



**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE
31.03.2008 – 31.03.2011**

PION NADZORU UBEZPIECZENIOWO-EMERYTALNEGO

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

Spis treści

1	Sytuacja na rynku finansowym	5
1.1	Otoczenie makroekonomiczne	5
1.2	Krajowy rynek instrumentów dłużnych	7
1.3	Krajowy rynek instrumentów udziałowych	10
1.4	Rynki zagraniczne	12
2	Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa	14
2.1	Członkowie otwartych funduszy emerytalnych	14
2.2	Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych	15
2.3	Aktywa otwartych funduszy emerytalnych	18
2.4	Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych	21
3	Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce	22
3.1	Otwarte fundusze emerytalne	22
3.2	Pracownicze fundusze emerytalne	27
4	Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych	28
4.1	Zagregowany portfel funduszy emerytalnych	28
4.2	Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	32
4.3	Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	35
4.4	Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych	40

Synteza

Na początku kwietnia Komisja Nadzoru Finansowego po raz kolejny ustaliła i podała do publicznej wiadomości stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych za ostatnie trzy lata. Wszystkie OFE uzyskały stopy zwrotu powyżej minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Publikacji niniejszego raportu towarzyszy debata na temat przyszłości funduszy emerytalnych w Polsce oraz skali zmian regulacji sektora. Od 1 maja 2011 roku obowiązują zmienione zasady funkcjonowania rynku emerytalnego w zakresie wysokości składki odprowadzanej do OFE, limitów inwestycyjnych, akwizycji czy nowych produktów w segmencie dobrowolnych oszczędności emerytalnych. Jednocześnie toczą się prace zmierzające do wprowadzenia dalszych zmian, których celem jest zwiększenie efektywności systemu emerytalnego.

Raport składa się z czterech rozdziałów zawierających analizę sytuacji na rynku finansowym, opis przepływów członków, składek i zmian w aktywach funduszy, przedstawienie wyników inwestycyjnych oraz prezentację portfela funduszy emerytalnych. Poniżej znaleźć można najważniejsze informacje zawarte w raporcie:

Po okresie stabilnego i szybkiego wzrostu, od roku 2008 koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu. Najniższe tempo wzrostu gospodarczego wystąpiło w I kwartale 2009 roku, ale nawet wtedy polska gospodarka, w odróżnieniu od większości gospodarek europejskich, nie weszła w stadium recesji. Od II kwartału 2008 sytuacja na rynkach finansowych ulega systematycznej poprawie, natomiast polski rynek pracy do dziś silnie odczuwa skutki kryzysu. Okres objęty analizą nie obejmuje jeszcze ostatnich wydarzeń na rynkach finansowych silnie związanych z sytuacją w strefie Euro i kłopotami niektórych państw z bieżącą obsługą swoich zobowiązań.

Do funduszy emerytalnych należy coraz więcej członków, za którymi systematycznie płyną składki. Wraz z poprawą koniunktury na rynkach finansowych od I kwartału 2009 roku, aktywa funduszy powróciły na ścieżkę dynamicznego wzrostu. Na koniec marca 2011 roku do 14 OFE należało 15,3 mln członków, a aktywa netto OFE sięgały 228,7 mld zł. W tym czasie do 5 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 57 tys. członków, a ich aktywa wynosiły 1,6 mld zł.

W analizowanym okresie trzech lat stopa zwrotu otwartych funduszy emerytalnych mieściła się w przedziale od 13,6 do 17,4%, przy trzyletniej inflacji na poziomie 11,4%, zatem wszystkie fundusze realnie dodatnią, choć niewielką stopę zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 16,0% do 18,9%.

Inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 62,6%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 29,4%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły średnio 0,8% portfela. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych 53,6% portfela stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa oraz instrumenty udziałowe, stanowiące odpowiednio: 25,5% oraz 15,4% portfela.

W analizowanym okresie (31 marca 2008 roku – 31 marca 2011 roku) zarządzający aktywami OFE musieli się zmierzyć z najpoważniejszym kryzysem finansowym w ponad dziesięcioletniej historii sektora. Wyniki inwestycyjne zostały zdeterminowane przez wywołaną kryzysem dekonunkturę na rynku finansowym, ale wraz z powrotem optymizmu i wzrostami cen akcji, systematycznie odrabiają straty poniesione w najtrudniejszych okresach.

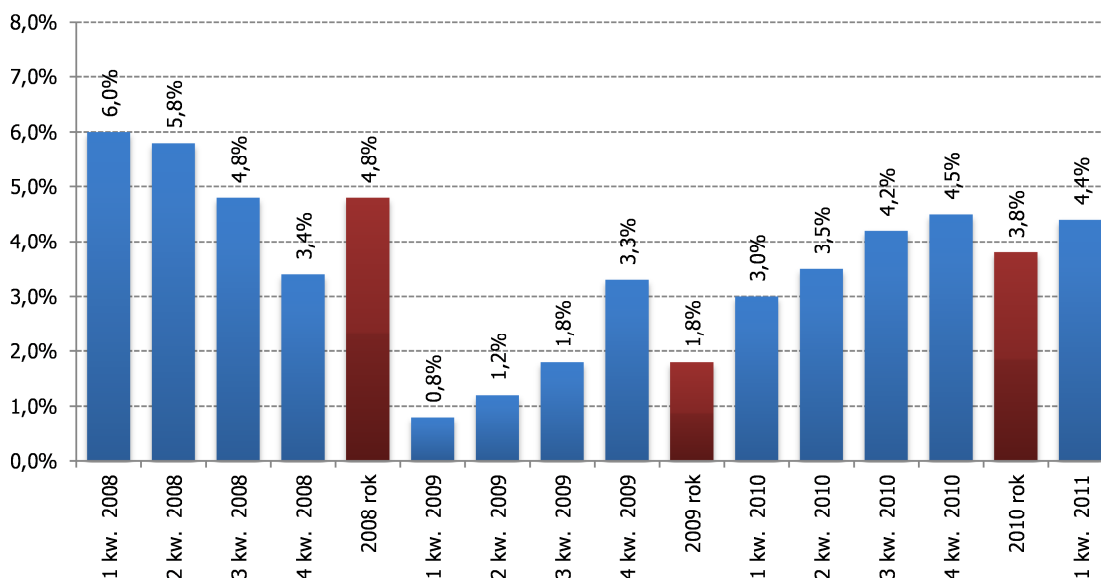
Wnioski płynące z analizy wpływu kryzysu finansowego na funkcjonowanie funduszy emerytalnych oraz skutków, jakie wywołał dla członków OFE, mogą posłużyć do tworzenia rekomendacji zmian w regulacjach. Główna rekomendacja to wprowadzenie subfunduszu bezpiecznego, którego zadaniem będzie ochrona zgromadzonego kapitału przed ewentualną dekonunkturą na rynkach finansowych w ostatnim okresie oszczędzania przed przejściem na emeryturę. Inne elementy, które powinny przyczynić się do wzrostu konkurencji i efektywności sektora to: zwiększenie adekwatności kapitałowej PTE poprzez powiązanie wysokości kapitałów własnych PTE z wielkością ponoszonego przez nie ryzyka czy wprowadzenie nowego benchmarku dla OFE, który przyczyni się do wzrostu efektywności OFE.

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Po okresie stabilnego wzrostu, koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu w roku 2008, by powrócić do ścieżki umiarkowanego wzrostu w roku 2010. Udało się uniknąć realnego spadku PKB, ale na koniec pierwszego kwartału 2009 roku wzrost osiągnął poziom jedynie 0,8% w skali roku. Mimo to, tempo rozwoju polskiej gospodarki było istotnie wyższe niż większości krajów rozwiniętych, szczególnie na tle gospodarki UE, która począwszy od IV kwartału 2008 roku znajdowała się w recesji. Polska okazała się jedynym krajem UE, który utrzymał dodatni wzrost gospodarczy w roku 2009. Według danych GUS produkt krajowy brutto w Polsce w 2009 roku w porównaniu z poprzednim rokiem był wyższy realnie o 1,8% (w 2008 roku o 4,8%). Rok 2010 przyniósł pewne ożywienie i wzrost gospodarczy na poziomie 3,8% rocznie, a niektóre ośrodki prognozują, że w roku 2011 wzrost przekroczy nawet 4%. Jest to efekt odreagowania podobny do tego, jaki zaobserwowały również niektóre gospodarki UE, trudno jednak przesądzać o powrocie na ścieżkę szybkiego wzrostu z czasów poprzedzających kryzys finansowy.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce w latach 2008-2011 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego

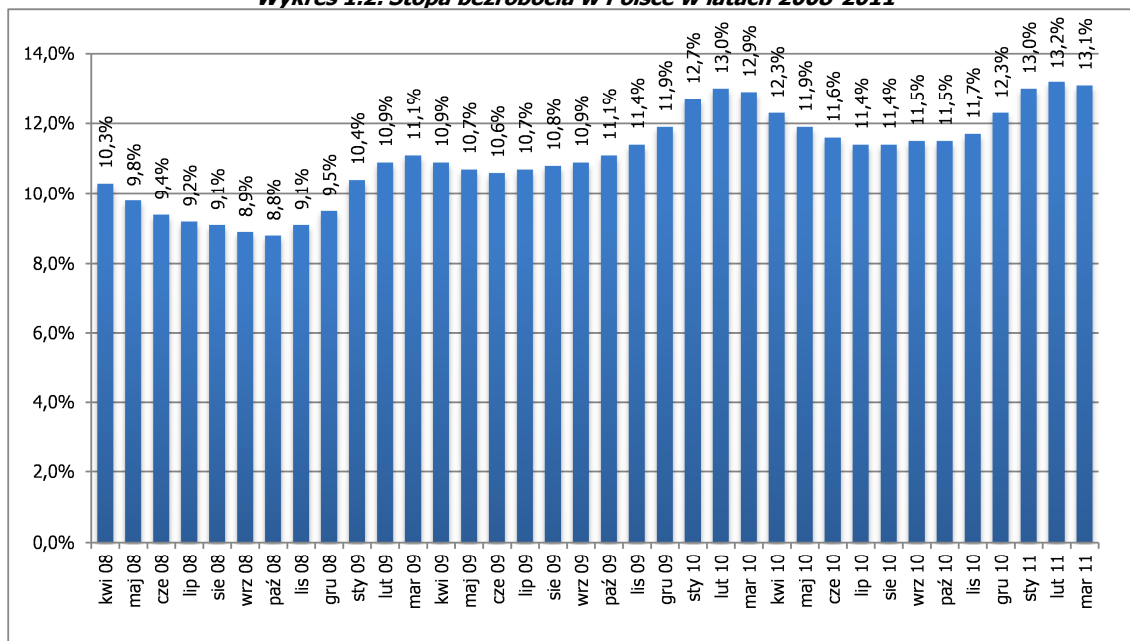


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano systematyczny trend wzrostowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. W październiku 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 8,8%. W kolejnych miesiącach stopa bezrobocia zaczęła jednak wyraźnie wzrastać i w lutym 2010 roku osiągnęła poziom 13%, a rok później już 13,2%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat. W perspektywie nienajgorszych danych o wroście gospodarczym i niewielkim wroście stopy bezrobocia między rokiem 2010 a 2011 istnieje szansa na spowolnienie lub wyhamowanie niekorzystnego trendu.

Wskaźnik bezrobocia w lutym 2011 roku osiągnął poziom 13,2%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat.

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



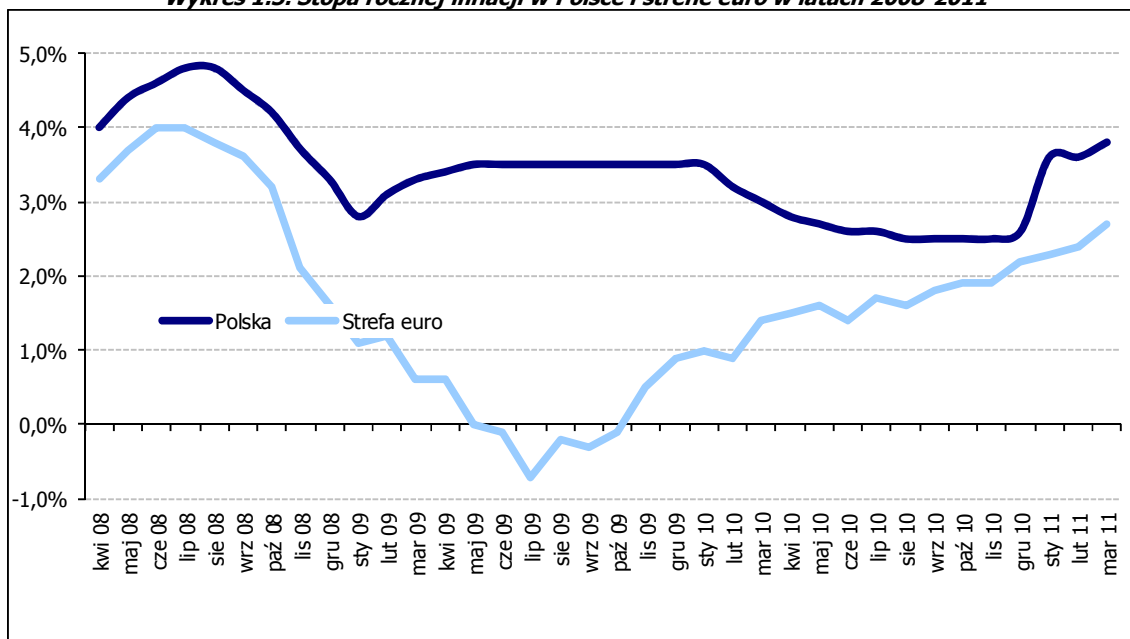
Zródło: Główny Urząd Statystyczny

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

W analizowanym okresie, roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w przedziale 2,5% – 4,8%. W 2008 roku inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.) osiągając maksimum w letnich miesiącach 2008 roku. Silny skok inflacji obserwujemy na przełomie lat 2010 i 2011, co jest przypisywane podwyżce podatku VAT i czynnikom egzogenicznym (wzrost światowych cen żywności i surowców).

