



**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE
30.09.2008 – 30.09.2011**

PION NADZORU UBEZPIECZENIOWO-EMERYTALNEGO

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	6
1.1	Otoczenie makroekonomiczne	6
1.2	Krajowy rynek instrumentów dłużnych	8
1.3	Krajowy rynek instrumentów udziałowych	11
1.4	Rynki zagraniczne	13
2	Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa	15
2.1	Członkowie otwartych funduszy emerytalnych	15
2.2	Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych	16
2.3	Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych	16
2.4	Aktywa otwartych funduszy emerytalnych	19
2.5	Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych	22
3	Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce	23
3.1	Otwarte fundusze emerytalne	23
3.2	Pracownicze fundusze emerytalne	28
4	Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych	29
4.1	Zagregowany portfel funduszy emerytalnych	29
4.2	Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	35
4.3	Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	39
4.4	Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych	44
	Konkluzje	45

Synteza

W październiku 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 w trybie ustawowym obniżono stawkę opłaty od składki do poziomu 3,5% i wprowadzono kwotowy, miesięczny limit w opłacie za zarządzanie w wysokości 15,5 mln zł. Od 1 maja 2011 roku obowiązują zmienione zasady funkcjonowania rynku emerytalnego w zakresie wysokości składki odprowadzanej do OFE, limitów inwestycyjnych, akwizycji czy nowych produktów w segmencie dobrowolnych oszczędności emerytalnych. Jednocześnie podjęte zostały prace zmierzające do wprowadzenia dalszych zmian, których celem jest zwiększenie efektywności systemu emerytalnego.

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 wynikające z raportu:

Po okresie stabilnego i szybkiego wzrostu, od roku 2008 koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu. Najniższe tempo wzrostu gospodarczego wystąpiło w I kwartale 2009 roku, ale nawet wtedy polska gospodarka, w odróżnieniu od większości gospodarek europejskich, nie weszła w stadium recesji. Od II kwartału 2009 roku sytuacja na rynkach finansowych ulegała systematycznej poprawie, jednak połowa 2011 roku przyniosła silne negatywne zawirowanie na rynkach finansowych związane z sytuacją w strefie euro i kłopotami niektórych państw z bieżącą obsługą swoich zobowiązań.

Do funduszy emerytalnych należy coraz więcej członków, za którymi systematycznie płyną składki. Wraz z poprawą koniunktury na rynkach finansowych, od lutego 2009 roku do lipca 2011 roku, aktywa funduszy dynamicznie rosły. W sierpniu 2011 roku nastąpił jednak gwałtowny spadek wartości aktywów spowodowany złą sytuacją na polskim rynku finansowym. Narastająca niepewność na rynkach międzynarodowych, zagrożenie niewypłacalnością Grecji i problemy całej strefy euro, a w szczególności informacja o obniżeniu wiarygodności kredytowej Stanów Zjednoczonych z AAA do AA+ przez agencję Standard & Poor's i utrzymaniu negatywnej perspektywy, doprowadziły w końcu do znaczącej przeceny akcji, którą można było obserwować w sierpniu 2011 roku. Skutkiem tego były gwałtowne i głębokie spadki odnotowane na GPW. Na koniec września 2011 roku do 14 OFE należało 15,5 mln członków, a ich aktywa netto sięgały 222 mld zł. W tym czasie do 5 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 56,6 tys. członków, a ich aktywa wynosiły 1,5 mld zł.

W analizowanym okresie stopa zwrotu otwartych funduszy emerytalnych mieściła się w przedziale od 12,9% do 16,1%, przy trzyletniej inflacji na poziomie 10,5% wszystkie fundusze osiągnęły realnie dodatnie stopy zwrotu, jednak relatywnie niewielkie. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 13,4% do 17,2%.

Inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 61,3%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 30%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły średnio 0,8% portfela. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych 51,5% portfela stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa i obligacje poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa oraz instrumenty udziałowe, stanowiące odpowiednio: 32,3% oraz 14,4% portfela.

W analizowanym okresie (30 września 2008 roku – 30 września 2011 roku) zarządzający aktywami OFE musieli się zmierzyć z najpoważniejszym kryzysem finansowym w ponad dwunastoletniej historii sektora. Wyniki inwestycyjne zostały zdeterminowane przez wywołaną

kryzysem dekonjunkturę na rynku finansowym, ale wraz z powrotem optymizmu i wzrostami cen akcji, część strat została odrobiona. Druga fala kryzysu związana z zadłużeniem państw i trudną sytuacją w strefie euro spowodowały dużą zmienność i niepewność na rynku, co ponownie negatywnie wpłynęło na wyniki inwestycyjne OFE.

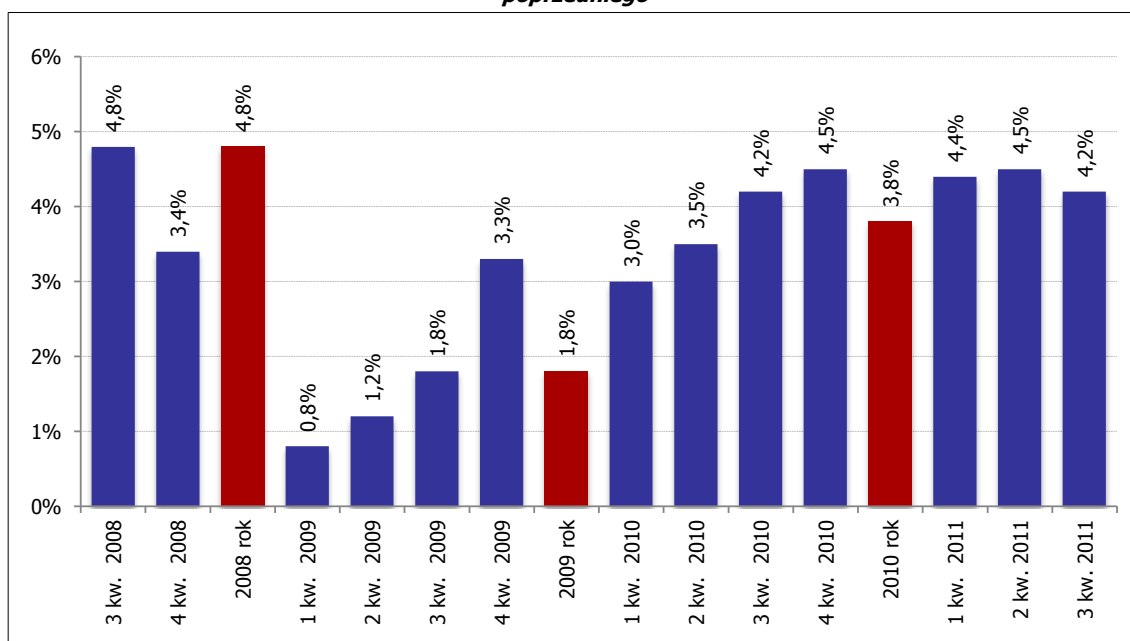
Wnioski płynące z analizy wpływu kryzysu finansowego na funkcjonowanie funduszy emerytalnych oraz skutków, jakie wywołał dla członków OFE, mogą posłużyć do tworzenia rekomendacji zmian w regulacjach. Główna rekomendacja to wprowadzenie subfunduszu bezpiecznego, którego zadaniem będzie ochrona zgromadzonego kapitału przed ewentualną dekonjunkturą 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 czy wprowadzenie nowego benchmarku dla OFE.

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Po okresie stabilnego wzrostu, koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu w roku 2008, by powrócić do ścieżki umiarkowanego wzrostu w roku 2010. Udało się uniknąć realnego spadku PKB i tempo rozwoju polskiej gospodarki, choć nominalnie niskie, było istotnie wyższe niż większości krajów rozwiniętych, szczególnie na tle gospodarki UE, która począwszy od IV kwartału 2008 roku 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 poprzednim rokiem był wyższy realnie o 1,8% (w 2008 roku o 4,8%). Rok 2010 przyniósł pewne ożywienie i wzrost gospodarczy na poziomie 3,8% rocznie. Prognozy na rok 2011 są zróżnicowane, ale tylko najbardziej optymistyczne zakładają, że wzrost przekroczy 4%. 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 2008-2011 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego

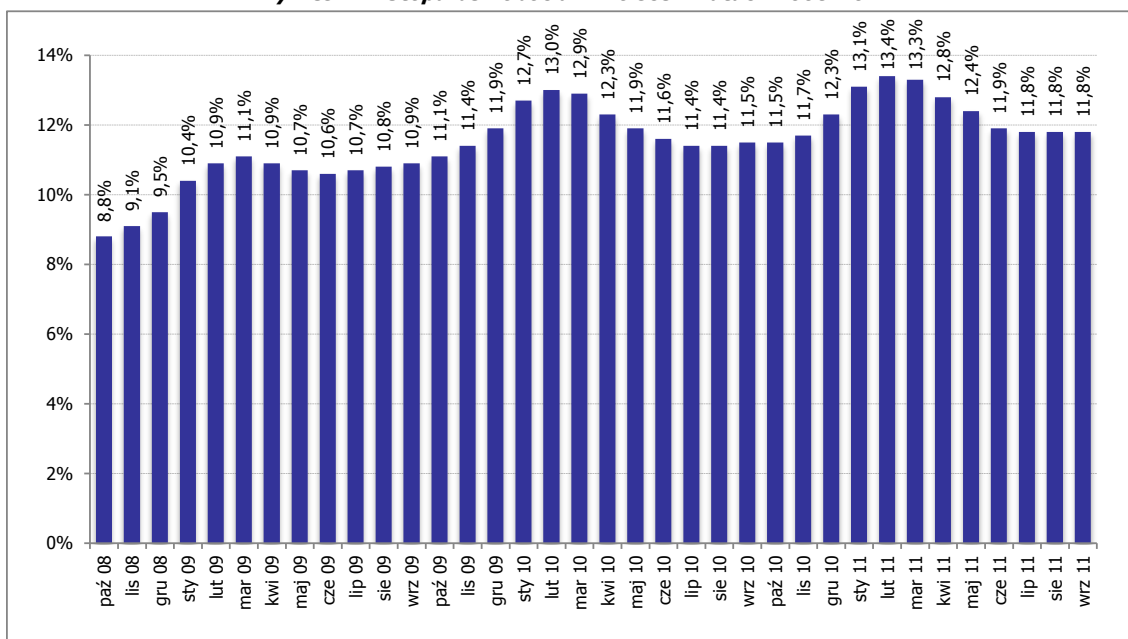


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Wskaźnik bezrobocia w lutym 2011 roku osiągnął poziom 13,4%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat.

W analizowanym okresie obserwowano systematyczny trend wzrostowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. W październiku 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 8,8%. W kolejnych miesiącach stopa bezrobocia zaczęła jednak wyraźnie wzrastać i w lutym 2011 roku osiągnęła poziom 13,4%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat. W drugim kwartale 2011 roku stopa bezrobocia spadła do poziomu 11,9%, a w kolejnych trzech miesiącach utrzymała się na niezmiennym poziomie 11,8%. Jest to efekt sezonowy w gospodarce narodowej i w miesiącach zimowych możemy się spodziewać wzrostu stopy bezrobocia.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2008-2011



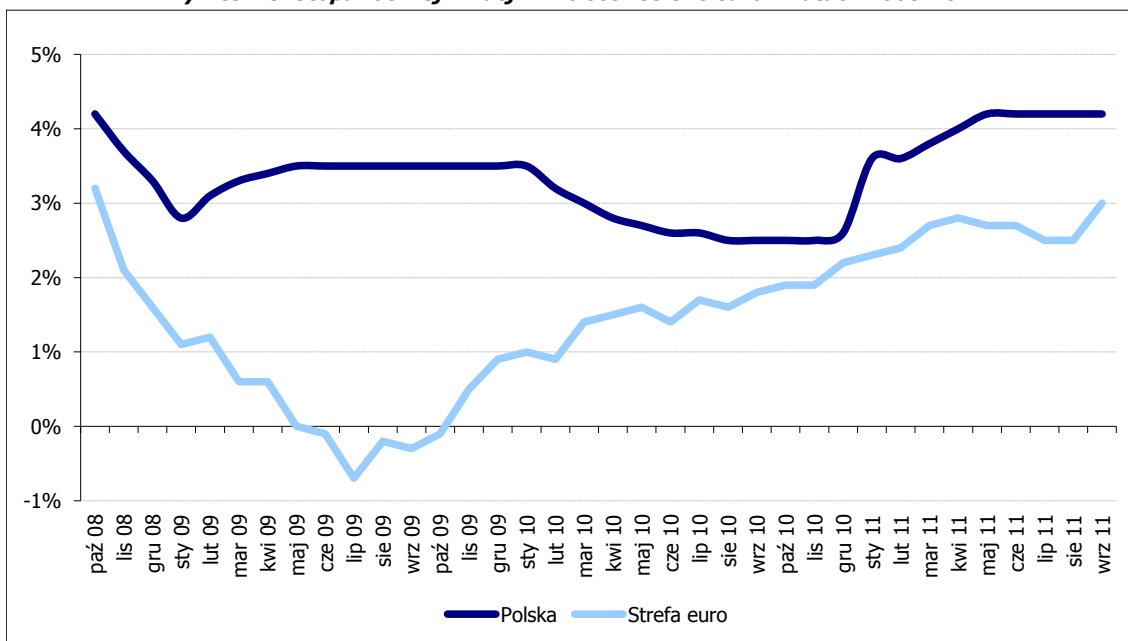
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie, roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w przedziale 2,5% – 4,2%. W 2008 i 2009 roku 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 czynnikiem egzogenicznym (wzrost światowych cen żywności i surowców).

Od 2008 roku inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP.

W tym czasie inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale od -0,7% do 3,2%. 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 2011 roku wartość 3,0%.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2008-2011



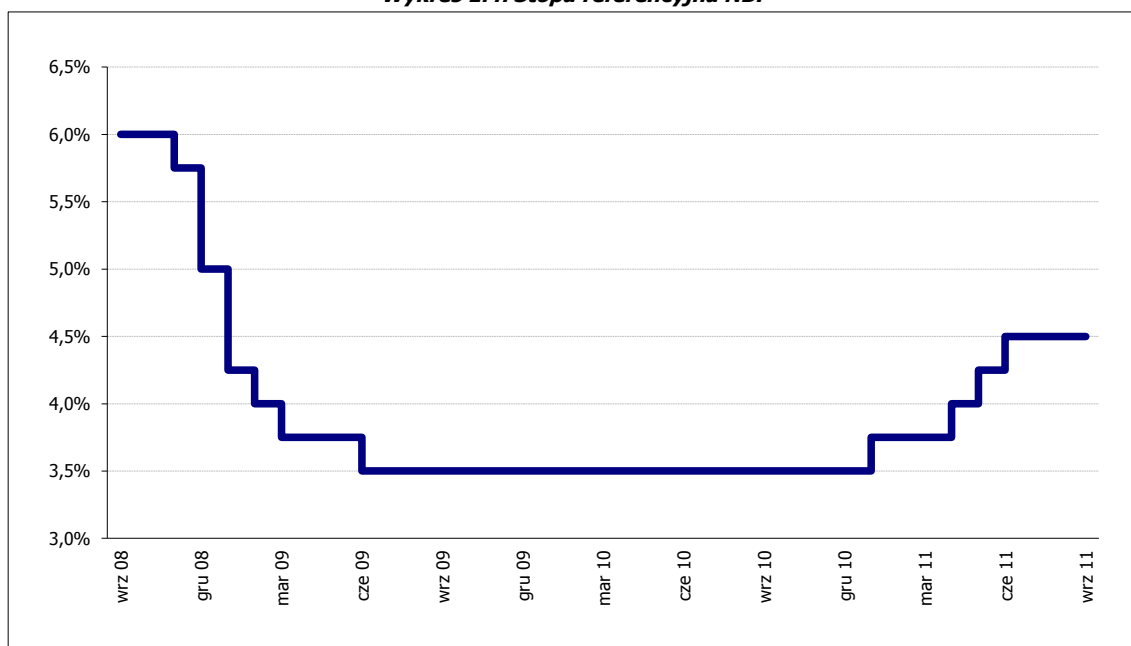
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku Rada Polityki Pieniężnej dziesięciokrotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- sześciokrotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 2,5 pkt proc., na początku analizowanego okresu;
- czterokrotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 1 pkt proc., po 25 punktów bazowych na końcu analizowanego okresu.

