



INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ

FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

30.09.2010 – 30.09.2013

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

Spis treści

Synteza	4
1 Sytuacja na rynku finansowym.....	6
1.1 Otoczenie makroekonomiczne.....	6
1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych.....	8
1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych.....	12
1.4 Rynki zagraniczne	13
2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa	16
2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych	16
2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych	17
2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych.....	18
2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych	18
2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych	20
2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych.....	24
2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych	24
3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce.....	25
3.1 Otwarte fundusze emerytalne	25
3.2 Pracownicze fundusze emerytalne.....	30
3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne.....	31
4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych.....	32
4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych	32
4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	38
4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych ...	42
4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych	48
Konkluzje	50

Synteza

W październiku 2013 roku Komisja Nadzoru Finansowego po raz kolejny ustaliła i podała do publicznej wiadomości trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych. Wszystkie OFE uzyskały stopy zwrotu powyżej minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

W okresie objętym analizą zasady funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych uległy istotnym zmianom. Od 1 stycznia 2010 roku obniżono maksymalny poziom opłaty od składki do 3,5% i wprowadzono kwotowy, miesięczny limit w wysokości 15,5 mln zł w opłacie za zarządzanie OFE o aktywach większych niż 45 mld zł. Od 1 maja 2011 roku obowiązują zmienione zasady w zakresie wysokości składki odprowadzanej do OFE, limitów inwestycyjnych, czy nowych produktów w segmencie dobrowolnych oszczędności emerytalnych. Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE. W 2013 roku rozpoczęto prace zmierzające do gruntownej przebudowy systemu emerytalnego w Polsce, w szczególności poprzez ograniczenie roli i znaczenia II filara.

Raport w czterech rozdziałach przedstawia najważniejsze informacje w zakresie działalności OFE. Na tle analizy sytuacji makroekonomicznej zarysowanej na początku opracowania opisany został stan sektora w zakresie liczby członków, przepływów składek i determinant zmian w aktywach funduszy. Następnie znajdujemy omówienie wyników inwestycyjnych oraz prezentację portfela funduszy emerytalnych.

Najważniejsze informacje z raportu:

W roku 2010 odnotowano wzrost gospodarczy na poziomie 3,8%, a rok 2011, pomimo spadków na rynkach finansowych, zaowocował wzrostem gospodarczym na poziomie 4,3%. W roku 2012 PKB rósł już znacznie wolniej (1,9%), co potwierdziło oznaki spowolnienia widoczne w gospodarce i na rynkach finansowych. Wskaźniki wzrostu zanotowane w kolejnych kwartałach 2013 roku (od 0,5% w pierwszym kwartale do 1,9% w trzecim kwartale) dają podstawy do formułowania optymistycznych prognoz, sugerujących ożywienie gospodarcze, tak za rok 2013 jak i w roku 2014.

Na koniec września 2013 roku do 13 OFE należało 16,4 mln członków, a ich aktywa netto sięgały 292 mld zł. W tym czasie do 5 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 56,6 tys. członków, a ich aktywa wynosiły 2,1 mld zł. Do 9 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 102 tys. członków a ich aktywa wynosiły 19,2 mln zł.

W okresie ostatnich trzech lat do OFE trafiło 38,5 mld zł składek, jednak w związku z obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 17,3% do 23%, przy trzyletniej inflacji na poziomie 9,2%. Wszystkie fundusze osiągnęły dodatnie realne stopy zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 12,9% do 16,9%.

Inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 49,4%, zaś krajowych instrumentów udziałowych 34,7%. Inwestycje w zagraniczne

papiery wartościowe stanowiły średnio 0,9% portfela. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych 1/4 portfela stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Pozostałe inwestycje PFE to instrumenty udziałowe, obligacje Skarbu Państwa i obligacje poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa oraz pozostałe instrumenty dłużne.

Na początku analizowanego okresu zarządzający aktywami OFE mogli wykorzystać poprawę koniunktury po wcześniejszych zawirowaniach związanych z kryzysem finansowym. Druga fala kryzysu i trudna sytuacja w strefie euro w II połowie 2011 roku, wywołały dużą zmienność cen i niepewność na rynku, co ponownie negatywnie wpłynęło na wyniki inwestycyjne OFE. Poprawa sytuacji na rynku finansowym notowana od II połowy 2012 roku pozwoliła funduszom emerytalnym na wypracowanie w okresie trzech lat stóp zwrotu istotnie przewyższających inflację.

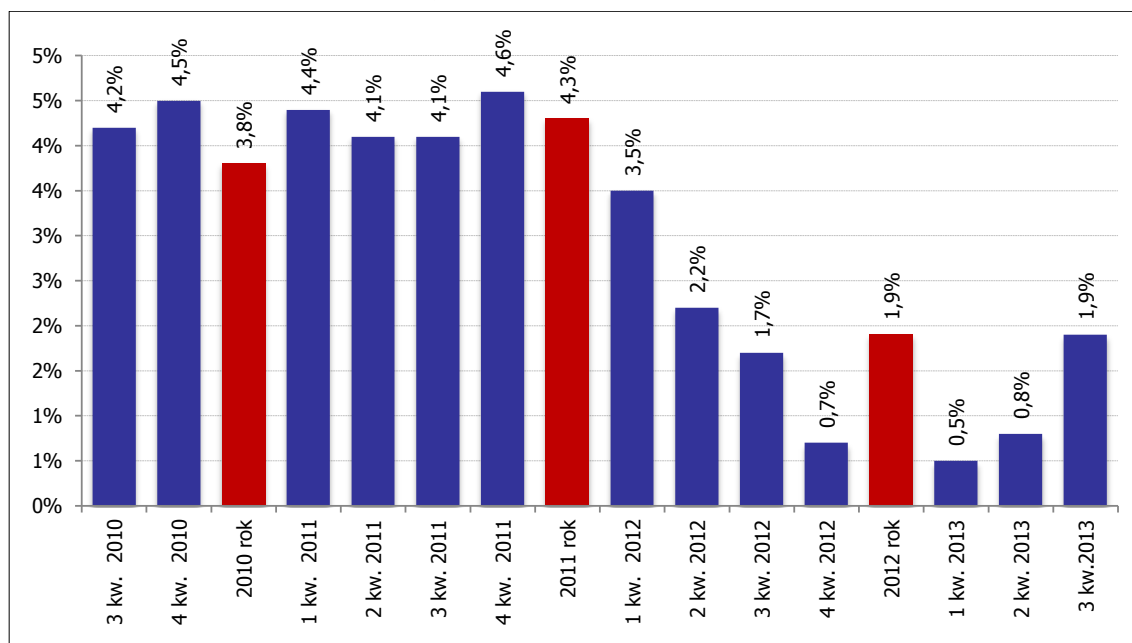
Dyskusja publiczna wywołana przeprowadzonym przez Radę Ministrów w III kwartale przeglądem funkcjonowania systemu emerytalnego ujawniła olbrzymie różnice w poglądach szerokiego grona wypowiadających się w tej sprawie ekspertów (konstytucjonalistów, finansistów, ludzi nauki), a także uczestników późniejszego procesu legislacyjnego. Dodatkowo, konieczność zapewnienia zgodności przepisów dotyczących polityki inwestycyjnej OFE z prawem Unii Europejskiej w zakresie poszanowania przez Rzeczpospolitą Polskę zasady swobody przepływu kapitału wymusiła przyjęcie rozwiązań zakładających szeroką możliwość angażowania aktywów OFE w lokaty poza granicami kraju. Przyjęte najpierw przez Rząd, a później Parlament rozwiązania radykalnie zmieniają kształt polskiego systemu emerytalnego i będą miały istotne skutki dla krajowego rynku finansowego poprzez zmianę pozycji OFE na tym rynku i wymuszoną zmianę polityki inwestycyjnej OFE (zakaz inwestowania w papiery wartościowe Skarbu Państwa lub gwarantowane przez Skarb Państwa, szeroka możliwość lokat poza granicami kraju, zniesienie mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu) oraz dla sytuacji finansów publicznych w krótkim i długim okresie dzięki oddaleniu perspektywy naruszenia progów ostrożnościowych związanych z długiem publicznym określonych w Konstytucji i ustawie o finansach publicznych.

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

W przeciwieństwie do wielu gospodarek rozwiniętych, gospodarka polska znajdowała się na ścieżce umiarkowanego rozwoju w latach 2010 i 2011. W 2010 roku odnotowano wzrost gospodarczy na poziomie 3,8%. Rok 2011, pomimo spadków na rynkach finansowych, zaowocował wzrostem PKB na poziomie 4,3%, czyli najwyższym od trzech lat. Jednak rok 2012 przyniósł wyraźne spowolnienie i dynamika wzrostu topniała z kwartału na kwartał. Ostatecznie w 2012 roku odnotowano wzrost PKB na poziomie 1,9%. Pierwsze dwa kwartały 2013 roku były kontynuacją wyhamowania dynamiki wzrostu, z wynikiem zaledwie 0,5% i 0,8% w stosunku do pierwszych kwartałów 2012 roku. Trzeci kwartał 2013 roku przyniósł pewne symptomy odbicia się od kryzysowego dna ze wzrostem 1,9%.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



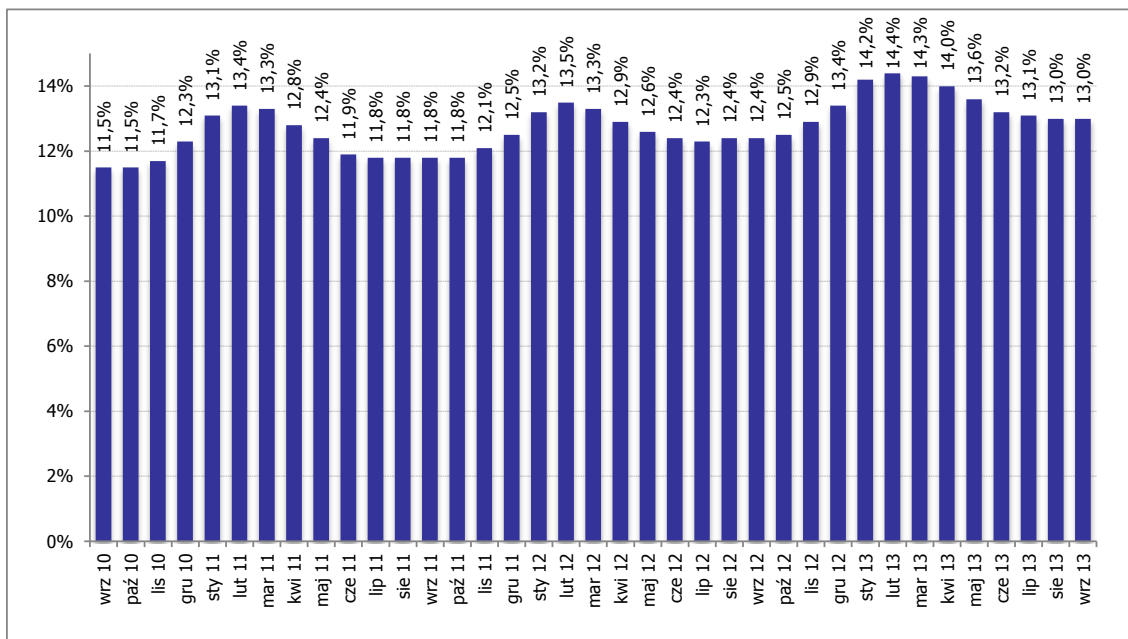
W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego

Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia w lutym 2013 roku osiągnęła 14,4%, co stanowiło maksimum w analizowanym okresie.

W analizowanym okresie obserwowano systematyczny trend wzrostowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniach sezonowych. We wrześniu 2010 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 11,5%. W kolejnych miesiącach stopa bezrobocia zaczęła jednak wyraźnie wzrastać, by w lutym 2013 roku osiągnąć poziom 14,4%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich trzech lat. Odliczając wahania sezonowe, można mówić o wzroście bezrobocia w ciągu 3 lat o 1,5 punktu procentowego, przy czym gros tego niekorzystnego trendu przypada na lata 2012 i 2013.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2010-2013

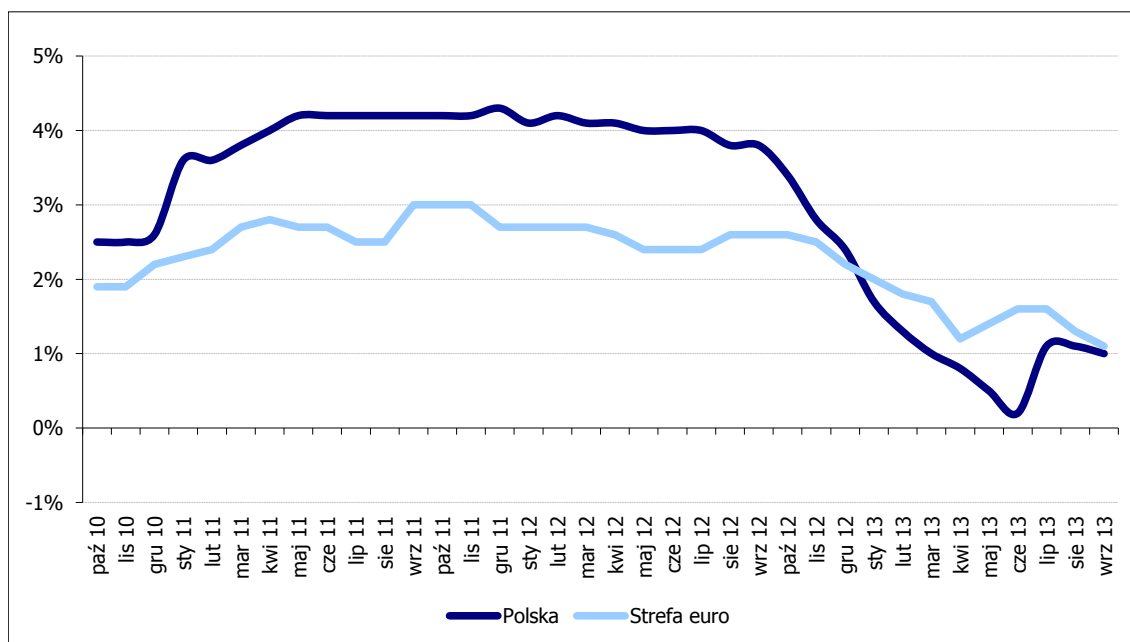


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w przedziale 0,2% – 4,3%. Przez dużą część analizowanego okresu inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.) a w roku 2013 poniżej. Silny skok inflacji obserwujemy na przełomie lat 2010 i 2011, co jest przypisywane podwyżce podatku VAT i czynnikom egzogenicznym (wzrost światowych cen żywności i surowców). Z kolei na przełomie lat 2012/2013 obserwujemy zarówno w Polsce jak i w strefie euro ostry spadek inflacji, związany ze spowolnieniem gospodarczym. W 2013 inflacja w Polsce była niższa niż w strefie euro, co jest zjawiskiem nietowanym od 2007 roku.

W pierwszym roku 2013 inflacja w Polsce była niższa niż w strefie euro.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2010-2013



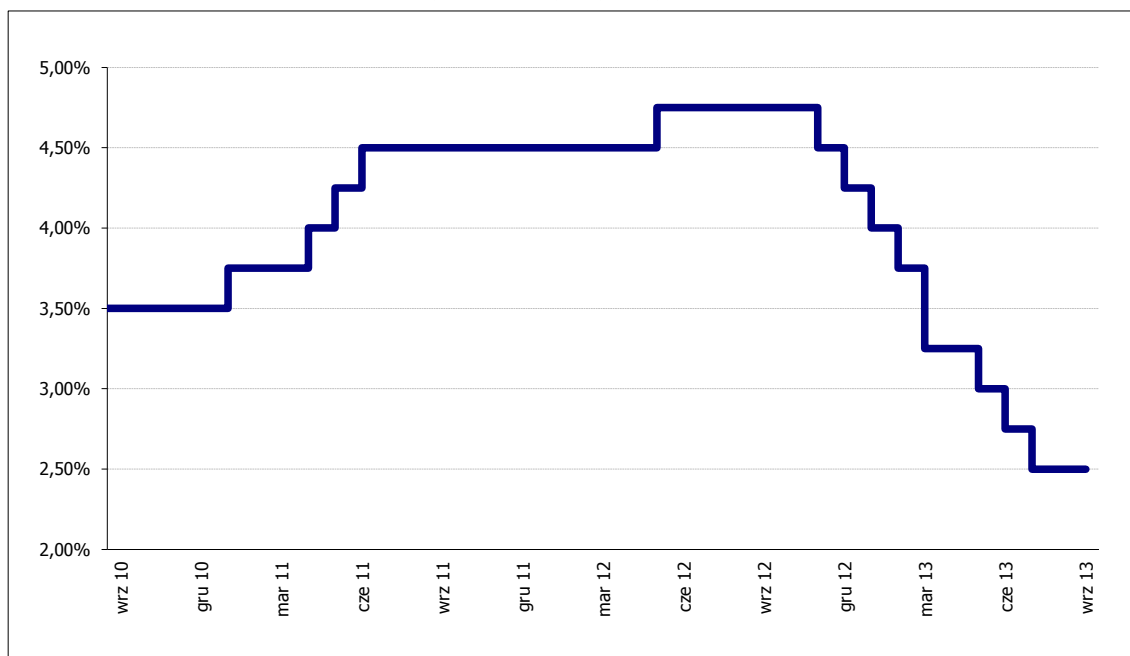
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od września 2010 do czerwca 2011 Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie podejmowała decyzje o podwyżce stóp, za każdym razem po 25 punktów bazowych.

podwyżka o 25 punktów bazowych miała miejsce w maju 2012. Od listopada 2012, w związku z bardzo wyraźnym spowolnieniem gospodarczym, rozpoczęła się seria obniżek stóp procentowych. Do września 2013 stopy obniżano ośmiokrotnie, siedem razy o 25 punktów bazowych, a w marcu 2013 o 50 punktów bazowych. Na koniec września 2013 stopa referencyjna wynosiła 2,50%, czyli była najniższa w historii. Jednocześnie RPP sygnalizowała, że cykl obniżki stóp procentowych w Polsce dobiegł końca.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP

We wrześniu 2013 stopy procentowe były najniższe w historii.



Źródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

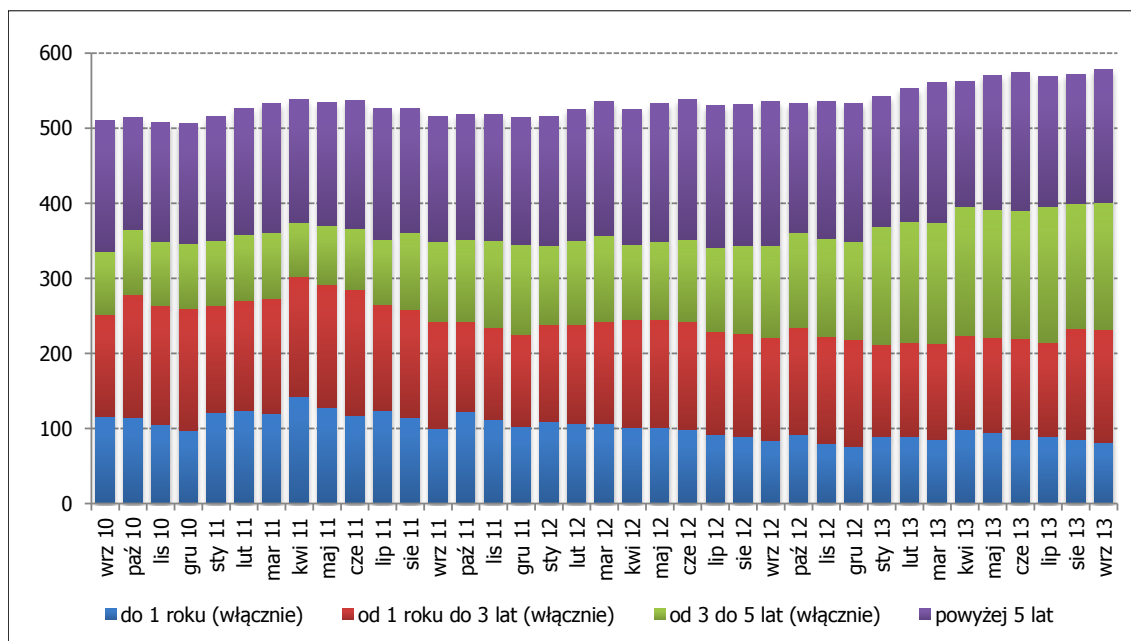
Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wynosił 848 mld zł.

Na koniec września 2013 całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 848 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat zadłużenie wzrosło o 20%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (590 mld zł), stanowiący na koniec marca 2013 roku 70% całkowitego zadłużenia SP.

Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 16%. Analizując strukturę tej części zobowiązań można zauważyć pewną tendencję do wzrostu udziału instrumentów o średnim terminie wykupu (3 do 5 lat) w długu krajowym, które wypierają instrumenty o krótszych terminach zapadalności.

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 197 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 258 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 33%, czyli dużo więcej niż dług krajowy.

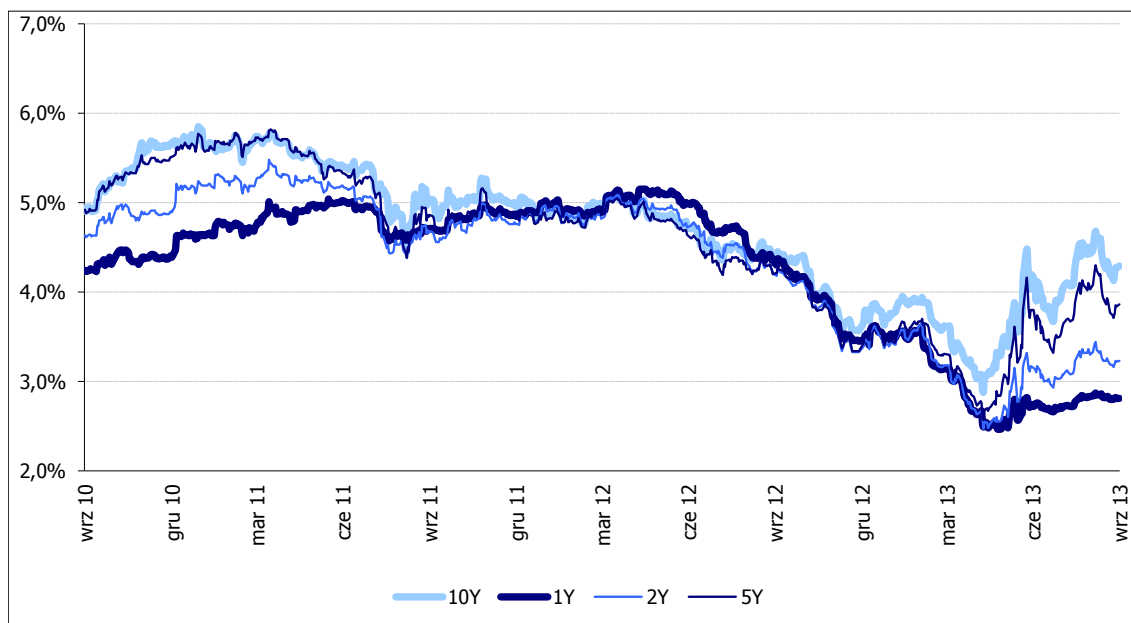
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2010 do kwietnia 2013 rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją do spadku rentowności i konwergencji rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat do I kwartału 2013. Od II kwartału 2013 obserwujemy wyraźny wzrost rentowności papierów długoterminowych.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

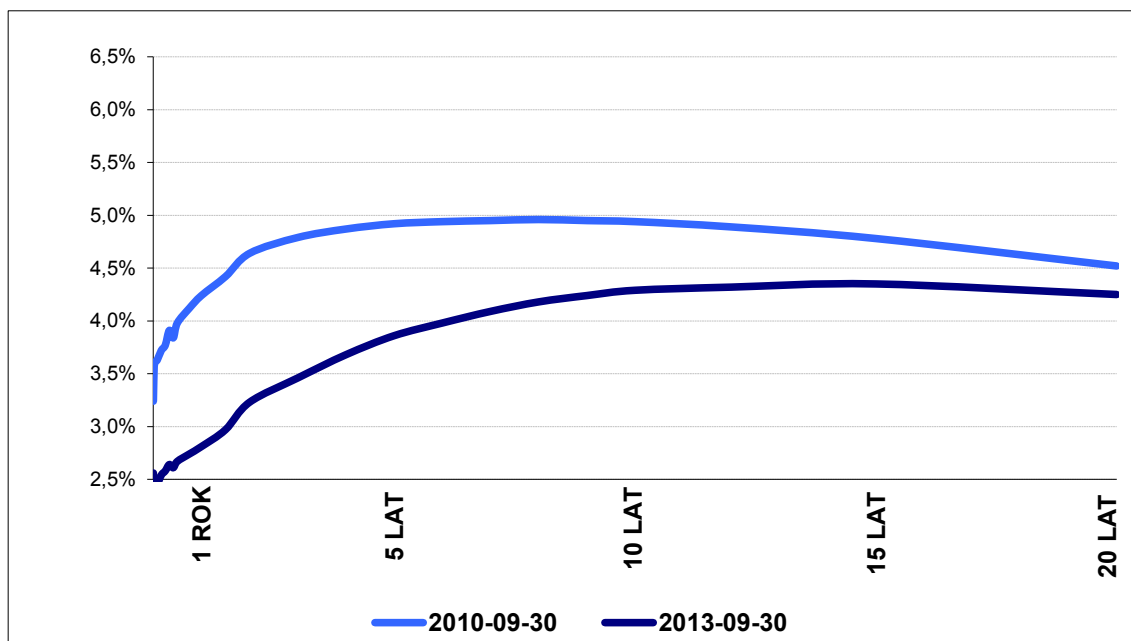


Źródło: Reuters

W okresie od września 2010 do września 2013 nie zmienił się znacząco kształt krzywej rentowności na polskim rynku. Zarówno w 2010 roku jak i 2013 roku krzywa była spłaszczona z rentownością na długim końcu nieco opadającą, natomiast znacząco spadły same rentowności, szczególnie dla zobowiązań krótkoterminowych.

Nie zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim.

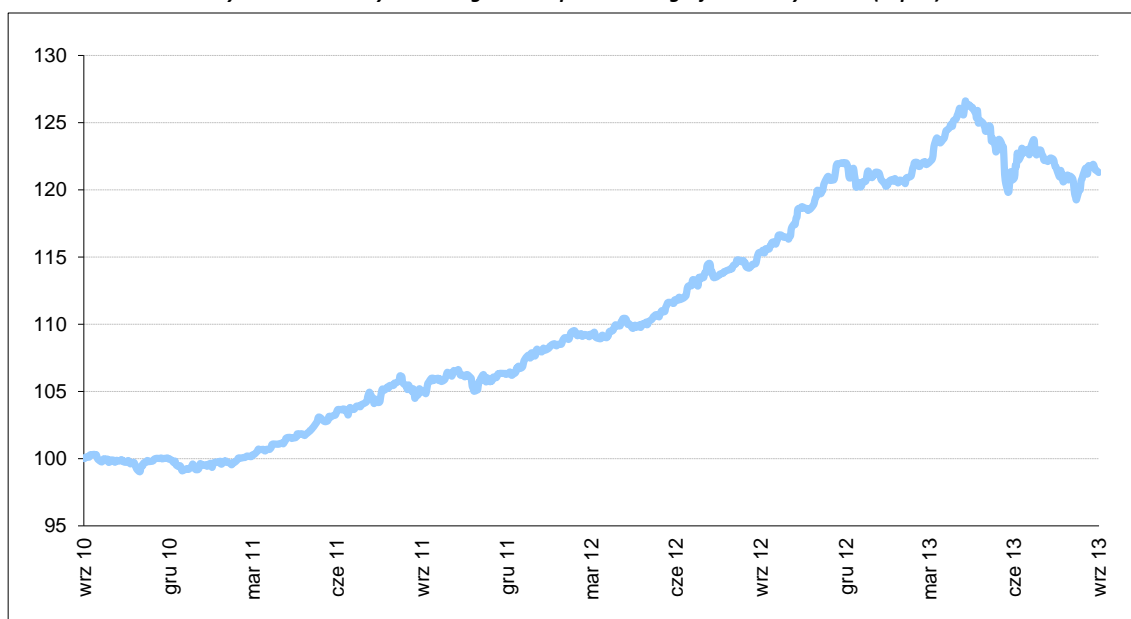
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 21,3%. Przed rokiem 2013, obserwujemy stabilny, niemalże liniowy wzrost tego indeksu, potem zaś serię wahań.

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

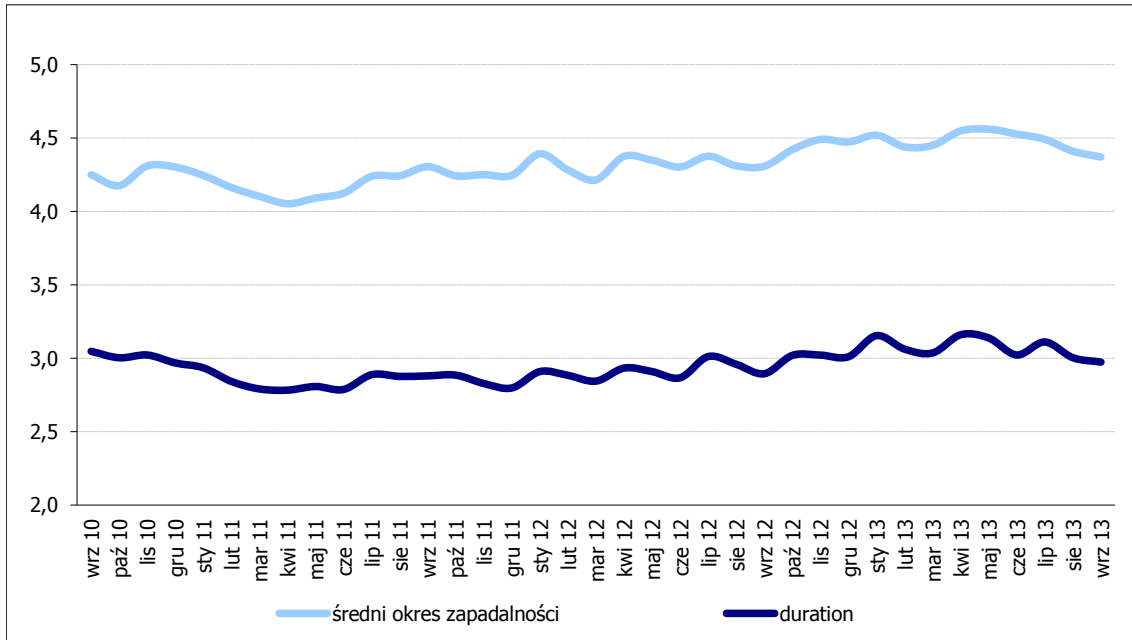


Wartość na dzień 30.09.2010 = 100

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

W okresie od września 2010 do września 2013 średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła z poziomu 4,25 roku na początku okresu do poziomu 4,37 w roku 2013, osiągając w maju 2013 trzyletnie maksimum na poziomie 4,56. W analizowanym okresie tylko minimalnie zmieniła się średnia duration skarbowych papierów wartościowych z 3,05 na 2,97 we wrześniu 2013 roku.

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



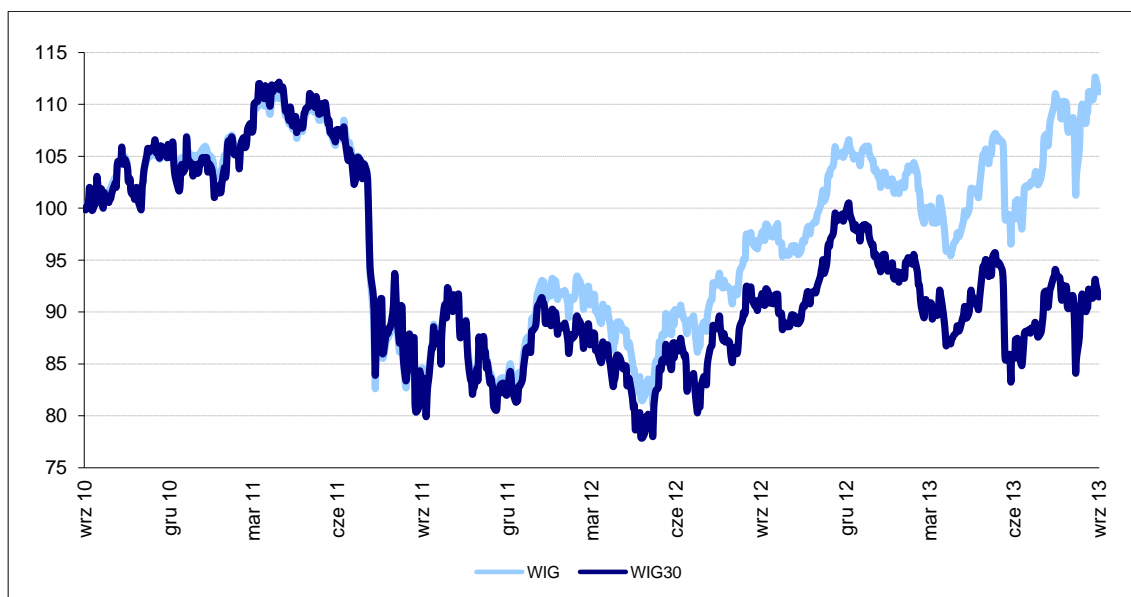
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 11,2%, a indeks WIG20 spadł o 2,6%.

Sytuacja na rynku krajowych instrumentów udziałowych w okresie od września 2010 do września 2013 zmieniała się bardzo dynamicznie. Rok 2010 to okres wzrostu wartości indeksów, ale już druga połowa 2011 zaowocowała spektakularnymi spadkami. Pierwsza połowa 2012 to duże wahania bez zarysowanego trendu, a druga to wyraźny trend wzrostowy. Pierwszy kwartał 2013 to wyraźne spadki towarzyszące sygnałom o złej ogólnej kondycji makroekonomicznej, a po połowie roku nastąpiło odbicie. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 11,2% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 2,6%.

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



Wartość na dzień 30.09.2010 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W latach 2010 i 2012 wszystkie indeksy odnotowały wzrosty, ale w roku 2011 wszystkie indeksy spadały. Spośród indeksów giełdowych zdecydowanie najsilniejsze wahania odnotowywał indeks najmniejszych spółek WIG-Plus. Pierwsze trzy kwartały 2013 cechowały spadki niektórych i wzrosty innych indeksów. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała ponad dwukrotnie wartość rynkową spółek zagranicznych, przy czym łączna kapitalizacja na koniec trzeciego kwartału 2013 była wyższa niż w latach 2010-2012.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-IX 2013	2012	2011	2010
Liczba spółek	443	438	426	400
w tym zagraniczne	45	43	39	27
liczba debiutów	14	19	38	34
liczba wycofań	9	7	12	13
Wartości indeksów				
WIG20	2 548	2 583	2 144	2 744
mWIG40	3 276	2 553	2 174	2 805
sWIG80	13 315	10 444	8 497	12 220
WIG	50 302	47 461	37 595	47 490
WIG-Plus*	983	1 103	716	1 208
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20	-1,37%	20,45%	-21,85%	14,88%
mWIG40	28,33%	17,42%	-22,51%	19,57%
sWIG80	27,49%	22,92%	-30,47%	10,18%
WIG	5,99%	26,24%	-20,83%	18,77%
WIG-Plus*	-10,87%	54,15%	-40,47%	20,84%
Kapitalizacja (w mln zł)				
spółki łącznie	810 690	734 047	642 863	896 482
krajowe	570 905	523 390	446 151	542 646
zagraniczne	239 785	210 657	196 712	253 836
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	196 892	202 880	268 139	234 288
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	167 042	187 555	250 589	206 857
Liczba transakcji na sesję	56 934	46 374	55 343	48 393

*Indeks WIG-Plus został wprowadzony w 2011 roku i dotyczy najmniejszych spółek GPW (kapitalizacja do 50 milionów euro).