W tym czasie inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale od -0,7% do 4,0%. O ile w połowie 2009 roku w strefie euro pojawiła się niewielka deflacja, to od III kwartału 2009 poziom inflacji rośnie, przekraczając w marcu 2011 roku wartość 2,5%.

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



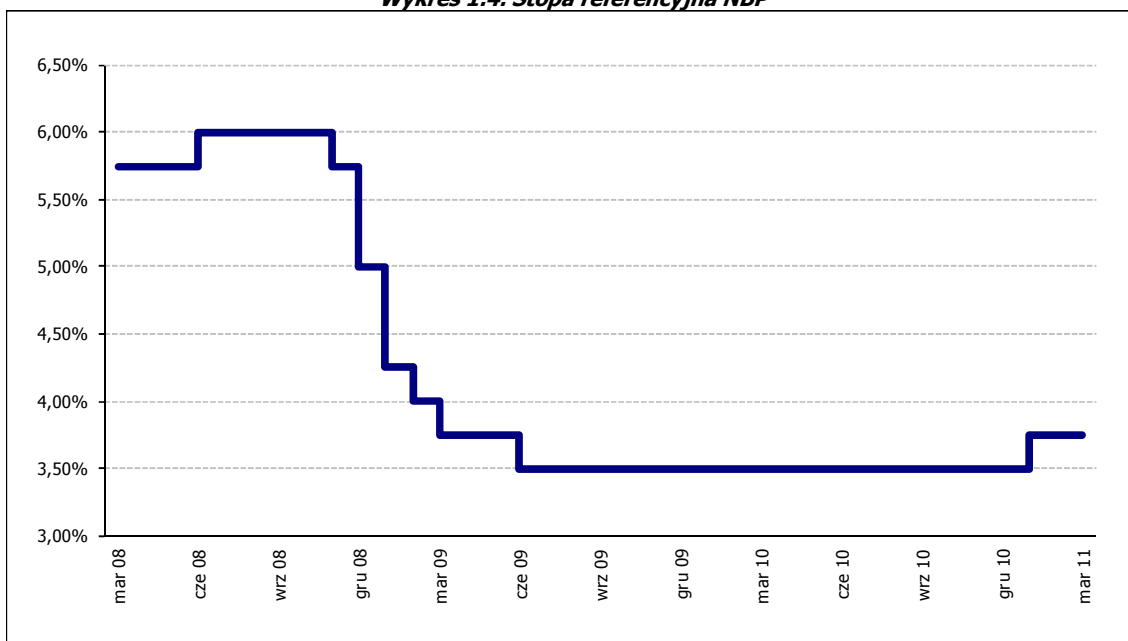
Zródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku Rada Polityki Pieniężnej 8-krotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- 2-krotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 0,5 pkt proc., po 25 punktów bazowych na początku i końcu analizowanego okresu;
- 6-krotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 2,5 pkt proc.

Na dzień 31 marca 2011 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 3,75%, stopa redyskonta weksli 4,00%, stopa lombardowa 5,25%, a stopa depozytowa NBP 2,25%. Łączna obniżka stóp procentowych w Polsce rozpoczęta w IV kwartale 2008 roku, choć wysoka, była mniejsza niż zdecydowane posunięcia w zakresie polityki pieniężnej podjęte przez banki centralne najważniejszych gospodarek światowych. Podwyżka stóp procentowych w styczniu 2011 roku była pierwszą z zapowiadanego cyklu podwyżek stóp procentowych i jest odpowiedzią na rosnącą inflację, z którą boryka się niemal cała światowa gospodarka.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

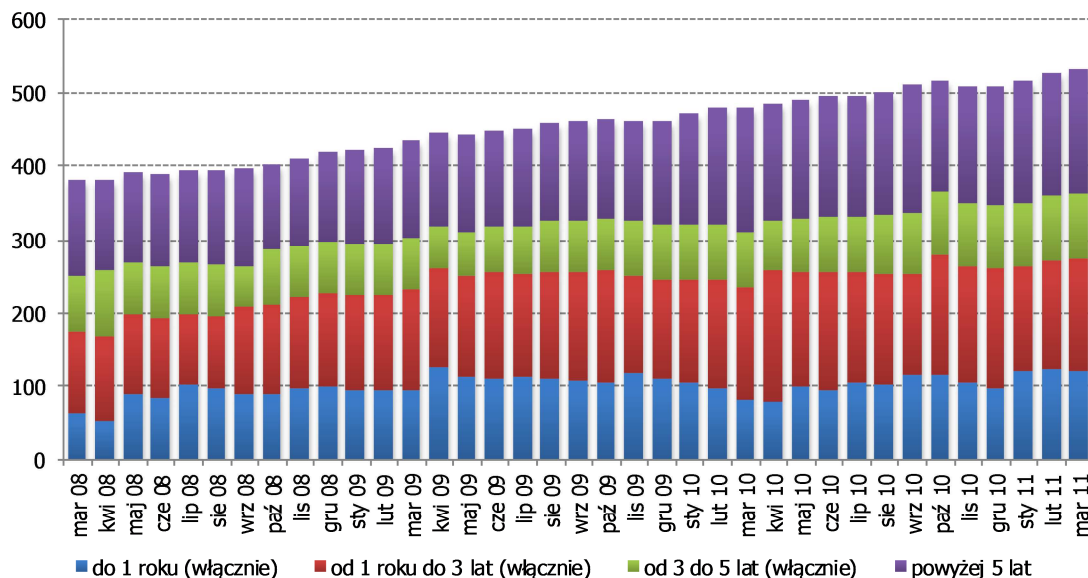
1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec marca 2011 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 732,3 mld zł, co oznacza, że od końca marca 2008 roku zadłużenie wzrosło o 47,2%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (533 mld zł), stanowiący na koniec marca 2011 roku 72,8% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 40%, przekraczając w sierpniu 2010 roku psychologiczną barierę pół biliona zł.

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 156 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 199,5 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 70%.

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

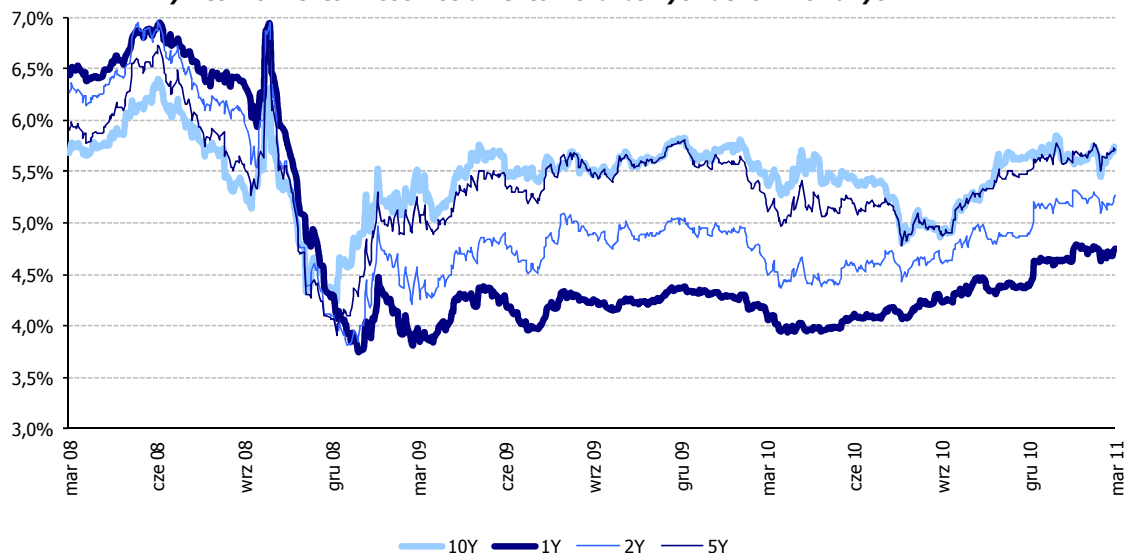
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od marca 2008 roku do marca 2011 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dużymi wahaniami. Najwyższą wartość osiągnęła na koniec drugiego kwartału 2008 roku. W III kwartale 2008 roku nastąpił gwałtowny spadek poziomu rentowności instrumentów skarbowych, by w I i II kwartale 2009 roku nieco wzrosnąć. Począwszy od III kwartału 2009 roku nastąpiła stabilizacja poziomu rentowności na różnych poziomach, w zależności od terminu zapadalności instrumentu. Od początku drugiego półrocza 2010 roku można zaobserwować słaby trend wzrostowy i tendencję do konwergencji rentowności papierów skarbowych o różnych terminach zapadalności.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

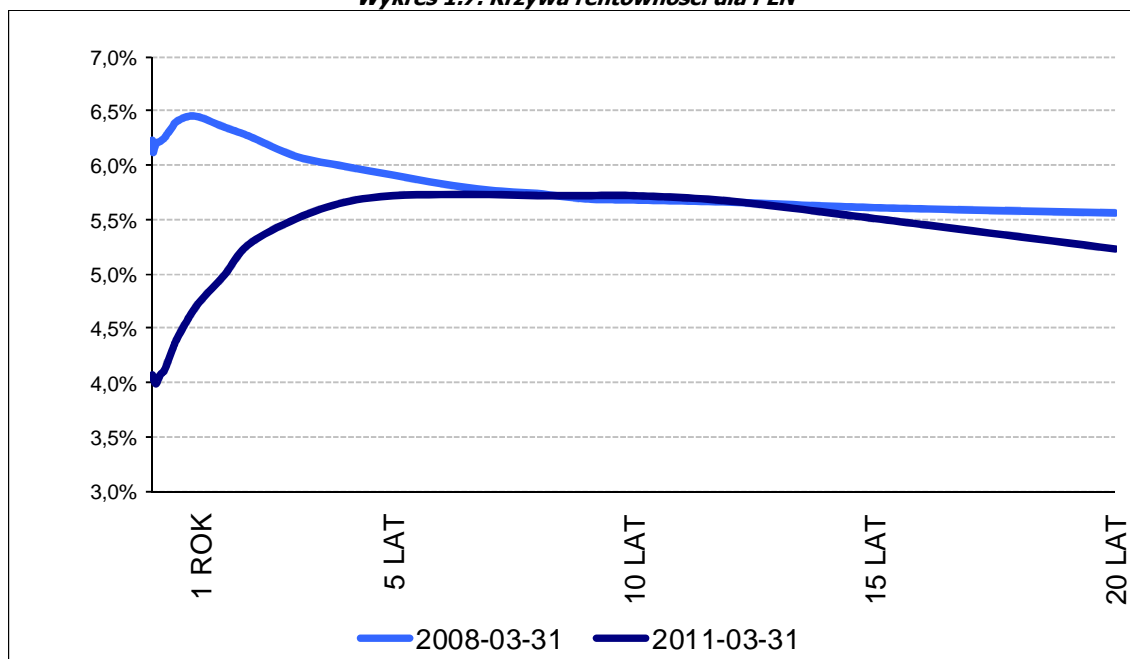


Źródło: Reuters

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

W okresie od marca 2008 roku do marca 2011 roku zmienił się kształt krzywej rentowności na polskim rynku. Na początku okresu krzywa stromo opadała dla krótkich okresów, spłaszczając się ku końcowi. W ciągu kolejnych 36 miesięcy na krótkim stopy spadły o ponad 200 pkt. bazowych, w długim okresie zmiana była natomiast minimalna. W marcu 2011 krzywa rentowności miała już bardziej typowy kształt, choć wciąż nie była monotonicznie rosnąca.