Na dzień 30 września 2011 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 4,50%, stopa redyskonta weksli 4,75%, stopa lombardowa 6,00%, a stopa depozytowa NBP 3,00%. 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. Podwyżka stóp procentowych w styczniu 2011 roku była pierwszą z oczekiwanego cyklu podwyżek stóp procentowych i jest odpowiedzią na rosnącą inflację, z którą boryka się niemal cała światowa gospodarka. Niemniej, ze względu na zagrożenie spowolnieniem gospodarczym, RPP w III kwartale 2011 nie podwyższała stóp procentowych pomimo inflacji pozostającej na wciąż wysokim poziomie.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

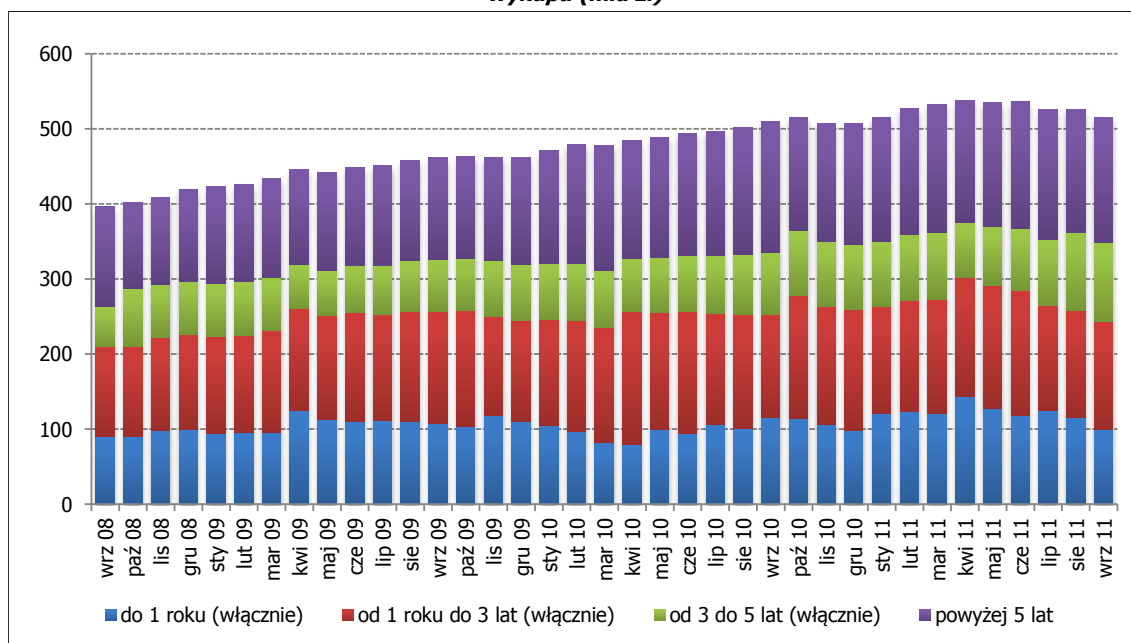
1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec września 2011 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 762 mld zł, co oznacza, że od końca września 2008 roku zadłużenie wzrosło o 47,5%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (526 mld zł), stanowiący na koniec września 2011 roku 69% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 33%, przekraczając w sierpniu 2010 roku psychologiczną barierę pół biliona zł.

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 186 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 235,6 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 96%. Udział zadłużenia zagranicznego w ogóle zadłużenia SP wzrósł w III kwartale 2011 roku na skutek osłabienia się polskiej waluty.

Poziom zadłużenia krajowego SP przekroczył w sierpniu 2010 psychologiczną barierę pół biliona zł.

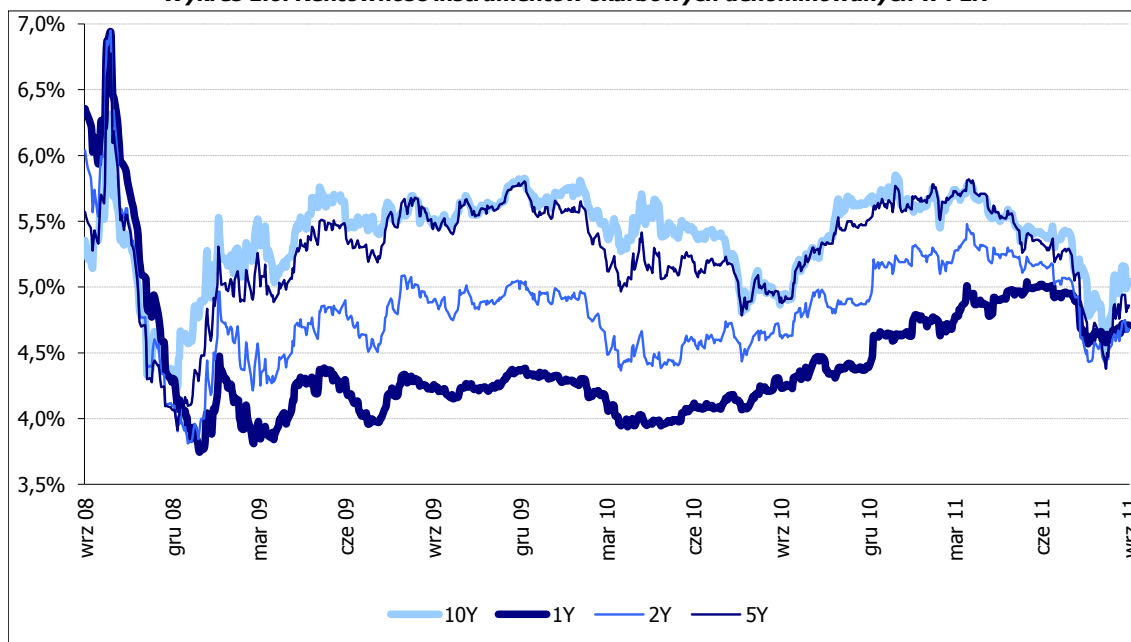
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2008 roku do września 2011 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dużymi wahaniami. Najwyższą wartość osiągnęła w czwartym kwartale 2008 roku. Począwszy od III kwartału 2009 roku nastąpiła stabilizacja poziomu rentowności na różnych poziomach, w zależności od terminu zapadalności instrumentu, utrzymująca się aż do połowy 2011 roku, gdy mamy do czynienia z wyraźną tendencją do konwergencji rentowności papierów skarbowych o różnych terminach zapadalności, co jest zapewne wynikiem ogólnej niepewności na rynku długu publicznego.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

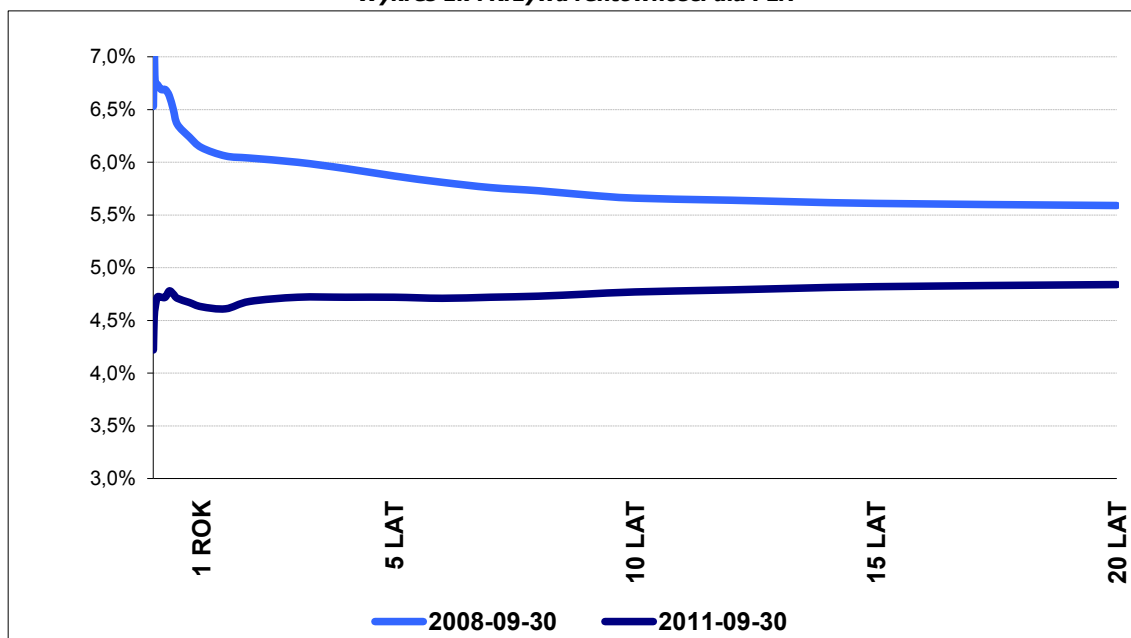


Źródło: Reuters

W okresie od września 2008 roku do września 2011 roku znacząco zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim.

W okresie od września 2008 roku do września 2011 roku wyraźnie zmienił się kształt krzywej rentowności na polskim rynku. Na początku okresu krzywa stromo opadała dla krótkich okresów, spłaszczając się ku końcowi. W ciągu kolejnych 36 miesięcy na krótkim końcu krzywej stopy spadły o 150 pkt. bazowych, zmiana stóp długoterminowych była natomiast minimalna. We wrześniu 2011 roku krzywa rentowności była niemalże płaska, oferując jedynie symboliczną premię za długookresowy horyzont inwestycyjny.

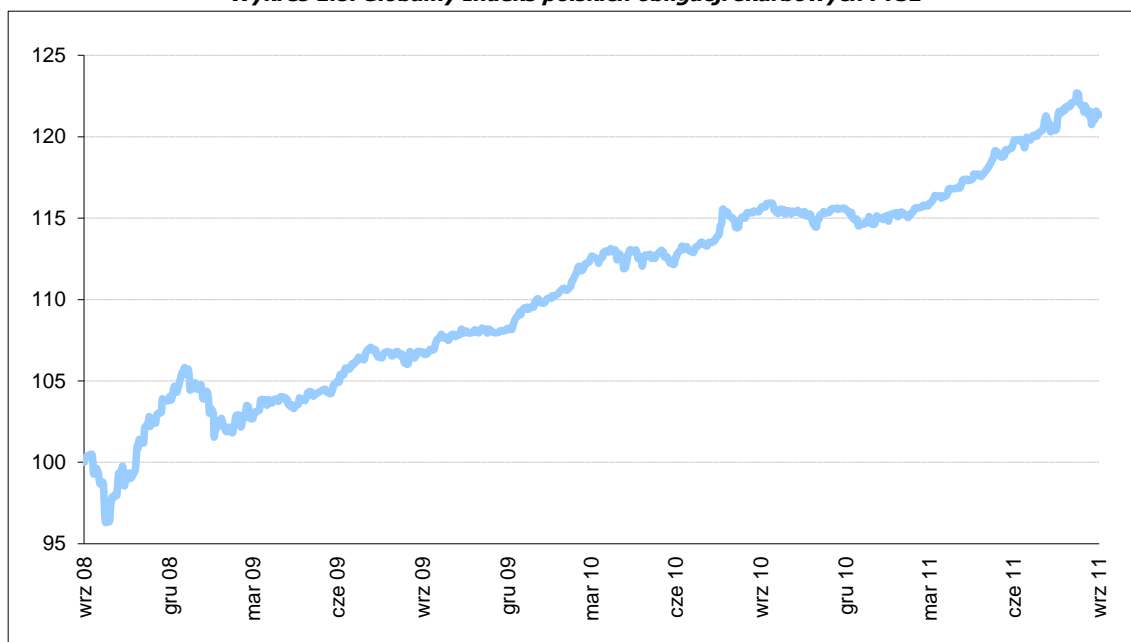
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters (Zerocupon IRS)

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 22,35%, przy czym największy wzrost występował w IV kwartale 2008 roku. Do początku 2009 roku do III kwartału 2011 roku obserwujemy stabilny, niemalże liniowy wzrost indeksu.

Wykres 1.8. Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE

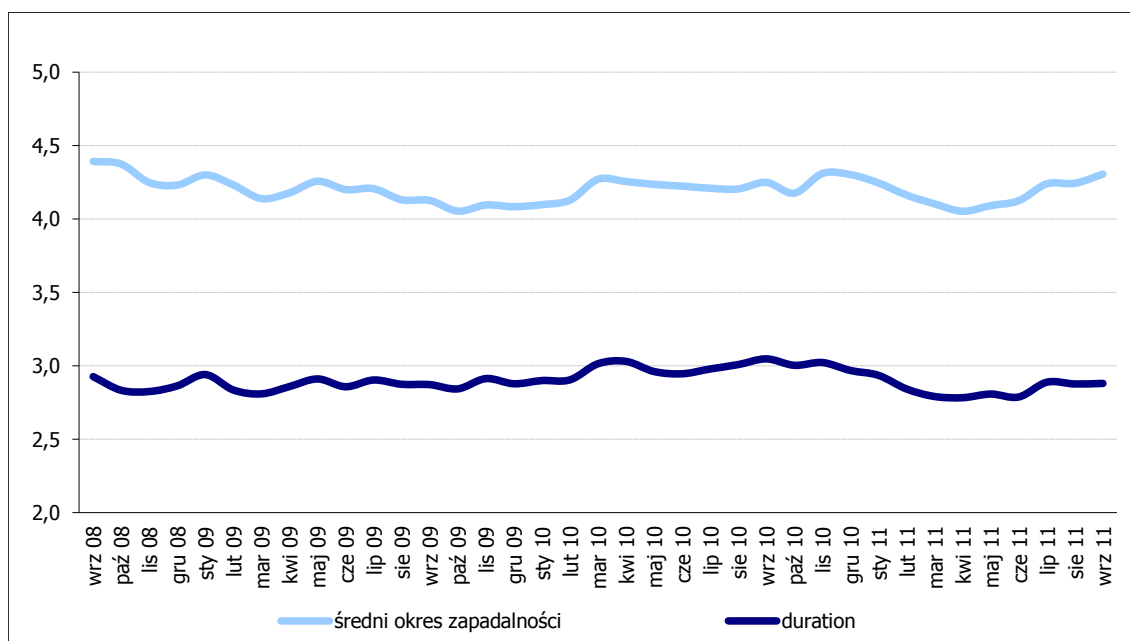


Wrzesień 2008 = 100

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

W okresie od września 2008 roku do września 2011 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych spadła symbolicznie z poziomu 4,4 roku na początku okresu do poziomu 4,3 roku we wrześniu 2011 roku. W ostatnich trzech latach tylko minimalnie zmieniła się również średnia duracja skarbowych papierów wartościowych z 2,93 na 2,88 we wrześniu 2011 roku.

Wykres 1.9. Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych



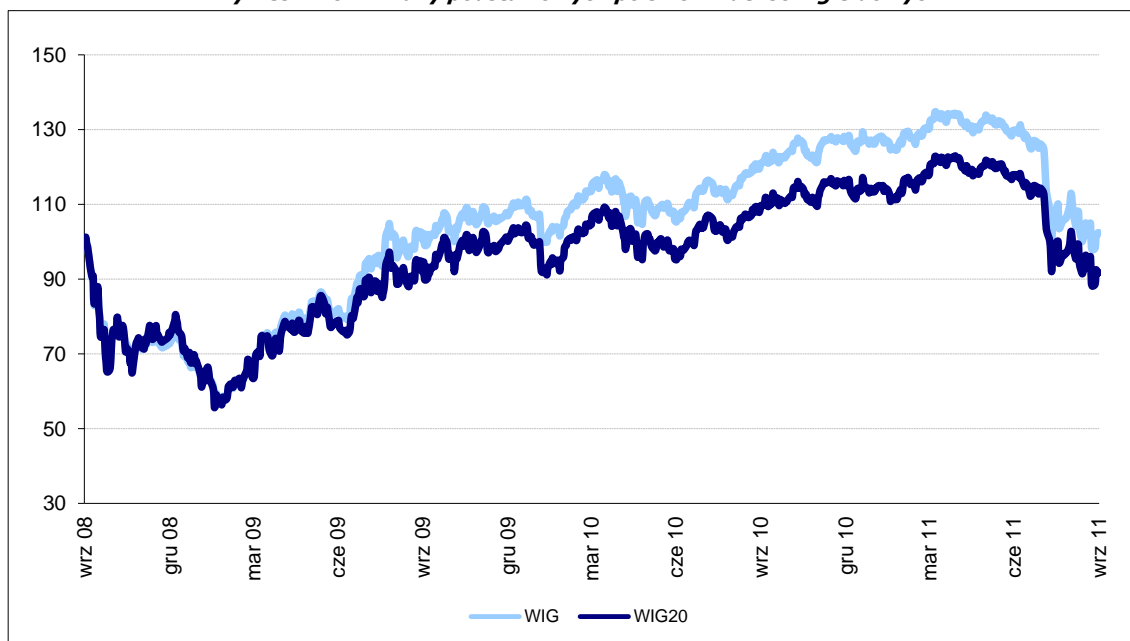
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od września 2008 roku do września 2011 roku to czas dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Od początku 2008 roku indeksy spadały w znacznym tempie, załamując się we wrześniu 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). Od marca 2009 roku nastąpiło wyraźne odbicie wartości indeksów. Niestety, marzec 2011 roku to początek kolejnej fali spadków na rynkach finansowych, wywołanych serią negatywnych informacji o kondycji światowych gospodarek. Jeśli przeanalizować cały badany okres, to w ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 2,4% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 8,2% i indeksy pozostają wciąż poniżej swoich przedkryzysowych wartości.

Po spadkach w II i III kwartale 2011 roku indeksy akcyjne znów pozostają poniżej swoich wartości sprzed kryzysu finansowego.