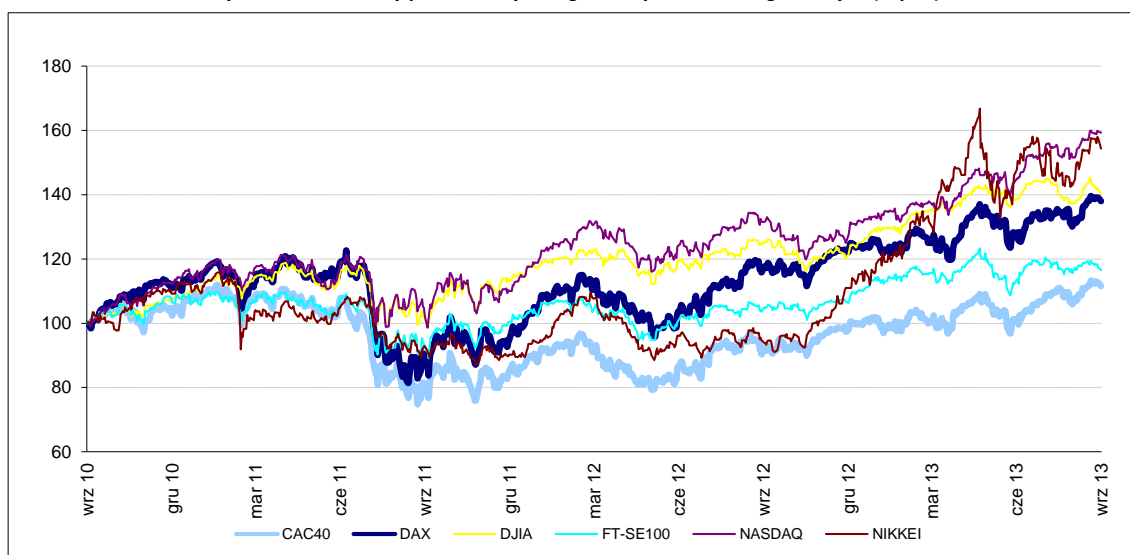
Punkt startowy indeksu to 31 grudnia 2009, a wartość startowa 1000 pkt.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych wykazywała w omawianym okresie dużą zmienność. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć w coraz większym stopniu różnią się znacząco skalą wahań. Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie najwyższą dynamikę wzrostu osiągały indeksy rynku USA.

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



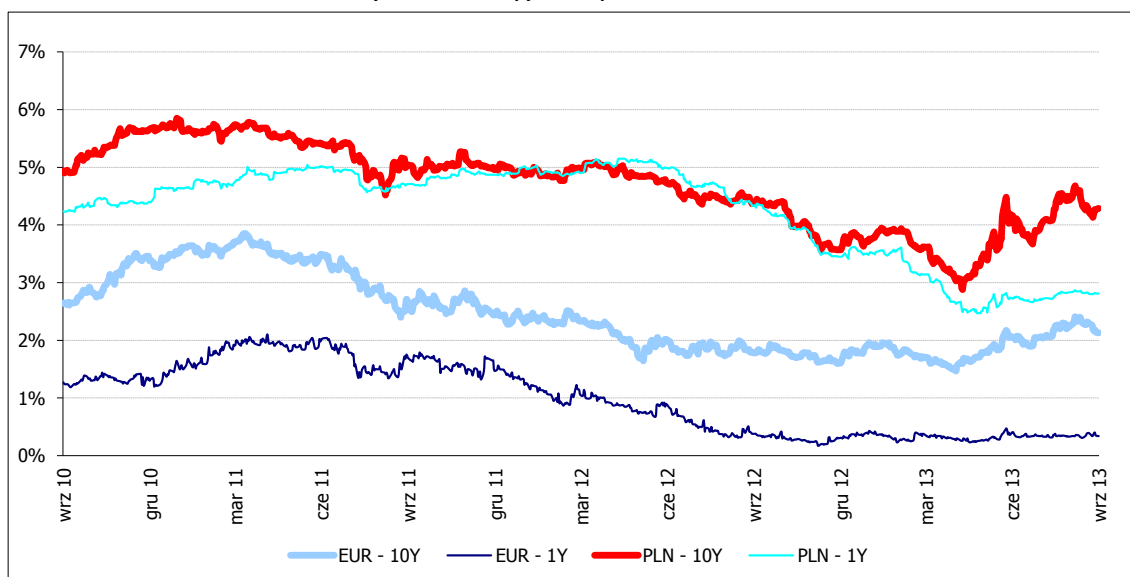
Wartość na dzień 30.09.2010 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Jednoroczna stopa zerokuponowa w strefie euro od III kwartału 2012 oscyluje na bardzo niskim poziomie, poniżej 0,5%.

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym polskie stopy krótko i długookresowe osiągnęły zaskakującą konwergencję. Od połowy 2011 roku obserwujemy systematyczny spadek stóp zarówno w Polsce, jak i w strefie euro. Stopa jednoroczna w strefie euro od III kwartału 2012 oscyluje na bardzo niskim poziomie poniżej 0,5%.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

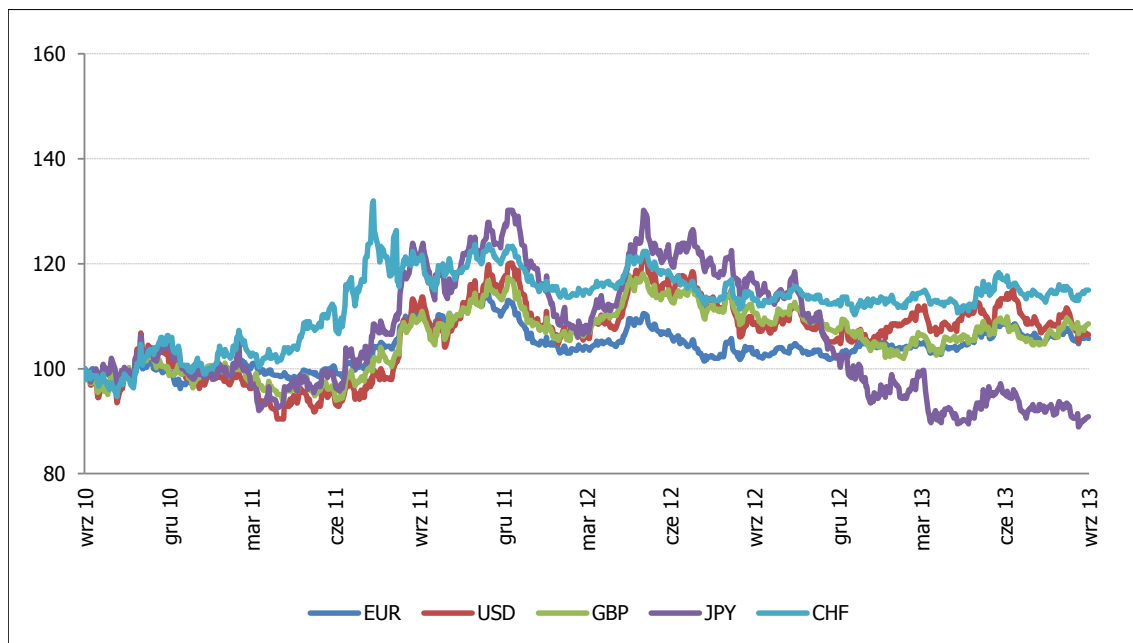


Źródło: Reuters

II kwartał 2011 to początek okresu osłabienia polskiej waluty w reakcji na wzrost niepewności na rynkach finansowych. W I kwartale 2012 wystąpił słaby trend aprecjacyjny, po nim złotówka osłabła i jej wartość zaczęła się stabilizować. W analizowanym okresie, złoty zdecydowanie najbardziej osłabił się względem franka szwajcarskiego, który przez większość czasu podlegał silnej aprecjacji w stosunku do praktycznie wszystkich innych głównych światowych walut. Okres od połowy 2012 roku to gwałtowna deprecjacja jena japońskiego, który wcześniej mocno się umacniał względem innych walut. Dość stabilny był natomiast kurs złotówki względem euro, funta i dolara.

W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem franka szwajcarskiego.

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



Wartość na dzień 30.09.2010 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku do OFE należało 16,4 mln członków.

Na koniec września 2013 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 16,4 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 1,5 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w sześciu otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a w przypadku siedmiu podmiotów liczba członków zmniejszyła się. Największy przyrost członków odnotował PKO BP Bankowy OFE (511,5 tys.), który w lipcu 2013 roku przejął członków i aktywa OFE POLSAT. Pozytywnie na tle rynku wypadły także Amplico OFE, Generali OFE i AXA OFE, którym przybyło odpowiednio 404,8 tys., 241,1 tys. i 214,3 tys. członków.

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 1,7 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przejściem na wcześniejszą emeryturę lub przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Liczba członków OFE w latach 2010 - 2013

OFE	Liczba członków w dniu 30.09.2010	Saldo transferów w okresie X 2010 – IX 2013	Losowania w okresie X 2010 – IX 2013	Umowy pierwszorazowe w okresie X 2010 – IX 2013	Liczba członków w dniu 30.09.2013
AEGON OFE	820 293	70 139	49 451	26 140	941 975
Allianz Polska OFE	441 240	885	129 409	25 409	593 008
Amplico OFE	1 132 628	33 822	347 687	39 352	1 537 468
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 822 553	-164 371	0	40 667	2 677 494
AXA OFE	949 771	99 466	95 181	40 718	1 164 101
Generali OFE	769 852	51 037	154 827	50 086	1 010 932
ING OFE	2 935 498	-55 599	0	207 087	3 059 692
Nordea OFE	859 737	-54 055	51 420	9 509	925 755
Pekao OFE	352 158	-11 815	0	8 700	342 129
PKO BP Bankowy OFE	446 106	83 037	119 538	23 627	957 612
OFE Pocztylion	507 026	-19 577	50 912	57 062	595 042
OFE Polsat	314 313	-14 536	0	4 038	-
OFE PZU „Złota Jesień”	2 183 045	-5 557	0	85 350	2 230 230
OFE WARTA	318 754	-12 876	35 810	6 351	346 502
Razem	14 852 974	0	1 034 235	624 096	16 381 940

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

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

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

Część funduszy znaczną liczbę nowych klientów pozyskiwała na rynku wtórnym, czyli poprzez przejście członków innych funduszy w trybie transferu. W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 961 tys. członków, czyli więcej niż samodzielnie wybrało fundusz (624 tys.), jednak najwięcej nowych członków zostało przydzielonych do OFE w drodze losowania (1 mln). Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 80 tys. osób. Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w listopadzie 2010 roku (162 683), zaś najmniej w listopadzie 2012 roku (1 480).

961 tys.
członków
zmieniło
fundusz
emerytalny.

Począwszy od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Ma to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. Wzrosła natomiast liczba osób, które członkostwo uzyskują w trybie losowania. W sesji transferowej z listopada 2012 roku już w pełni było widać wpływ zakazu akwizycji: liczba osób zmieniających fundusz w tej sesji stanowiła tylko 0,9% liczby osób uczestniczących w transferach w rekordowej sesji z listopada 2010 roku. Kolejne sesje transferowe utrwaliły zjawisko radykalnego spadku liczby osób zmieniających OFE.

W okresie od października 2010 roku do września 2013 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 1 mln osób, z czego najwięcej (347,7 tys.) trafiło do Amplico OFE.

Od początku 2009 roku trwa 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 dokonywane przez ZUS. Przepisy pozwalają także na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej, co wiąże się z przekazaniem środków z OFE na dochody budżetu państwa. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na wielkość aktywów OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, które przeszły dotychczas na emeryturę był stosunkowo niewielki.

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

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 56,6 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 1,6%. Na rynku działa pięć funduszy. Trzy z nich odnotowały wzrost liczby członków, jednak największy fundusz - PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A., stracił 6,5% członków, co ze względu na jego duży udział w rynku, przełożyło się na spadek wskaźnika dynamiki całego rynku.

Do PFE należy
56,6 tys.
członków.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	30.09.2010	30.09.2011	28.09.2012	30.09.2013
PFE NESTLE POLSKA	2 271	2 418	2 504	2 678
PFE „Nowy Świat“	7 422	7 459	7 335	7 119
PFE Słoneczna Jesień	11 948	12 476	12 487	12 475
PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A.	33 717	31 885	32 599	31 534
PFE UNILEVER POLSKA	2 165	2 360	2 559	2 793
Razem	57 523	56 598	57 484	56 599

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2013 roku na rynku działało dziewięć DFE, do których należało 102 tys. członków. W ostatnim półroczu zaobserwować można znaczący spadek liczby członków DFE, ale wynika to z intensywnej technicznej weryfikacji członkostwa przeprowadzanej przez jeden z funduszy i eliminacji nieprawidłowych zapisów. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej.

Do DFE należy
102 tys.
członków.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	30.03.2012	29.06.2012	28.09.2012	31.12.2012	29.03.2013	28.06.2013	30.09.2013
Allianz DFE	5	64	107	274	333	370	399
Generali DFE				8	8	8	8
ING DFE			196	339	428	455	466
MetLife Amplico DFE	1 064	1 228	1 295	1 768	1 966	2 061	2 155
Nordea DFE	3	21	48	88	98	98	101
DFE Pekao				1 977	3 988	4 657	5 082
PKO DFE	93	284	423	820	1 149	1 261	1 744
DFE Pocztylion Plus			181	1 011	1 215	1 495	1 781
DFE PZU	17 329	63 596	94 315	118 153	120 849	113 353	90 251
Razem	18 494	65 193	96 565	124 438	130 034	123 758	101 987

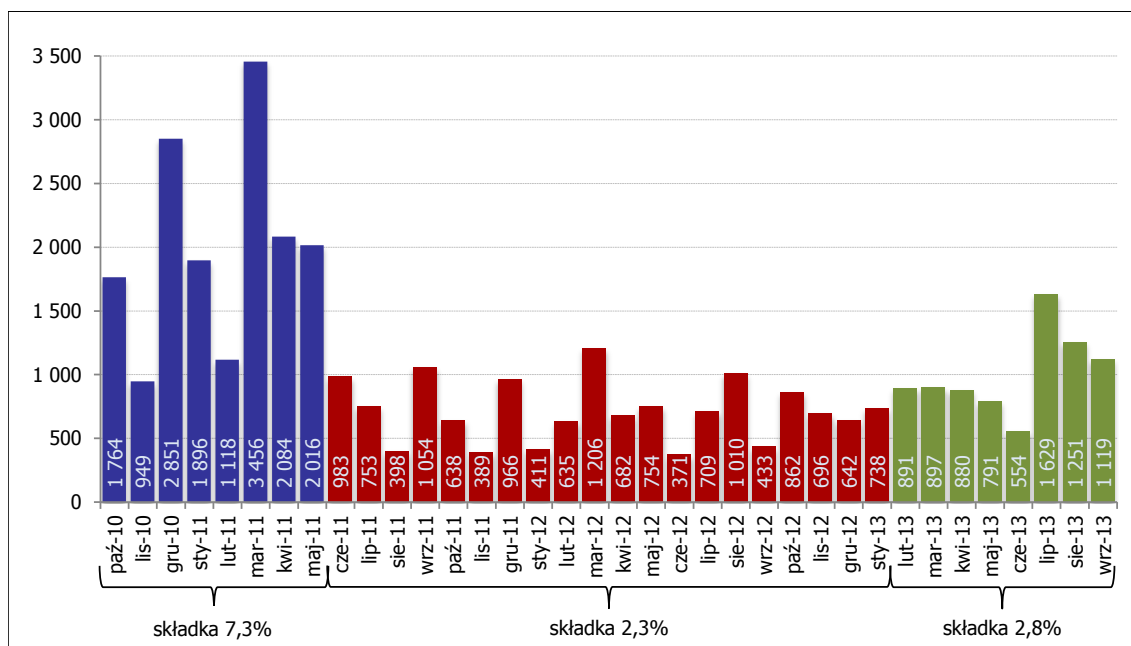
Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2010 roku do końca września 2013 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 38,5 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 1,1 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2011 roku (3,5 mld zł), zaś najmniejsza w czerwcu 2011 roku (0,4 mld zł). Od 1 maja 2011 roku obowiązuje nowelizacja ustawy dotycząca obniżenia składki do OFE z pierwotnego poziomu 7,3% podstawy wymiaru składki. Do końca 2012 roku odprowadzane było 2,3%, a obecnie wskaźnik ten wynosi 2,8%. Składki przekazywane zgodnie z nowymi wskaźnikami wpływały do OFE od czerwca 2011 roku (2,3%) i lutego 2013 roku (2,8%).

W ciągu trzech
lat do OFE trafiło
38,5 mld zł
składek.

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

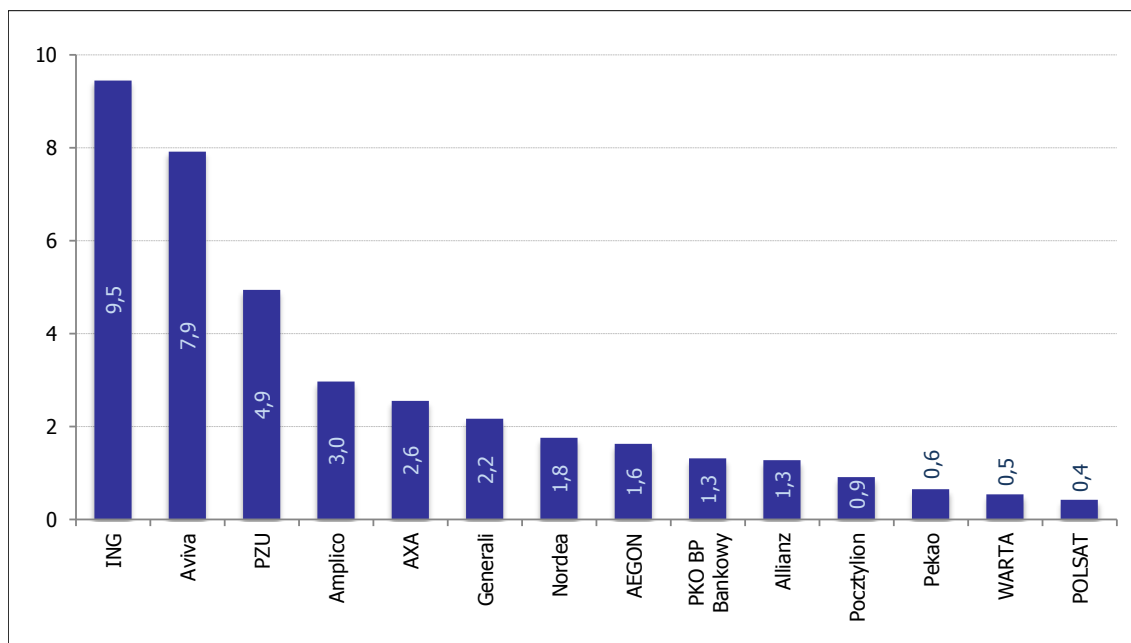


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (9,5 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (7,9 mld zł) – fundusze te otrzymały 45,2% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast OFE Warta oraz OFE Polsat (działający do lipca 2013 roku) – odpowiednio 0,5 mld zł oraz 0,4 mld zł.