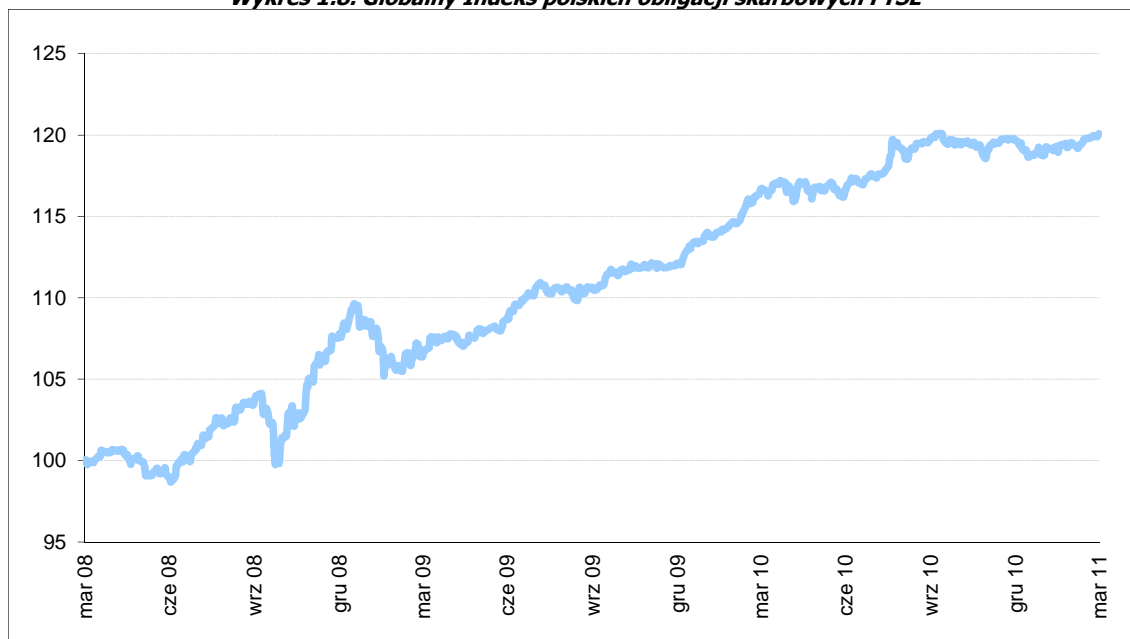
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters (Zerocoupon IRS)

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 20,1%, przy czym największy wzrost rozpoczął się w III kwartale 2008 roku i trwał, z niewielkimi wahaniami, do końca analizowanego 2010 roku. Czwarty kwartał 2010 to okres początku stabilizacji wartości indeksu.

Wykres 1.8. Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE

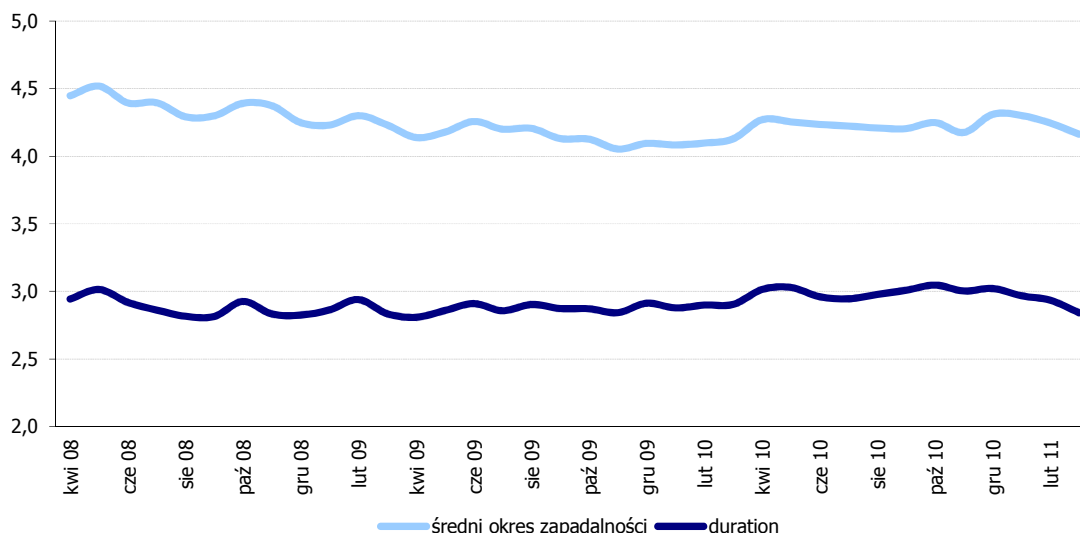


Marzec 2008 = 100

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

W okresie od marca 2008 roku do marca 2011 roku średnia zapadalność krajowych skarbowych papierów wartościowych spadła nieznacznie z poziomu 4,4 roku na początku okresu do poziomu 4,1 roku w marcu 2011 roku, notując lokalne maksimum w drugim kwartale 2008 roku. W ostatnich trzech latach spadła również średnia duracja skarbowych papierów wartościowych z 2,94 na 2,79 w marcu 2011.

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



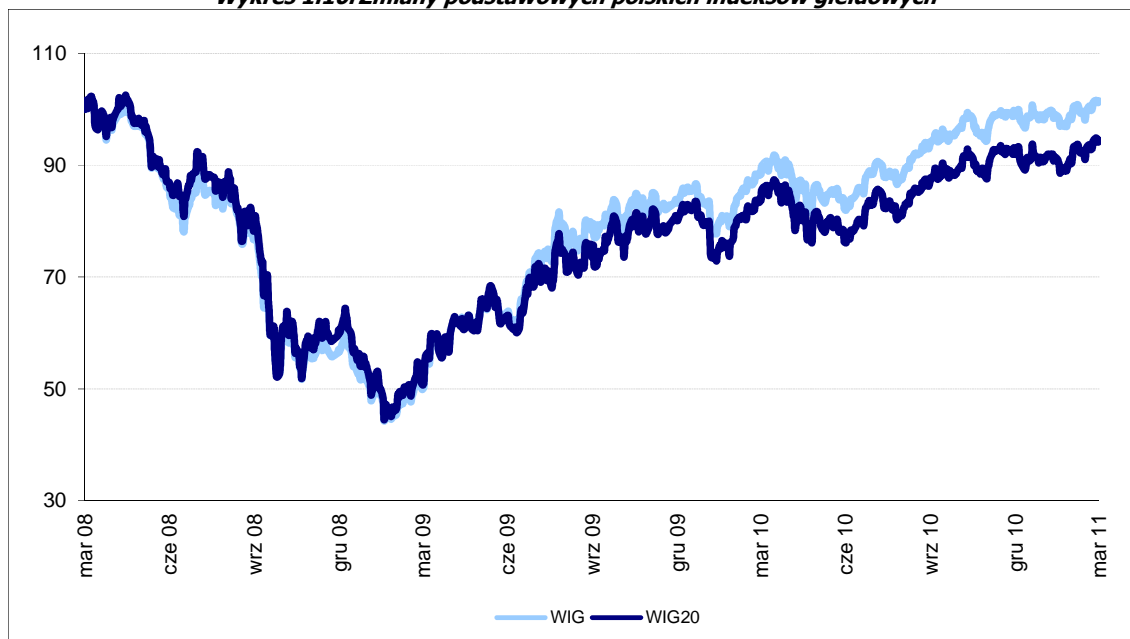
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od marca 2008 roku do marca 2011 roku to czas dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Od początku 2008 roku indeksy spadały w znacznym tempie, załamując się we wrześniu w wyniku globalnego kryzysu finansowego. Na luty 2009 roku przypadał najniższy poziom indeksów w badanym okresie (17 lutego 2009: WIG 21 274,28; WIG20 1 327,64). Od marca 2009 roku nastąpiło wyraźne odbicie wartości indeksów, a od marca 2010 obserwujemy stabilny, umiarkowany trend wzrostowy. Jeśli przeanalizować cały badany okres, to w ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 1,5% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 5,5%, zatem w 2011 indeksy zbliżyły się do swoich przedkryzysowych wartości.

**W 2011
Indeksy GPW
zbliżyły się do
swoich
przedkryzyso-
wych
wartości.**

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych



Wartość na dzień 31.03.2008 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W 2008 roku wszystkie indeksy odnotowały spadki, a w ślad za tym spadała kapitalizacja rynku, podczas gdy w roku 2009, 2010 i pierwszym kwartale 2011 roku wszystkie indeksy odnotowały wzrost. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała dwukrotnie wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze w 2008 roku różnica ta wynosiła tylko 36%. W latach 2009-2011 giełda odrabiała straty w stosunku do 2008 roku, co spowodowało, że w tym okresie kapitalizacja spółek krajowych zwiększyła się o 293 mld zł, a zagranicznych o 89 mld zł.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Wyszczególnienie	I-III 2011	2010	2009	2008
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	402	400	379	374
w tym zagraniczne	29	27	25	25
liczba debiutów	10	34	13	33
liczba wycofań	8	13	8	10
Obligacje	50	50	51	51
w tym zagraniczne	3	3	3	3
Kontrakty terminowe	55	55	37	40
Opcje	108	106	110	138
Wartości indeksów				
WIG20	2 816,96	2 744,17	2 388,72	1 789,73
mWIG40	2 912,50	2 805,26	2 346,14	1 511,27
sWIG80	12 727,29	12 219,94	11 090,93	6 852,79
WIG	48 729,83	47 489,91	39 985,99	27 228,64
WIG-PL	48 061,66	46 737,15	39 372,61	27 167,25
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	2,65	14,88	33,47	-48,21
mWIG40 (%)	3,82	19,57	55,24	-62,48
sWIG80 (%)	4,15	10,18	61,85	-56,95
WIG (%)	2,61	18,77	46,85	-51,07
WIG-PL (%)	2,83	18,7	44,93	-50,62

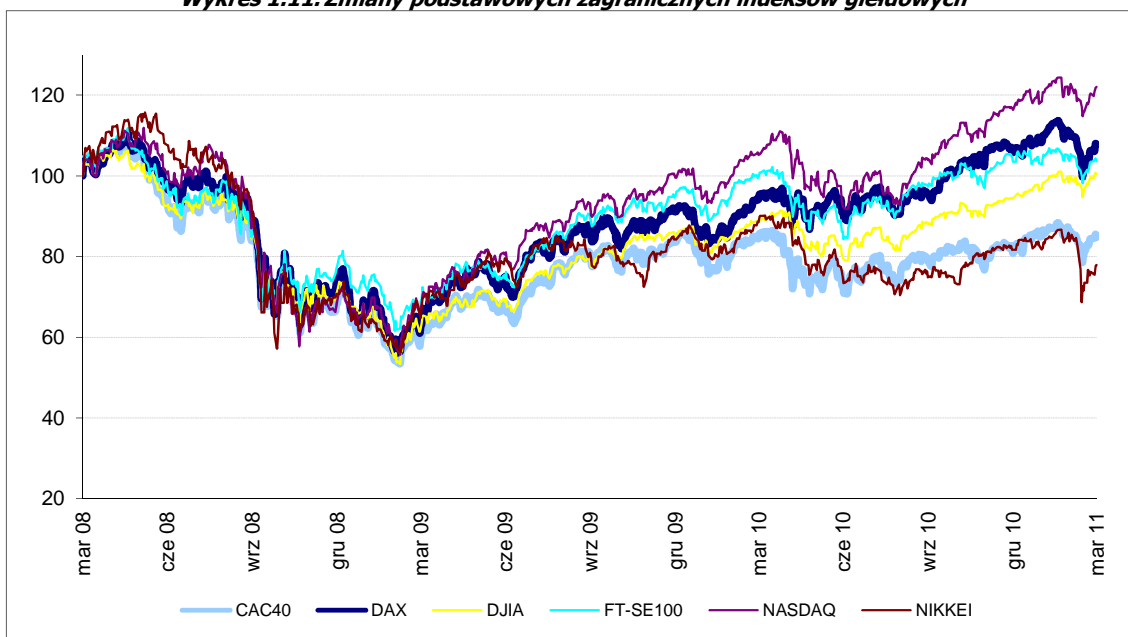
Wyszczególnienie	I-III 2011	2010	2009	2008
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	561 068	542 646	421 178	267 359
Spółki zagraniczne (mln zł)	286 051	253 836	294 643	197 756
Obligacje krajowe (mln zł)	507 907	486 505	406 112	362 704
Obligacje zagraniczne (mln zł)	586	586	586	586
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	67 790	234 288	175 943	165 658
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	63 872	206 857	166 696	160 358
Liczba transakcji na sesję	57 244	48 393	51 395	38 211
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	3 918	27 431	9 247	5 301
Liczba transakcji pakietowych	901	4 482	2 888	2 464

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

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

Wykres 1.11. Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych



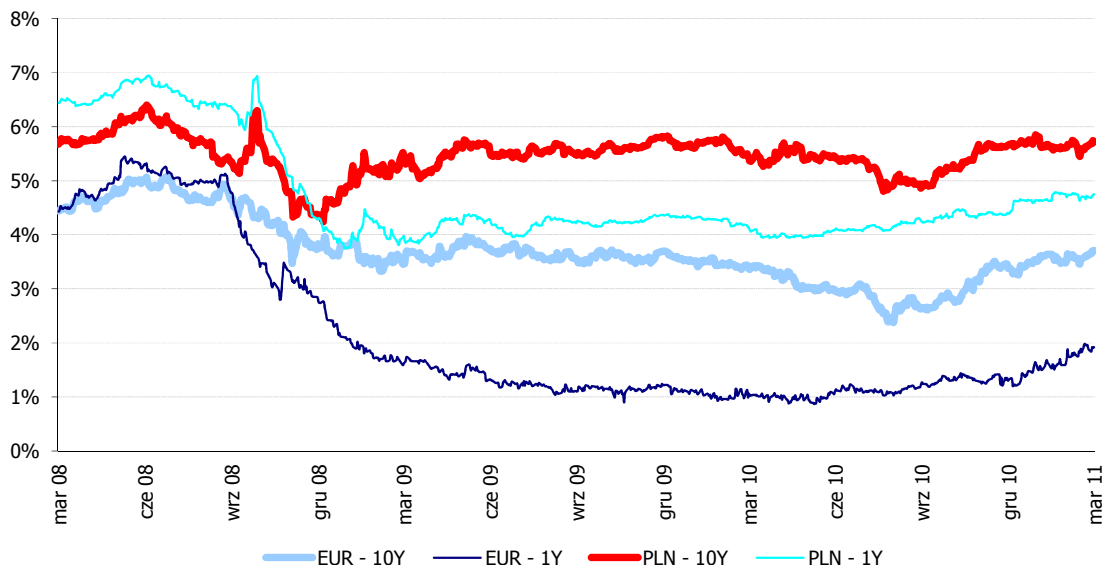
Wartość na dzień 31.03.2008 = 100.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