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych



Wartość na dzień 30.09.2008 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

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, podczas gdy w latach 2009 i 2010 wszystkie indeksy odnotowały wzrost. Pierwsze trzy kwartały 2011 roku to powtórnie znaczące spadki wywołane tym razem negatywnymi informacjami o kondycji fiskalnej światowych gospodarek. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała ponad dwukrotnie wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze w 2008 roku różnica ta wynosiła tylko 36%. W latach 2009-2011 giełda częściowo odrobiła straty w stosunku do 2008 roku, co spowodowało, że w tym okresie kapitalizacja spółek krajowych zwiększyła się o 187 mld zł, a zagranicznych o 0,5 mld zł.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-IX 2011	2010	2009	2008
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	424	400	379	374
w tym zagraniczne	37	27	25	25
liczba debiutów	33	34	13	33
liczba wycofań	9	13	8	10
Obligacje	52	50	51	51
w tym zagraniczne	3	3	3	3
Kontrakty terminowe	64	55	37	40
Opcje	116	106	110	138
Wartości indeksów				
WIG20	2 188,73	2 744,17	2 388,72	1 789,73
mWIG40	2 169,48	2 805,26	2 346,14	1 511,27
sWIG80	8 806,20	12 219,94	11 090,93	6 852,79
WIG	38 268,75	47 489,91	39 985,99	27 228,64
WIG-PL	37 885,62	46 737,15	39 372,61	27 167,25
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	-20,24	14,88	33,47	-48,21
mWIG40 (%)	-22,66	19,57	55,24	-62,48
sWIG80 (%)	-27,94	10,18	61,85	-56,95
WIG (%)	-19,42	18,77	46,85	-51,07
WIG-PL (%)	-18,94	18,7	44,93	-50,62

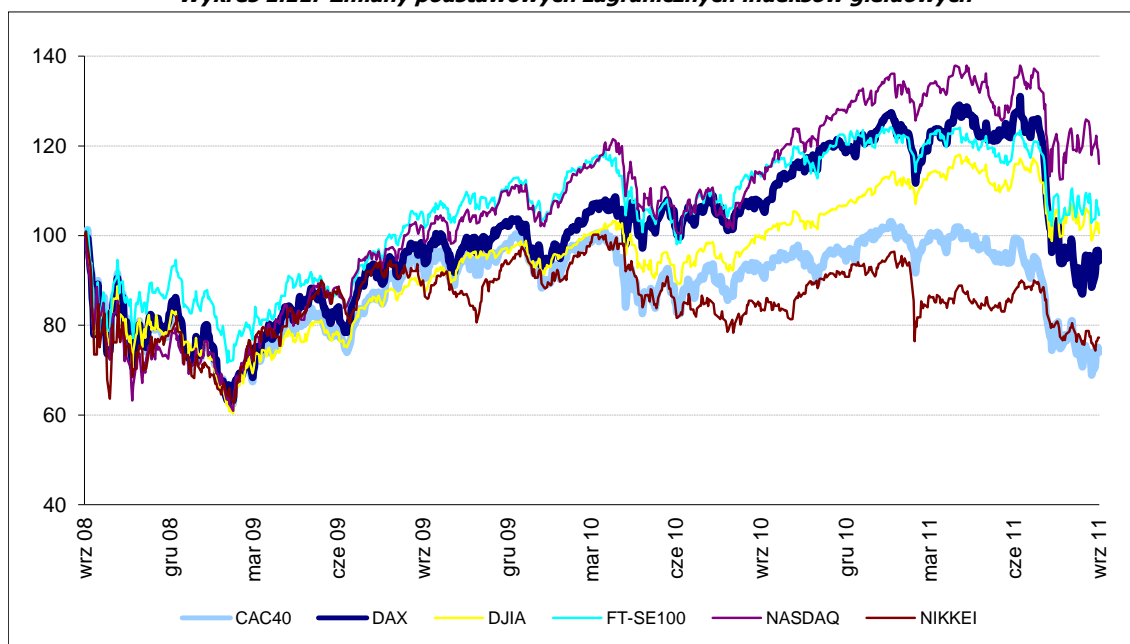
Rok	I-IX 2011	2010	2009	2008
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	454 777	542 646	421 178	267 359
Spółki zagraniczne (mln zł)	198 227	253 836	294 643	197 756
Obligacje krajowe (mln zł)	520 062	486 505	406 112	362 704
Obligacje zagraniczne (mln zł)	586	586	586	586
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	210 408	234 288	175 943	165 658
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	195 431	206 857	166 696	160 358
Liczba transakcji na sesję	56 248	48 393	51 395	38 211
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	14 977	27 431	9 247	5 301
Liczba transakcji pakietowych	2 798	4 482	2 888	2 464

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na rynkach zagranicznych wykazywała w omawianym okresie dużą zmienność. Należy wyróżnić cztery podstawowe okresy: pierwszy, trendu spadkowego, trwający do marca 2009 roku; drugi, trendu wzrostowego od marca 2009 roku do marca 2010 roku, trzeci – stabilizacji, od marca 2010 roku do marca 2011 roku i czwarty, trendu spadkowego od marca 2011 roku. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć znacząco różnią się skalą wahań, która w analizowanym okresie jest większa dla indeksów europejskich.

Wykres 1.11. Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych



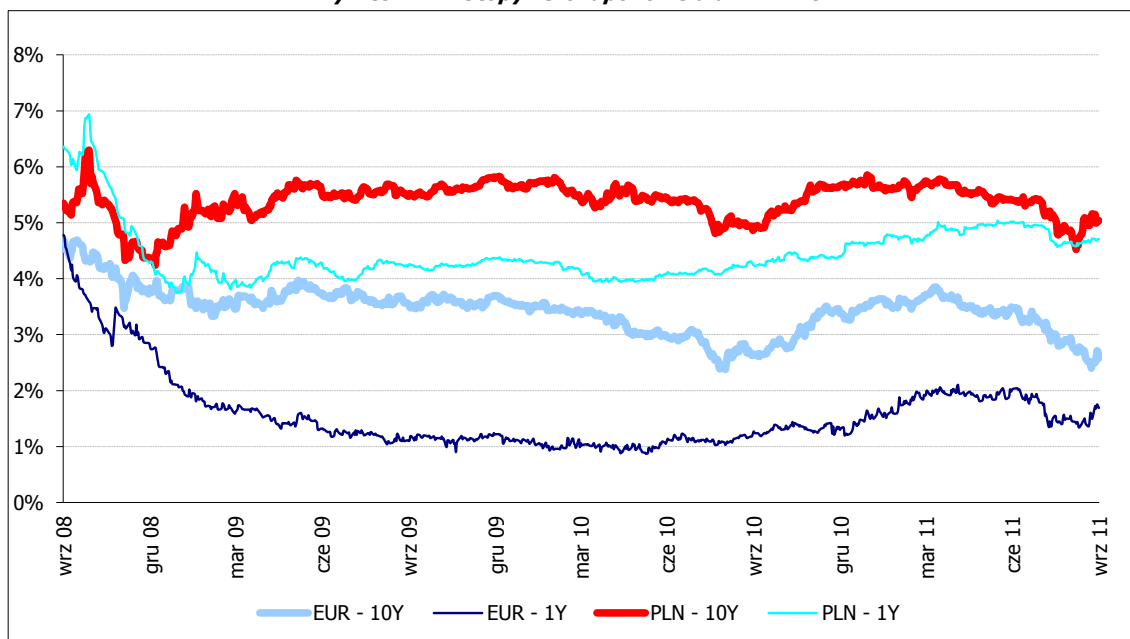
Wartość na dzień 30.09.2008 = 100.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, dysparytet ten gwałtownie wzrósł po III kwartale 2008 roku na skutek radykalnej obniżki stóp w strefie euro i relatywnie niewielkich cięć stóp procentowych dla PLN.

Stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

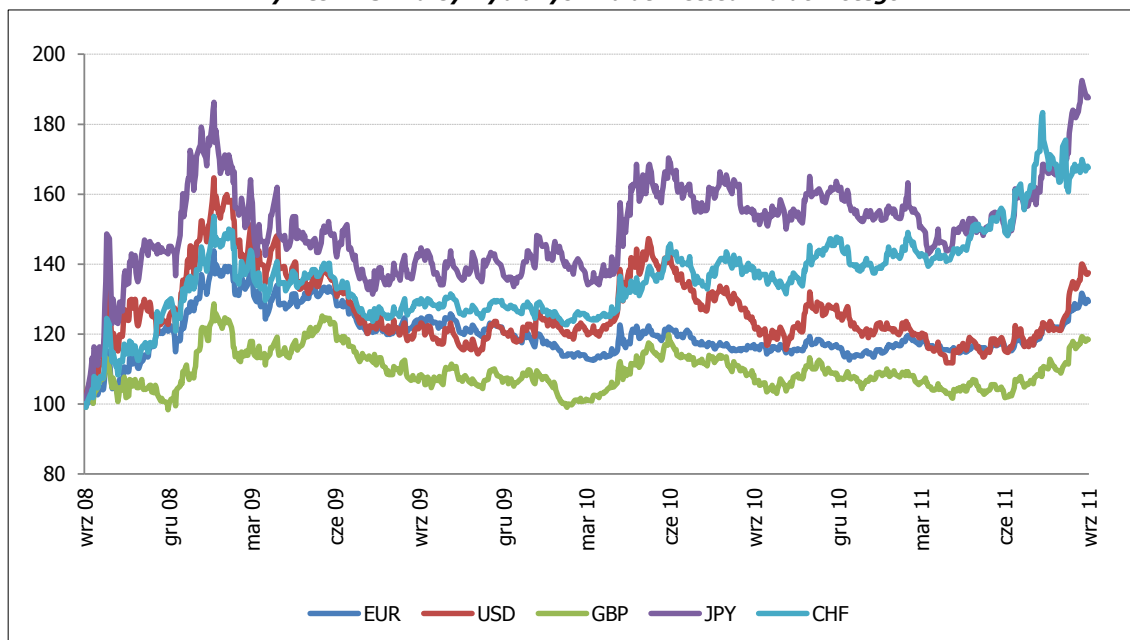


Źródło: Reuters

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

W okresie od połowy 2008 roku do początku 2009 roku następowała systematyczna nominalna deprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Od marca 2009 kurs walutowy wykazywał słaby, ale stabilny trend aprecyjny, zwłaszcza do EURO i USD. III kwartał 2011 roku to okres osłabienia polskiej waluty w reakcji na wzrost niepewności na rynkach finansowych. W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem jena japońskiego, która to waluta przez większość czasu podlegała silnej aprecjacji w stosunku do praktycznie wszystkich innych głównych światowych walut. Historyczny rekord kursu do złotówki pobił również frank szwajcarski i to pomimo radykalnych kroków Szwajcarskiego Banku Centralnego nakierowanych na osłabienie własnej waluty.

Wykres 1.13. Kursy wybranych walut w stosunku do złotego



Wartość na dzień 30.09.2008 = 100.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2011 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 15,5 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.

Na koniec września 2011 roku do OFE należało 15,5 mln członków.

W ciągu ostatnich 3 lat w 11 otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku trzech podmiotów liczba członków zmniejszyła się. Największe przyrosty członków odnotował AXA OFE (442,2 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także Generali OFE oraz OFE PZU „Złota Jesień” (odpowiednio: 286,3 tys., 204,3 tys.). O 595,2 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 1,9 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić przypadki śmierci członków OFE czy weryfikację rejestrów członków w celu eliminacji błędnych zapisów.

Tabela 2.1. Członkowie OFE w latach 2008 - 2011

OFE	Liczba członków w dniu 26.09.2008	Saldo transferów w okresie X.2008 – IX.2011	Losowania w okresie X.2008 – IX.2011	Umowy pierwszorazowe w okresie X.2008 – IX.2011	Liczba członków w dniu 30.09.2011
AEGON OFE	331 515	25 413	74 949	79 646	926 703
Allianz Polska OFE	344 795	34 029	81 384	54 790	507 177
Amplico OFE	1 119 343	-47 293	80 352	49 082	1 184 112
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 834 416	-252 939	0	150 832	2 707 981
AXA OFE	662 211	254 385	83 353	144 843	1 104 449
Generali OFE	598 551	110 214	95 835	100 548	884 826
ING OFE	2 763 160	-68 616	0	298 237	2 953 580
Nordea OFE	764 241	-10 093	15 610	80 655	906 416
Pekao OFE	332 779	-28 397	27 647	24 943	345 069
PKO BP Bankowy OFE	440 004	50 165	15 610	43 207	528 199
OFE Pocztylion	449 253	-45 532	72 895	102 350	585 796
OFE Polsat	332 373	-39 254	12 582	6 541	304 443
OFE PZU „Złota Jesień”	2 004 491	35 656	0	218 956	2 208 791
OFE Skarbiec-Emerytura	443 929	0	0	0	0
OFE WARTA	313 745	-17 738	0	20 537	311 925
Razem	13 734 806	0	560 217	1 375 167	15 459 467

W 2008 roku liczba OFE zmniejszyła się do 14 w związku z połączeniem Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura.

Zestawienie nie uwzględnia wszystkich czynników wpływających na zmianę liczby członków w analizowanym okresie, np. zgonów członków czy weryfikacji rejestrów i związanej z tym eliminacji martwych rachunków.

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 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 (298,2 tys.), AXA OFE (228,2 tys.), OFE PZU „Złota Jesień” (219,0 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiło w analizowanym okresie do OFE POLSAT (19,1 tys.). Warto zauważyć, że ING OFE oraz OFE PZU „Złota Jesień”, jedne z największych funduszy, które pozyskały najwięcej członków na

Największą liczbę członków na rynku pierwotnym pozyskały największe fundusze emerytalne.

rynku pierwotnym, nie uczestniczą w losowaniach, a więc cały ten przyrost można przypisać akwizycji i działaniom marketingowym.

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,8 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 151,7 tys. osób. Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w listopadzie 2010 roku (162 683), zaś najmniej w listopadzie 2008 roku (115 678).

Począwszy od początku 2012 roku PTE nie będą mogły prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo będą zawierane jedynie w trybie korespondencyjnym. Będzie to miało duży wpływ na pozyskiwanie członków z rynku pierwotnego. Można spodziewać się, że spadnie liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. Wzrośnie natomiast liczba osób, które członkostwo uzyskają w trybie losowania.

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 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 560,2 tys. osób (średnio 93,4 tys. osób w losowaniu). Najwięcej osób trafiło do Generali OFE (łącznie 17,1% osób uczestniczących w losowaniu).

Od początku 2009 roku rozpoczęła się również faza dekapitalizacji 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 dokonywany 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 państwa w przypadku osób wychodzących z kapitałowego systemu emerytalnego. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na wielkość OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, które przeszły dotychczas na emeryturę był stosunkowo niewielki.

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2011 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 56,6 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 4,5%. Na rynku działało pięć funduszy. Cztery z nich odnotowały wzrosty liczby członków, sięgające od 0,6% w PFE "Nowy Świat" do 32,7% w PFE NESTLE POLSKA. Jednak największy fundusz - PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A., stracił 11,9% członków, co ze względu na jego duży udział w rynku przełożyło się na spadek wskaźnika dynamiki dla rynku.

Tabela 2.2. Członkowie PFE w latach 2008 - 2011

PFE	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010	30.09.2011
PFE Nestle Polska	1 822	1 974	2 271	2 418
PFE "Nowy Świat"	7 413	7 440	7 422	7 459
PFE "Słoneczna Jesień"	11 932	11 939	11 948	12 476
PFE Telekomunikacji Polskiej	36 207	35 370	33 717	31 885
PFE Unilever Polska	1 892	1 938	2 165	2 360
Razem	59 266	58 661	57 523	56 598

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.3 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 63,6 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 1,8 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2011 roku (3,5 mld zł), zaś najmniejsza w sierpniu 2011 roku (0,4 mld zł). Od 1 maja 2011 roku obowiązuje ustawa dotycząca obniżenia składki odprowadzanej do OFE. Odprowadzane jest 2,3% podstawy wymiaru składki, wcześniej

1,8 mln
 członków
 zmieniło
 fundusz
 emerytalny.

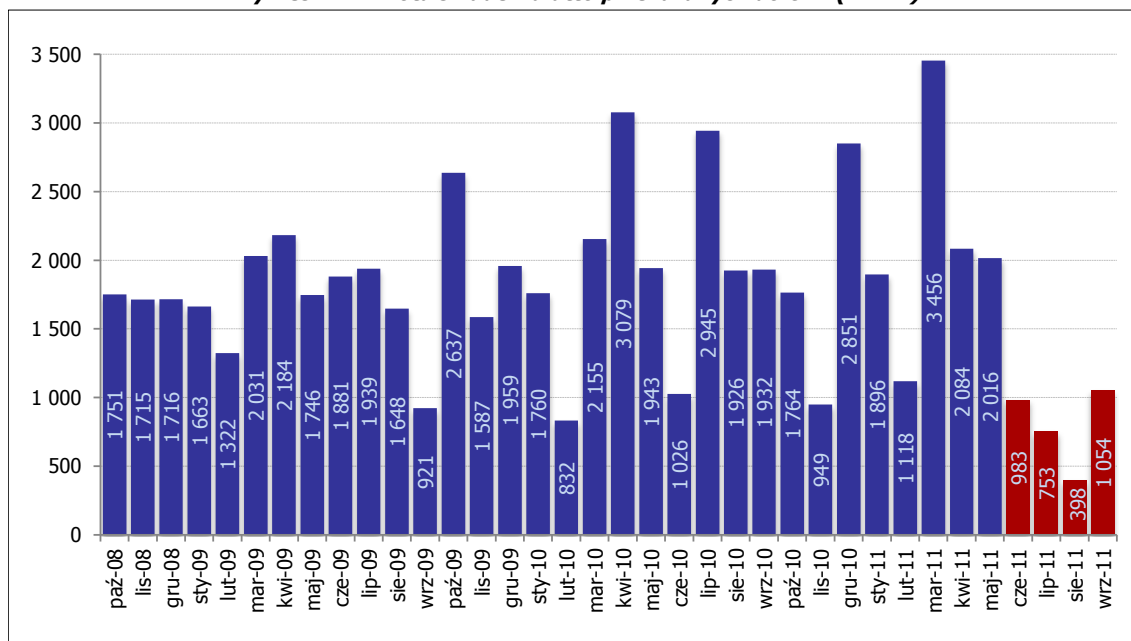
Od początku
 2009 roku
 rozpoczęła się
 faza
 dekapitalizacji
 środków
 gromadzonych
 w OFE.