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

Wykres 2.2. Składki w przekazane do OFE od 1.10.2010 do 30.09.2013 roku (mld zł)



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Od 2009 roku otwarte fundusze emerytalne przekazują do ZUS środki na wypłatę emerytur okresowych. Od października 2010 roku do września 2013 roku dokonano łącznie 70 619 wypłat (3 230 wypłat pierwszorazowych i 67 389 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę ponad 6 mln zł (0,6 mln zł wypłat pierwszorazowych oraz 5,5 mln zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych).

Tabela 2.4. Okresowe emerytury kapitałowe od października 2010 roku do września 2013 roku

OFE	Wypłaty pierwszorazowe		Regularne wypłaty miesięczne		Przeciętne miesięczne świadczenie (w zł)
	Liczba wypłat	Kwota wypłat (w zł)	Liczba wypłat	Kwota wypłat (w zł)	
AEGON OFE	243	32 579,64	5 049	310 290,21	61,46
Allianz Polska OFE	99	23 264,64	1 931	178 789,49	92,59
Amplico OFE	327	69 358,12	6 892	585 616,25	84,97
Aviva OFE Aviva BZ WBK	455	108 807,41	9 173	915 344,32	99,79
AXA OFE	171	27 078,24	3 518	238 623,46	67,83
Generali OFE	177	30 646,97	4 077	310 813,89	76,24
ING OFE	612	150 106,49	13 528	1 463 800,23	108,21
Nordea OFE	153	21 952,41	3 233	195 500,98	60,47
Pekao OFE	82	13 182,97	1 864	127 392,96	68,34
PKO BP Bankowy OFE	106	17 776,18	2 117	143 956,77	68,00
OFE Pocztylion	137	20 185,02	3 224	183 830,13	57,02
OFE POLSAT	54	3 950,20	1 077	41 853,61	38,86
OFE PZU "Złota Jesień"	542	81 803,48	10 281	701 555,28	68,24
OFE WARTA	72	11 170,29	1 425	83 833,39	58,83
Razem	3 230	611 862,06	67 389	5 481 200,97	81,34

Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Średnia wysokość emerytury wypłacanej co miesiąc z OFE wynosi 81,34 zł.

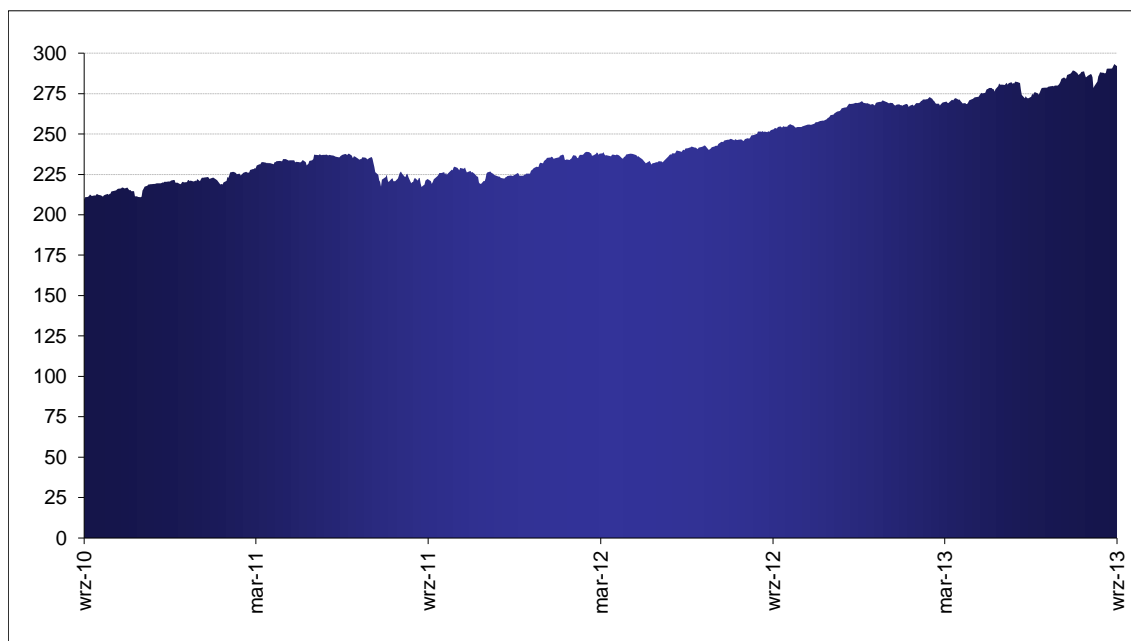
Ze względów technicznych, pierwsze świadczenie, jakie otrzymuje osoba uprawniona z systemu kapitałowego, czyli wypłata pierwszorazowa, obejmuje najczęściej okres dłuższy niż miesiąc. Z tego względu wartość tego pierwszego świadczenia jest inna (najczęściej wyższa – średnia wyniosła 189,43 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 81,34 zł).

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku OFE miały 292 mld zł aktywów netto.

Na koniec września 2013 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 292 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 82,5 mld zł. W pierwszej części analizowanego okresu, do lipca 2011 roku, aktywa netto OFE dynamicznie rosły, głównie za sprawą dobrej koniunktury na rynku akcji. W sierpniu 2011 roku nastąpił jednak spadek wartości aktywów spowodowany złą sytuacją na polskim rynku finansowym. W kolejnych miesiącach koniunktura na rynku finansowym uległa poprawie, co sprawiło, że aktywa funduszy ponownie zaczęły rosnąć.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły ING OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2013 roku wyniósł 59,8%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 2,5 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył PKO BP Bankowy OFE (1,6 pkt. proc.), który w lipcu 2013 roku przejął członków i aktywa OFE POLSAT. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (1,9 pkt proc.).

Trzy
największe
OFE posiadały
60% rynku.

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE (zł)

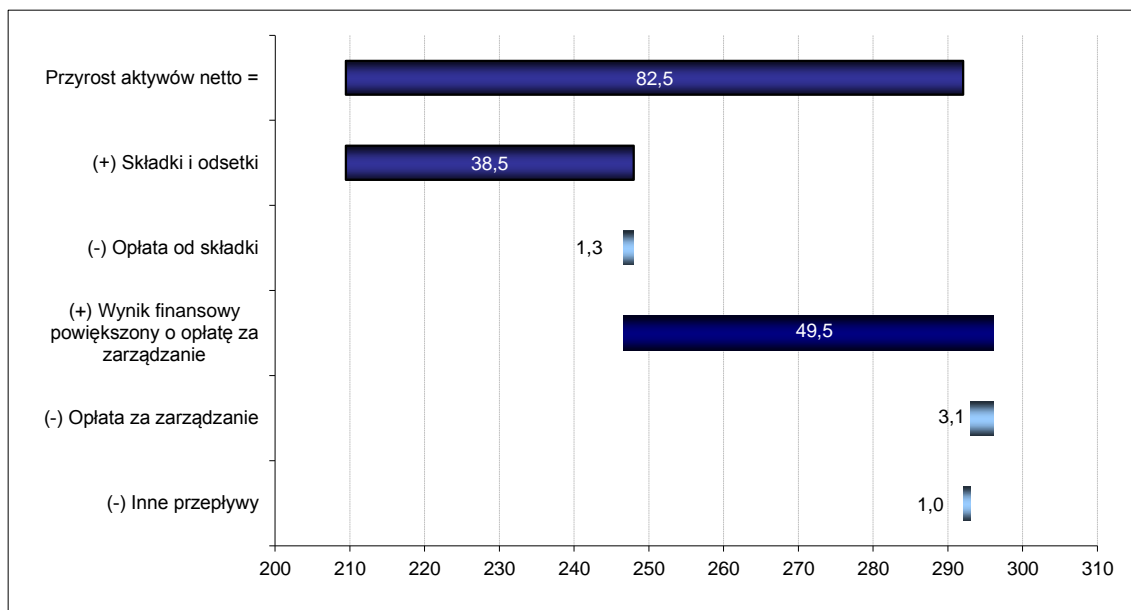
OFE	2010-09-30		2013-09-30	
AEGON OFE	8 554 673 507,55	4,1%	12 333 082 528,34	4,2%
Allianz Polska OFE	6 091 392 045,72	2,9%	8 878 518 847,89	3,0%
Amplico OFE	16 027 747 067,45	7,7%	23 263 624 441,24	8,0%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	50 847 908 261,93	24,3%	65 428 030 071,73	22,4%
AXA OFE	11 860 683 769,72	5,7%	18 260 754 255,31	6,3%
Generali OFE	9 638 347 426,96	4,6%	14 664 521 505,60	5,0%
ING OFE	50 603 801 362,92	24,2%	70 093 082 181,43	24,0%
Nordea OFE	8 618 892 864,50	4,1%	13 170 757 634,56	4,5%
Pekao OFE	3 256 365 714,80	1,6%	4 399 052 527,83	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	5 969 041 906,53	2,8%	12 860 607 207,37	4,4%
OFE Pocztylion	4 028 068 651,87	1,9%	5 553 545 389,00	1,9%
OFE POLSAT	1 962 909 393,62	0,9%	-	-
OFE PZU "Złota Jesień"	29 012 822 164,80	13,9%	39 189 638 597,58	13,4%
OFE WARTA	2 992 799 090,01	1,4%	3 917 834 534,90	1,3%
Razem	209 465 453 228,38	100,0%	292 013 049 722,78	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W ciągu trzech lat aktywa netto OFE wzrosły o 82,5 mld zł.

Przyrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 82,5 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 38,5 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 46,5 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 49,5 mld zł). Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata za zarządzanie (wartość na poziomie 3,1 mld zł) oraz opłata od składki (1,3 mld zł).

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu WAN od 30.09.2010 do 30.09.2013 roku (mld zł)

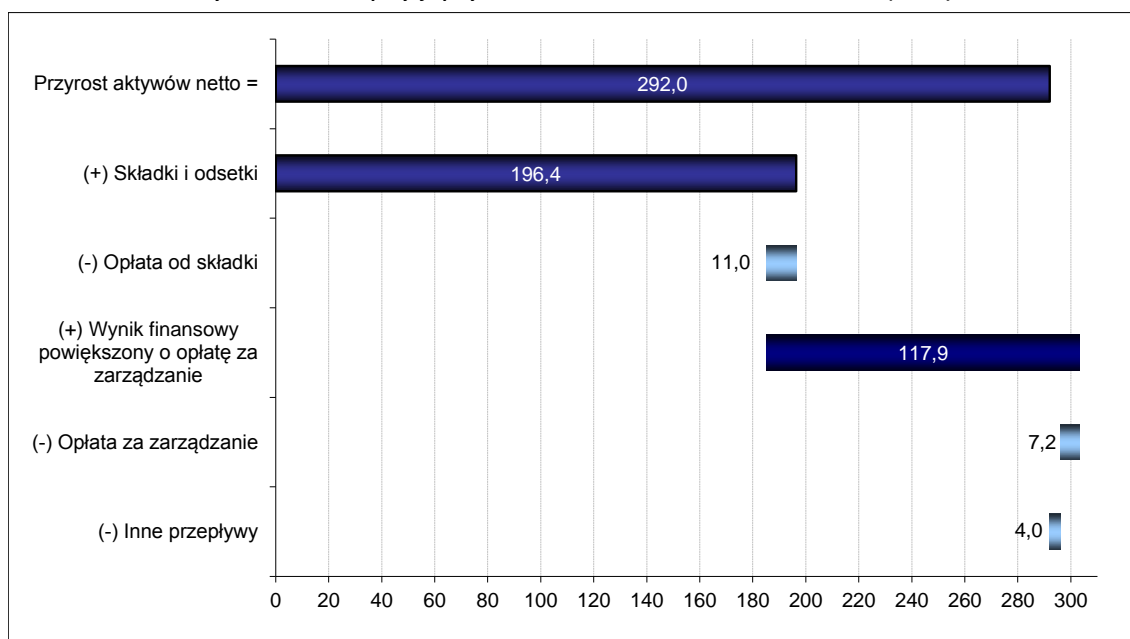


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W bilansach funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE, wypłaty emerytur okresowych, a także przekazanie środków z OFE do budżetu państwa w przypadku osób wychodzących z kapitałowego systemu emerytalnego na podstawie odrębnego przepisu obowiązującego od 7 lutego 2009 roku. Przepis ten pozwala na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej. Taka emerytura przysługuje osobom osiągnącym 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. -1 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2013 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (196,4 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (110,7 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie, jest to kwota 117,9 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (7,2 mld zł).

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu WAN od 31.05.1999 do 30.09.2013 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku aktywa netto PFE wyniosły 2,1 mld zł.

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2013 roku kształtowała się na poziomie 2,1 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 35,1%). Aktywa zgromadzone w ramach tej formy prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec marca 2013 roku 0,7% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych.

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Telekomunikacji Polskiej S.A. Na koniec września 2013 roku dysponował on aktywami o wartości 1,2 mld zł, co dawało mu 58,9% udziału w rynku.

Tabela 2.6. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)

PFE	2010-09-30	2011-09-30	2012-09-28	2013-09-30
PFE NESTLÉ POLSKA	23 147,0	27 036,2	34 408,2	42 745,3
PFE "NOWY ŚWIAT"	285 950,9	296 339,7	338 732,9	382 434,9
PFE "SŁONECZNA JESIEŃ"	268 613,2	292 240,5	333 652,5	379 150,9
PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ	935 715,3	918 197,3	1 034 686,2	1 225 434,7
PFE UNILEVER POLSKA	25 952,3	30 577,4	39 879,5	50 229,3
Razem	1 539 379	1 564 391	1 781 359	2 079 995

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku aktywa netto DFE wyniosły 19,2 mln zł.

Na dzień 30 września 2013 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało dziewięć podmiotów: Allianz DFE, Generali DFE, ING DFE, MetLife Amplico DFE, Nordea DFE, DFE Pekao, PKO DFE, DFE Pocztylion Plus, DFE PZU. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 19,2 mln zł.

Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	30.03.2012	28.09.2012	29.03.2013	30.09.2013
Allianz DFE	0,6	37,0	872,7	1 142,9
Generali DFE	-	-	32,3	32,7
ING DFE	-	45,1	896,8	1 491,3
MetLife Amplico DFE	72,9	286,3	4 642,7	7 820,3
Nordea DFE	0,4	42,8	251,2	341,5
DFE Pekao	-	-	1 343,4	2 044,3
PKO DFE	12,2	142,6	1 389,3	1 953,3
DFE Pocztylion Plus	-	1,6	130,5	195,1
DFE PZU	183,4	911,1	3 401,9	4 132,2
Razem	269,6	1 466,6	12 960,9	19 153,7

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 4 października 2013 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2013 roku, wyniki funduszy się polepszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 19,8%, a minimalna stopa zwrotu 9,9%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej. Było to dziewiętnaste ustalenie przez organ nadzoru średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres obejmujący 3 lata dokonywane w okresach półrocznych.

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 19,8% w okresie trzech lat.

W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Najlepszy Nordea OFE osiągnął stopę zwrotu 23,0%, a najgorszy AEGON OFE 17,3%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 5,7 pkt proc., i była wyraźnie niższa niż w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu.