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

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

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

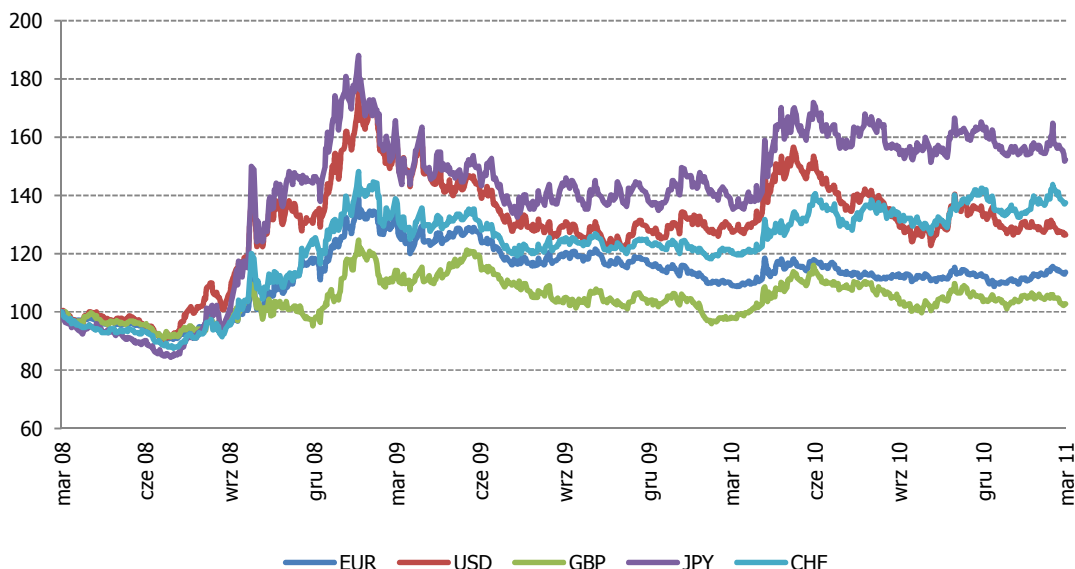


Źródło: Reuters

W okresie od połowy 2008 roku do początku 2009 roku następowała systematyczna nominalna deprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Spośród pięciu zaprezentowanych walut, najbardziej stabilna w tym okresie była wartość złotówki w stosunku do funta brytyjskiego. Od marca 2009 kurs walutowy wykazał słaby, ale stabilny trend aprecyjny, zwłaszcza do EURO i USD. II kwartał 2010 to chwilowe osłabienie polskiej waluty, zakończone powrotem na stabilno-aprecyjną ścieżkę. W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem jena japońskiego, która to waluta przez większość czasu podlegała silnej aprecjacji w stosunku do praktycznie wszystkich innych głównych światowych walut.

II kwartał 2010 to chwilowe osłabienie polskiej waluty, zakończone powrotem na stabilno-aprecyjną ścieżkę.

Wykres 1.13. Kursy wybranych walut w stosunku do złotego



31.03.2008 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2011 roku do OFE należało 15,3 mln członków.

Na koniec marca 2011 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 15,3 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 1,8 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w 12 otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku dwóch podmiotów liczba członków zmniejszyła się. Największe przyrosty członków odnotował AXA OFE (430,1 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także: Generali OFE, ING OFE oraz OFE PZU „Złota Jesień” (odpowiednio: 276,9 tys., 276,7 tys., 219,1 tys.). O 531,7 tys. wzrosła liczba członków w Aegon OFE, ale było to skutkiem połączenia z innym OFE.

Na zmianę liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 2,4 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić zmiany prawne wyłączające określone grupy osób z systemu kapitałowego, przypadki śmierci członków OFE czy weryfikację rejestrów członków w celu eliminacji błędnych zapisów.

Tabela 2.1. Członkowie OFE w latach 2008 - 2011

OFE	Liczba członków w dniu 2008-03-28	Saldo transferów w okresie IV 2008 – III 2011	Losowania w okresie IV 2008 – III 2011	Umowy pierwszorazowe w okresie IV 2008 – III 2011	Liczba członków w dniu 2011-03-31
AEGON OFE	345 375	-19 634	60 290	89 375	877 074
Allianz Polska OFE	333 061	41 509	66 470	65 011	490 306
Amplico OFE	1 097 949	-54 751	119 218	66 238	1 176 133
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 778 750	-197 936	0	266 204	2 759 714
AXA OFE	626 935	247 902	67 743	167 363	1 057 027
Generali OFE	572 911	103 623	119 065	104 805	849 807
ING OFE	2 676 609	-19 094	0	412 740	2 953 345
Nordea OFE	736 948	-23 354	0	121 193	875 418
Pekao OFE	318 138	-27 884	63 854	34 335	347 505
PKO BP Bankowy OFE	445 307	21 869	0	43 069	490 527
OFE Pocztylion	445 988	-46 787	57 280	114 249	566 350
OFE Polsat	323 882	-39 963	51 448	7 249	308 802
OFE PZU „Złota Jesień”	1 982 765	36 423	0	258 120	2 201 837
OFE Skarbiec-Emerytura	451 640	-13 257	0	12 052	0
OFE WARTA	312 031	-8 666	0	20 318	312 678
Razem	13 448 289	0	605 368	1 782 321	15 266 523

W 2008 roku liczba OFE zmniejszyła się do 14 w związku z połączeniem Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura. Zestawienie nie uwzględnia wszystkich czynników wpływających na zmianę liczby członków w analizowanym okresie, np. zgonów członków czy weryfikacji rejestrów i związanej z tym eliminacji martwych rachunków.
Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

Największą liczbę członków na rynku pierwotnym pozyskały największe fundusze emerytalne.

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

pierwotnego. Najwięcej członków w tym trybie pozyskał ING OFE (412,7 tys.) i Aviva OFE Aviva BZ WBK (266,2 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiło w analizowanym okresie do OFE WARTA (20,3 tys.). Warto zauważyć, że trzy największe fundusze, które pozyskały najwięcej członków na rynku pierwotnym nie uczestniczą w losowaniach, a więc cały ten przyrost można przypisać akwizycji i działaniom marketingowym.

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,8 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 147,3 tys. osób.

Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w listopadzie 2010 roku (162 683), zaś najmniej w maju 2008 roku (108 233).

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku miało miejsce 6 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 605,4 tys. osób (średnio 100,9 tys. osób w losowaniu). Najwięcej osób trafiło do Amplico OFE oraz Generali OFE (łącznie 39,4% osób uczestniczących w losowaniu).

Od początku 2009 roku rozpoczęła się również faza dekulacji środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Wraz z wejściem w życie ustawy o emeryturach kapitałowych, OFE rozpoczęły proces przekazywania środków z przeznaczeniem na wypłaty emerytur okresowych dokonywanych przez ZUS. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, którym przyznano emerytury okresowe, w większości przypadków pozostaje w funduszu aż do wyczerpania lub do czasu przyznania emerytury dożywotniej.

1,8 mln członków zmieniło fundusz emerytalny.

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

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2011 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 57,3 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 4,5%. Na rynku działała pięć funduszy. Cztery z nich odnotowały wzrosty liczby członków, sięgające od 0,4% w PFE "Nowy Świat" do 37,3% w PFE NESTLE POLSKA. Jednak największy fundusz - PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A., stracił 12% członków, co ze względu na jego duży udział w rynku przełożyło się na wskazany na początku spadek.

Do PFE należy 57,3 tys. członków.

Tabela 2.2. Członkowie PFE w latach 2008 - 2011

PFE	31.03.2008	31.03.2009	31.03.2010	31.03.2011
PFE "Nowy Świat"	7 447	7 378	7 465	7 476
PFE NESTLE POLSKA	1 716	1 902	2 040	2 356
PFE TELEKOMUNIKACJI POLSKIEJ S.A.	36 926	35 850	34 505	32 496
PFE UNILEVER POLSKA	1 804	1 948	2 084	2 284
PFE Słoneczna Jesień	12 054	11 948	11 956	12 644
Razem	59 947	59 026	58 050	57 256

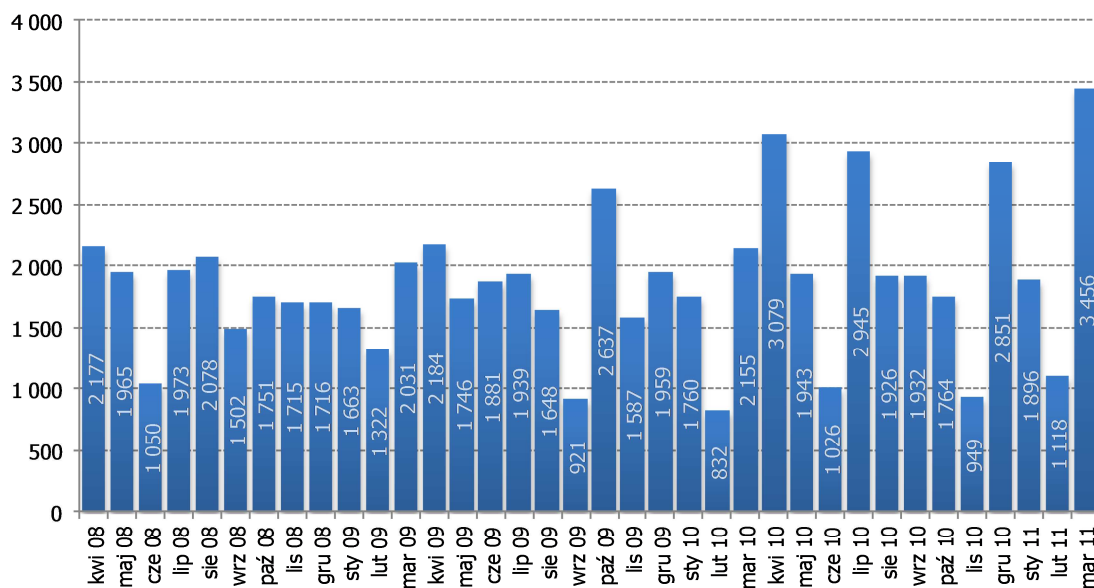
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.3 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 67,1 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 1,9 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2011 roku (3,5 mld zł), zaś najmniejsza w lutym 2010 roku (0,8 mld zł).

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 67 mld zł składek.

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

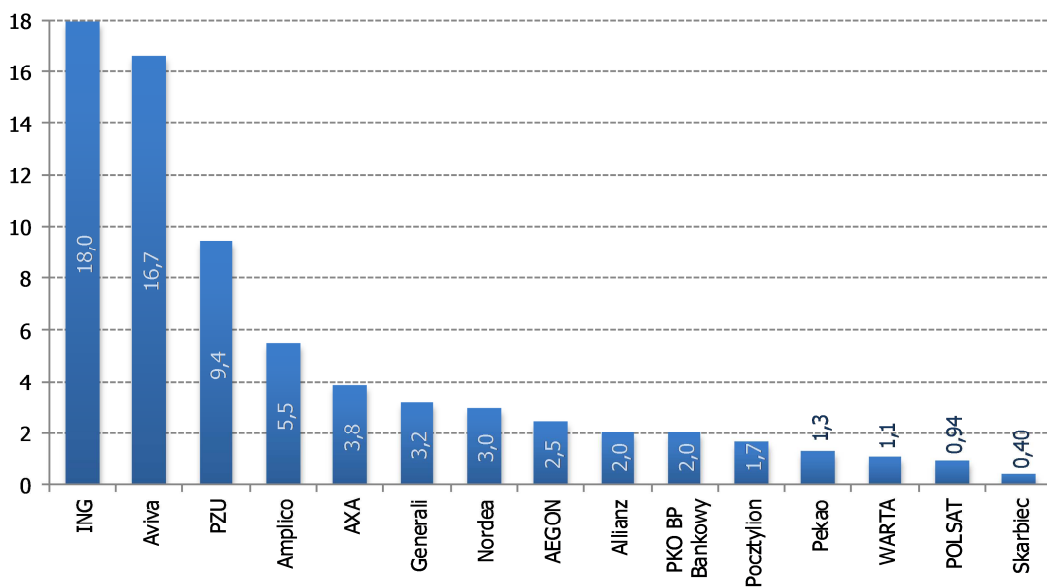


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (18,0 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (16,7 mld zł) – fundusze te otrzymały 53,5% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 1,1 mld zł oraz 0,94 mld zł. Jeszcze mniej składek trafiło do OFE Skarbiec-Emerytura, ale fundusz ten funkcjonował tylko do listopada 2008 roku.