Do PFE
 należy
 56,6 tys.
 członków.

W ciągu
 trzech lat do
 OFE trafiło
 63,6 mld zł
 składek.

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

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

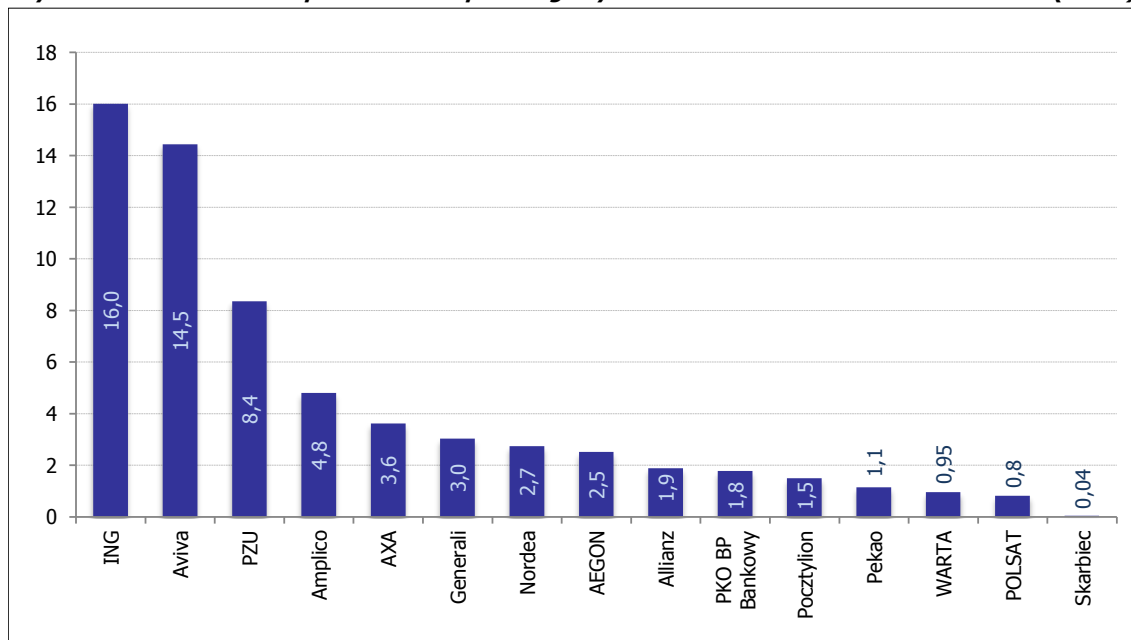


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (16,0 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (14,5 mld zł) – fundusze te otrzymały 47,9% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 0,95 mld zł oraz 0,8 mld zł. Jeszcze mniej składek trafiło do OFE Skarbiec-Emerytura, ale fundusz ten funkcjonował tylko do listopada 2008 roku.

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

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE od 1.10.2008 do 30.09.2011 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 2011 roku dokonano łącznie 15 740 wypłat (1 297 wypłat pierwszorazowych i 14 443 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę 1,41 mln zł (0,27 mln zł wypłat pierwszorazowych oraz 1,14 mln zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych).

Tabela 2.3. Okresowe emerytury kapitałowe wypłacone przez ZUS w okresie od stycznia 2009 do września 2011 roku

OFE	Wypłaty pierwszorazowe		Regularne wypłaty miesięczne		Przeciętne miesięczne świadczenie
	Liczba wypłat	Kwota wypłat	Liczba wypłat	Kwota wypłat	
AEGON OFE	87	15 240,77	1 060	62 858,19	59,30
Allianz Polska OFE	37	10 150,34	374	35 938,51	96,09
Amplico OFE	143	31 167,29	1 577	123 175,96	78,11
Aviva OFE Aviva BZ WBK	172	42 883,67	1 970	180 527,09	91,64
AXA OFE	71	12 474,71	714	42 267,81	59,20
Generali OFE	72	11 822,22	905	56 763,17	62,72
ING OFE	275	80 161,97	3 240	373 375,93	115,24
Nordea OFE	63	9 695,38	683	41 982,48	61,47
Pekao OFE	36	5 397,12	387	18 120,08	46,82
PKO BP Bankowy OFE	37	5 446,08	439	25 284,76	57,60
OFE Pocztylion	67	8 619,11	785	40 957,13	52,17
OFE POLSAT	27	2 123,52	254	8 774,06	34,54
OFE PZU "Złota Jesień"	185	32 954,60	1 773	117 018,06	66,00
OFE WARTA	25	3 173,34	282	14 397,48	51,05
Razem	1 297	271 310	14 443	1 141 441	79,03

Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Średnia wysokość emerytury wypłacanej co miesiąc z OFE wynosi 79 zł.

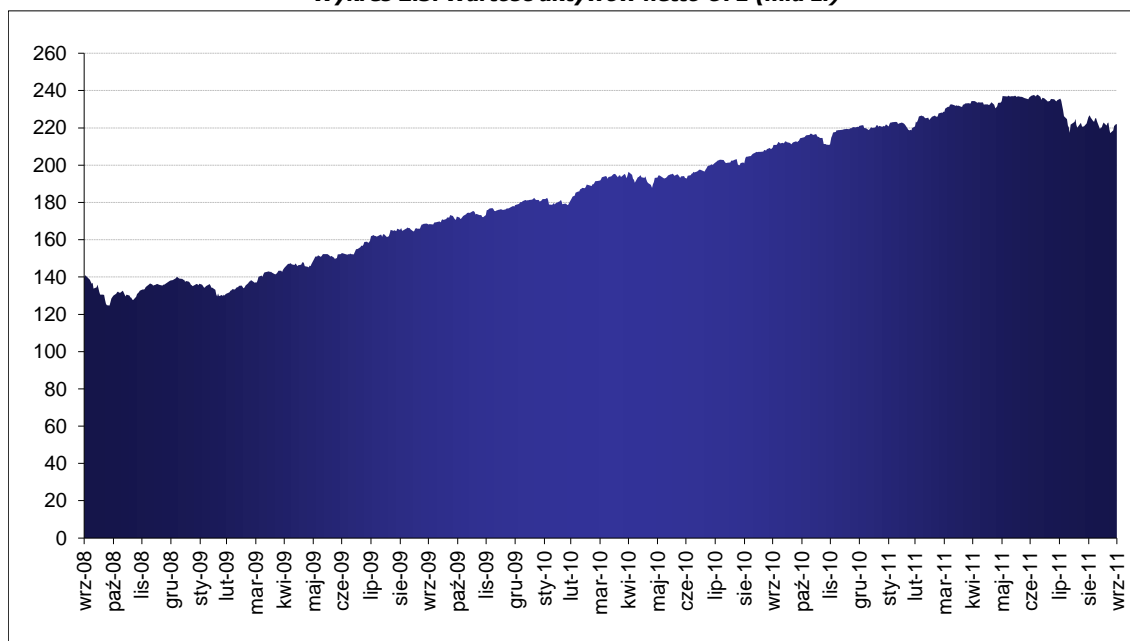
Ze względów technicznych, pierwsze świadczenie, jakie otrzymuje emeryt z systemu kapitałowego, czyli wypłata pierwszorazowa, obejmuje najczęściej okres inny niż miesiąc. Z tego względu wartość tego pierwszego świadczenia jest inna (najczęściej wyższa – średnia wyniosła 209,2 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 79,0 zł), jaką emeryt będzie otrzymywał w kolejnych miesiącach. Z czasem na emeryturę przechodzą osoby z coraz dłuższym stażem oszczędzania w OFE, co przekłada się na wyższy poziom kapitału emerytalnego, a co za tym idzie także wyższe emerytury.

2.4 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2011 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 222,0 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 82,4 mld zł. Od lutego 2009 roku 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. Narastająca niepewność na rynkach międzynarodowych, zagrożenie niewypłacalnością Grecji i problemy całej strefy euro, a w szczególności informacja o obniżeniu wiarygodności kredytowej Stanów Zjednoczonych z AAA do AA+ przez agencję Standard & Poor's i utrzymaniu negatywnej perspektywy, doprowadziły w końcu do znaczącej przeceny akcji, jaką można było obserwować w sierpniu 2011 roku. Skutkiem tego były gwałtowne i głębokie spadki odnotowane na GPW.

Na koniec września 2011 roku OFE miały 222 mld zł aktywów netto.

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 Żłota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2011 roku wyniósł 60,4%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 3,3 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył Aegon OFE (2,3 pkt. proc.), ale to głównie za sprawą połączenia z OFE Skarbiec-Emerytura. Istotny wzrost udziału w rynku zanotowano również w AXA OFE, Generali OFE oraz Nordea OFE (wzrosły odpowiednio o: 1,6 oraz 1,1 oraz 0,9 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 (3,3 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (mln zł)

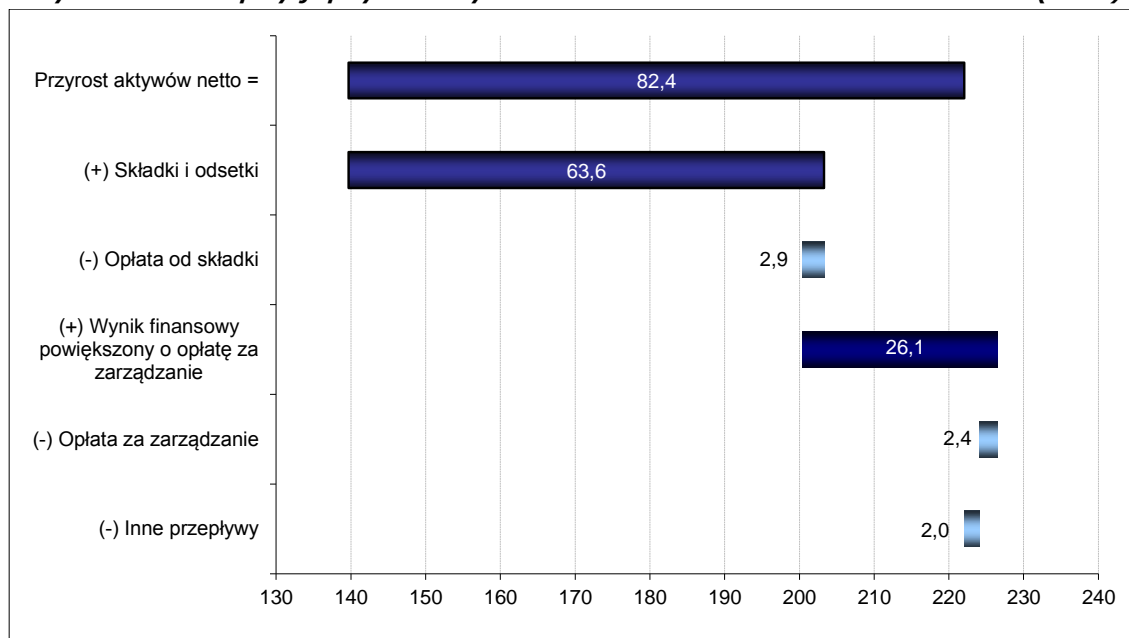
OFE	2008-09-30		2011-09-30	
AEGON OFE	2 658 848 613,84	1,90%	9 384 453 534,60	4,23%
Allianz Polska OFE	3 591 495 725,56	2,57%	6 648 508 316,47	2,99%
Amplico OFE	11 414 428 373,62	8,17%	17 046 316 950,08	7,68%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	36 768 171 904,52	26,32%	51 038 895 621,90	22,99%
AXA OFE	6 519 001 996,63	4,67%	13 859 951 245,70	6,24%
Generali OFE	5 489 398 368,08	3,93%	11 084 815 774,23	4,99%
ING OFE	33 232 743 417,38	23,79%	52 871 581 035,68	23,81%
Nordea OFE	5 103 105 940,49	3,65%	9 993 130 967,59	4,50%
Pekao OFE	2 240 337 498,19	1,60%	3 349 739 543,44	1,51%
PKO BP Bankowy OFE	4 123 356 428,13	2,95%	7 255 349 889,36	3,27%
OFE Pocztylion	2 821 721 852,03	2,02%	4 229 422 628,55	1,90%
OFE POLSAT	1 302 785 919,95	0,93%	2 029 780 988,67	0,91%
OFE PZU "Złota Jesień"	18 932 635 296,54	13,55%	30 224 263 011,34	13,61%
OFE Skarbiec-Emerytura	3 410 339 558,98	2,44%	0,00	0,00%
OFE WARTA	2 068 999 780,24	1,48%	3 019 587 429,03	1,36%
Razem	139 677 370 674,18	100,00%	222 035 796 936,64	100,00%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W ciągu trzech lat aktywa netto OFE wzrosły o 82,4 mld zł.

Przyrost aktywów netto OFE w okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku wyniósł 82,4 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 63,6 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 23,7 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 26,1 mld zł). Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata od składki (wartość na poziomie 2,9 mld zł) oraz opłata za zarządzanie (2,4 mld zł).

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 30.09.2008 roku do 30.09.2011 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

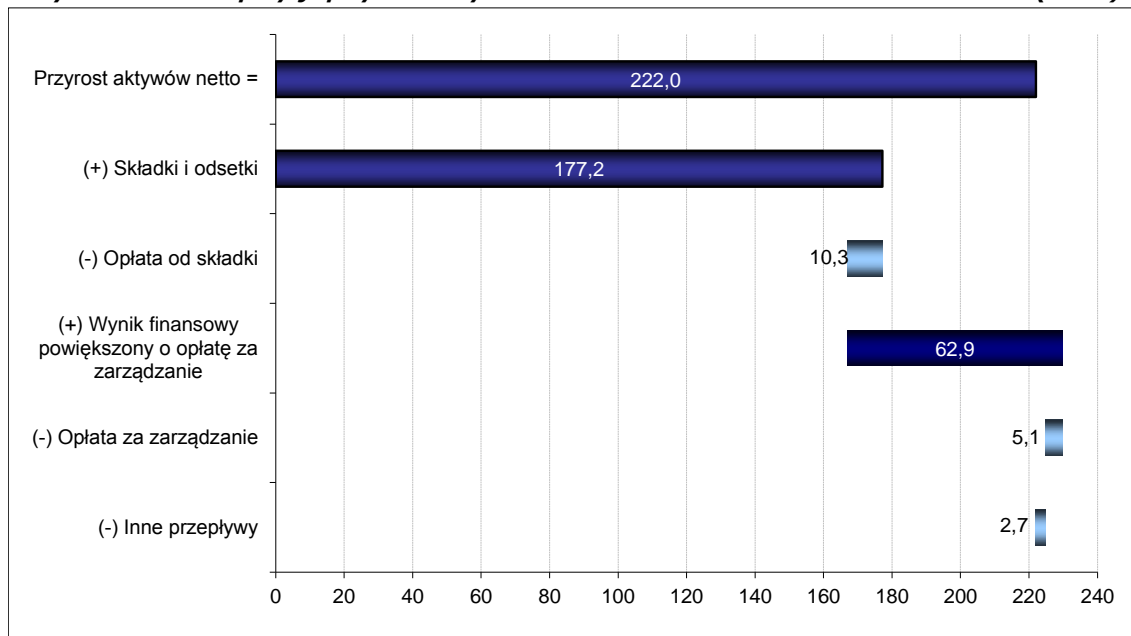
W bilansie funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE, wypłaty emerytur okresowych, a także przekazanie środków z OFE do budżetu państwa w przypadku 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 kończącym wiek 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. –2,0 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2011 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (177,2 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (57,8 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie, jest to kwota 62,9 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (10,3 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (5,1 mld zł).

Zysk OFE od początku ich istnienia to 58 mld zł.

