych środków wynosiła zaledwie 1,9 mln zł.

Wykres 4.8. Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanym portfelu OFE a wartość indeksu WIG20



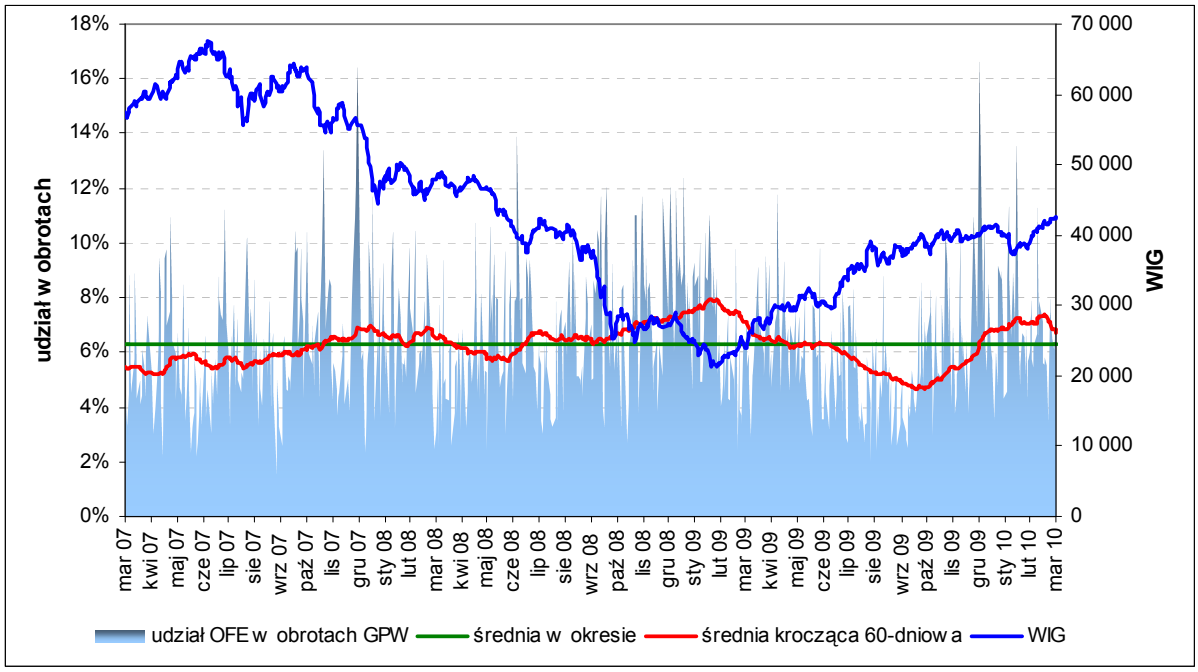
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE nadal istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w zagregowanym portfelu OFE wyniósł 16,9%, wykazując jednocześnie wyraźną tendencję spadkową wraz ze spadkiem ogólnego udziału akcji w portfelu (z maksymalnego poziomu 22% w lipcu 2007 roku do niespełna 12% w lutym 2009 roku). Na koniec marca 2010 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła blisko 36,9 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 10,9 mld zł).

Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły ponad połowę subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 50% do 64%. Najniższy udział akcji z indeksu WIG20, blisko 50% wartości instrumentów udziałowych, występował w pod koniec 2007 roku. Najwyższy wskaźnik, ponad 60%, występował pod koniec 2008 i w I połowie 2009 roku.

Na dzień 31 marca 2010 roku udział OFE w kapitalizacji giełdowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 kształtował się na poziomie 10,5%, a we *free float* tych spółek 26,3%.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie S.A.