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

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE od 1.04.2008 do 31.03.2011 roku (mld zł)



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Z początkiem 2009 roku otwarte fundusze emerytalne zaczęły przekazywać środki na wypłatę emerytur. W okresie od stycznia 2009 roku do marca 2010 roku dokonano łącznie 9 058 wypłat (926 wypłat pierwszorazowych i 8 132 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę 824,1 tys. zł (206,1 tys. zł wypłat pierwszorazowych oraz 618,0 tys. zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych).

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

OFE	Wypłaty pierwszorazowe		Regularne wypłaty miesięczne		Przeciętne miesięczne świadczenie
	Liczba wypłat	Kwota wypłat	Liczba wypłat	Kwota wypłat	
AEGON OFE	62	11 619,02	626	35 214,80	56,25
Allianz Polska OFE	27	8 687,57	188	16 695,77	88,81
Amplico OFE	107	23 423,13	916	65 467,26	71,47
Aviva OFE Aviva BZ WBK	122	30 922,87	1 158	99 783,04	86,17
AXA OFE	48	8 509,52	390	20 933,72	53,68
Generali OFE	59	10 126,45	513	30 333,70	59,13
ING OFE	206	68 074,69	1 835	208 230,45	113,48
Nordea OFE	44	6 315,26	384	23 580,63	61,41
Pekao OFE	23	3 208,14	235	10 446,34	44,45
PKO BP Bankowy OFE	25	3 264,48	242	14 005,27	57,87
OFE Pocztynion	51	6 129,20	442	22 887,10	51,78
OFE POLSAT	18	1 596,34	138	4 198,15	30,42
OFE PZU "Złota Jesień"	117	22 017,89	913	58 128,51	63,67
OFE WARTA	17	2 244,04	152	8 072,58	53,11
Razem	926	206 138,60	8 132	617 977,32	75,99

Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Ze względów technicznych, pierwsze świadczenie, jakie otrzymuje emeryt z systemu kapitałowego, czyli wypłata pierwszorazowa, obejmuje najczęściej okres inny niż miesiąc. Z tego względu wartość tego pierwszego świadczenia jest inna (najczęściej wyższa – średnia wyniosła 222,61 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 75,99 zł), jaką emeryt będzie otrzymywał w kolejnych miesiącach. W kolejnych miesiącach na emeryturę przechodzą osoby o coraz dłuższym stażu oszczędzania w OFE, co przekłada się na wyższy poziom kapitału emerytalnego, a co za tym idzie także wyższe emerytury.

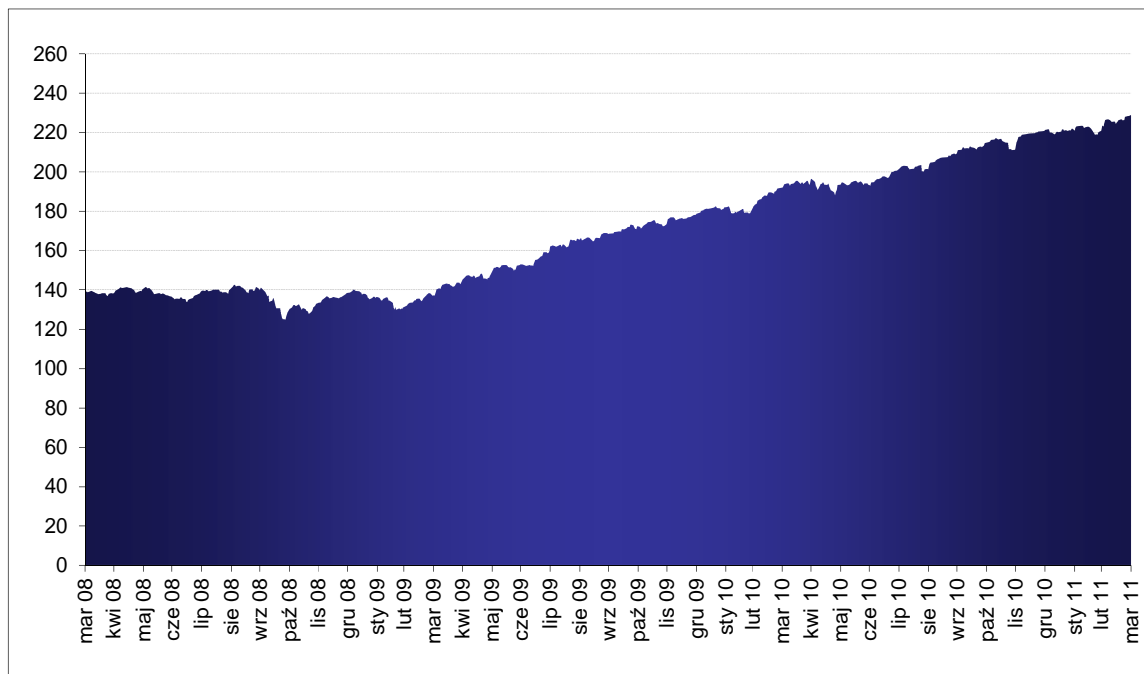
Średnia wysokość emerytury wypłacanej co miesiąc z OFE wynosi 76 zł.

2.4 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2011 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 228,7 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o 90,6 mld zł. Przyrost ten był wyższy niż w poprzednim okresie, głównie za sprawą wyraźnego poprawienia się koniunktury na rynku akcji zapoczątkowanego w lutym 2009 roku.

Na koniec marca 2011 roku OFE miały 228,7 mld zł aktywów netto.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły ING OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy (mierzony wartością zarządzanych aktywów netto) na koniec marca 2011 roku wyniósł 61,3%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 2,5 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył Aegon OFE (2,1 pkt. proc.), ale to głównie za sprawą połączenia z OFE Skarbiec-Emerytura. Istotny wzrost udziału w rynku zanotowano również w AXA OFE, Generali OFE oraz Nordea OFE (wzrosty odpowiednio o: 1,5 oraz 1,0 oraz 0,8 pkt proc.), co było skutkiem wysokiego dodatniego salda transferowego w tych funduszach, a także skuteczności w pozyskiwaniu członków na rynku pierwotnym. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (2,9 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (mln zł)

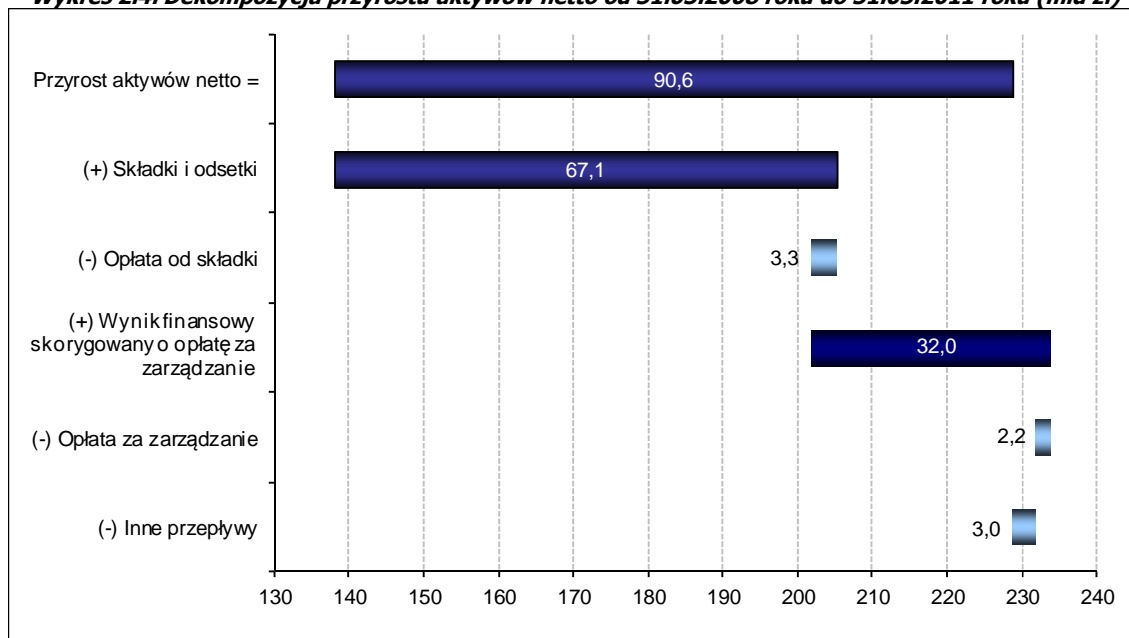
	2008-03-31		2011-03-31	
AEGON OFE	2 825,5	2,05%	9 437	4,13%
Allianz Polska OFE	3 462,3	2,51%	6 840	2,99%
Amplifico OFE	11 348,9	8,22%	17 415	7,62%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	36 544,0	26,46%	53 820	23,53%
AXA OFE	6 226,9	4,51%	13 701	5,99%
Generali OFE	5 259,0	3,81%	10 977	4,80%
ING OFE	32 633,9	23,63%	54 825	23,97%
Nordea OFE	4 868,1	3,52%	9 824	4,30%
Pekao OFE	2 233,4	1,62%	3 517	1,54%
PKO BP Bankowy OFE	4 182,1	3,03%	7 073	3,09%
OFE Pocztylion	2 795,7	2,02%	4 435	1,94%
OFE POLSAT	1 280,0	0,93%	2 132	0,93%
OFE PZU "Złota Jesień"	18 938,5	13,71%	31 522	13,78%
OFE Skarbiec-Emerytura	3 471,3	2,51%	0	0,00%
OFE WARTA	2 043,2	1,48%	3 174	1,39%
Razem	138 112,803	100,00%	228 693,36	100,00%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku wykazuje, że OFE wygenerowały zysk na poziomie 29,8 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 32 mld zł). W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 67,1 mld zł. Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata od składki (wartość na poziomie 3,3 mld zł) oraz opłata za zarządzanie (2,2 mld zł).

W ciągu trzech lat aktywa netto OFE wzrosły o 90,6 mld zł.

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.03.2008 roku do 31.03.2011 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

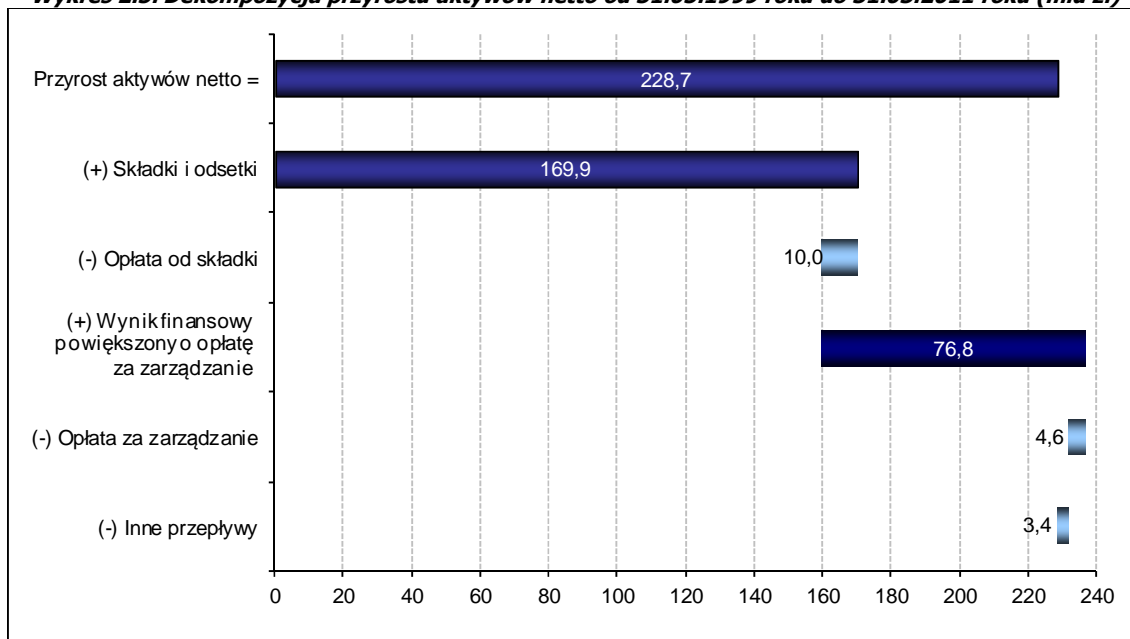
W bilansie funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE czy przekazania środków z OFE do budżetu państwa w przypadku osób wychodzących z kapitałowego systemu emerytalnego na podstawie odrębnych

przepisów, a także wypłaty emerytur – saldo tych wszystkich operacji wyniosło w skali trzech lat ok. -3,0 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2011 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (169,9 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (72,2 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie, jest to kwota 76,8 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 10,0 mld zł oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (4,6 mld zł).

Zysk OFE od początku ich istnienia to 72 mld zł.