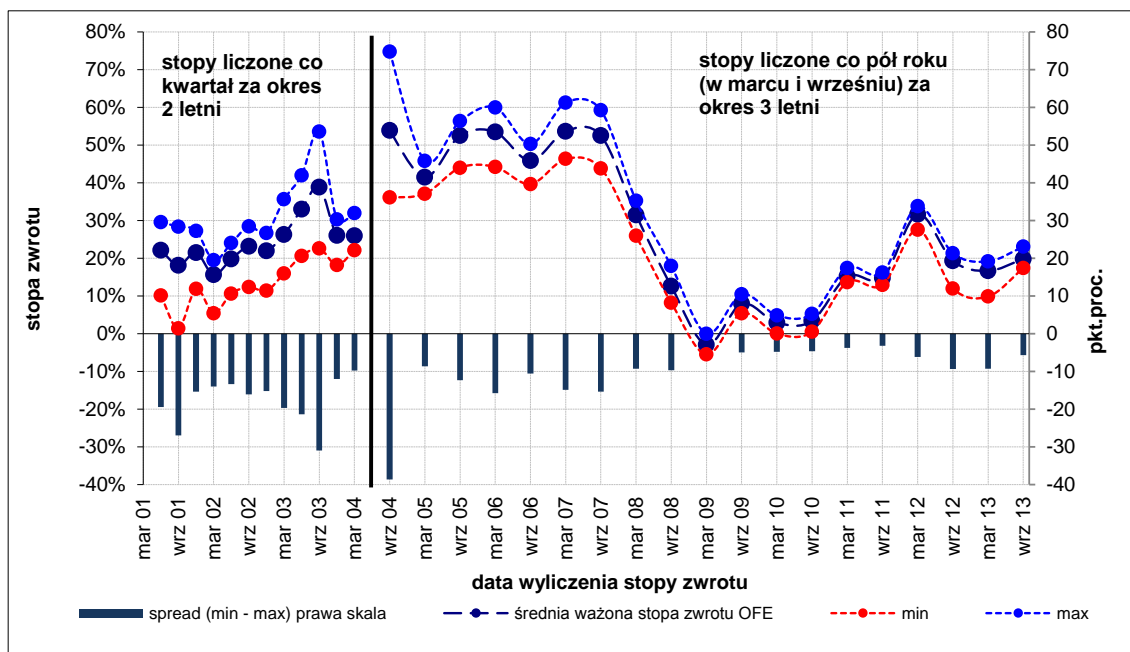
Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 5,7 pkt proc.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2010	30.09.2013	
Nordea OFE	30,41	37,41	23,019%
Allianz Polska OFE	28,15	34,10	21,137%
ING OFE	32,00	38,75	21,094%
OFE WARTA	30,25	36,43	20,430%
Amplico OFE	28,97	34,88	20,400%
PKO BP Bankowy OFE	28,95	34,82	20,276%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	29,51	35,34	19,756%
AXA OFE	29,71	35,31	18,849%
Pekao OFE	28,53	33,89	18,787%
OFE PZU "Złota Jesień"	30,17	35,79	18,628%
Generali OFE	31,22	36,92	18,258%
OFE Pocztylion	27,91	32,78	17,449%
AEGON OFE	29,36	34,45	17,337%
Średnia ważona stopa zwrotu	19,751%		
Minimalna stopa zwrotu	9,876%		

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Stopy zwrotu OFE*



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

Źródło: KNF

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE mają wpływ na podział rachunków premiovych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premiovym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premiovego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczany podawany przez GUS za ten okres. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premiovego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premiovym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premiovym i procentowego wskaźnika premiovego. Procentowy wskaźnik premiovych oblicza się jako iloraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który uzyskał najniższą stopę zwrotu oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusze o najwyższej i najniższej stopie zwrotu.

Tabela 3.2. Rachunek premii za półroczne okresy przypadające od 30.09.2010 do 30.09.2013 (w zł)

OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	Kwota pozostawiona na rachunku premiovym	łącznie
ING OFE	83 297 741,03	25 099 821,92	0,00	108 397 562,95
Aviva OFE Aviva BZ WBK	41 945 547,45	61 270 269,49	0,00	103 215 816,94
OFE PZU "Złota Jesień"	26 029 196,47	34 738 038,67	0,00	60 767 235,13
Amplico OFE	23 447 455,75	11 447 777,77	5,18	34 895 238,70
AXA OFE	13 783 968,71	13 962 928,39	0,00	27 746 897,10
Generali OFE	9 204 654,06	13 009 051,98	5,39	22 213 711,43
Nordea OFE	15 710 272,60	4 133 766,73	0,00	19 844 039,34
AEGON OFE	4 335 597,01	14 538 973,21	0,00	18 874 570,22
PKO BP Bankowy OFE	10 248 401,24	5 582 993,05	0,00	15 831 394,29
Allianz Polska OFE	11 383 134,09	2 069 908,64	0,00	13 453 042,73
OFE Pocztylion	1 286 809,39	7 221 814,40	0,00	8 508 623,78
Pekao OFE	1 397 579,04	4 879 916,99	501 875,95	6 779 371,99
OFE WARTA	2 971 259,49	2 550 305,19	0,02	5 521 564,71
Razem OFE	245 041 616,33	200 505 566,43	501 886,54	446 049 069,30

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

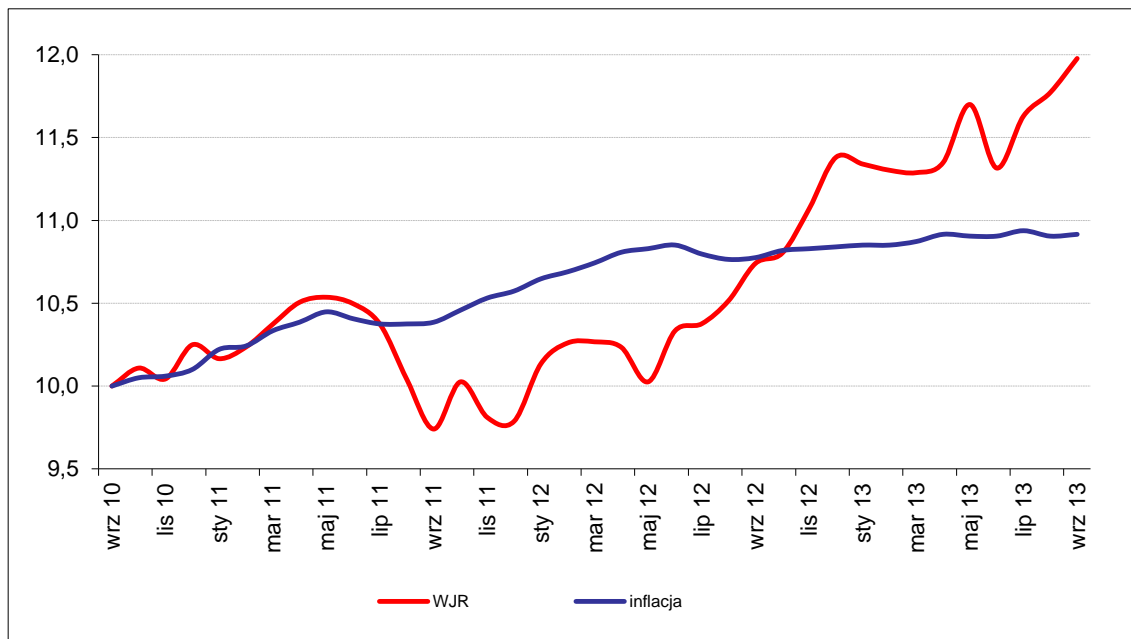
Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiovych OFE w okresie od 30 września 2010 do 30 września 2013 roku, wyniosła 446 mln zł, z czego 245 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 200,5 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Dodatkowo 0,5 mln zł pozostało na rachunku premiovym z uwagi na to, że wyniki inwestycyjne OFE nie przekroczyły poziomu inflacji. Na taki podział środków z rachunku premiovego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągnięte przez największe podmioty: ING OFE i Aviva OFE. Z uwagi na wyniki inwestycyjne tych podmiotów, podział środków ustalił się w następujących proporcjach. 55% środków przekazano do PTE, 45% powróciło do OFE.

Nominalna średnia stopa zwrotu OFE w ciągu badanego okresu oscylowała przez pierwsze dwa lata wokół wartości indeksu inflacji. Słabe wyniki inwestycyjne OFE w drugiej połowie 2011 roku sprawiły, że wskaźnik indeksowany stopą zwrotu spadł poniżej wskaźnika indeksowanego inflacją. Od połowy 2012 roku OFE zaczęły odrabiać straty, co przy jednoczesnym osłabieniu trendu wzrostowego inflacji złożyło się na ostateczny rezultat, zgodnie z którym w analizowanym okresie średnia stopa zwrotu OFE była wyższa niż skumulowana inflacja. Otwarte fundusze od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku osiągnęły dodatnią realną średnią stopę zwrotu wynoszącą 9,7%.

W badanym okresie 55% środków z rachunku premiovego trafiło do PTE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 9,7%.

Wykres 3.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle inflacji w Polsce

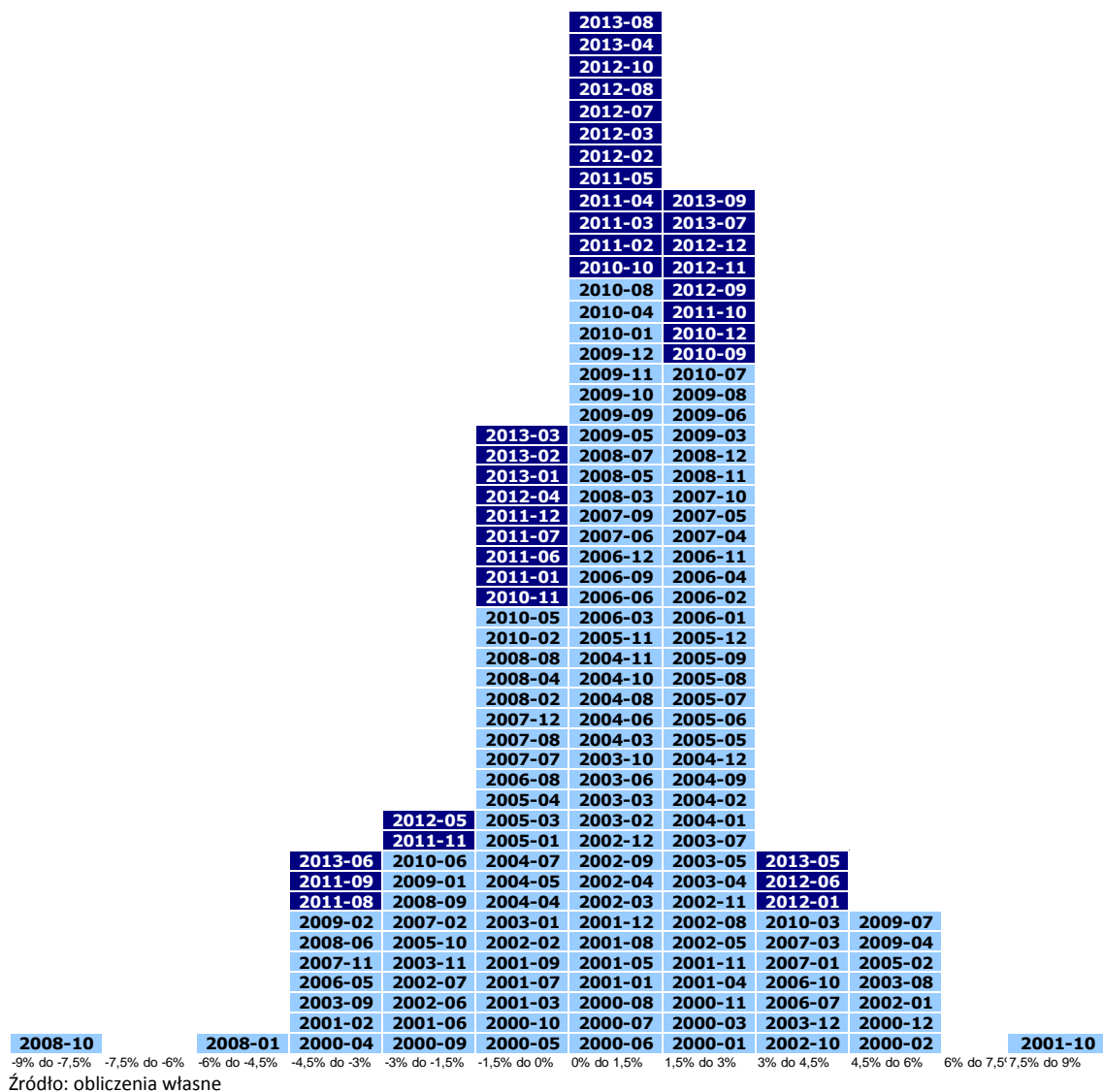


Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.09.2010=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2013 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Stopy z okresu od września 2010 roku do września 2013 roku oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Był to najgorszy miesiąc w historii OFE. Stopa na poziomie $-8,3\%$ odchyła się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu $-4,8\%$). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2 pkt. proc. pojawiła się w październiku 2001 roku. Przewaga ciemnego koloru po stronie dodatnich stóp zwrotu wskazuje na to, że badany okres wpisał się pozytywnie w historię stóp zwrotu OFE pomimo silnych spadków odnotowanych na GPW w drugiej połowie 2011 roku.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2013



W okresie od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego wyniosła 10,38% i była niższa o 0,8 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG, ale wyższa o 19,4 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG30. *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE ukształtował się na poziomie 14,4 pkt. proc.

Stopa zwrotu z subportfela akcyjnego wyniosła 10,4% a z dłużnego 21,4%.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych wyniosła 21,4% i była minimalnie wyższa (o 0,1 pkt. proc.) niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE ukształtował się na niskim poziomie 2,6 pkt. proc.

Tabela 3.3. Stopa zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2010 roku do 30.09.2013 roku

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Minimum:	4,02%	20,16%
Średnia:	10,38%	21,44%
Mediana	10,59%	21,46%
Maksimum:	18,45%	22,75%
Indeks WIG	11,20%	
Indeks WIG20	-8,55%	
Indeks WIG30	-2,57%	
Indeks obligacji		21,30%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w spółki LPP, BZ WBK, KGHM Polska Miedź i PZU oraz Obligacje Skarbowe pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek z branży budowlanej POLIMEX-MOSTOSTAL, PBG i GLOBE TRADE CENTRE.

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2010 roku do 30.09.2013 roku

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
LPP	akcje	4 246
DS1019	obligacje	2 058
IDS1018	obligacje	1 968
BANK ZACHODNI WBK	akcje	1 912
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	1 847
PZU	akcje	1 808
MBANK	akcje	1 757
AZOTY TARNÓW	akcje	1 524
IZ0816	obligacje	1 507
WZ0118	obligacje	1 446
NEW WORLD RESOURCES	akcje	-389
ROVESE	akcje	-411
MOSTOSTAL WARSZAWA	akcje	-435
JSW	akcje	-464
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	akcje	-736
CEDC	akcje	-785
GETIN	akcje	-792
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-829
PBG	akcje	-893
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-945

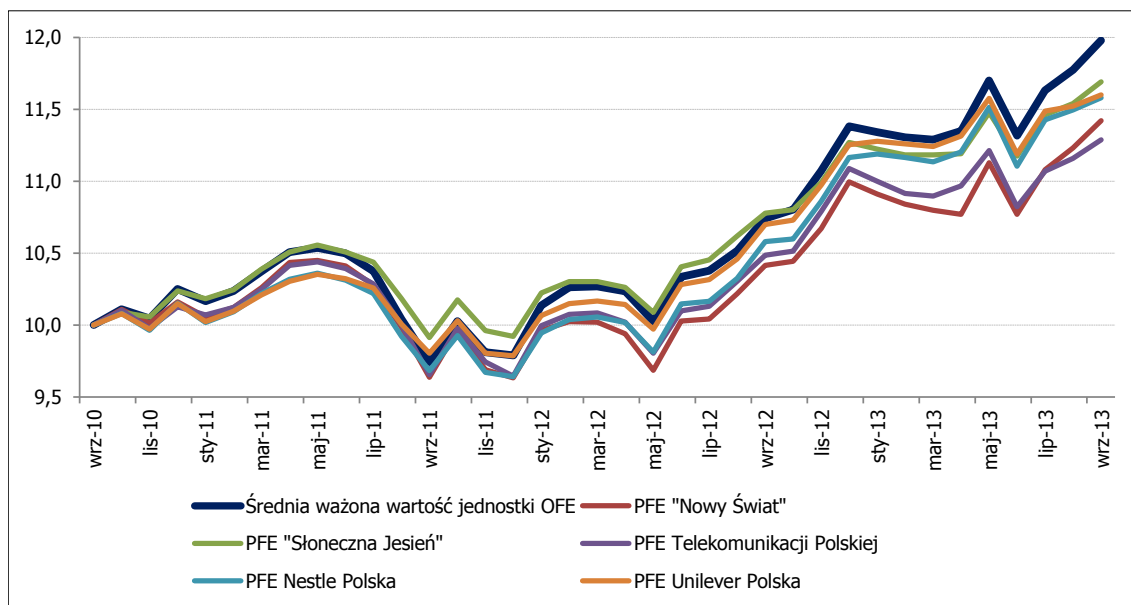
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 12,9% do 16,9%.

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnęły poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 12,9% (PFE Telekomunikacji Polskiej do 16,9% (PFE „Słoneczna Jesień”). Wszystkie PFE, w badanym okresie, osiągnęły wyniki gorsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

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



Wartość na dzień 30.09.2010 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

W 2012 roku rozpoczęły działalność dobrowolne fundusze emerytalne. Do 30 września 2012 roku na rynku działało dziewięć DFE. Okres, w jakim działają DFE jest jeszcze bardzo krótki, a ich aktywa niewielkie, stąd uzyskane i prezentowane stopy zwrotu są wskaźnikiem stosunkowo mało miarodajnym, aby na ich podstawie oceniać długoterminową efektywność inwestycyjną DFE.

W 2012 roku rozpoczęły działalność dobrowolne fundusze emerytalne.

Tabela 3.5. Stopy zwrotu DFE od pierwszej wyceny do 30.09.2013 roku

Nazwa DFE	Data pierwszej wyceny	Stopa zwrotu od pierwszej wyceny do 30.09.2013
Allianz DFE*	23.03.2012	14,90%
DFE Pekao	24.10.2012	14,70%
DFE Pocztylion Plus	22.08.2012	5,70%
DFE PZU	19.01.2012	68,00%
Generali DFE	28.12.2012	1,70%
ING DFE	17.07.2012	56,59%
MetLife Amplico DFE	31.01.2012	89,60%
Nordea DFE	26.03.2012	57,00%
PKO DFE	16.03.2012	29,01%

*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

W analizowanym okresie, można wyróżnić kilka charakterystycznych faz, które miały wpływ na kompozycję portfeli inwestycyjnych OFE. Pierwsza faza to trwające blisko rok wzrosty na rynkach akcji będące odreagowaniem po kryzysie 2008-2009. Drugi okres to gwałtowne spadki cen na giełdach papierów wartościowych w III kwartale 2011 roku związane z kryzysem zadłużenia niektórych państw ze strefy euro oraz następująca po nich faza wysokiej zmienności. II połowa 2012 roku przyniosła poprawę koniunktury i dynamiczne wzrosty cen akcji. I połowa 2013 roku przyniosła kolejną falę spadków, po której nastąpił dynamiczny wzrost notowań cen akcji.