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.05.1999 roku do 30.09.2011 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.5 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

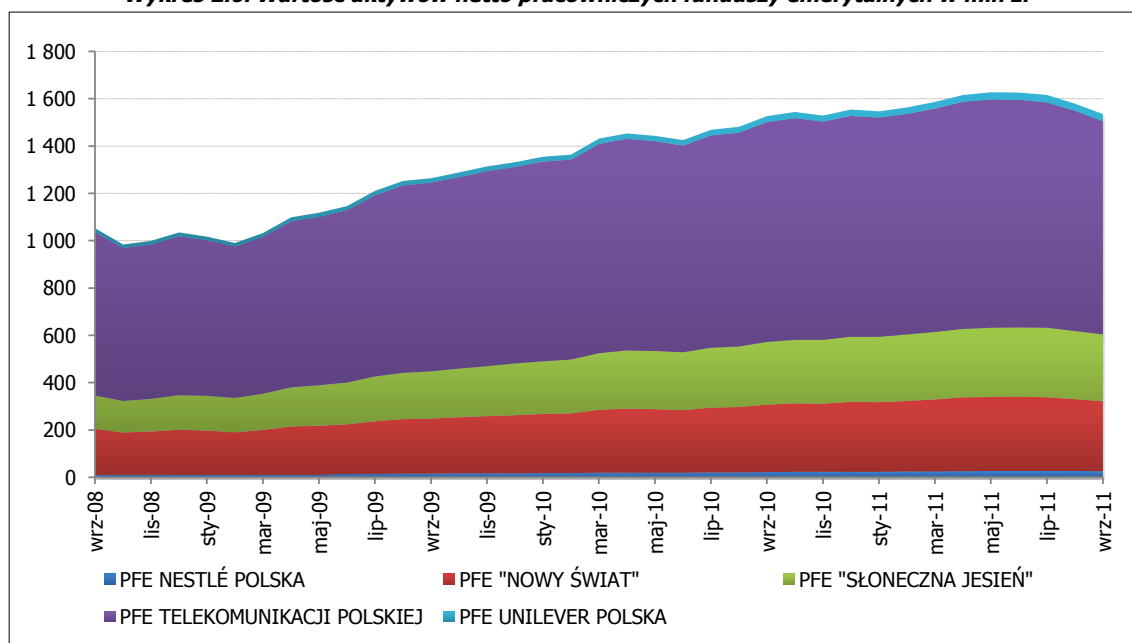
Na dzień 30 września 2011 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (PFE Telekomunikacji Polskiej, PFE „Nowy Świat”, PFE Nestle Polska, PFE UNILEVER Polska, PFE „Słoneczna Jesień”).

Na koniec września 2011 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,5 mld zł.

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2011 roku kształtowała się na poziomie 1,54 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 45,8%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec września 2011 roku 0,69% 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 2011 roku dysponował on aktywami o wartości 0,9 mld zł, co dawało mu 58,7% 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

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 18 października 2011 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2011 roku, wyniki funduszy nieznacznie się pogorszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 14,7%, a minimalna stopa zwrotu 7,4%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej.

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

Podobnie jak pół roku wcześniej, w analizowanym okresie wszystkie OFE miały dodatnie stopy zwrotu. Najlepszy PKO BP Bankowy OFE osiągnął stopę zwrotu 16,1%, a najslabszy OFE Pocztylion 12,9%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE była relatywnie niska i wynosiła 3,2 pkt proc. (w poprzednim półroczu 3,8 pkt proc.). Było to najniższe zaobserwowane zróżnicowanie trzyletnich stóp zwrotu OFE.

Średnia
ważona
stopa zwrotu
OFE wyniosła
14,7% w
okresie
trzech lat.

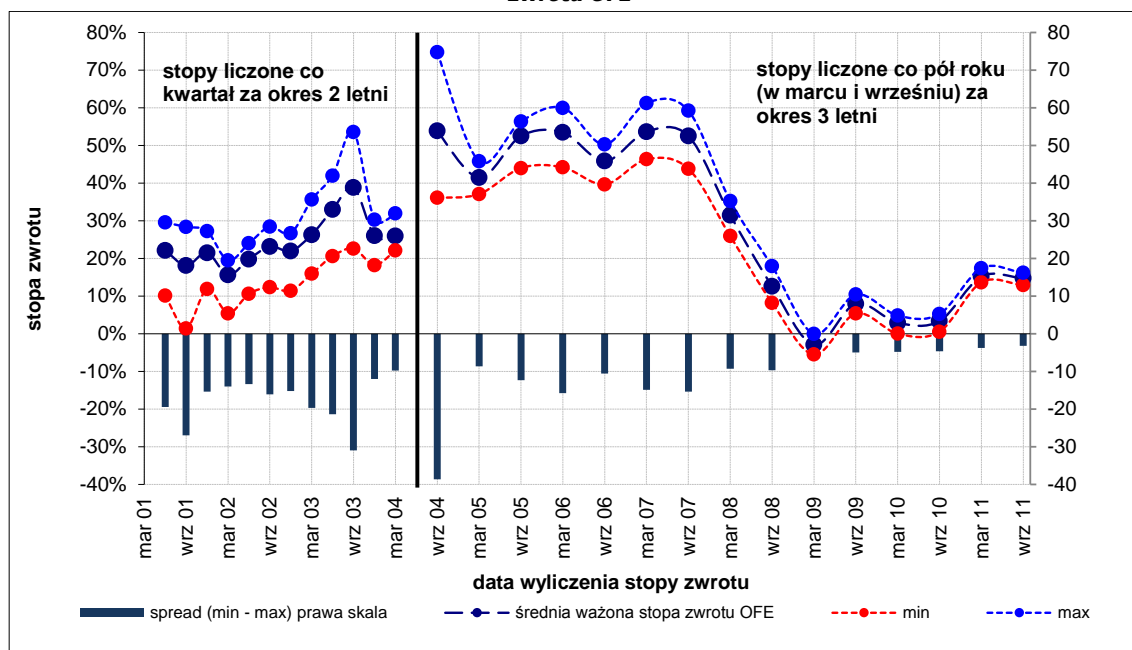
Różnica
między
najwyższą i
najniższą
stopą zwrotu
OFE była
relatywnie
niska i
wynosiła 3,2
pkt proc.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	30 września 2008	30 września 2011	
PKO BP Bankowy OFE	24,29	28,21	16,138%
Allianz Polska OFE	23,78	27,58	15,980%
ING OFE	26,98	31,27	15,901%
AXA OFE	25,23	29,14	15,497%
Generali OFE	26,57	30,54	14,942%
OFE PZU "Złota Jesień"	25,47	29,26	14,880%
Amplico OFE	24,38	27,98	14,766%
OFE WARTA	25,76	29,55	14,713%
Nordea OFE	25,97	29,79	14,709%
OFE POLSAT	27,44	31,40	14,431%
AEGON OFE	24,99	28,40	13,645%
Pekao OFE	24,32	27,53	13,199%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	25,44	28,77	13,090%
OFE Pocztylion	23,77	26,83	12,873%
Średnia ważona stopa zwrotu	14,735%		
Minimalna stopa zwrotu	7,368%		

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Średnia ważona stopa zwrotu OFE ustalana przez KNF 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

W ostatnim półroczu 55,5% środków z rachunku premiewego trafiło do PTE, a 45,5% wróciło do OFE.

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE miały wpływ na podział rachunków premiewych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiewych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie trzyletnich stóp zwrotu OFE na dzień 30 września 2011 roku, wyniosła 66,5 mln zł z czego 36,9 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwy poszczególnych OFE, a 29,6 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Mimo, że jeden z dwóch największych funduszy (Aviva OFE Aviva BZ WBK) osiągnął 3-letnią stopę zwrotu dającą prawo zarządzającemu nimi PTE do mniej niż połowy środków zgromadzonych na rachunku premiewym (6,6%), to ogólna suma środków, jaka przypadła wszystkim PTE w ostatnim półroczu (55,5% z rachunku premiewego) była wyższa niż suma środków przeniesionych do OFE (45,5% z rachunku premiewego).

Tabela 3.2. Podział środków zgromadzonych na rachunku premiewym od 30.09.2008 do 30.09.2011

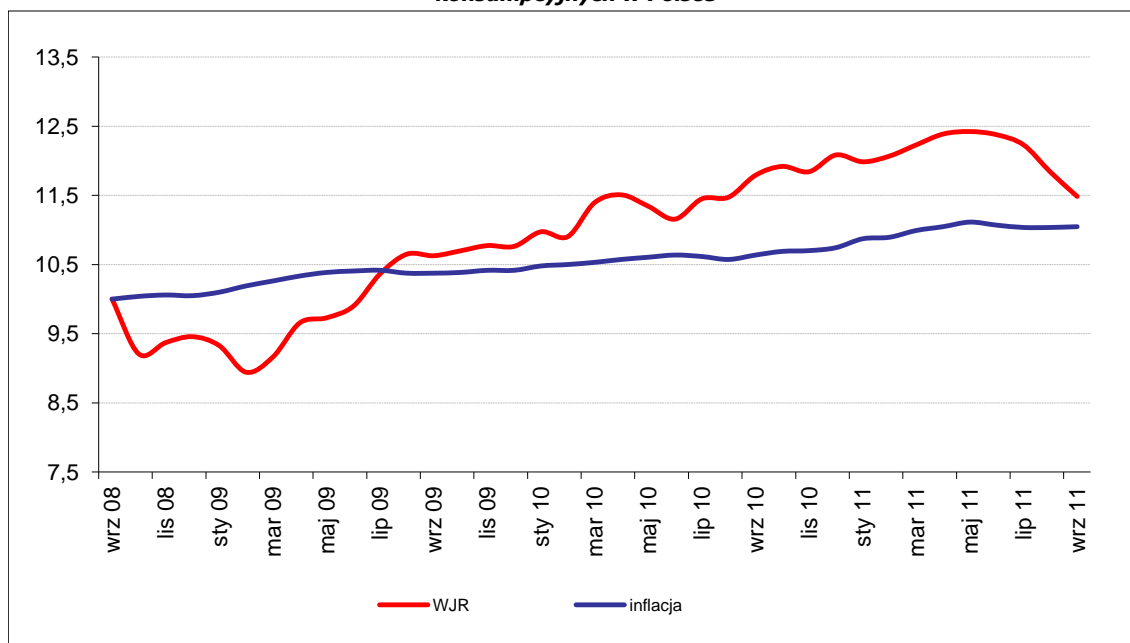
OFE	Kwota na rachunek rezerwy	Kwota do funduszu	Łącznie
ING	14,8	1,2	15,9
Aviva	1,0	14,5	15,5
PZU	5,6	3,5	9,1
Amplico	2,9	2,1	5,1
AXA	3,3	0,8	4,1
Generali	2,1	1,2	3,3
Nordea	1,6	1,3	2,9
AEGON	0,7	2,1	2,8
PKO BP Bankowy	2,1	0,0	2,1
Allianz	1,9	0,1	2,0
Pocztylion	0,0	1,3	1,3
Pekao	0,1	0,9	1,0
WARTA	0,5	0,4	0,8
Polsat	0,3	0,3	0,6
Razem	36,9	29,6	66,5

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Realna stopa zwrotu OFE utrzymywała się poniżej zera przez 3 kwartały w trakcie badanego okresu. Od lipca 2009 roku wartość indeksu średniej ważonej jednostki rozrachunkowej była wyższa od wartości indeksu inflacji. Kluczowy wpływ na takie wyniki miało odwrócenie koniunktury na GPW. Od lutego 2009 roku, fundusze zaczęły odrabiać poniesione wcześniej straty. Dobre wyniki inwestycyjne pozwoliły na uzyskanie realnych zysków. W analizowanym okresie stopa zwrotu OFE była wyższa niż skumulowana inflacja i fundusze od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku osiągnęły średnio dodatnią realną stopę zwrotu wynoszącą 4,0%.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 4,0%.

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

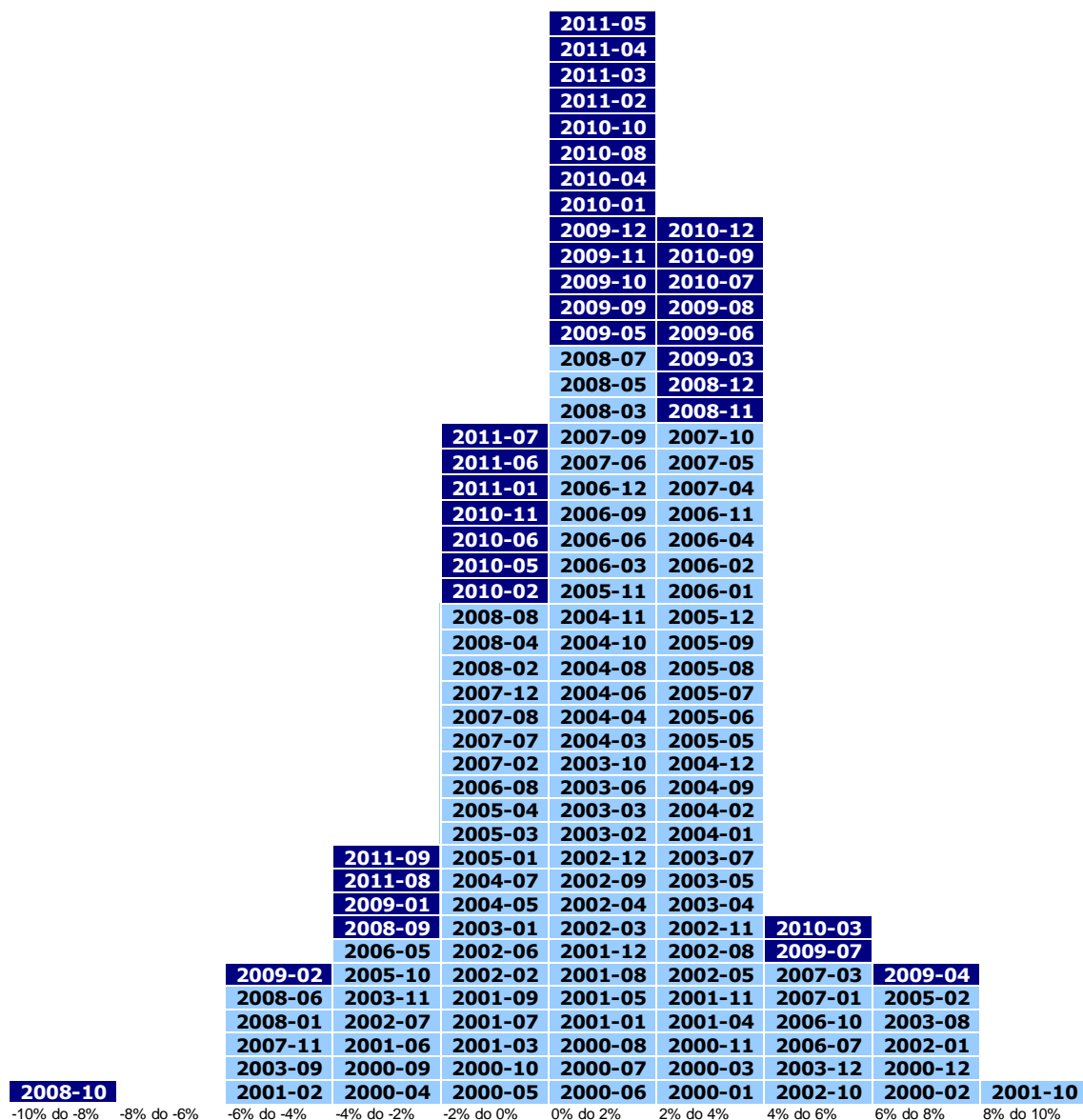


Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.09.2008=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2011 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 badanego okresu od września 2008 roku do września 2011 roku oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. 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 $-4,8\%$). Po okresie wyraźnego spadku średniej wartości jednostki rozrachunkowej OFE trwającego do lutego 2009 roku, obserwowany jest powrót na ścieżkę wzrostu, dodatnie stopy zwrotu wyraźnie dominują nad ujemnymi. Przewaga ciemnego koloru po stronie dodatnich stóp zwrotu wskazuje na to, że badany okres wpisał się pozytywnie w historię stóp zwrotu OFE. Z drugiej strony, niepokojącym faktem są ujemne stopy zwrotu w ostatnich miesiącach (lipcu, sierpniu i wrześniu). Sytuacja ta była spowodowana silną falą spadków na giełdzie. Dla większości funduszy był to najgorszy, pod względem stopy zwrotu, kwartał w historii. Tylko trzy z nich odnotowały wcześniej większe straty. W głównej mierze było to konsekwencją bardzo złej sytuacji na rynku akcji: III kwartał 2011 roku należał do najsłabszych pod względem stóp zwrotu, odnotowanych na rynku akcji na przestrzeni ostatnich 12 lat: indeks WIG spadł o 21% przy średniej na poziomie $+2,5\%$, a WIG20 spadł o 21,9% przy średniej wynoszącej $+1,5\%$. Tymczasem, indeks obligacji polskich FTSE *Global Government Bond Index for Poland* wzrósł w III kwartale 2011 roku o 1,4% przy historycznej średniej na poziomie 2,1%.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 do września 2011



Stopa zwrotu z subportfela akcyjnego wyniosła 6,1% a z dłużnego 20,0%.

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego wyniosła 6,1% i była wyższa o 3,7 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG oraz wyższa o 14,3 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG20. *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 12,5 pkt proc.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych wyniosła 20,0% i była niższa o 1,4 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 4,2 pkt proc.