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.05.1999 roku do 31.03.2011 roku (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.5 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

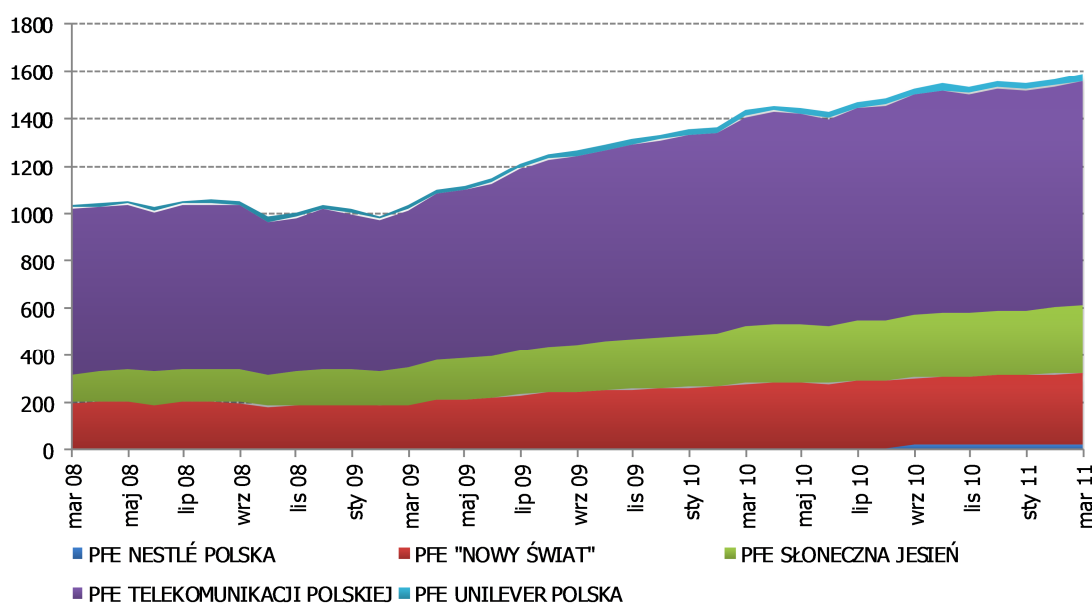
Na dzień 31 marca 2011 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień”).

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec marca 2011 roku kształtowała się na poziomie 1,59 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 53%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec marca 2011 roku 0,69% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych (II filar ubezpieczeń społecznych).

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował na koniec analizowanego okresu Pracowniczy Fundusz Emerytalny Telekomunikacji Polskiej. Dysponował on aktywami o wartości 0,94 mld zł, co dawało mu 59,5% udziału w rynku.

**Na koniec
marca 2011
roku aktywa
netto PFE
wyniosły 1,6
mld zł.**

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



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia
ważona stopa
zwrotu OFE
wyniosła 15,2
% w okresie
trzech lat.

W dniu 7 kwietnia 2011 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z września 2010 roku, fundusze polepszyły swoje wyniki. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 15,2%, a minimalna stopa zwrotu 7,6%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej.

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

Różnica
między
najwyższą i
najniższą
stopą zwrotu
OFE była
relatywnie
niska i
wyniosła 3,8
pkt proc.

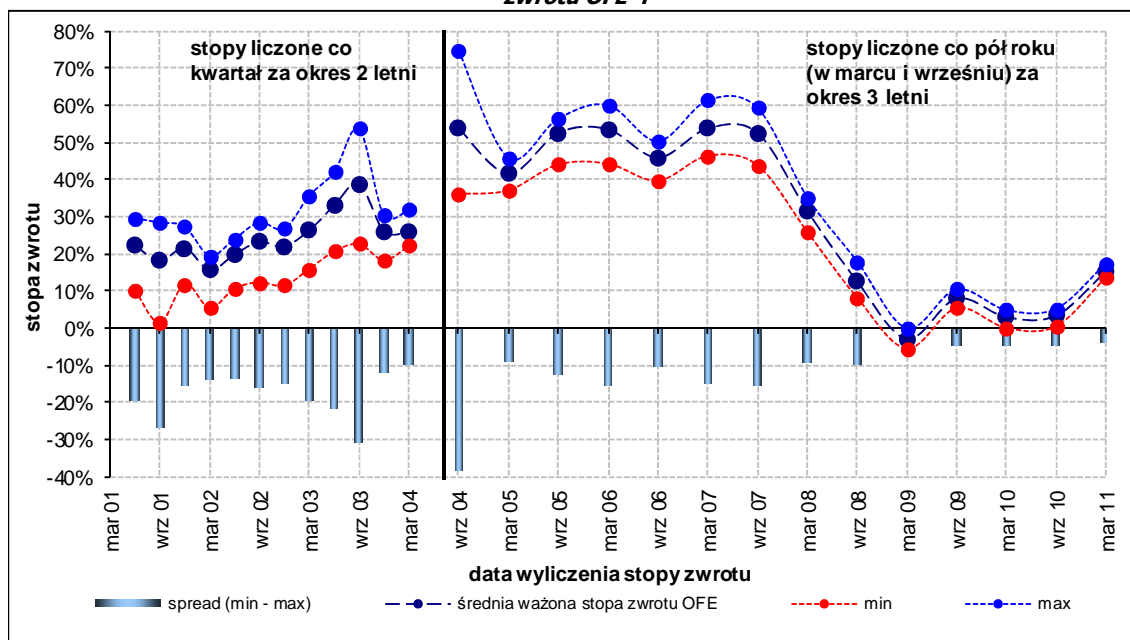
Podobnie jak pół roku wcześniej, w analizowanym okresie, wszystkie OFE miały dodatnie stopy zwrotu. Najlepszy fundusz, Allianz Polska OFE, osiągnął stopę zwrotu 17,4% a najgorszy, Aviva OFE BZ WBK 13,6%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE była relatywnie niska i wynosiła 3,8 pkt proc. (w poprzednim półroczu 4,8 pkt proc.). Było to najniższe dotąd zaobserwowane zróżnicowanie trzyletnich stóp zwrotu OFE.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	31 mar 08	31 mar 11	
Allianz Polska OFE	25,05	29,41	17,405%
PKO BP Bankowy OFE	25,75	29,98	16,427%
AXA OFE	26,50	30,69	15,811%
OFE POLSAT	29,30	33,93	15,802%
ING OFE	28,80	33,28	15,556%
Nordea OFE	27,34	31,55	15,399%
Generali OFE	27,81	32,09	15,390%
AEGON OFE	26,32	30,35	15,312%
OFE Pocztylion	25,09	28,93	15,305%
OFE PZU "Złota Jesień"	27,23	31,36	15,167%
Amplico OFE	25,90	29,74	14,826%
OFE WARTA	27,47	31,51	14,707%
Pekao OFE	25,98	29,72	14,396%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	27,00	30,68	13,630%
Średnia ważona stopa zwrotu	15,177%		
Minimalna stopa zwrotu	7,589%		

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Średnia ważona stopa zwrotu OFE ustalana przez KNF oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE*.



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

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE miały wpływ na podział rachunków premiovych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiovych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie trzyletnich stóp zwrotu OFE na dzień 31 marca 2011 roku, wyniosła 67,4 mln zł, z czego 24,9 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwy poszczególnych OFE, a 42,5 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Z uwagi na to, że 2 duże fundusze (Aviva OFE BZ WBK i OFE PZU "Złota Jesień") osiągnęły 3-letnie stopy zwrotu dające prawo zarządzającym nimi PTE do mniej niż połowy środków zgromadzonych na rachunku premiovym (odpowiednio 0,0% i 40,1%), to ogólna suma środków, jaka przypadła wszystkim PTE w ostatnim półroczu (36,9% rachunku premiovego) była zdecydowanie niższa niż suma środków przeniesionych do OFE (63,1% rachunku premiovego).

W ostatnim półroczu 36,9% rachunku premiovego trafiło do PTE, a 63,1% wróciło do OFE.

Tabela 3.2. Podział środków zgromadzonych na rachunku premiovym od 31.03.2008 do 31.03.2011

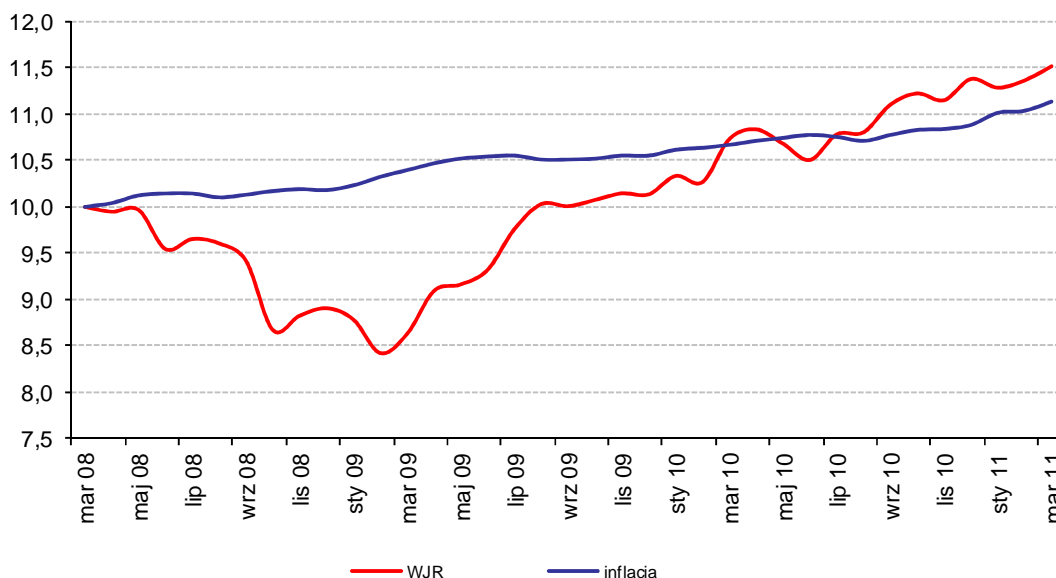
OFE	Kwota na rachunek rezerwy	Kwota do funduszu	Łącznie
AEGON	1,2	1,5	2,8
Allianz Polska	2,0	0,0	2,0
Amplico	1,6	3,5	5,1
Aviva	0,0	16,2	16,2
AXA	2,3	1,6	3,9
BANKOWY	1,5	0,5	2,0
Generali	1,5	1,7	3,2
ING	8,3	8,0	16,3
Nordea	1,3	1,5	2,8
PEKAO	0,2	0,8	1,0
Pocztalio	0,6	0,7	1,3
POLSAT	0,4	0,3	0,6
PZU Złota Jesień	3,8	5,5	9,3
WARTA	0,2	0,6	0,9
Razem OFE	24,9	42,5	67,4

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

**Średnia
realna stopa
zwrotu OFE
wyniosła
3,8%.**

Realna stopa zwrotu OFE utrzymywała się poniżej zera w dużej części badanego okresu. Od lipca 2010 roku wartość indeksu średniej ważonej jednostki rozrachunkowej była wyższa od wartości indeksu inflacji. Kluczowy wpływ na takie wyniki miało odwrócenie koniunktury na GPW. Od lutego 2009 roku, fundusze zaczęły odrabiać poniesione wcześniej straty. Dobre wyniki inwestycyjne pozwoliły na uzyskanie realnych zysków. W analizowanym okresie stopa zwrotu OFE była wyższa niż skumulowana inflacja i fundusze od 31.03.2008 r. do 31.03.2011 r. osiągnęły średnio dodatnią realną stopę zwrotu wynoszącą 3,4%.