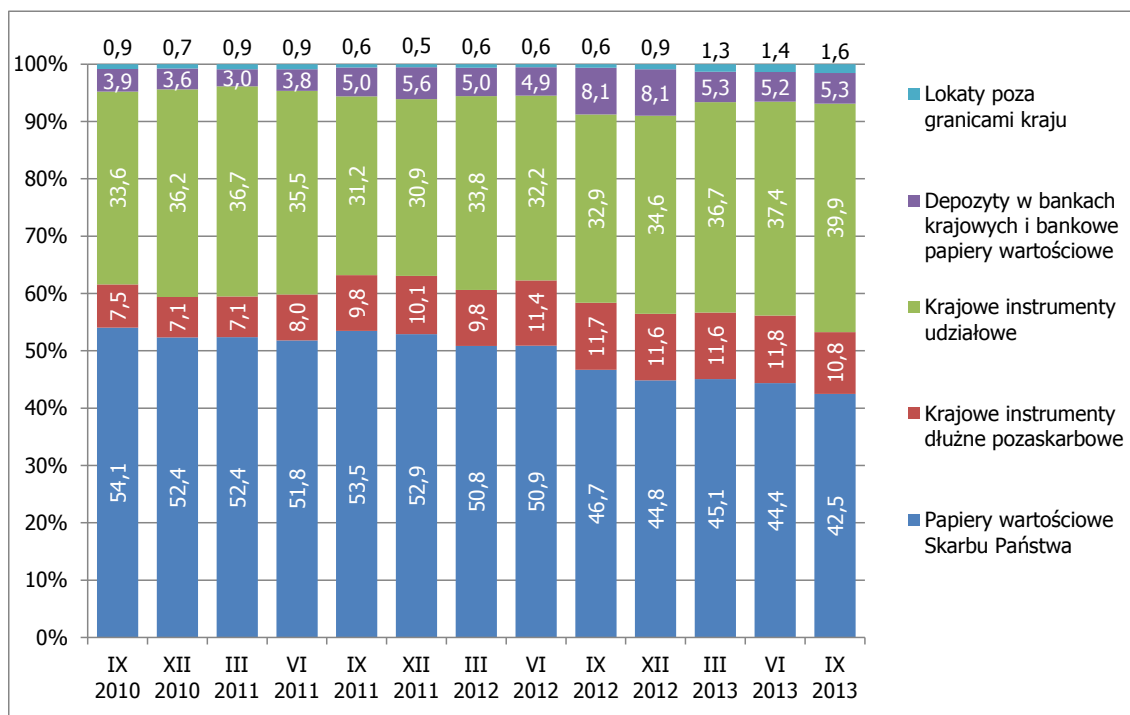
Dodatковым czynnikiem kształtującym alokację aktywów OFE, poza bieżącą sytuacją na rynkach finansowych, jest obniżenie składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. Od 1 maja 2011 roku obowiązuje obniżona składka do OFE, do końca 2012 roku odprowadzane było 2,3%, a obecnie wskaźnik ten wynosi 2,8%.

Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych powyżej zjawisk to wyraźne zwiększenie udziału części akcyjnej z 33,6% we wrześniu 2010 roku do prawie 37% w okresie między lutym i kwietniem 2011 roku, następnie redukcja wagi akcji w portfelach do poziomu 30% i ponowny wzrost do 40% na koniec III kwartału 2013 roku.

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

Zwiększanie subportfela akcyjnego spowodowało widoczne zmniejszenie zaangażowania w papiery dłużne. Pomimo tego, inwestycje OFE wciąż koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 49,4%, zaś krajowych instrumentów udziałowych 34,7%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe przekroczyły 1% portfela OFE i na koniec września 2013 roku wynosiły 1,6%. Średnie zaangażowanie w zagraniczne lokaty w analizowanym okresie kształtowało się na poziomie 0,9%. Znacząco również zwiększyło się zaangażowanie w krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe, systematycznie rosło z poziomu nieco ponad 7% pod koniec III kwartału 2010 roku do 10,8% we wrześniu 2013 roku.

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



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W badanym okresie najbardziej zmniejszyło się zaangażowanie OFE w obligacje skarbowe zerokuponowe oraz w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, a wzrosło w akcje notowane na rynku podstawowym GPW oraz obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Znacząco wzrosło również zaangażowanie w obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa.

Tabela 4.1. Struktura zagregowanego portfela OFE

Kategoria lokat	2010-09-30	2013-09-30	Zmiana w p.p.
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych*	0,20%	-	-0,20
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	0,01%	0,08%	0,07
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	32,89%	39,40%	6,51
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,07%	0,27%	0,19
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,55%	1,52%	0,97
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,13%	0,00%	-0,13
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe	0,05%	0,02%	-0,02
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,06%	0,19%	0,13
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,07%	0,14%	0,07
Bony skarbowe	0,91%	-	-0,91
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	3,70%	4,77%	1,07
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	0,07%	0,21%	0,15

Kategoria lokat	2010-09-30	2013-09-30	Zmiana w p.p.
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
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%	0,04%	-0,10
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	0,08%	-	-0,08
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	1,30%	0,46%	-0,84
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	0,04%	0,02%	-0,01
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,13%	0,12%	-0,01
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	0,06%	0,01%	-0,05
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	0,00%	0,00%	0,00
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	-	-0,03
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	-	0,02%	0,02
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,05%	-	-0,05
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	4,50%	6,06%	1,56
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
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,08%	0,12%	0,04
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	0,00%	0,00%	0,00
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,07%	0,05%	-0,02
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	37,34%	31,64%	-5,70
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	7,07%	10,42%	3,35
Obligacje skarbowe zerokuponowe	8,74%	0,41%	-8,33
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,01%	-	-0,01
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,07%	-	-0,07
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,08%	0,00%	-0,08
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,19%	0,08%	-0,10
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,20%	0,32%	0,13
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych	0,00%	1,13%	1,13
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,06%	1,95%	1,89
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	-	0,03%	0,03
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu	0,54%	0,35%	-0,19
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,01%	0,00%	-0,01

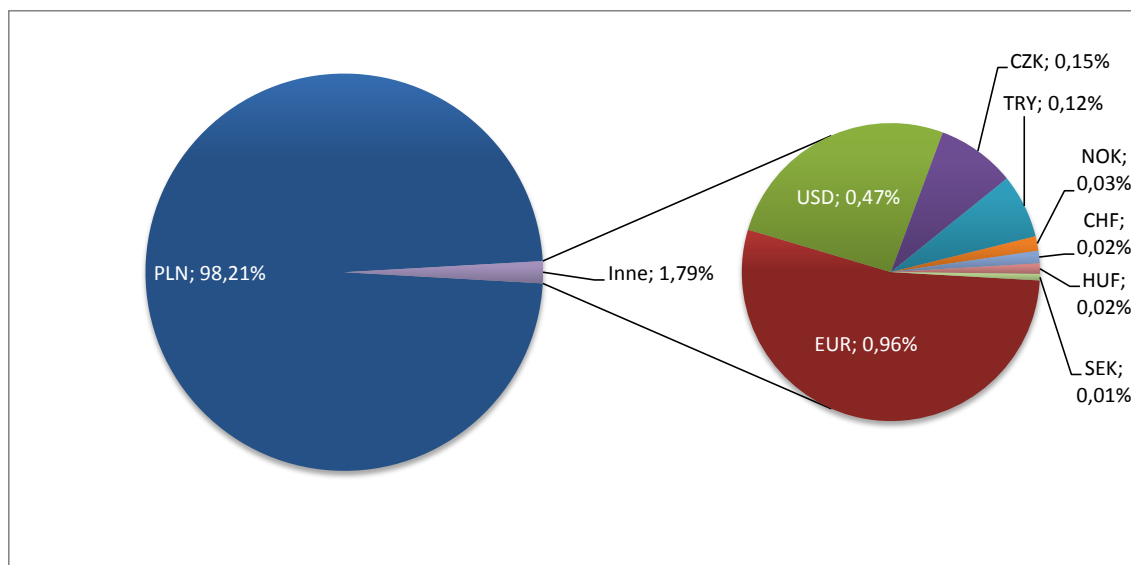
Kategoria lokat	2010-09-30	2013-09-30	Zmiana w p.p.
Zdematerializowane obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,01%	-	-0,01
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	0,05%	0,08%	0,03
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu		0,00%	0,00
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,31%	0,06%	-0,25
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych	-	0,01%	0,01

*W dniu 1 stycznia 2013 r. weszła w życie ustawa z dnia 30 marca 2012 r. o uchyleniu ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji oraz o zmianie niektórych innych ustaw i ta kategoria lokat aktywów OFE przestała istnieć.
 Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

OFE lokowały prawie wszystkie swoje aktywa w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W skali całego rynku aktywa denominowane w walutach obcych stanowią na koniec września 2013 roku zaledwie 1,8% wartości portfeli wszystkich OFE. Na koniec analizowanego okresu dwanaście OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro lub dolarach amerykańskich w mniejszym stopniu w innych walutach.

Ponad 98% lokat OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2013 roku



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

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

przekroczeniem limitów i koniecznością ograniczonego czasowo dostosowania składu portfela do przepisów prawa.

Zgodnie z wynikami ankiety przeprowadzonej przez UKNF wśród PTE w 2010 roku małe zainteresowanie OFE inwestycjami poza granicami kraju wynika przede wszystkim z braku możliwości zabezpieczenia ryzyka walutowego. Mniejsze znaczenie ma konieczność pokrywania przez towarzystwo kosztów stanowiących równowartość opłat ponoszonych na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych powyżej wysokości przekraczającej odpowiednie koszty krajowych instytucji rozliczeniowych. W dalszej kolejności wskazywano wysokie koszty badań analitycznych oraz wzrost ryzyka odchylenia stopy zwrotu Funduszu od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE. Stosunkowo mało istotnym czynnikiem, ograniczającym decyzje o takich inwestycjach, okazał się poziom limitu na lokaty poza granicami kraju.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym do lokat OFE na dzień 30.09.2013 roku

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit
A. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski lub EIB, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	124 050 644 489,52	42,03 %	-
B. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	359 431 651,87	0,12 %	-
C. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe, w walucie polskiej	14 952 147 199,68	5,07 %	20% 5% na jeden bank 7,5% na jeden wybrany bank
D. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu wzajemnej ochronie inwestycji	621 930 849,91	0,21 %	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	120 282 946 784,24	40,75 %	47,5% 7,5% na instrumenty nienotowane na rynku oficjalnych notowań
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	-	-	10%
H. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	306 183 198,57	-	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	1 010 951 781,69	-	40%
K. Inne niż zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa	334 523 355,08	-	20%
L. Obligacje przychodowe	154 661 214,31	-	20%

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit
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	184 237 223,90	-	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	-	-	10%
N. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż papiery wartościowe w pkt. Ł i M	7 238 260 177,22	-	10%
O. Zdematerializowane obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, inne niż w pkt. J i Ł	3 310 928 717,31	-	5%
P. Listy zastawne	1 169 400 938,95	-	40% 15% na listy inne niż zdematerializowane 10% na listy zastawne jednego emitenta lub emitentów związanych ze sobą
R. Kwity depozytowe	-	-	10%
S. Obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	17 706 367 211,89	6,00 %	-
X. Zagraniczne inwestycje OFE ogółem	4 568 264 267,16	1,56 %	5%
Aktywa	274 081 760 424,82	100,00 %	

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

Pozostałe limity inwestycyjne nie przypisane do konkretnych kategorii lokat:

- 5% aktywów na papiery jednego emitenta,
- 5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,
- 10% lub 20% tożsamych w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż te objęte limitem 47,5%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Dominującą pozycją w portfelu PFE są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Najważniejszą pozycją portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2013 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (25,57%). Pozostałe inwestycje PFE to instrumenty udziałowe, obligacje Skarbu Państwa oraz z obligacje poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa.

Tabela 4.3. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2013 roku

Kategoria lokat	Wartość (w zł)	Udział w portfelu
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	508 178 576,70	25,57 %
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	498 840 136,18	25,10 %
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	444 093 643,81	22,34 %
Obligacje o stałym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	369 682 916,00	18,60 %
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	55 533 282,86	2,79 %
Obligacje skarbowe zerokuponowe	37 452 580,00	1,88 %
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	19 652 640,00	0,99 %
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	18 184 989,90	0,91 %
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	12 050 760,00	0,61 %
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	7 805 519,14	0,39 %
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	5 764 450,00	0,29 %
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	3 381 251,59	0,17 %
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	2 540 058,16	0,13 %
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	1 702 526,48	0,09 %
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	1 009 576,06	0,05 %
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	827 999,59	0,04 %
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	772 090,80	0,04 %
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	13 824,09	0,00 %
Suma:	1 987 486 821,36	100,00 %

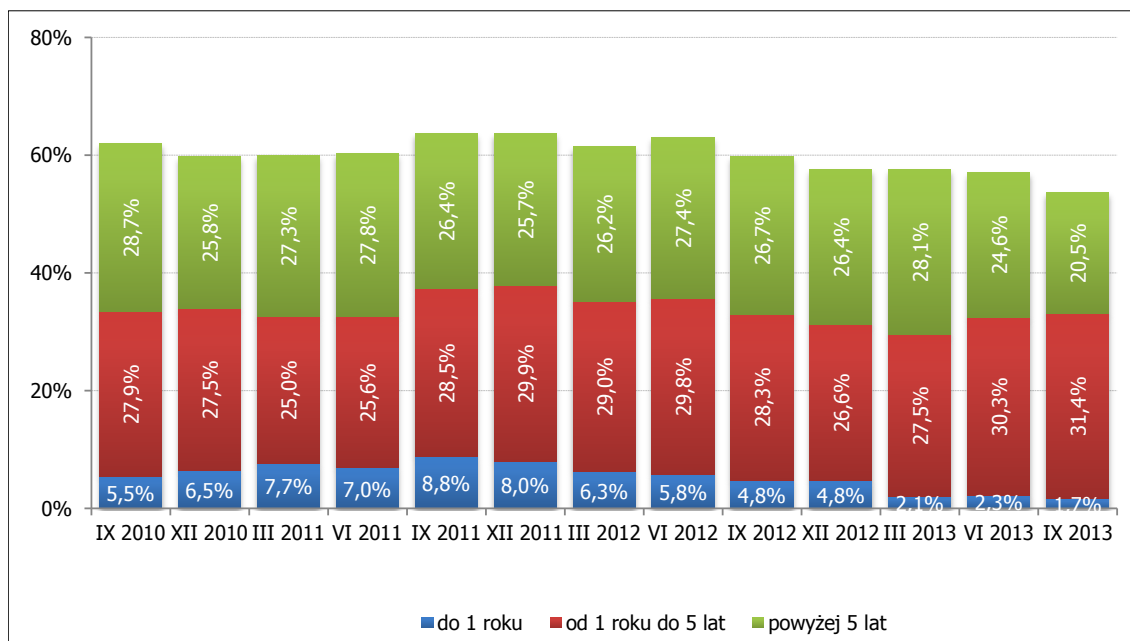
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu ostatnich trzech lat instrumenty dłużne stanowiły od 58 do 64% portfela OFE.

W okresie od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wynosiło 60,3% portfela, kształtując się w przedziale 57,7% - 63,7%, przy czym najniższe wartości osiągało w IV kwartale 2012 roku i 2013 roku, a najwyższe w I połowie 2010 roku. Od 2010 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%. Udział części dłużnej w portfelu OFE ponownie zaczął rosnąć w II połowie 2011 roku w związku z kryzysem zadłużenia niektórych państw członkowskich i zawirowaniami wokół euro, które spowodowały ponowną wyprzedaż i spadki na giełdach. Natomiast dobra sytuacja na rynku akcji, szczególnie w II połowie 2012 roku i III kwartale 2013 roku spowodowała ponowny spadek udziału subportfela dłużnego do 53,7%.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udziału w subportfelu dłużnym),
- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 82,3% udziału w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu (średnio 68,0% udziału w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 47,2% udziału w subportfelu dłużnym).

Największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu pomimo obniżenia ich udziału na przestrzeni 36 analizowanych miesięcy. Stanowiły one od 38% do 43% całego portfela funduszy emerytalnych. Mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 10 do 16%) oraz obligacje zerokuponowe (od 0,5% do 9,5%). W ciągu 36 miesięcy wyraźnie wzrosło zaangażowanie w obligacje o zmiennym kuponie a zmalało w obligacje zerokuponowe. Pozostałe instrumenty o charakterze dłużnym stanowiły niewielki odsetek portfela. Ich łączny udział nie przekraczał 1,5%, najczęściej oscylując wokół zaangażowania na poziomie 0,9%. Taka struktura portfela OFE jest nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także jest zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

Większość obligacji w portfelu OFE ma stałe oprocentowanie.

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

Data	Obligacje o stałym oprocz.	Obligacje o zmiennym oprocz.	Obligacje zero-kuponowe	Krótkoterm. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem
2010-09-30	42,44 %	9,53 %	8,88 %	0,96 %	0,24 %	62,05%
2010-12-31	39,37 %	10,11 %	9,33 %	0,79 %	0,22 %	59,82%
2011-03-31	39,00 %	10,32 %	9,50 %	0,86 %	0,27 %	59,95%
2011-06-30	38,91 %	11,71 %	8,72 %	0,74 %	0,27 %	60,35%
2011-09-30	41,82 %	11,88 %	8,52 %	1,17 %	0,33 %	63,72%
2011-12-31	43,12 %	11,37 %	8,34 %	0,49 %	0,33 %	63,65%
2012-03-30	42,45 %	12,64 %	5,53 %	0,49 %	0,34 %	61,45%
2012-06-29	42,75 %	15,50 %	4,04 %	0,33 %	0,39 %	63,01%
2012-09-28	41,22 %	15,23 %	2,39 %	0,49 %	0,45 %	59,78%
2012-12-31	39,01 %	16,05 %	1,87 %	0,30 %	0,43 %	57,66%
2013-03-29	40,73 %	15,32 %	0,90 %	0,30 %	0,43 %	57,68%
2013-06-28	40,80 %	15,16 %	0,58 %	0,17 %	0,43 %	57,14%
2013-09-30	38,25 %	14,51 %	0,47 %	0,02 %	0,40 %	53,65%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Główną pozycją portfela OFE są polskie obligacje skarbowe.

Obligacje skarbowe (SPW) pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE. W analizowanym okresie ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. W III kwartale 2010 roku instrumenty te stanowiły 54% portfela, w III kwartale 2012 roku udział ten spadł poniżej 50%, a na koniec września 2013 roku wyniósł 42,5%. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie oscylując w przedziale 0,1% – 0,6% wartości portfela. Inwestycje w papiery emitowane przez spółki publiczne i niepubliczne utrzymywały się również na niskim, choć rosnącym poziomie.