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	6,09%	19,97%
Mediana na rynku OFE	6,69%	20,08%
Minimalna na rynku OFE	-0,40%	17,98%
Maksymalna na rynku OFE	12,10%	22,14%
Indeks WIG	2,41%	
Indeks WIG20	-8,20%	
Indeks obligacji		21,34%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w spółkę KGHM POLSKA MIEDŹ oraz Obligacje Skarbowe pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty (ponad pół miliarda zł) OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek CERSANIT, POLIMEX-MOSTOSTAL, PBG, CEDC i GLOBE TRADE CENTRE.

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2008 roku do 30.09.2011 roku

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	3 454
DS1019	obligacje	1 729
DS1017	obligacje	1 603
PS0414	obligacje	1 599
DS1015	obligacje	1 357
WS0922	obligacje	1 285
PS0412	obligacje	1 249
WZ0118	obligacje	1 160
DS1013	obligacje	1 111
PS0413	obligacje	1 032
GETIN	akcje	-231
ELEKTROBUDOWA	akcje	-264
PGE	akcje	-299
JSW	akcje	-412
ASSECO POLAND	akcje	-454
CERSANIT	akcje	-513
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-546
PBG	akcje	-573
CEDC	akcje	-590
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-595

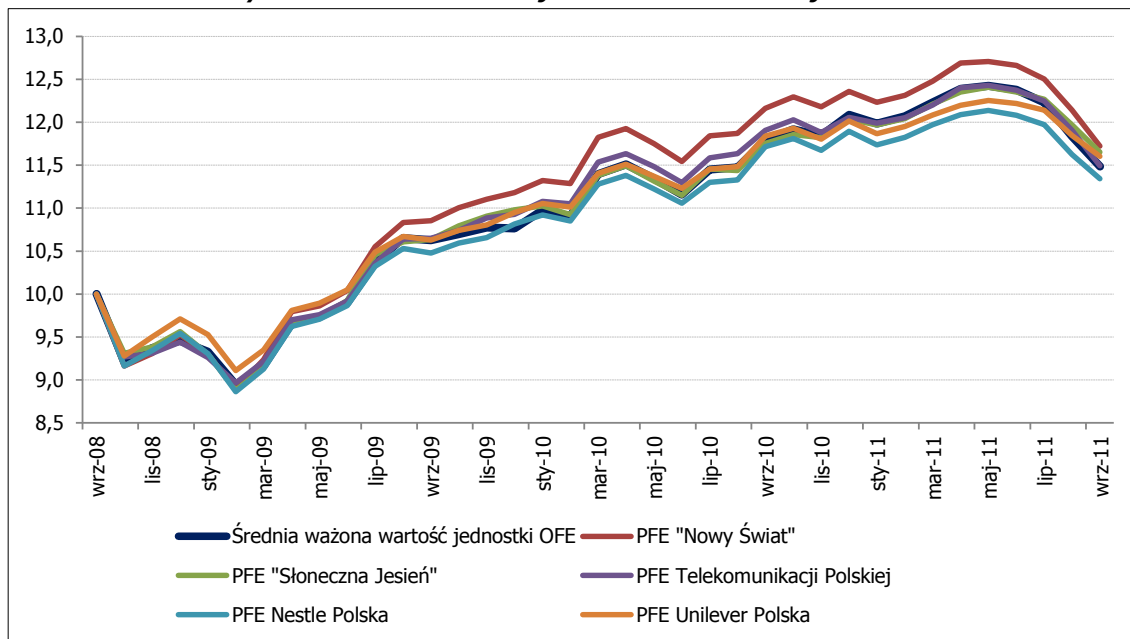
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 13,4% do 17,2%.

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 13,4% (PFE NESTLÉ POLSKA) do 17,2% (PFE „Nowy Świat”). Wszystkie PFE, za wyjątkiem PFE NESTLÉ POLSKA, w badanym okresie osiągnęły wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE



Wartość na dzień 30.09.2008 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

Na analizowany 3-letni okres przypadły dwa okresy dekonjunktury na rynkach finansowych. Pierwszym była bessa na rynku akcji związana ze światowym kryzysem finansowym, którego efekty były widoczne na polskim rynku kapitałowym do I kwartału 2009 roku. Drugi taki okres to fala gwałtownych spadków cen na giełdach papierów wartościowych w III kwartale 2011 roku związana z kryzysem zadłużenia i problemami walutowymi w strefie euro. Zdarzenia te wpłynęły na wyniki OFE i zmiany struktury ich portfeli.

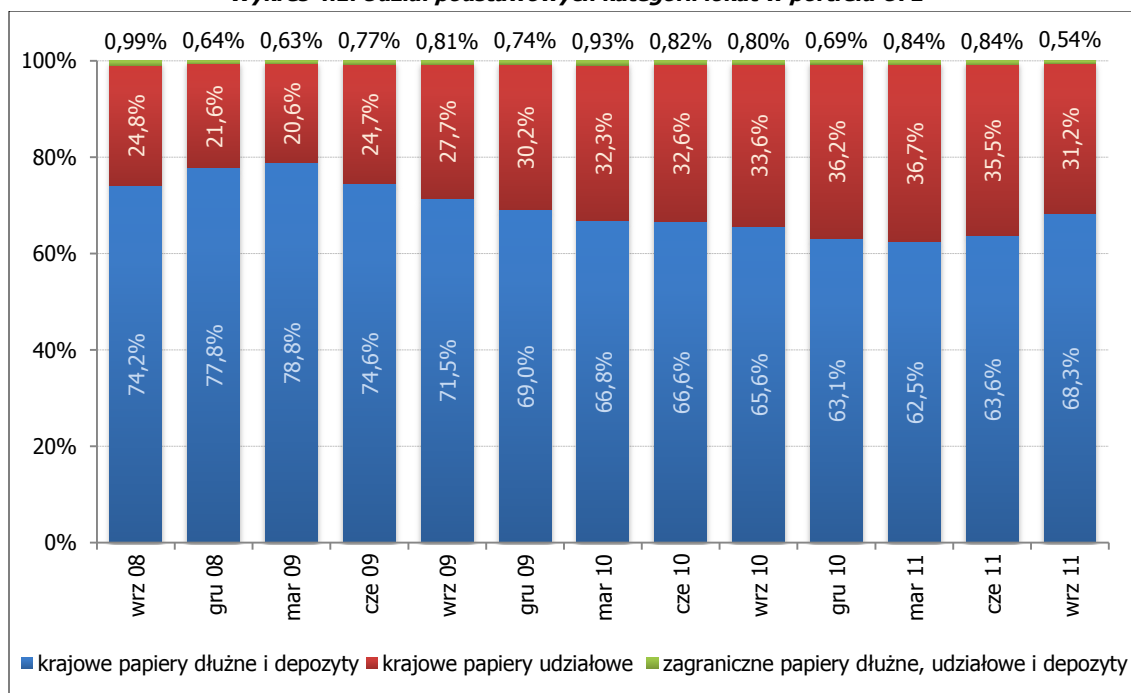
Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE to wyraźne zmniejszenie udziału części akcyjnej do 20% w I kwartale 2009 roku, następnie stopniowe zwiększanie do prawie 37% w okresie luty – kwiecień 2011 roku i ponowna redukcja wagi akcji w portfelach do poziomu 31,4% na koniec września 2011 roku.

Kryzys w sektorze finansów publicznych wielu państw, problemy z zadłużeniem Grecji, Włoch, Hiszpanii i Portugalii, zmienność na rynku walutowym i papierów dłużnych, prognozowane zagrożenie inflacją, spowodowały zredukowanie zaangażowania przez zarządzających OFE w obligacje o stałym oprocentowaniu w portfelu i zwiększenie udziału obligacji zerokuponowych. Pomimo spadku udziału papierów dłużnych w portfelu, udział obligacji o zmiennym oprocentowaniu utrzymywał się na zbliżonym poziomie w całym analizowanym okresie.

W omawianym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Głównie na obligacjach o stałym oprocentowaniu oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 61,3%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 30%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły maksymalnie 1,01% portfela OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 0,8%. Najniższy udział inwestycji zagranicznych w portfelu OFE wystąpił w I kwartale 2009 roku, a w kolejnych miesiącach następowało nieznaczne zwiększanie udziału tej grupy lokat, przy czym od lipca 2011 roku zaczął się on gwałtownie obniżać.

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

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W badanym okresie zmniejszyło się zaangażowanie OFE w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, a rosło w akcje notowane na rynku podstawowym GPW i obligacje zerokuponowe. Na koniec analizowanego okresu w portfelach OFE pojawiło się wiele instrumentów, które nie były w nich obecne na początku. Dotyczy to głównie obligacji emitowanych przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym.

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

Kategoria lokat	2008-09-30	2011-09-30	zm w p.p.
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	53,52%	35,42%	-18,10
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	24,33%	30,60%	6,27
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	9,15%	8,79%	-0,36
Obligacje skarbowe zerokuponowe	2,55%	8,12%	5,56
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	-	5,82%	5,82
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	3,94%	4,84%	0,90
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	1,73%	1,22%	-0,51
Bony skarbowe	1,98%	1,14%	-0,84
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu	-	0,47%	0,47
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,44%	0,44
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych	-	0,38%	0,38
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,27%	0,27
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,31%	0,27%	-0,04
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	-	0,25%	0,25
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,49%	0,25%	-0,25
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,01%	0,15%	0,14
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,14%	0,15%	0,00
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	-	0,14%	0,14
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	-	0,14%	0,14
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	-	0,12%	0,12
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	-	0,12%	0,12
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,12%	0,12
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,24%	0,11%	-0,13
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,03%	0,08%	0,05
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,03%	0,08%	0,05

Kategoria lokat	2008-09-30	2011-09-30	zm w p.p.
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,05%	0,08%	0,02
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	0,08%	0,06%	-0,02
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	-	0,05%	0,05
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,20%	0,05%	-0,14
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,50%	0,05%	-0,45
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	-	0,04%	0,04
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	-	0,04%	0,04
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%	0,03
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe	-	0,03%	0,03
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,03%	0,03
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	-	0,02%	0,02
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych	-	0,01%	0,01
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,01%	-0,03
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	0,01
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,00%	0,00
Prawa do akcji notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,00%	0,00
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,01%	0,00%	-0,01
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,00%	0,00%	-0,00
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,09%	-	-0,09
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,29%	-	-0,29
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,11%	-	-0,11
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,07%	-	-0,07
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez rządy państw obcych	0,12%	-	-0,12
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	-	-0,00

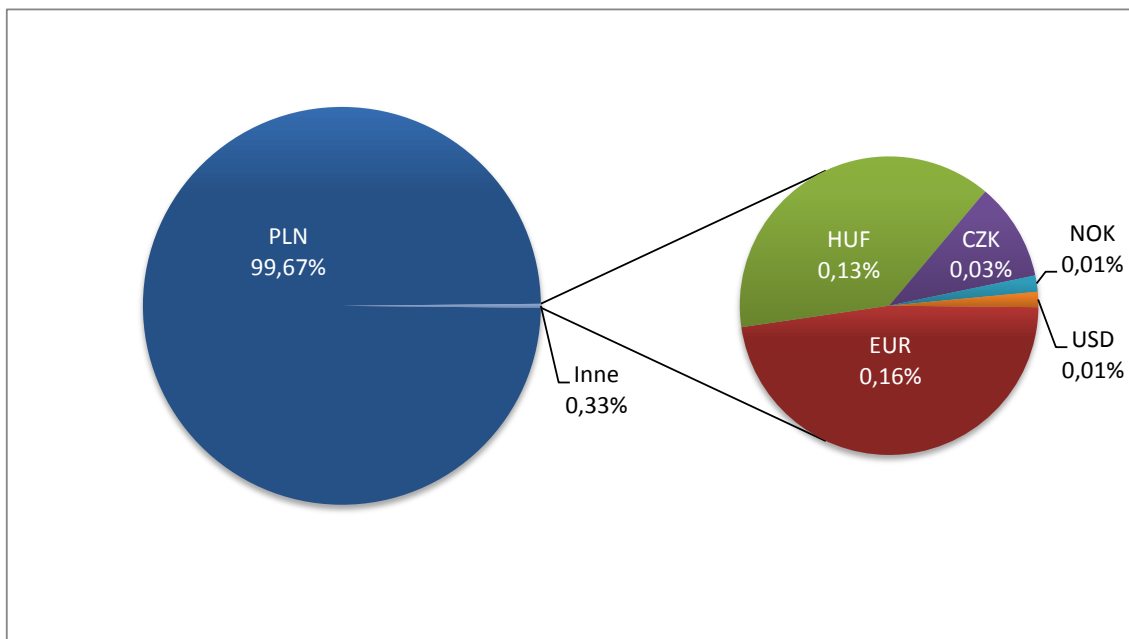
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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 2011 roku zaledwie 0,33% wartości portfela OFE. Na koniec analizowanego okresu dziewięć OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych tego rodzaju instrumenty i dla tych funduszy, udział takich inwestycji wynosił 0,6% wartości portfela. W większości były one

Ponad 99% lokat OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

denominowane w euro, węgierskim forincie i czeskiej koronie, w mniejszym stopniu w dolarach amerykańskich i norweskiej koronie.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2011 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 limity związane z lokatami w instrumenty udziałowe. 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 zagranicznymi 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 30.09.2011

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny	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	118 584 740 265,43	52,91 %	-
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	183 742 182,36	0,08 %	-

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny	Udział w aktywach	Limit
pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty			
C. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe, w walucie polskiej	11 084 516 888,60	4,95 %	20% 5% na jeden 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	42 355 915,71	0,02 %	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	68 148 370 050,99	30,41 %	42,5% 7,5% na instrumenty nienotowane na rynku oficjalnych notowań
G. Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	234 816 272,79	0,10 %	
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	314 821 411,20	0,14 %	10%
H. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	404 668 587,17	0,18 %	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	1 061 198 227,29	0,47 %	40%
K. Inne niż zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa	259 676 500,12	0,12 %	20%
L. Obligacje przychodowe	167 615 601,39	0,07 %	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	634 776 947,57	0,28 %	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	120 967 535,00	0,05 %	10%
N. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż papiery wartościowe w pkt. Ł i M	4 389 618 065,53	1,96 %	10%
O. Zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, inne niż w pkt. J i Ł	850 437 405,56	0,38 %	5%
P. Listy zastawne	729 746 891,52	0,33 %	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	13 196 779 454,95	5,89 %	-
X. Lokaty poza granicami kraju	1 201 638 692,37	0,54 %	5%

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny	Udział w aktywach	Limit
Aktywa	224 111 535 155,40	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,
- 5% aktywów na lokaty poza granicami kraju,
- 10% lub 20% tożsamyh w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż te objęte limitem 42,5%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Dominującą pozycją w portfelu PFE są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2011 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (51,5%). Strukturę portfela determinuje dominujący udział PFE Telekomunikacji Polskiej w rynku PFE oraz fakt lokowania ponad 88% 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 (32,3%) oraz instrumenty udziałowe (14,4%).

Tabela 4.3. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2011 roku

Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	791 639,4	51,45 %
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	317 940,2	20,66 %
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	211 986,2	13,78 %
Obligacje skarbowe zerokuponowe	106 696,9	6,93 %
Obligacje o stałym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	66 408,5	4,32 %
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	15 303,3	0,99 %
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	7 961,5	0,52 %
Obligacje o stałym oproc. gwarantowane lub poręczone przez SP	5 438,45	0,35 %
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	4 901,2	0,32 %
Inne niż zdematerializowane obligacje o zm. oproc. zamienne na akcje spółek publicznych	2 654,31	0,17 %
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	1 959,8	0,13 %
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	1 862,5	0,12 %
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o stałym opr. spółek publicznych	1 515,0	0,10 %
Obligacje o zm. oproc. zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	991,0	0,06 %
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	700,7	0,05 %
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	529,09	0,03 %
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	73,5	0,00 %
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	35,9	0,00 %
RAZEM	1 538 597,5	100,00 %

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

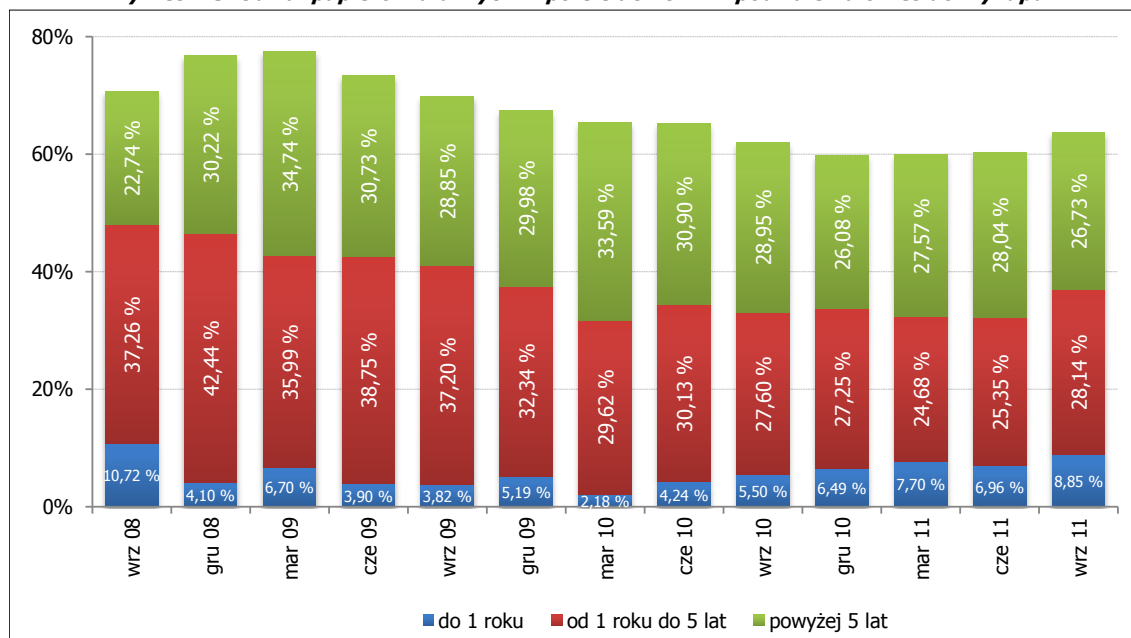
Pomijając lokaty PFE Telekomunikacji Polskiej, ze względu na całkowicie odmienną od innych pracowniczych funduszy emerytalnych politykę inwestycyjną, na koniec września 2011 roku obligacje Skarbu Państwa stanowiły 65,5% wartości portfela PFE, a instrumenty udziałowe 29,5%.