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

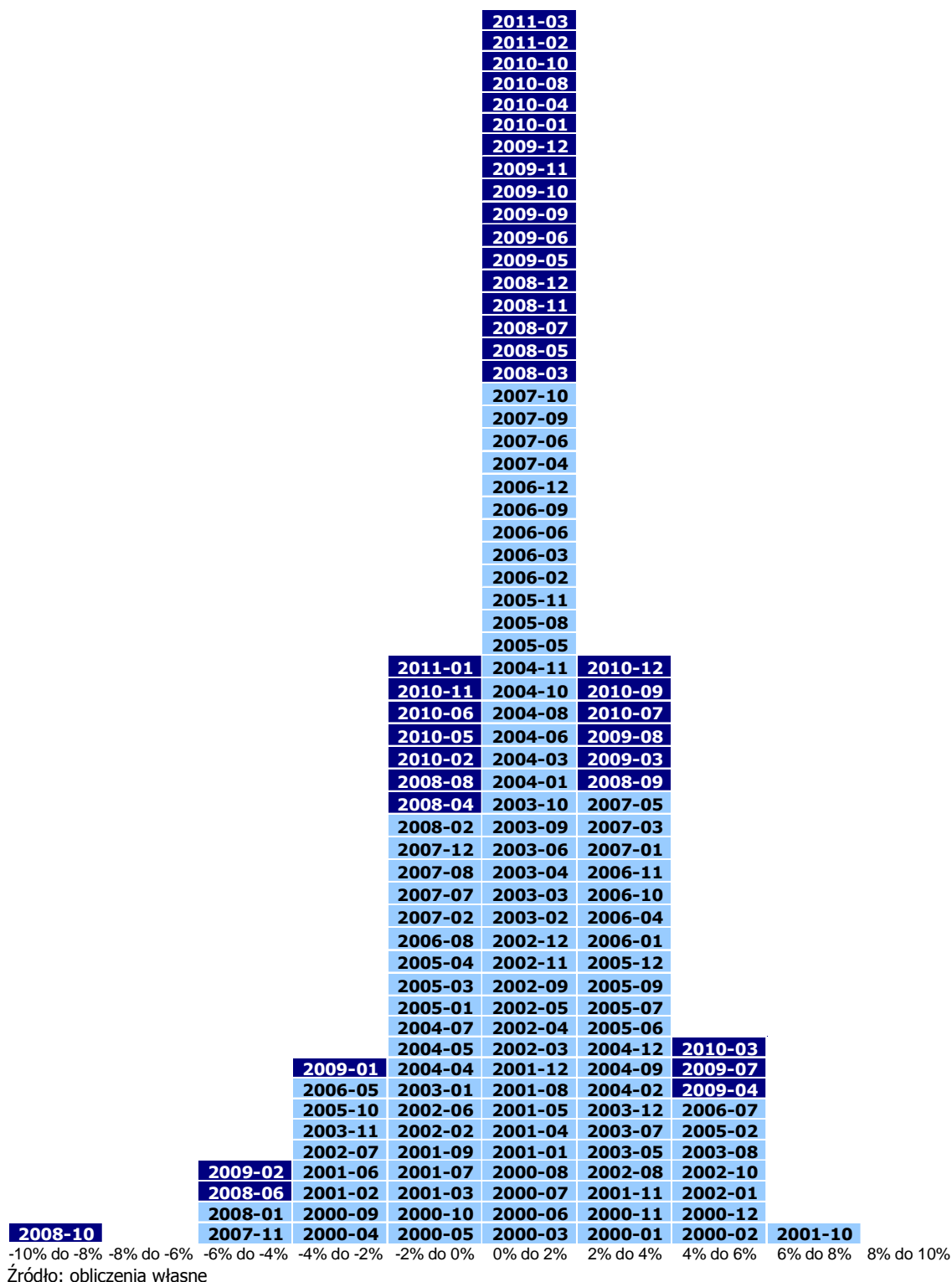


Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 31.03.2008=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do marca 2011 roku ukazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Stopy z badanego okresu od marca 2008 roku do marca 2011 roku oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Stopa na poziomie $-8,3\%$ odchyła się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu $-4,8\%$). Po okresie wyraźnego spadku średniej wartości jednostki rozrachunkowej OFE trwającym do lutego 2009 roku obserwowany jest powrót na ścieżkę wzrostu, dodatnie stopy zwrotu wyraźnie dominują nad ujemnymi. Przewaga ujemnych stóp zwrotu zaobserwowanych w ostatnich trzech latach pokazuje, że nie był to okres najlepszy, jednak najświeższe obserwacje pozwalają na formułowanie optymistycznych prognoz co do najbliższej przyszłości.

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



Stopa zwrotu z subportfela akcyjnego wyniosła 3,9% a z dłużnego 19,3%.

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego wyniosła 3,92% i była wyższa o 2,4 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG oraz o 9,1 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG20. *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 21,7 pkt. proc.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była niższa o 0,78 pkt. proc. niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Maksymalny *spread*

między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtuje się na poziomie 3,15 pkt proc.

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

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Średnia na rynku OFE	3,92%	19,29%
Mediana na rynku OFE	3,81%	19,32%
Minimalna na rynku OFE	-4,44%	18,25%
Maksymalna na rynku OFE	17,24%	21,39%
Indeks WIG	1,50%	
Indeks WIG20	-5,51%	
Indeks obligacji		20,07%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w spółki z udziałem Skarbu Państwa: KGHM, PKO BP oraz PKN ORLEN, pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty (ponad pół miliarda zł) OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek GLOBE TRADE CENTRE i POLIMEX-MOSTOSTAL.

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 31.03.2008 roku do 31.03.2011 roku

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	3 623
PKO BP	akcje	2 082
PKN ORLEN	akcje	2 020
DS1017	obligacje	1 519
PS0412	obligacje	1 474
DS1015	obligacje	1 296
LW BOGDANKA	akcje	1 284
PS0414	obligacje	1 277
DS1019	obligacje	1 183
PS0511	obligacje	1 153
ECHO INVESTMENT	akcje	-222
ASSECO POLAND	akcje	-223
POL-AQUA	akcje	-243
IMMOEAST	akcje	-284
VISTULA GROUP	akcje	-317
CERSANIT	akcje	-347
PBG	akcje	-435
CEDC	akcje	-494
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-640
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-748

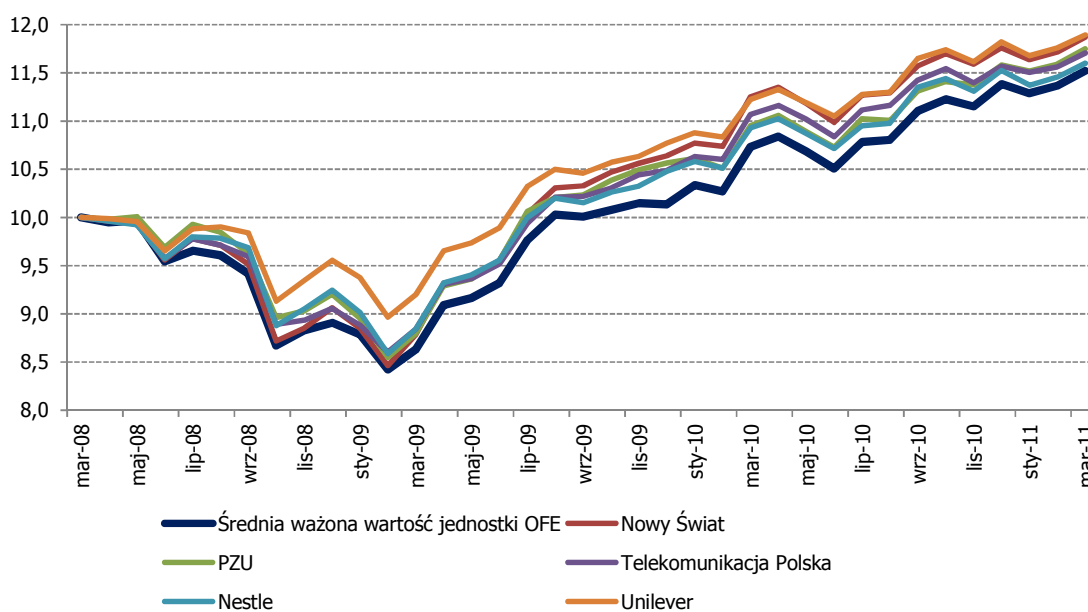
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 16,0% (PFE NESTLÉ POLSKA) do 18,9% (PFE Unilever Polska). Podobnie jak pół roku wcześniej, w badanym okresie wszystkie PFE osiągały wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 16,0% do 18,9%.

Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

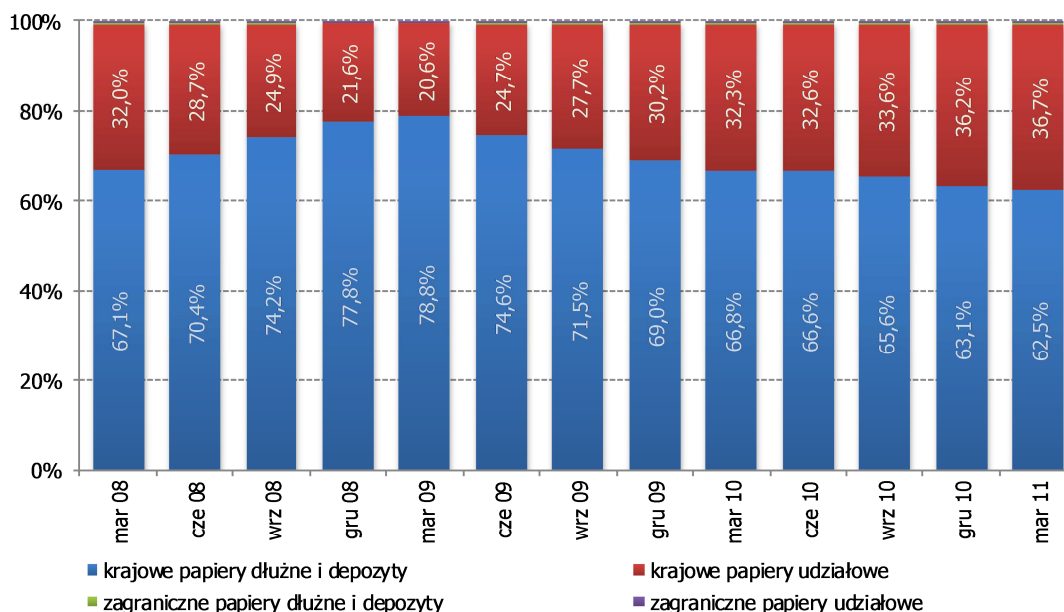
4.1 Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

Na analizowany 3-letni okres przypadła bessa na rynku akcji związana ze światowym kryzysem finansowym i następujący po niej okres odreagowania spadków, co wpłynęło na wyniki OFE i zmiany struktury ich portfeli. Najważniejszą zmianą było wyraźne zmniejszenie udziału części akcyjnej do 20% w I kwartale 2009 roku, a następnie stopniowe zwiększanie do prawie 37% na koniec marca 2011 roku.

W omawianym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Głównie na obligacjach o stałym oprocentowaniu oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 62,9%, zaś akcje notowanych na rynku krajowym 29,4%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły maksymalnie 1,06% portfela OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 0,8%. Najniższy udział inwestycji zagranicznych w portfelu OFE wystąpił w I kwartale 2009 roku, a w kolejnych miesiącach następowało nieznaczne zwiększanie udziału tej grupy lokat.

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

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

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

	2008-03-31	2011-03-31	zmiana w punktach proc.
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,32%	0,18%	-0,14
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,02%	0,02
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	31,31%	35,96%	4,65
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,01%	0,12%	0,11

	2008-03-31	2011-03-31	zmiana w punktach proc.
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,59%	0,55%	-0,04
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	0,18%	0,18
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,10%	-	-0,10
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,21%	-	-0,21
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe	-	0,02%	0,02
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	-	0,05%	0,05
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,32%	0,06%	-0,26
Bony skarbowe	0,65%	0,84%	0,19
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,10%	0,18%	0,07
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,14%	-	-0,14
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	2,79%	2,81%	0,02
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji	-	0,03%	0,03
Depozyty w bankach zagranicznych	0,04%	-	-0,04
Dłużne papiery wartościowe zerokuponowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznych giełdach, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu poza granicami kraju, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	-	0,03%	0,03
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	-	0,13%	0,13
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	-	0,13%	0,13
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	1,33%	1,17%	-0,17
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	-	0,03%	0,03
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	-	0,12%	0,12
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	-	0,06%	0,06
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	-	0,05%	0,05
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,08%	-	-0,08
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez rządy państw obcych	0,01%	-	-0,01
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,23%	0,05%	-0,19
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	-	3,94%	3,94
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych	-	0,13%	0,13

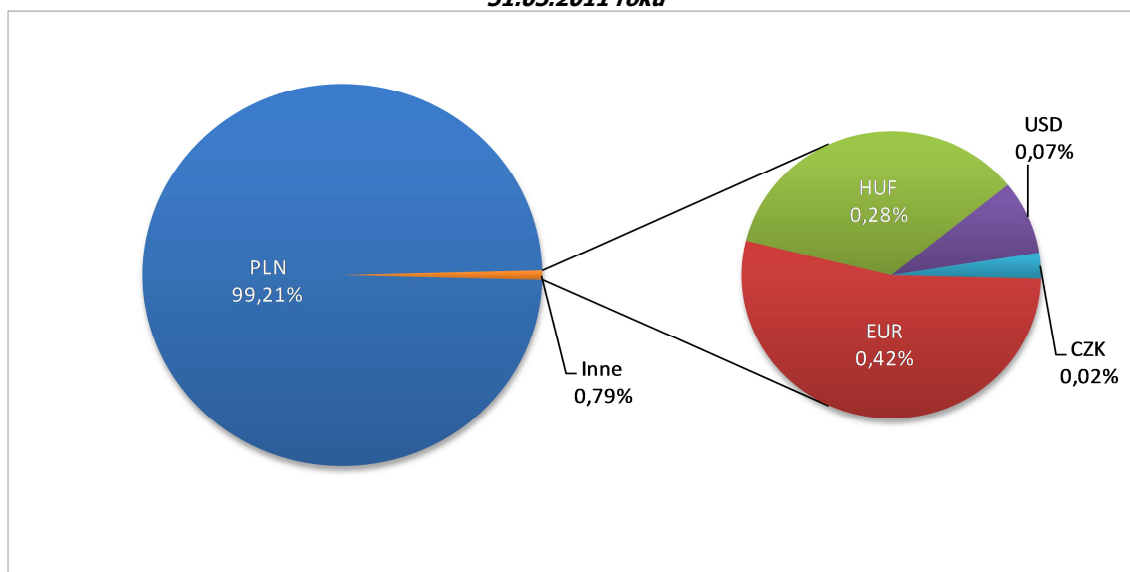
	2008-03-31	2011-03-31	zmiana w punktach proc.
oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP			
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,03%	0,10%	0,07
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,00%	0,00
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,01%	-	-0,01
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,05%	0,07%	0,02
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	47,88%	34,57%	-13,31
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	8,64%	7,66%	-0,98
Obligacje skarbowe zerokuponowe	4,72%	9,31%	4,59
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,02%	-	-0,02
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,04%	0,01%	-0,03
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,01%	0,01%	-0,01
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,25%	0,22%	-0,03
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych	-	0,27%	0,27
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,15%	0,15
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu	-	0,44%	0,44
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,01%	-0,03
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	0,08%	0,06%	-0,03
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,28%	0,28

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec marca 2011 roku jedenaście OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych, których udział wynosił zaledwie 0,9% wartości portfela. W większości były one denominowane w euro i węgierskim forincie, w mniejszym stopniu w dolarach amerykańskich i czeskiej koronie. Przyczyn małego zainteresowania OFE inwestycjami w instrumenty denominowane w walutach obcych można upatrywać przede wszystkim w związanym z nimi ryzyku kursów walutowych i braku możliwości zabezpieczenia tego ryzyka.