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

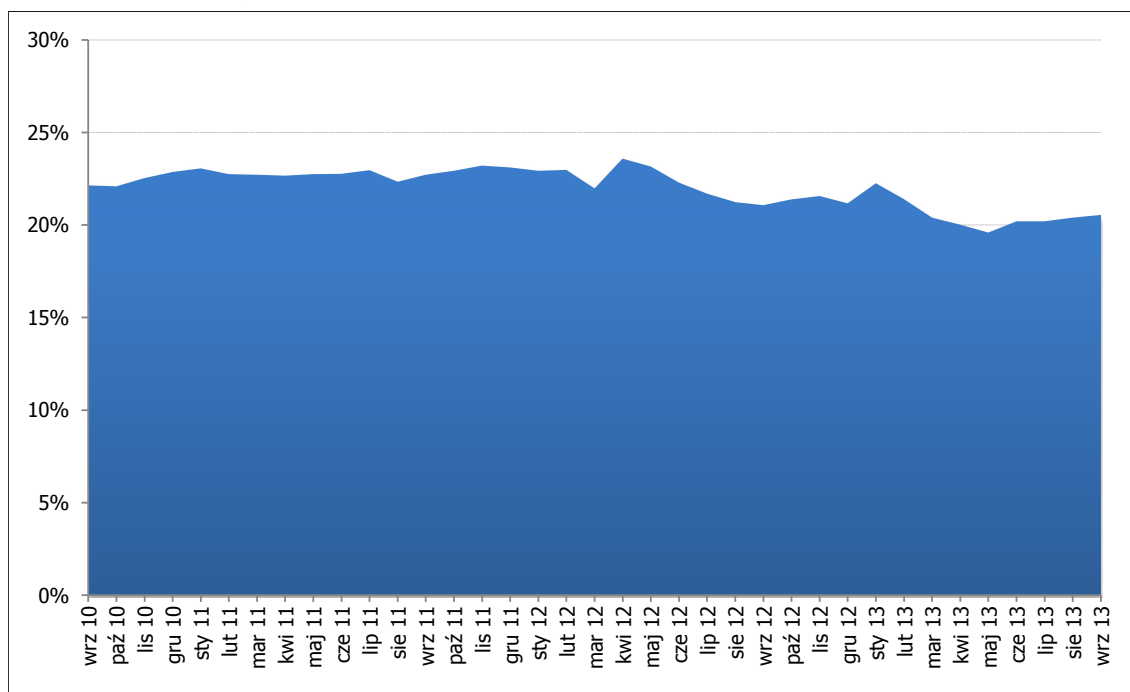
Data	Skarb Państwa	BGK na rzecz KFD	Banki krajowe	EIB	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagr.	RAZEM
2010-09-30	54,06 %	4,64 %	0,77 %	0,05 %	1,24 %	0,74 %		0,53 %	62,05 %
2010-12-31	52,36 %	4,23 %	0,81 %	0,05 %	1,13 %	0,75 %		0,51 %	59,82 %
2011-03-31	52,38 %	4,07 %	1,11 %	0,05 %	1,15 %	0,64 %		0,56 %	59,95 %
2011-06-30	51,82 %	4,77 %	1,22 %	0,05 %	1,24 %	0,63 %	0,01 %	0,61 %	60,35 %
2011-09-30	53,46 %	5,95 %	1,61 %	0,05 %	1,36 %	0,67 %	0,01 %	0,60 %	63,72 %
2011-12-31	52,93 %	6,07 %	2,35 %	0,03 %	1,36 %	0,64 %		0,28 %	63,66 %
2012-03-30	50,84 %	5,77 %	2,44 %	0,03 %	1,48 %	0,62 %		0,27 %	61,45 %
2012-06-29	50,88 %	6,80 %	2,42 %	0,03 %	2,11 %	0,61 %		0,15 %	63,01 %
2012-09-28	46,69 %	6,74 %	3,33 %	0,03 %	2,28 %	0,59 %		0,12 %	59,78 %
2012-12-31	44,84 %	6,55 %	3,10 %	0,03 %	2,47 %	0,57 %		0,11 %	57,65 %
2013-03-29	45,08 %	6,56 %	2,80 %	0,03 %	2,50 %	0,59 %		0,11 %	57,67 %
2013-06-28	44,39 %	6,53 %	3,03 %	-	2,50 %	0,55 %	0,01 %	0,14 %	57,14 %
2013-09-30	42,47 %	6,06 %	2,33 %	-	2,14 %	0,51 %	0,01 %	0,13 %	53,65 %

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 22%¹. Na koniec września 2013 roku wskaźnik ten kształtował się na poziomie 20,6%.

Ponad 20% SPW należało do OFE.

Wykres 4.4. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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

W analizowanym okresie średni miesięczny poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych oscylował w przedziale 2,96 – 3,72. Na początku analizowanego okresu średni poziom *duration* osiągał najwyższe wartości przekraczające 3,5 roku. Natomiast od II półrocza 2011 roku OFE zmniejszyły swoją ekspozycję na ryzyko stopy procentowej poprzez skracanie *duration* swojego portfela dłużnego aż do poziomu 2,96 na koniec grudnia 2011 roku. W tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością, w szczególności w okresie największej niepewności na rynkach finansowych w związku z kolejnymi odśłonami kryzysu finansowego. Od III kwartału 2012 roku wskaźnik ten przekraczał 3 lata, a na koniec września 2013 roku przyjął wartość 3,06 roku.

Duration SPW posiadanych przez OFE wyniosło 3 lata.

¹ wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

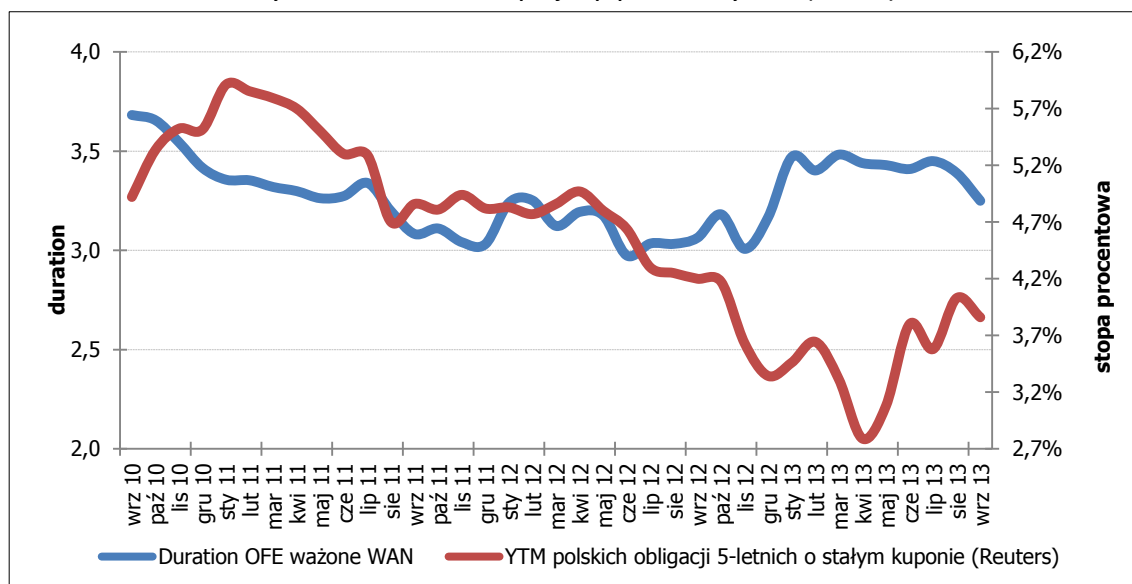
Tabela 4.6. Duration portfeli OFE - skarbowe papiery wartościowe (w latach)

Kwartał	Średnia dla rynku OFE*	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
III kw. 2010	3,72	3,74	2,53	4,58	4,92%
IV kw. 2010	3,55	3,63	2,28	4,46	5,52%
I kw. 2011	3,32	3,34	2,20	3,95	5,79%
II kw. 2011	3,24	3,32	2,12	3,74	5,30%
III kw. 2011	3,18	3,24	2,36	3,73	4,90%
IV kw. 2011	2,96	3,05	2,13	3,56	4,82%
I kw. 2012	3,13	3,10	2,58	3,64	4,86%
II kw. 2012	2,99	2,98	2,34	3,81	4,64%
III kw. 2012	3,03	2,95	2,45	4,28	4,20%
IV kw. 2012	3,12	2,94	2,71	4,25	3,34%
I kw. 2013	3,20	3,11	2,83	4,06	3,31%
II kw. 2013	3,18	3,08	2,82	4,10	3,80%
III kw. 2013	3,06	3,01	2,66	3,78	3,86%

* Średnia liczona ze wskaźników dla poszczególnych OFE

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

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



Źródło: Reuters, dziennie sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

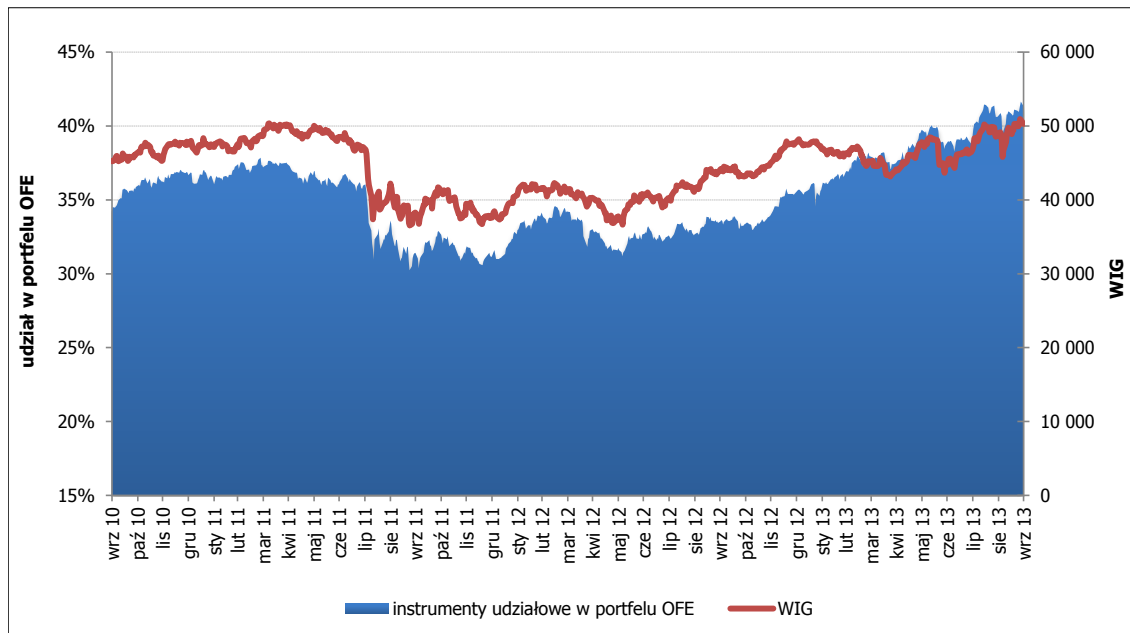
4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2013 roku papiery udziałowe stanowiły 41,4% portfela OFE.

W okresie od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 35,2% wartości portfela, kształtując się w przedziale 30,2% – 41,7%. W analizowanym okresie udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zwiększał, wraz z poprawiającą się sytuacją na giełdzie, do ponad 37% w kwietniu 2011 roku. Od maja do grudnia 2011 roku udział papierów udziałowych zaczął się zmniejszać w związku z kolejną falą zniżek cen na rynkach akcji. Poprawa koniunktury w I kwartale 2012 spowodowała wzrost subportfela udziałowego. Od czerwca 2012 roku zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe systematycznie rosło, na koniec analizowanego okresu wyniosło 41,4% wartości portfela.

Należy również zwrócić uwagę, że zgodnie z przepisami prawa zwiększa się limit inwestycji OFE w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek. Limit ten wzrósł z 40% w 2010 roku do 47,5% od początku 2013 roku, co znalazło odzwierciedlenie w decyzjach inwestycyjnych zarządzających otwartymi funduszami.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (96,3%) jest notowana na polskim rynku finansowym. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,65% portfela, kształtując się w przedziale 0,2% – 1,5%.

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 I kwartale 2013 roku saldo transakcji na instrumentach udziałowych było najwyższe w całym 3-letnim okresie i wyniosło ponad 8,7 mld zł w skali kwartału.

96%
instrumentów
udziałowych
należących do
OFE jest
notowanych
na rynku
polskim.

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)	(sprzedaż - kupno)		
IV kwartał 2010 r.	5 369,1	-3 183,7	-3 803,2		5,0%
I kwartał 2011 r.	6 244,2	-2 096,9	-2 405,9		2,6%
II kwartał 2011 r.	4 905,7	-1 143,2	-1 721,6		-0,7%
III kwartał 2011 r.	2 127,8	-2 490,5	-4 267,9		-21,0%
IV kwartał 2011 r.	1 923,5	-1 558,0	-1 580,4		-1,8%
I kwartał 2012 r.	2 173,6	-2 989,7	-3 108,3		9,8%
II kwartał 2012 r.	1 743,2	-193,2	-441,8		-1,1%
III kwartał 2012 r.	2 077,0	-1 319,6	-1 470,6		7,2%
IV kwartał 2012 r.	2 122,7	-1 384,9	-2 522,8		8,5%
I kwartał 2013 r.	2 438,3	-8 580,9	-8 745,0		-4,9%
II kwartał 2013 r.	2 146,5	-2 315,2	-2 461,7		-0,9%
III kwartał 2013 r.	3 859,1	-1 031,4	-1 112,4		12,4%
SUMA	37 130,7	-28 287,3	-33 641,5		11,2%
średnia kwartalna	3 094,2	-2 357,3	-2 803,5		0,9%

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

Znacząca różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW a ogółem transakcji jest najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji. W III kwartale 2011 roku dotyczyło to np. Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. Podobne zjawisko było skutkiem wprowadzenia do obrotu spółki Alior Bank S.A. w IV kwartale 2012 roku.

W szczególności, opisane powyżej przypadki są związane z zaangażowaniem OFE w proces prywatyzacji realizowany przez skarb państwa za pośrednictwem rynku kapitałowego.

Tabela 4.8 Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa

Nazwa spółki	Data zawarcia umowy sprzedaży	Wartość akcji oferowanych przez Skarb Państwa (mln zł)	Wartość akcji nabywanych przez OFE (mln zł)
BANK GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ S.A.	2011-05-04	297,6	112,6
GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE S.A.	2010-10-14	1 208,1	167,7
JASTRZĘBSKA SPÓŁKA WĘGLOWA S.A.	2011-07-06	4 835,8	1 281,5
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2010-10-08	3 982,6	2 075,7
	2012-02-24	2 515,2	1 396,4
PKO BANK POLSKI S.A.	2012-07-18	3 087,5	1 372,3
	2013-01-24*	856,3	2 602,9
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI S.A.	2013-02-13	214,8	147,9
POWSZECHNY ZAKŁAD UBEZPIECZEŃ SA	2011-06-10	3 169,1	981,2
TAURON POLSKA ENERGIA S.A.	2011-03-22	1 282,1	448,0
ZESPÓŁ ELEKTROWNI PĄTNÓW-ADAMÓW-KONIN S.A.	2012-10-29	681,5	348,2
ZAKŁADY AZOTOWE W TARNOWIE-MOŚCICACH S.A. (GRUPA AZOTY S.A.)	2013-04-18	584,0	19,7
Razem		22 714,6	10 954,1

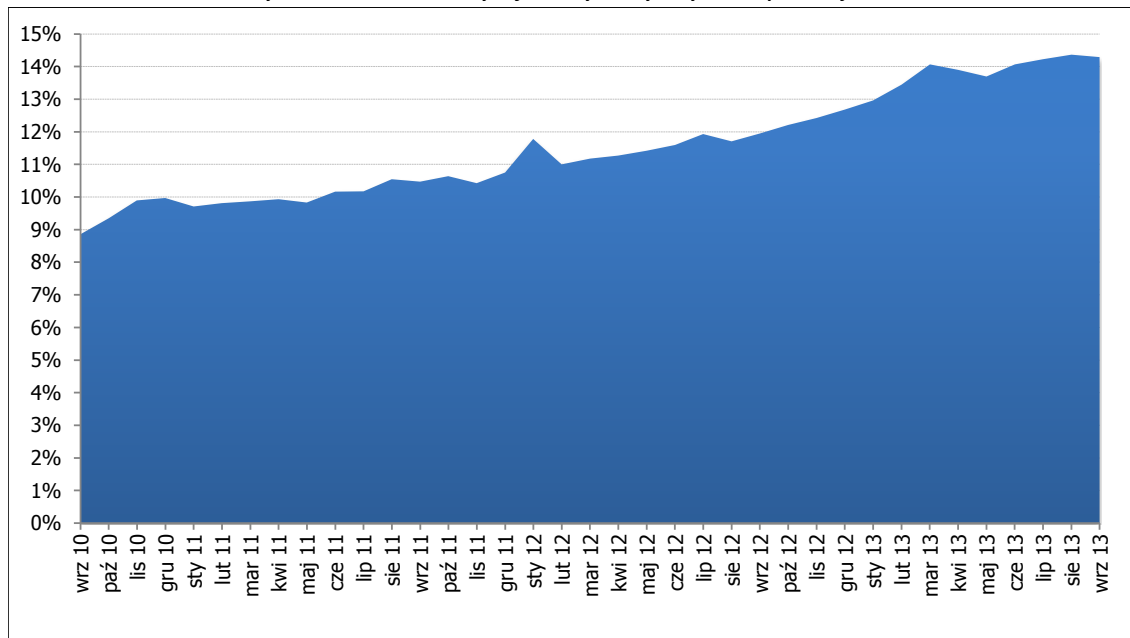
* OFE nabywały również akcje oferowane przez BGK (pula BGK: 4 387,5 mln zł)

Źródło: Ministerstwo Skarbu, Raporty dzienne OFE

W całym analizowanym okresie wyraźnie zarysował się trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW. Na koniec września 2013 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 14,3%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił 8,9%. Wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 70,5 mld zł do 115,8 mld zł.