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wynosiło 67,3% portfela, kształtując się w przedziale 58,8% - 80,3%, przy czym najniższe wartości osiągało na przełomie lat 2010 i 2011, a najwyższe w I kwartale 2009 roku. Od czerwca 2011 roku udział dłużnych papierów w portfelu zaczął ponownie rosnąć. Analizowany okres 3-letni można zatem podzielić na trzy wyraźnie różniące się podokresy. Pierwszy, w którym na skutek gwałtownych spadków cen akcji, udział części dłużnej w portfelach OFE rósł: 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 drugim 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 początku maja 2011 roku spadł poniżej 59%. Następnie w związku z kryzysem zadłużenia państw i zawirowaniami wokół euro, które spowodowały ponowną wyprzedaż i spadki na giełdach, udział części dłużnej w portfelu OFE ponownie zaczął rosnąć i osiągnął poziom 63,7% na koniec września 2011 roku.

W ciągu ostatnich trzech lat instrumenty dłużne stanowiły od 60 do 77% portfela OFE.

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:

- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 90,7% udział w subportfelu dłużnym),
- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udział w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu (średnio 72% udział w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 47,8% udział w subportfelu dłużnym).

Większość obligacji posiadanych przez OFE ma stałe oprocentowanie.

W analizowanym okresie największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu. Stanowiły one od 39 do 61% zagregowanego portfela funduszy emerytalnych. Wyraźnie mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 9 do 12%) oraz obligacje zerokuponowe (od 2,6 do 9,5%). Pozostałe instrumenty o charakterze dłużnym stanowiły niewielki odsetek portfela, ich łączny udział sporadycznie przekraczał 2,5%, 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 papieru wartościowego

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem
2008-09-30	53,66%	11,98%	2,62%	2,07%	0,39%	70,72%
2008-12-31	60,99%	11,96%	2,95%	0,49%	0,37%	76,76%
2009-03-31	61,26%	11,05%	3,98%	0,76%	0,38%	77,43%
2009-06-30	56,80%	10,44%	5,14%	0,65%	0,35%	73,38%
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%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Główną pozycją portfela OFE są polskie obligacje skarbowe.

Obligacje skarbowe pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE. W analizowanym okresie ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. Na przełomie I i II kwartału 2009 roku instrumenty te stanowiły prawie 3/4 portfela, podczas gdy w połowie 2011 roku udział ten spadł do 1/2, a na koniec września 2011 roku wynosił 53,5%. 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 wartościowym inwestycje te wzrosły w analizowanym okresie z 94,3 mld zł do 118,5 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 relatywnie niskim poziomie oscylując w przedziale 0,3% – 0,6% wartości portfela. Zauważalne było również zwiększanie zaangażowania funduszy emerytalnych w obligacje emitowane przez samorządy terytorialne do połowy 2010 roku, w kolejnych miesiącach udział tych lokat w portfelach OFE zaczął się zmniejszać.

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

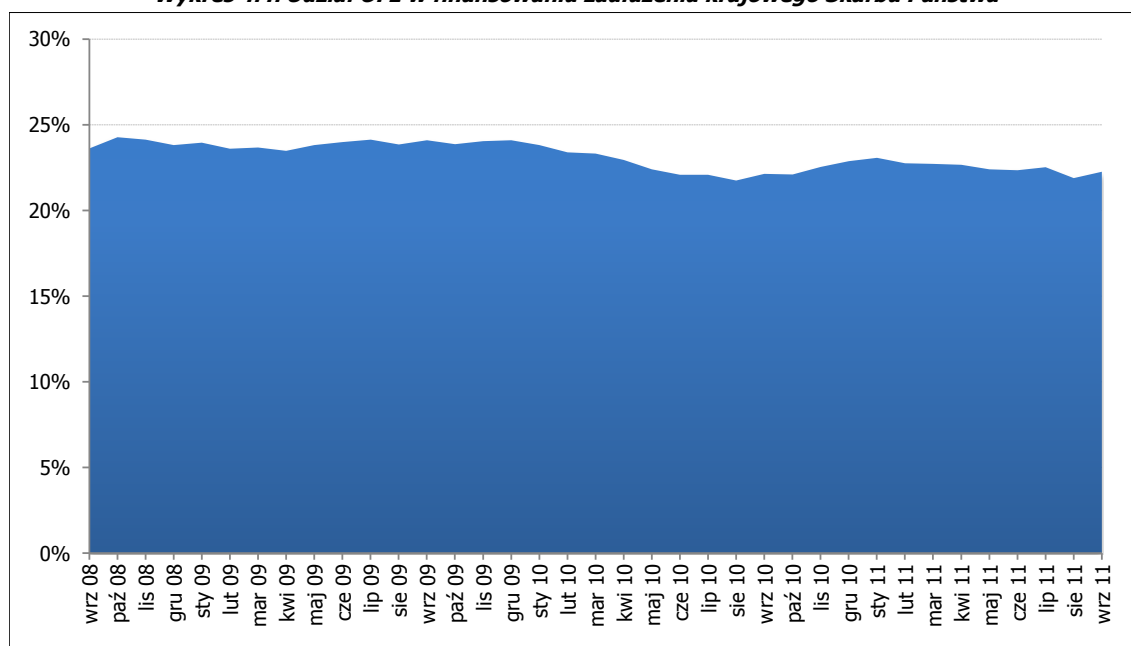
Data	Skarb Państwa	Banki krajowe - BGK	Banki krajowe inne niż BGK	EIB	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagraniczni	RAZEM
2008-09-30	67,19 %		1,40 %	0,20 %	1,33 %	0,09 %		0,51 %	70,72 %
2008-12-31	73,45 %		1,40 %	0,08 %	1,39 %	0,09 %		0,35 %	76,76 %
2009-03-31	74,13 %		1,39 %	0,08 %	1,37 %	0,09 %		0,38 %	77,43 %
2009-06-30	70,14 %		1,29 %	0,07 %	1,24 %	0,27 %		0,38 %	73,38 %
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 %	1,05 %	0,06 %	1,19 %	0,55 %		0,38 %	65,39 %
2010-06-30	56,71 %	5,02 %	0,96 %	0,06 %	1,37 %	0,81 %		0,36 %	65,27 %
2010-09-30	54,06 %	4,64 %	0,77 %	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 %	4,33 %	0,84 %	0,05 %	1,15 %	0,64 %		0,56 %	59,95 %
2011-06-30	51,82 %	5,04 %	0,94 %	0,05 %	1,24 %	0,63 %	0,01 %	0,61 %	60,35 %
2011-09-30	53,46 %	6,27 %	1,29 %	0,05 %	1,36 %	0,67 %	0,01 %	0,60 %	63,72 %

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

OFE odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Średni udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w analizowanym okresie wyniósł 23,2%¹. Na koniec września 2011 roku wskaźnik ten kształtował się na poziomie 22,3%.

Na koniec września 2011 roku ponad 22% skarbowych papierów wartościowych należało do OFE.

Wykres 4.4. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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

¹ wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

Na koniec września 2011 roku duration skarbowych papierów wartościowych posiadanych przez OFE wyniosło 3,2.

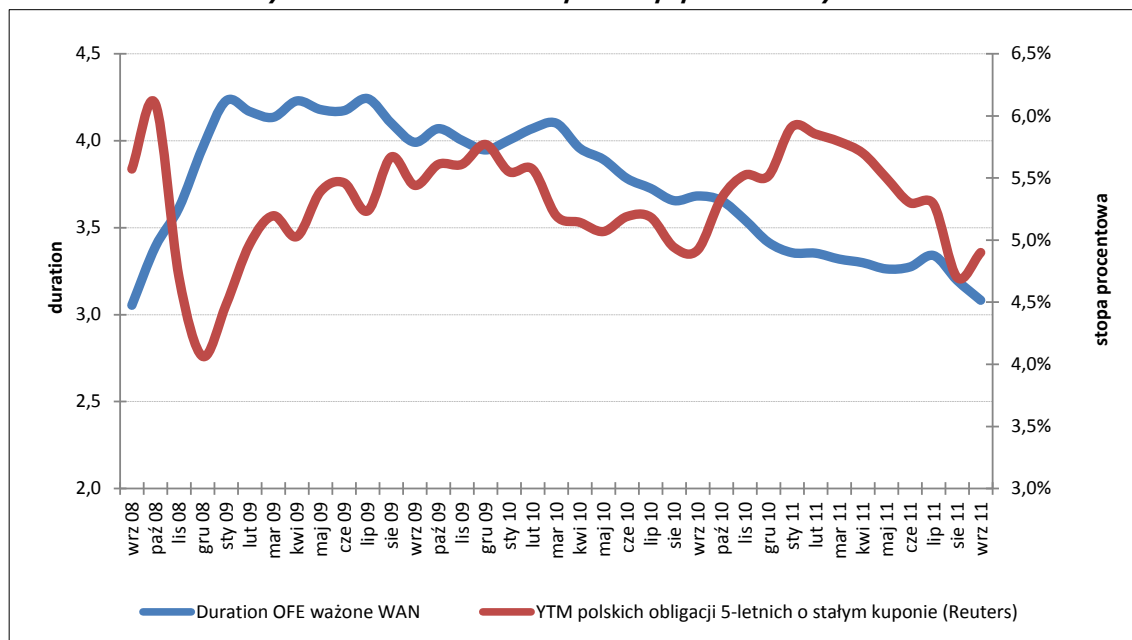
W analizowanym okresie średni miesięczny poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych oscylował w przedziale 3,1 – 4,2. Od września 2008 roku do stycznia 2009 roku nastąpił dynamiczny wzrost tego wskaźnika z poziomu 3,1 do 4,2. Przez kolejne dwa kwartały średni poziom *duration* utrzymywał się na poziomie zbliżonym do maksymalnego (4,2). Natomiast od lipca 2009 roku OFE zmniejszyły swoją ekspozycję na ryzyko stopy procentowej poprzez skracanie *duration* swojego portfela dłużnego aż do poziomu 3,1 na koniec września 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 odsłonami kryzysu finansowego.

Tabela 4.6. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe)

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. 2008	3,53	3,40	2,72	4,85	4,06%
I kw. 2009	4,00	3,89	3,44	4,77	5,20%
II kw. 2009	4,00	3,91	3,32	5,03	5,46%
III kw. 2009	3,89	3,90	3,29	4,26	5,44%
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%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 4.5. Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE



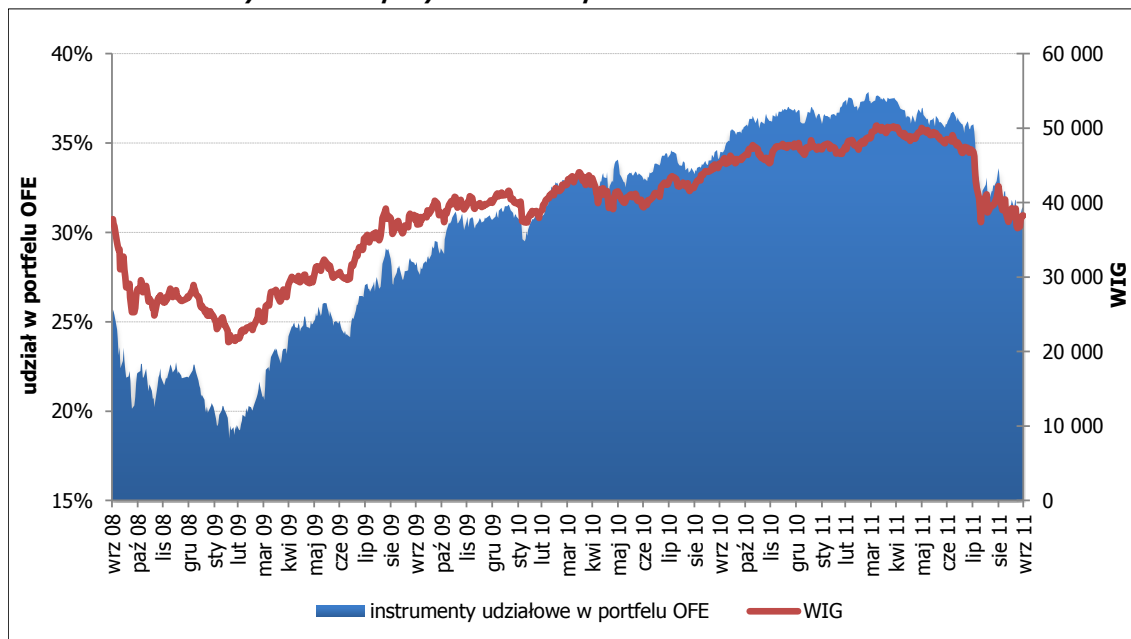
Źródło: Reuters, dziennie sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 30,5% wartości portfela, kształtując się w przedziale 18,5% – 37,9%. W okresie do końca I kwartału 2009 roku, w związku z pogłębiającą się przeceną na rynkach akcji, udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zmniejszał. Wraz z poprawą sytuacji na giełdach zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe rosło do kwietnia 2011 roku, kiedy przekraczało 37%. Od maja 2011 roku udział papierów udziałowych ponownie zaczął się zmniejszać w związku z kolejną falą zniżek cen na rynkach akcji i na koniec analizowanego okresu stanowiły one 31,4% portfela.

Na koniec września 2011 roku papiery udziałowe stanowiły 31,4% portfela OFE.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (ponad 98,5%) jest notowana na polskim rynku finansowym. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,5% portfela, nie przekraczając maksymalnego poziomu 0,7%.

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

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 34,9 mld zł do 69,1 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, późniejszego silnego odbicia na rynku i kolejnej fali zniżek cen akcji. W I kwartale 2009 roku wartość akcji w portfelach OFE wynosiła poniżej 30 mld zł, w I-II kwartale 2011 roku sięgnęła prawie 90 mld zł, aby na koniec omawianego okresu wynieść niespełna 70 mld zł.

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.