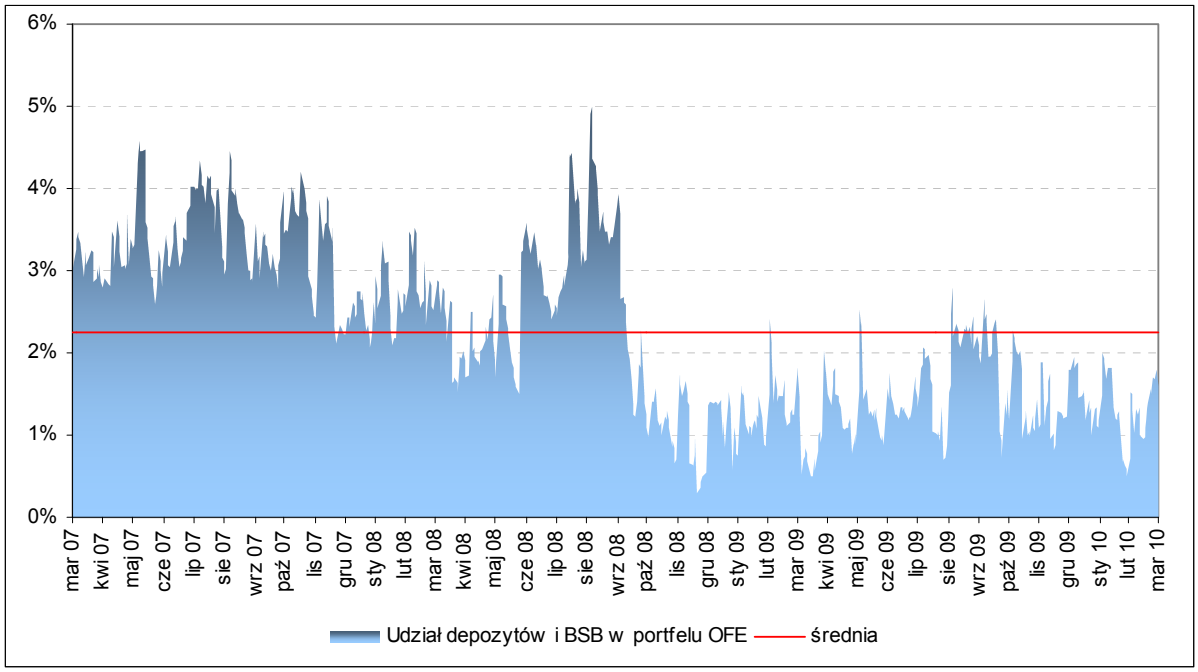
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,3%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW w Warszawie z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przeważającym okresie w przedziale 5% – 7%, przy czym najwyższa była na przełomie roku 2008 i 2009 gdy osiągnęła prawie 8%, czyli w okresie najniższych poziomów indeksów na rynku. Wraz ze wzrostem indeksów i powrotem inwestorów na rynek udział OFE w obrotach GPW stopniowo się zmniejszał do października 2009 roku. W ostatnim półroczu analizowanego okresu udział OFE w obrotach GPW ponownie zaczął rosnąć.

d. 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.

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE.

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 2,25% przy wartościach w przedziale 0,3% – 5%. Na uwagę zasługuje ostatni kwartał 2008 roku i 2009 rok, w którym udział depozytów i transakcji BSB w portfelu OFE wyraźnie się zmniejszył, co mogło wynikać z utrzymujących się korzystnych warunków na rynku obligacji skarbowych i polepszenia sytuacji na rynku akcji od marca 2009 roku i wzrostu zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe.

W okresie od 30 marca 2007 roku do 31 marca 2010 roku depozyty bankowe oraz transakcje typu *buy sell back* były zawierane przez OFE przede wszystkim w walucie krajowej. Depozyty bankowe w walucie obcej stanowiły średnio zaledwie 0,01% portfela OFE.

Tabela 4.11. Podstawowe parametry inwestycji OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy-sell-back na SPW w walucie krajowej w okresie 30.03.2007-31.03.2010

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	1,80	839 062,78	51,01	3,98%
Buy sell back	2,72	704 226,30	119,91	4,46%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

W omawianym okresie łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu *buy sell back* wyniosła ponad 1,5 mld zł. Zarządzający OFE nieznacznie więcej środków ulokowali w depozytach niż operacjach *buy sell back*: inwestycje te stanowiły odpowiednio 54,4% i 45,6% 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 znacząco wyższą wartość początkową inwestycji.