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 14,3%, a udział w free float 26,7%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 30 września 2013 roku prawie 60% wartości subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW stanowiły lokaty w największe spółki (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 12,3%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 22% subportfela akcji, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 23,4%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł.

Prawie 60% portfela akcyjnego OFE ulokowane jest w 17 największych spółkach notowanych na GPW.

Udział OFE w free float na GPW na dzień 30 września 2013 roku wyniósł 26,7%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł gdzie wynosił 52,9% oraz od 500 do 1 000 mln zł – 40,9%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 4,5%.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2013 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)*	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE w free float spółek GPW*
<50	125	23	2 935,3	55,6	0,4%	0,0%	1,9%	4,5%
50 - 100	69	32	4 980,6	309,2	0,6%	0,3%	6,2%	14,6%
100 - 500	131	110	32 564,7	5 090,9	4,0%	4,4%	15,6%	33,6%
500 - 1 000	37	31	27 059,6	5 015,2	3,3%	4,3%	18,5%	40,9%
1 000 – 5 000	52	44	109 399,5	25 563,0	13,5%	22,1%	23,4%	52,9%
5 000 – 10 000	12	11	87 501,1	12 661,9	10,8%	10,9%	14,5%	28,3%
>=10 000	17	17	546 190,7	67 145,9	67,4%	58,0%	12,3%	21,7%
Razem	443	268	810 631,6	115 841,7	100,0%	100,0%	14,3%	26,7%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

OFE posiadają ponad 19% kapitalizacji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich free float wynosi 41%.

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 30 września 2013 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 19,3% oraz 41,2% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła ponad 70% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.10. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2013 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	122	22	2 855,4	49,6	0,5%	0,0%	1,7%	4,1%
50 - 100	64	32	4 628,0	309,2	0,8%	0,3%	6,7%	15,9%
100 - 500	116	96	27 424,3	4 335,2	4,8%	3,9%	15,8%	32,7%
500 - 1 000	30	26	21 814,7	4 713,5	3,8%	4,3%	21,6%	49,0%
1 000 – 5 000	42	38	92 399,6	22 904,2	16,2%	20,9%	24,8%	56,7%
5 000 – 10 000	10	10	71 654,7	12 614,5	12,6%	11,5%	17,6%	38,6%
>=10 000	13	13	348 011,8	64 858,7	61,2%	59,1%	18,6%	38,7%
Razem	397	237	568 788,6	109 784,9	100,0%	100,0%	19,3%	41,2%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Prawie 90% portfela akcji stanowiły spółki o kapitalizacji ponad 250 mln euro.

Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki można stwierdzić, że na dzień 30 września 2013 roku 89,5% subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 250 mln euro).

Tabela 4.11. Zaangażowanie OFE w spółki notowane na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 30.09.2013 roku

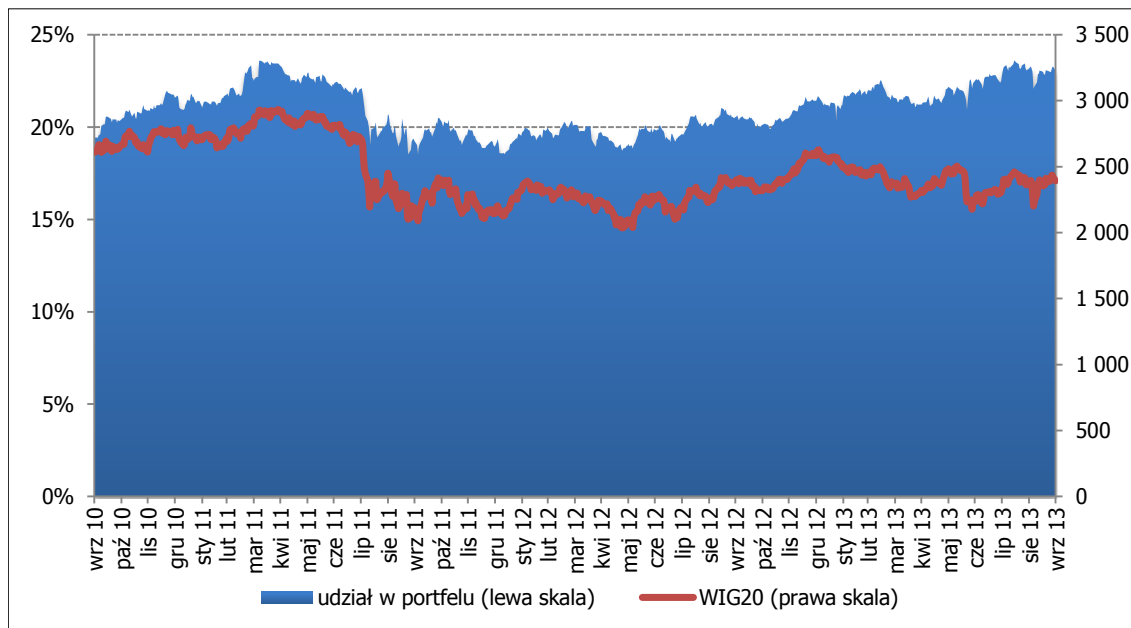
Segment GPW	Opis segmentu	Liczba spółek w portfelach OFE	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział w całym portfelu OFE
250 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 250 mln euro	63	103 659,4	89,5%	35,5%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	92	9 990,6	8,6%	3,4%
5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro	107	2 175,2	1,9%	0,7%
MINUS 5	akcje spółek o kapitalizacji do 5 mln euro	4	4,9	0,0%	0,0%
ALERT 5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro, mających akcje groszowe, których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością lub w stanie upadłości	1	0,4	0,0%	0,0%
ALERT 50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 50 mln euro, mających akcje groszowe, których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością lub w stanie upadłości	1	11,3	0,0%	0,0%
Razem		268	115 841,7	100,0%	39,7%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 21% portfela OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w całym portfelu OFE wyniósł 20,9%. Na koniec września 2013 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 67,3 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 26,3 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły średnio 59,6% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 53,6% do 64,4%.

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

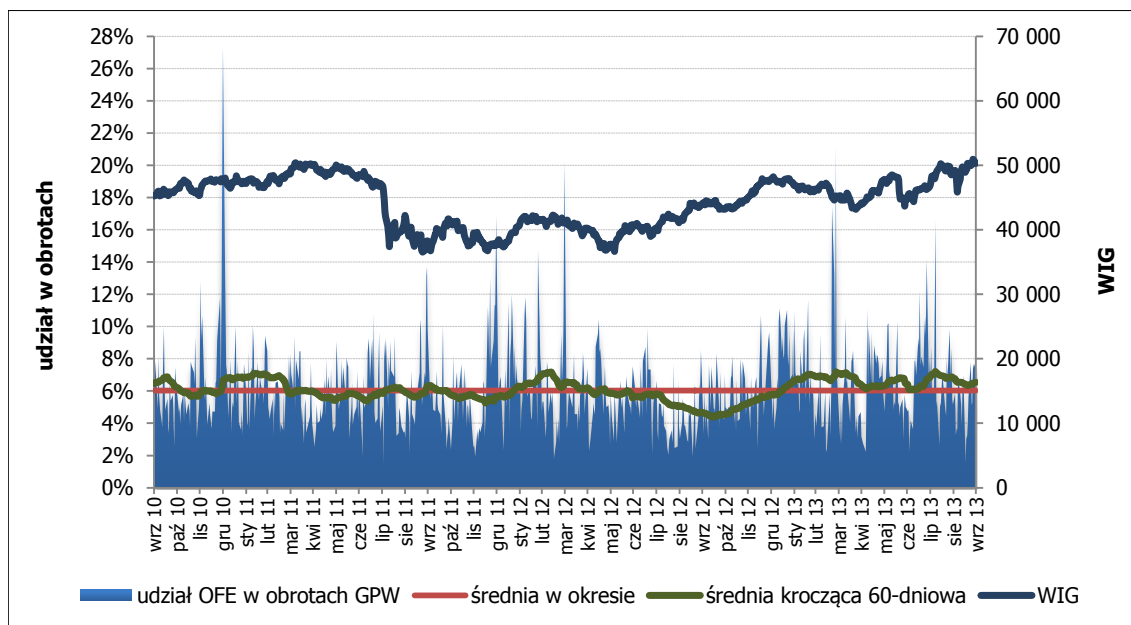


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,0%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 4,4% – 7,2%.

Udział OFE
w obrotach
GPW wyniósł
6,0%.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

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

Na koniec września 2013 roku OFE wartość depozytów bankowych i transakcji BSB wynosiła 14,5 mld zł, co stanowiło ponad 5% portfela. Najaktywniejszym kontrpartnerem był Bank PEKAO S.A., w którym OFE ulokowały 43,4% wartości tych lokat.

Tabela 4.12 Depozyty i transakcje *buy sell back* w portfelu OFE na 30.09.2013 (w zł)

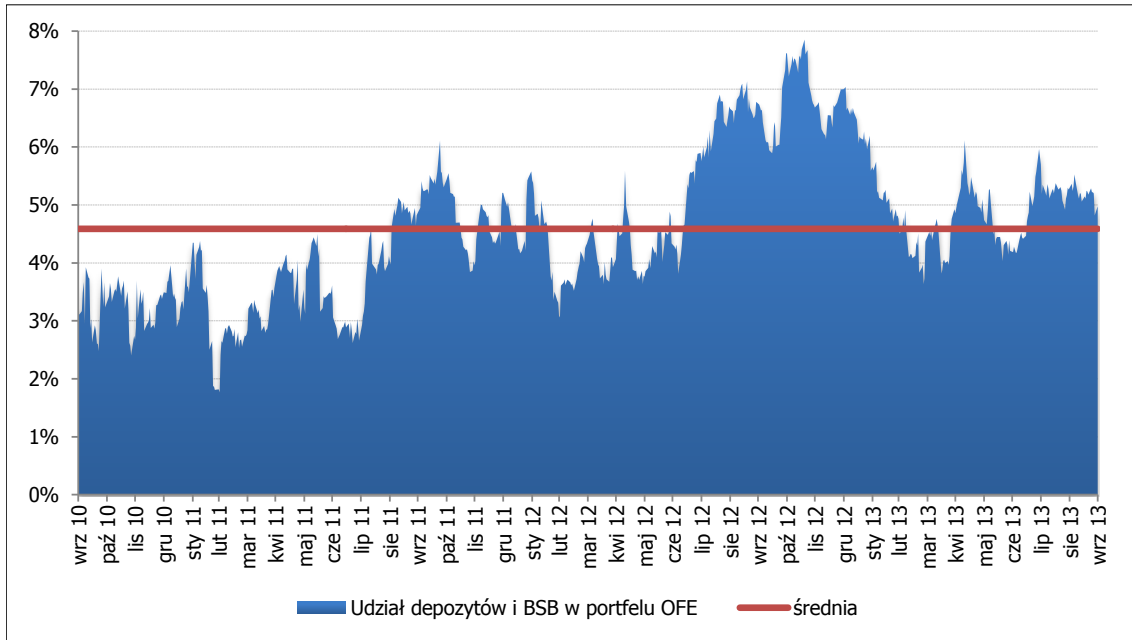
Nazwa banku	Wartość depozytów i BSB	Udział depozytów i BSB w portfelu	w tym BSB	udział BSB w portfelu
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	6 312 172 118,41	2,16%	1 047 849 538,00	0,36%
BANK MILLENNIUM S.A.	1 795 224 229,43	0,61%	0,00	0,00%
BRE BANK S.A.	1 511 339 248,60	0,52%	1 267 206 000,00	0,43%
PKO BANK POLSKI S.A.	1 444 235 207,56	0,49%	943 915 526,90	0,32%
ING BANK ŚLĄSKI S.A.	1 311 691 158,57	0,45%	504 999 148,56	0,17%
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	942 827 325,20	0,32%	284 787 520,00	0,10%
SOCIETE GENERALE S.A. ODDZIAŁ W POLSCE	753 743 402,30	0,26%	753 743 402,30	0,26%
FORTIS BANK POLSKA S.A.	200 000 000,00	0,07%	0,00	0,00%
DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	154 295 862,77	0,05%	0,00	0,00%
RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	130 110 100,00	0,04%	30 110 100,00	0,01%
Razem:	14 555 638 652,84	4,98%	4 832 611 235,76	1,65%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Średni udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 4,6%.

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 4,6% przy wartościach w przedziale 1,7% – 7,9%. Najwyższy udział depozytów i BSB obserwowany był w okresie od lipca 2012 do stycznia 2013 roku.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W okresie od 30 września 2010 roku do 30 września 2013 roku łączna wartość początkowa depozytów oraz wartość zawieranych transakcji typu *buy sell back* wyniosła 2,4 bln zł.

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 8,9% do 14,3 %, a udział we *free float* z 17,5% do 26,7%. Jeszcze wyraźniej silna pozycja OFE zaznaczyła się w segmencie spółek krajowych: udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł na koniec września 2013 roku 19,3% a udział we *free float* 41,2%. OFE utrzymują silną pozycję wśród uczestników GPW pomimo ograniczenia od 1 maja 2011 roku wysokości składek kierowanych do OFE z poziomu 7,3%. Do końca 2012 roku odprowadzane było 2,3%, a obecnie wskaźnik ten wynosi 2,8%. Składki przekazywane zgodnie z nowymi wskaźnikami wpływały do OFE od czerwca 2011 roku (2,3%) i lutego 2013 roku (2,8%).

Na koniec września 2013 roku udział papierów wartościowych Skarbu Państwa w portfelach OFE wyniósł 42,5%, co było najniższą jak dotąd zanotowaną wartością. Jednak nominalna wartość portfela obligacji skarbowych wynosząca 124 mld zł była najwyższa w historii funkcjonowania OFE. Głównymi przyczynami zmniejszającego się względnego udziału skarbowych papierów wartościowych w portfelach OFE były następujące zjawiska:

- efekt wyparcia spowodowany objęciem przez OFE znacznej części emisji obligacji BGK emitowanych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego i objętych gwarancjami Skarbu Państwa;
- ok. 90% składki skierowanej do OFE w ostatnich 3 latach zostało zainwestowanych w instrumenty udziałowe.

OFE wciąż stanowią stabilne źródło finansowania zadłużenia Skarbu Państwa. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa na koniec września 2013 roku wyniósł 20,6% i zmniejszył się o 1,6 pkt proc. w porównaniu do poziomu sprzed 3 lat.

Od 2013 roku wzrósł, do 47,5% aktywów, limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe. Jednak wykorzystanie limitu pozostaje na stosunkowo niskim poziomie. Na koniec analizowanego okresu instrumenty udziałowe stanowiły blisko 40% portfela funduszy. W niedalekiej przyszłości udział ten może znacząco wzrosnąć, ze względu na wprowadzenie nowych rozwiązań prawnych na rynku funduszy emerytalnych.

W 2014 roku największy wpływ na politykę inwestycyjną OFE i pozycję OFE na krajowym rynku finansowym będzie miała zmiana otoczenia prawnego związana z przyjętą przez Sejm 6 grudnia 2013 roku ustawą o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, pod warunkiem podpisana tejże ustawy przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce.....	6
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2010-2013	7
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2010-2013	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.	Zmiany Globalnego Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)	10
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)	11
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.).....	12
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	13
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)	14
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	14
Wykres 1.13.	Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)	15
Tabela 2.1.	Liczba członków OFE w latach 2010 - 2013	16
Tabela 2.2.	Liczba członków PFE	18
Tabela 2.3.	Liczba członków DFE	18
Wykres 2.1.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)	19
Wykres 2.2.	Składki w przekazane do OFE od 1.10.2010 do 30.09.2013 roku (mld zł).....	19
Tabela 2.4.	Okresowe emerytury kapitałowe od października 2010 roku do września 2013 roku.....	20
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł).....	21
Tabela 2.5.	Aktywa netto OFE (zł).....	21
Wykres 2.4.	Dekompozycja przyrostu WAN od 30.09.2010 do 30.09.2013 roku (mld zł)	22
Wykres 2.5.	Dekompozycja przyrostu WAN od 31.05.1999 do 30.09.2013 roku (mld zł)	23
Tabela 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)	24
Tabela 2.7.	Aktywa netto DFE (tys. zł).....	24
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE	25
Wykres 3.1.	Stopy zwrotu OFE*	26
Tabela 3.2.	Rachunek premiiowy za półroczne okresy przypadające od 30.09.2010 do 30.09.2013 (w zł)	27
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle inflacji w Polsce	28
Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2013	29
Tabela 3.3.	Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2010 roku do 30.09.2013 roku...	30
Tabela 3.4.	Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2010 roku do 30.09.2013 roku	30
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.).....	31
Tabela 3.5.	Stopy zwrotu DFE od pierwszej wyceny do 30.09.2013 roku.....	31
Wykres 4.1.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)	33

Tabela 4.1.	Struktura zagregowanego portfela OFE	33
Wykres 4.2.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2013 roku.....	35
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat dopuszczonym do lokat OFE na dzień 30.09.2013 roku	36
Tabela 4.3.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2013 roku	38
Wykres 4.3.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu .	39
Tabela 4.4.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ	40
Tabela 4.5.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	40
Wykres 4.4.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa	41
Tabela 4.6.	Duration portfeli OFE - skarbowe papiery wartościowe (w latach)	42
Wykres 4.5.	Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE (w latach)	42
Wykres 4.6.	Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG	43
Tabela 4.7.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	44
Tabela 4.8	Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa.....	44
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	45
Tabela 4.9.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2013 roku.....	45
Tabela 4.10.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2013 roku	46
Tabela 4.11.	Zaangażowanie OFE w spółki notowane na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 30.09.2013 roku.....	46
Wykres 4.8.	Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE na tle indeksu WIG20	47
Wykres 4.9.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	47
Tabela 4.12	Depozyty i transakcje buy sell back w portfelu OFE na 30.09.2013 (w zł)	48
Wykres 4.10.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE..	49



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