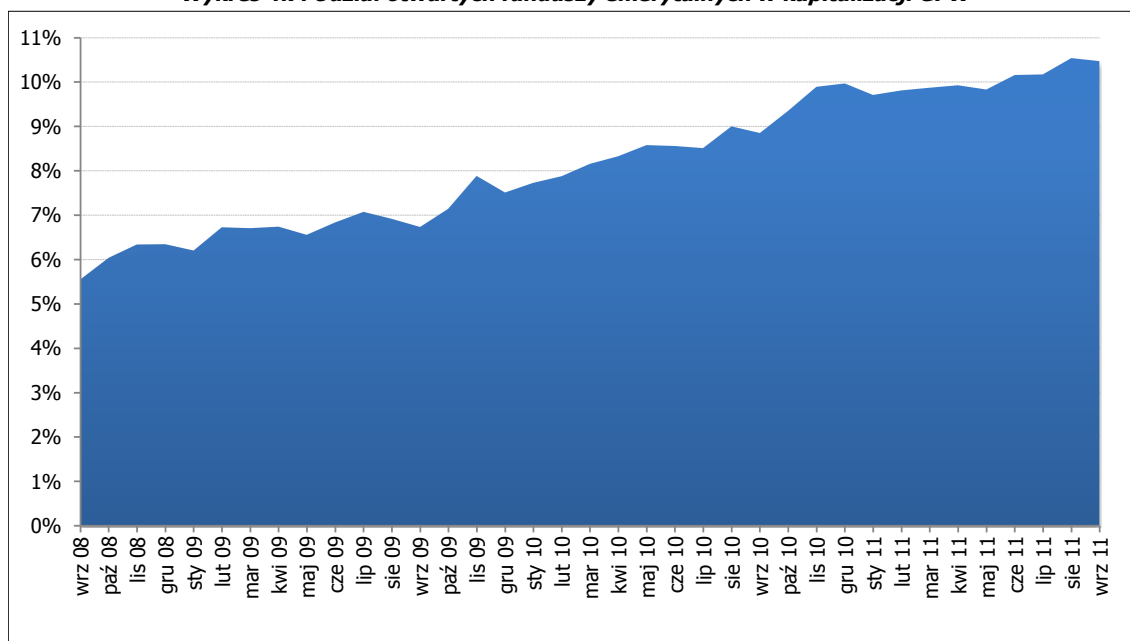
Tabela 4.7. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

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 2008 r.	4 866,5	-3 924,6	-3 971,0	-27,1%
I kwartał 2009 r.	4 710,7	-2 846,3	-2 850,8	-11,7%
II kwartał 2009 r.	5 461,8	-1 252,2	-1 468,4	26,6%
III kwartał 2009 r.	4 233,5	-32,8	-145,9	23,5%
IV kwartał 2009 r.	5 804,8	-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%
SUMA	60 705,5	-25 490,5	-35 528,8	2,4%
Średnia kwartalna	5 058,8	-2 124,2	-2 960,7	0,2%

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

W całym analizowanym okresie wyraźnie zarysował się trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW. Na koniec września 2011 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 10,5%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił zaledwie 5,6%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 30 września 2011 roku prawie połowa subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowana była w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 7,8%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad ¼ subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 20,1%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 100 mln zł.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2011 roku wyniósł 22,7%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł – wynosił ponad 46% oraz od 5 do 10 mld zł – prawie 40%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 7,22%.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2011 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 subportfela akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	120	34	3 153,1	98,8	0,48%	0,14%	3,13%	7,22%
50 - 100	76	34	5 191,2	218,1	0,79%	0,32%	4,20%	9,93%
100 - 500	135	118	32 678,5	4 876,7	5,00%	7,13%	14,92%	31,40%
500 - 1 000	30	25	21 899,4	3 328,2	3,35%	4,87%	15,20%	32,62%
1 000 – 5 000	39	36	90 726,5	18 206,4	13,89%	26,62%	20,07%	46,63%
5 000 – 10 000	10	9	71 543,5	8 244,3	10,96%	12,06%	11,52%	39,69%
>=10 000	14	13	427 811,7	33 410,7	65,51%	48,86%	7,81%	15,75%
Razem	424	269	653 003,8	68 383,1	100,0%	100,0%	10,5%	22,70%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec września 2011 roku udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wyniósł 10,5%, a udział we *free float* 22,7%.

Prawie połowa portfela akcyjnego OFE ulokowana jest w 13 największych spółkach notowanych na GPW.

OFE posiadają 14% akcji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich free float przekracza 33%.

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 30 września 2011 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 14,1% oraz 33,1% we *free float* i nieznacznie zwiększył się w porównaniu do marca 2011 roku. Na dzień 30 września 2011 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 69% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2011 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 free float spółek GPW
<50	119	34	3 139,4	98,8	0,69%	0,15%	3,15%	7,25%
50 - 100	72	33	4 905,5	215,9	1,08%	0,34%	4,40%	10,34%
100 - 500	120	104	27 602,2	4 336,9	6,09%	6,77%	15,71%	32,75%
500 - 1 000	23	19	16 959,3	3 034,9	3,74%	4,74%	17,90%	37,90%
1 000 – 5 000	33	30	78 641,2	15 904,8	17,35%	24,84%	20,22%	47,91%
5 000 – 10 000	8	8	56 507,5	7 922,2	12,46%	12,37%	14,02%	42,83%
>=10 000	11	11	265 590,2	32 508,9	58,58%	50,78%	12,24%	27,82%
Razem	386	239	453 345,3	64 022,43	100,00%	100,00%	14,12%	33,13%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec września 2011 roku 90% portfela akcji zostało ulokowanych w spółkach, których kapitalizacja przekracza 250 mln euro.

Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki można stwierdzić, że na dzień 30 września 2011 roku 90% 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 30.09.2011 roku

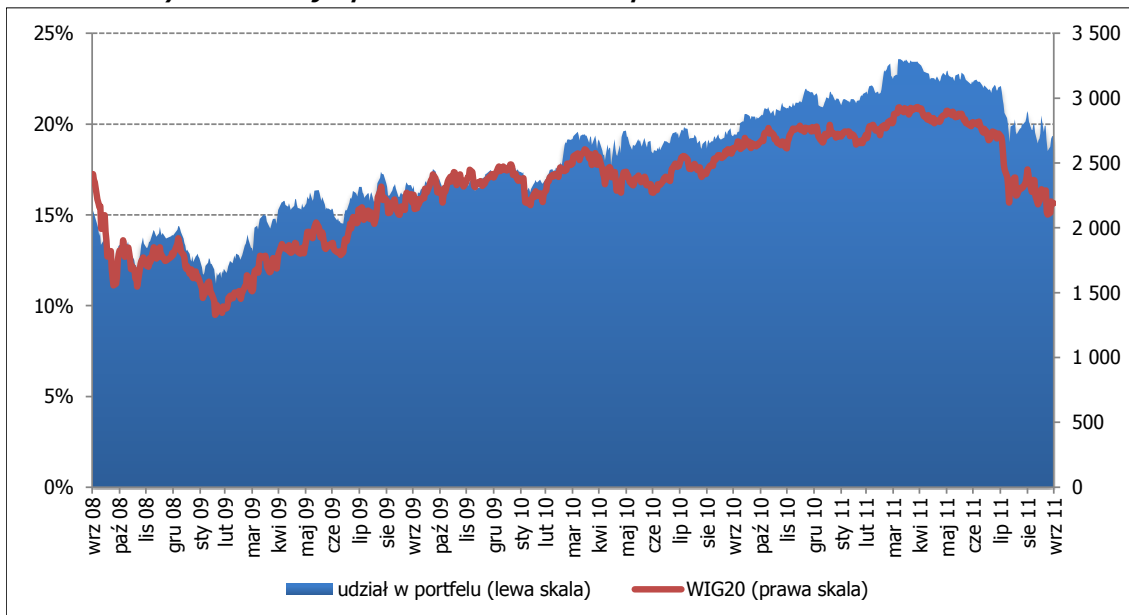
Segment GPW	Opis segmentu	Liczba spółek w portfelach OFE	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział w całym portfelu OFE
250 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 250 mln euro	70	61 616,1	90,1%	27,8%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	108	6 017,8	8,8%	2,7%
5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro	91	749,2	1,1%	0,3%
	Razem	269	68 383,1	100,0%	30,9%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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 zagregowanym portfelu OFE wyniósł 18%. Na koniec września 2011 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 42,6 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 21,7 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły prawie 60% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 53% do 64,4%.

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 18% portfela OFE.

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

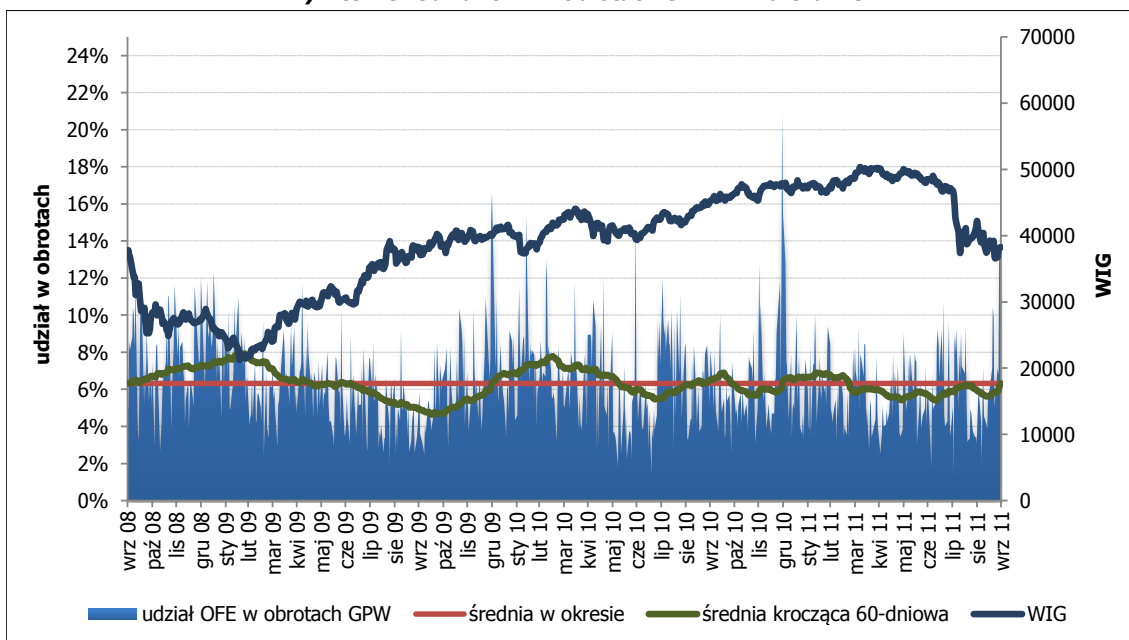


Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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 z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 4,6% – 7,9%.

Udział OFE w obrotach GPW wyniósł 6,3%.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie

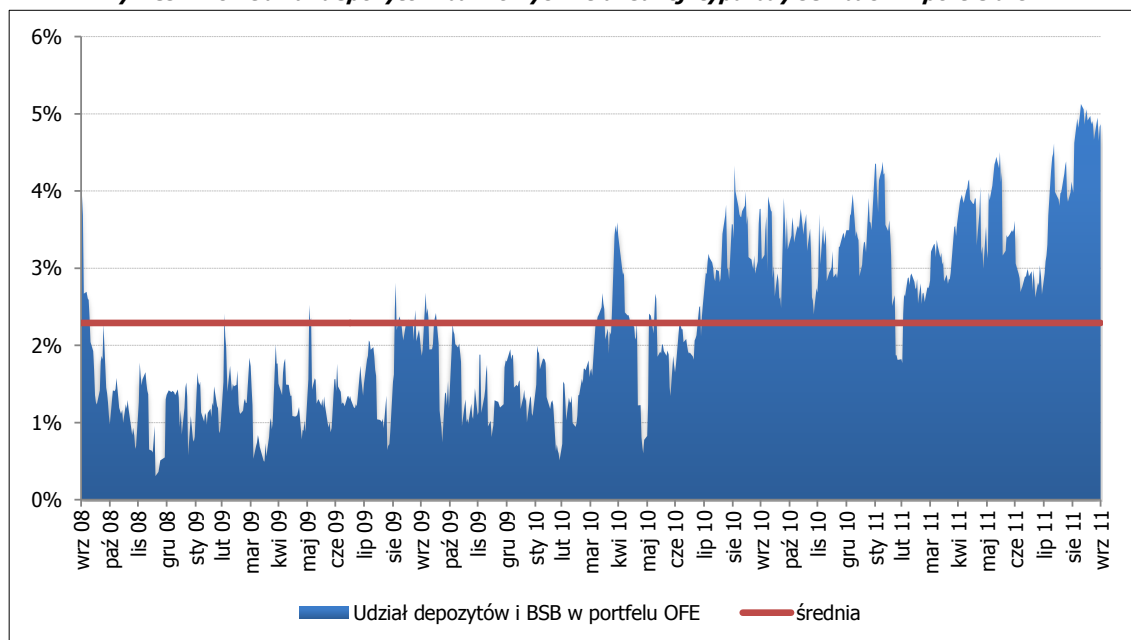


Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 2,29% przy wartościach w przedziale 0,3% – 5,1%. Najwyższy udział depozytów i BSB obserwowany był w okresie od lipca 2010 roku do września 2011 roku z przejściowym spadkiem w końcu lutego i lipca 2011 roku.

Udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 2,29%.

Tabela 4.11. Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu *buy sell back* na SPW w walucie krajowej w okresie 30.09.2008-30.09.2011

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	1,70	891 785,21	50,7	3,08%
Buy-sell-back	2,76	916 287,80	148,6	3,58%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W okresie od 30 września 2008 roku do 30 września 2011 roku łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu *buy sell back* wyniosła 1,8 mld zł. Zarządzający OFE nieznacznie mniej środków ulokowali w depozytach niż operacjach *buy sell back*. Inwestycje te stanowiły odpowiednio 49,3% i 50,7% 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 prawie 3-krotnie wyższą wartość początkową inwestycji.

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 5,6% do 10,5%, a udział we *free float* z 11% do 22,7%. Jeszcze wyraźniej silna pozycja OFE zaznaczyła się w segmencie spółek krajowych: udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł na koniec września 2011 roku 14,1% (wzrost z 9,4%), a udział we *free float* 33,1% (wzrost z 23,4%). Ograniczenie wysokości składek kierowanych do OFE z poziomu 7,3% podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie społeczne do poziomu 2,3% od 1 maja 2011 roku (docelowo 3,5% od 2017 roku) w długim okresie może, przy równoczesnym braku pełnego wykorzystania przez OFE możliwości większego zaangażowania w akcje notowane na GPW (stopniowe podnoszenie limitu inwestycyjnego z 40% do aż 90% w 2034 roku), pomniejszyć znaczenie segmentu OFE jako uczestnika GPW.

Na koniec września 2011 roku udział papierów wartościowych Skarbu Państwa w portfelach OFE (53,5%) był bliski historycznego minimum, jednak wartość portfela obligacji była nieznacznie niższa od maksymalnego notowanego poziomu (118,5 mld zł). Głównymi przyczynami niskiego udziału SPW 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;
- ponad połowa składki skierowanej do OFE w ostatnich 3 latach została zainwestowana w instrumenty udziałowe.

OFE wciąż jednak stanowią stabilne źródło finansowania zadłużenia Skarbu Państwa. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego SP na koniec września 2011 roku wyniósł blisko 22,3% i zmniejszył się o 1,4 pkt proc. w porównaniu do poziomu sprzed 3 lat.

Od 2012 roku wzrosł, do 45% aktywów, limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe. Jednak ze względu na złe nastroje panujące obecnie na rynkach kapitałowych i nienajlepsze krótkoterminowe prognozy ekonomiczne, w najbliższej przyszłości nie należy się spodziewać zwiększenia zaangażowania funduszy emerytalnych w tej grupie aktywów. 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.

Nasila się zjawisko zacieśniania się *spreadu* pomiędzy stopami zwrotu poszczególnych OFE. Ostatniemu ustaleniu przez KNF oficjalnej średniej ważonej stopy zwrotu towarzyszyła najniższa w historii różnica (3,8 pkt proc.) pomiędzy najlepszym i najgorszym wynikiem inwestycyjnym 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 ciążyą na mocy art. 56 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Orzeczenie to w praktyce zobowiązuje Polskę do podjęcia działań legislacyjnych zmierzających do zmiany przepisów krajowych regulujących działalność OFE w zakresie inwestycji zagranicznych.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce w latach 2008-2011 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.....	6
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2008-2011	7
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2008-2011.....	7
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP	8
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)	9
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN	9
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN	10
Wykres 1.8.	Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE	10
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych.....	11
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych	12
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	12
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych	13
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR.....	14
Wykres 1.13.	Kursy wybranych walut w stosunku do złotego	14
Tabela 2.1.	Członkowie OFE w latach 2008 - 2011	15
Tabela 2.2.	Członkowie PFE w latach 2008 - 2011	16
Wykres 2.1.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)	17
Wykres 2.2.	Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE od 1.10.2008 do 30.09.2011 roku (mld zł).....	17
Tabela 2.3.	Okresowe emerytury kapitałowe wypłacone przez ZUS w okresie od stycznia 2009 do września 2011 roku	18
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł)	19
Tabela 2.4.	Aktywa netto OFE (mln zł).....	20
Wykres 2.4.	Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 30.09.2008 roku do 30.09.2011 roku (mld zł).....	20
Wykres 2.5.	Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.05.1999 roku do 30.09.2011 roku (mld zł).....	21
Wykres 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł	22
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE	23
Wykres 3.1.	Średnia ważona stopa zwrotu OFE ustalana przez KNF oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE*	24
Tabela 3.2.	Podział środków zgromadzonych na rachunku premiovym od 30.09.2008 do 30.09.2011	24
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce	25

Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 do września 2011	26
Tabela 3.3.	Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego	27
Tabela 3.4.	Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2008 roku do 30.09.2011 roku	27
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE	28
Wykres 4.1.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE	29
Tabela 4.1.	Struktura zagregowanego portfela OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat	30
Wykres 4.2.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2011 roku	32
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym do lokat OFE na dzień 30.09.2011	32
Tabela 4.3.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2011 roku	34
Wykres 4.3.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu ...	35
Tabela 4.4.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru wartościowego	36
Tabela 4.5.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	37
Wykres 4.4.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa	37
Tabela 4.6.	Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe)	38
Wykres 4.5.	Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE	38
Wykres 4.6.	Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG	39
Tabela 4.7.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	40
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW	41
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2011 roku	41
Tabela 4.9.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2011 roku	42
Tabela 4.10.	Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 30.09.2011 roku	42
Wykres 4.8.	Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE na tle indeksu WIG20	43
Wykres 4.9.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	43
Wykres 4.10.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE ...	44
Tabela 4.11.	Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back na SPW w walucie krajowej w okresie 30.09.2008-30.09.2011	44



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

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH
PION NADZORU UBEZPIECZENIOWO-EMERYTALNEGO