**Ponad 99%
lokacji OFE
jest
denominowa-
nych w
walucie
krajowej.**

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 31.03.2011 roku



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 marca 2011 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (53,6%). Strukturę portfela determinuje dominujący udział Telekomunikacji Polskiej w rynku PFE oraz fakt lokowania prawie całości aktywów tego funduszu w jednostki uczestnictwa SFIO Telekomunikacji Polskiej zarządzanego przez Pioneer Pekao TFI S.A. oraz Legg Mason Senior zarządzanego przez Legg Mason TFI S.A. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa (25,5%) oraz instrumenty udziałowe (15,1%).

Dominującą pozycją w portfelu PFE są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Tabela 4.2. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2011 roku

Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Bony skarbowe	14 469,7	0,91%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	2 994,9	0,19%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	284 834,3	17,89%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	118 557,4	7,45%
Obligacje o stałym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	32 830,3	2,06%
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	10 788,6	0,68%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	14 429,5	0,91%
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	3 470,9	0,22%
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zm. oproc. spółek publicznych	7 945,2	0,50%
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zm. oproc. spółek publicznych	701,0	0,04%
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oproc. spółek publicznych	1 560,0	0,10%
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	232 360,0	14,59%
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	6 934,2	0,44%
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	927,2	0,06%
Prawa do akcji notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	525,7	0,03%
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	491,3	0,03%
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	44,8	0,00%
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	101,1	0,01%
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	3 880,7	0,24%
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	853 532,5	53,60%
Obligacje o zm. oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	1 011,5	0,06%
Razem	1 592 390,4	100,00%

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

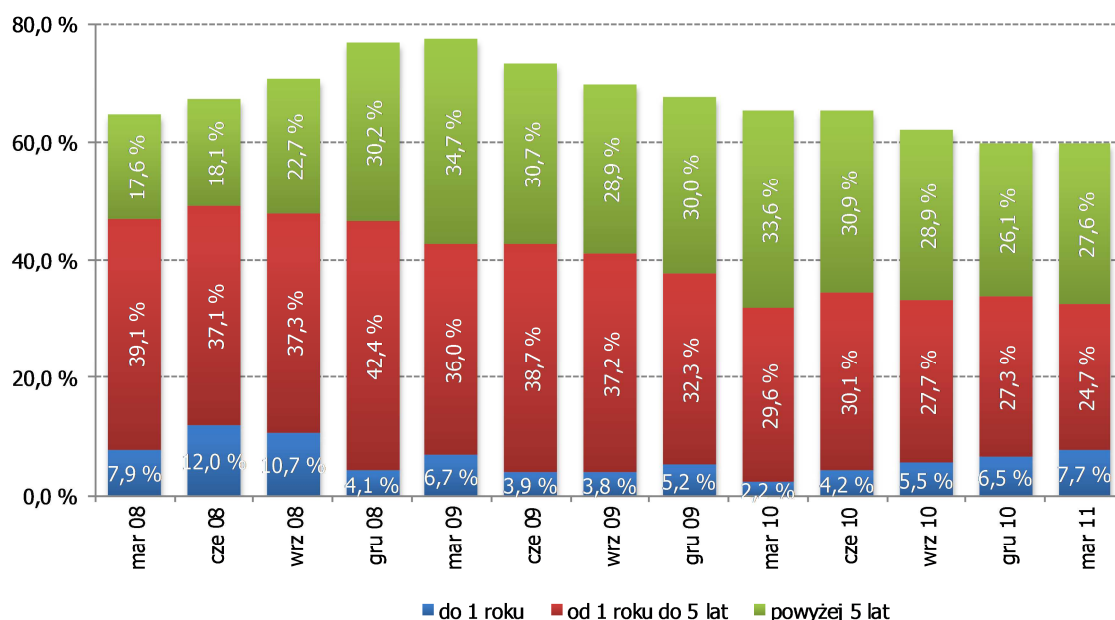
Pomijając lokaty PFE Telekomunikacji Polskiej, ze względu na całkowicie odmienną od innych pracowniczych funduszy emerytalnych politykę inwestycyjną, na koniec marca 2011 roku obligacje Skarbu Państwa stanowiły 59% wartości portfela PFE, a instrumenty udziałowe 33%.

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 67,7% portfela, kształtując się w przedziale 59,8% - 77,4%, przy czym najniższe wartości osiągało na przełomie lat 2010 i 2011, a najwyższe w I kwartale 2009 roku. Analizowany okres 3-letni można zatem podzielić na dwa wyraźnie różniące się podokresy. Pierwszy, w którym na skutek gwałtownych spadków cen akcji, udział części dłużnej w portfelach OFE rósł: w styczniu i lutym 2009 roku w niektórych dniach wyceny przekroczył 80%. Dodatkowo zwiększaniu zaangażowania w instrumenty dłużne sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku obligacji w II połowie 2008 roku, kiedy obligacje o dłuższym terminie do wykupu pozwalały osiągnąć dwucyfrowe stopy zwrotu. W drugim podokresie od marca 2009 roku, poprawiające się nastroje na rynkach akcji oraz dynamiczne odreagowanie gwałtownych spadków spowodowały, że udział instrumentów dłużnych w portfelach OFE zaczął się zmniejszać i na 31 marca 2011 roku osiągnął poziom 60%.

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

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 92,2% udział w subportfelu dłużnym),
- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udział w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych (średnio 82,6% udział w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 49,8% udział w subportfelu dłużnym).

Tabela 4.3. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru wartościowego

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem
2008-03-31	47,89%	10,86%	4,79%	0,75%	0,33%	64,62%
2008-06-30	47,56%	11,63%	4,67%	2,92%	0,39%	67,18%
2008-09-30	53,66%	11,98%	2,62%	2,07%	0,39%	70,72%
2008-12-31	60,99%	11,96%	2,95%	0,49%	0,37%	76,76%
2009-03-31	61,26%	11,05%	3,98%	0,76%	0,38%	77,43%
2009-06-30	56,80%	10,44%	5,14%	0,65%	0,35%	73,38%
2009-09-30	53,22%	9,79%	5,75%	0,79%	0,32%	69,88%
2009-12-31	50,84%	9,20%	6,88%	0,31%	0,30%	67,52%
2010-03-31	47,87%	9,61%	7,32%	0,32%	0,28%	65,40%
2010-06-30	45,76%	10,13%	8,50%	0,61%	0,28%	65,28%
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%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu. Stanowiły one od 39 do 61 % portfeli funduszy emerytalnych. Wyraźnie mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 9 do 12%) oraz obligacje zerokuponowe (od 2,6 do 9,5%). Pozostałe instrumenty o charakterze dłużnym stanowiły niewielki odsetek portfela, ich łączny udział sporadycznie przekraczał 3%, najczęściej oscylując wokół zaangażowania na poziomie 1%. Taka struktura portfela OFE jest nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także jest zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

Większość obligacji posiadanych przez OFE ma stałe oprocentowanie.

Obligacje skarbowe pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE. W analizowanym okresie ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. Na przełomie I i II kwartału 2009 roku instrumenty te stanowiły prawie ¾ portfela, podczas gdy w marcu 2011 roku udział ten spadł się poniżej 55%. Spadek zaangażowania w obligacje skarbowe należy jednak wiązać z wprowadzaniem do portfeli funduszy emerytalnych obligacji emitowanych przez BGK w związku z projektami drogowymi, czyli tzw. obligacji autostradowych.

Główną pozycją portfela OFE są polskie obligacje skarbowe.

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

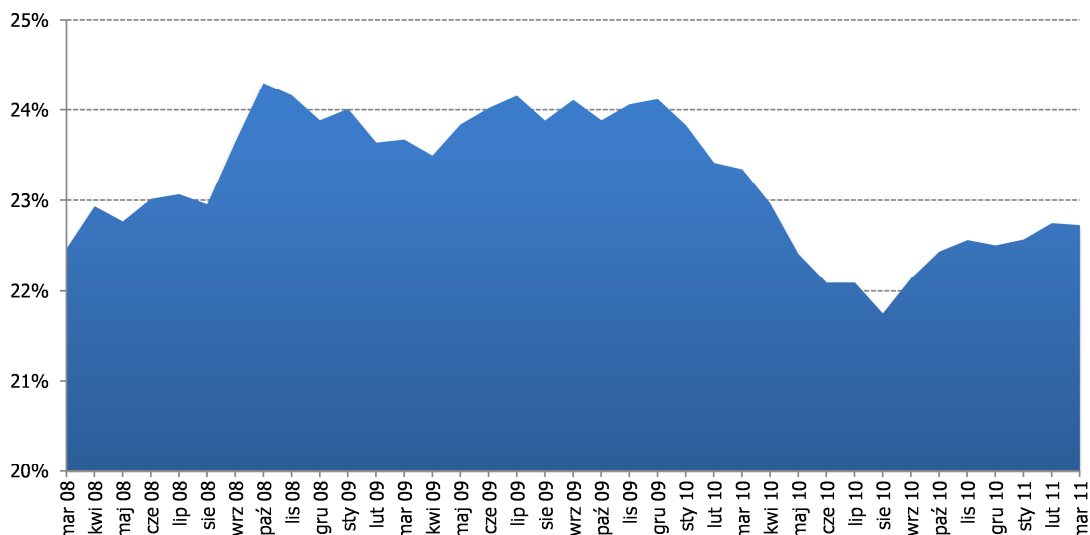
Data	Skarb Państwa	Banki krajowe BGK	Banki krajowe inne niż BGK	Spółki publicz. i niepublicz	Listy zastawne	Samorząd terytorial.	Zagranica	Inne	Razem
2008-03-31	61,89%		0,32%	1,33%	0,33%	0,03%	0,32%	0,40%	64,62%
2008-06-30	63,85%		0,37%	1,71%	0,39%	0,03%	0,43%	0,40%	67,18%
2008-09-30	67,19%		0,52%	1,73%	0,39%	0,03%	0,50%	0,35%	70,72%
2008-12-31	73,45%		0,53%	1,77%	0,37%	0,03%	0,34%	0,27%	76,76%
2009-03-31	74,13%		0,51%	1,78%	0,38%	0,03%	0,36%	0,24%	77,43%
2009-06-30	70,14%		0,49%	1,58%	0,35%	0,18%	0,38%	0,27%	73,38%
2009-09-30	66,51%	0,18%	0,34%	1,50%	0,32%	0,41%	0,32%	0,31%	69,88%
2009-12-31	61,61%	2,87%	0,36%	1,44%	0,30%	0,39%	0,26%	0,28%	67,52%
2010-03-31	59,38%	2,80%	0,40%	1,40%	0,28%	0,47%	0,34%	0,32%	65,39%
2010-06-30	56,71%	5,02%	0,32%	1,53%	0,28%	0,73%	0,33%	0,37%	65,27%
2010-09-30	54,06%	4,64%	0,18%	1,40%	0,24%	0,67%	0,25%	0,61%	62,05%
2010-12-31	52,36%	4,23%	0,14%	1,32%	0,22%	0,67%	0,23%	0,66%	59,82%
2011-03-31	52,38%	4,07%	0,14%	1,62%	0,27%	0,57%	0,29%	0,62%	59,95%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

OFE inwestują w obligacje autostradowe.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na relatywnie niskim poziomie oscylując w przedziale 0,3% – 0,5% wartości portfela. W III kwartale 2009 roku w portfelach OFE pojawiły się obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych i Krajowym Funduszu Drogowym, co spowodowało pozorny spadek udziału OFE w finansowaniu długu publicznego. Zauważalne jest również zwiększenie zaangażowania funduszy emerytalnych w obligacje emitowane przez samorządy terytorialne.

Wykres 4.4. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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

Na koniec marca 2011 roku blisko 23% skarbowych papierów wartościowych należało do OFE.

OFE odgrywają istotną rolę, jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. W analizowanym okresie udział skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE¹ wynosił średnio 23,2%. Na koniec marca 2011 roku wskaźnik ten wyniósł 22,7%.

Tabela 4.5. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe)

Kwartał	Średnia dla rynku OFE	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
II kw. 2008	2,64	2,49	1,75	3,33	6,66%
III kw. 2008	2,97	2,89	2,42	3,37	5,57%
IV kw. 2008	3,88	3,33	2,67	4,76	4,06%
I kw. 2009	4,04	3,85	3,35	4,72	5,20%
II kw. 2009	4,14	3,88	3,27	4,96	5,46%
III kw. 2009	3,91	3,83	3,21	4,17	5,44%
IV kw. 2009	3,89	3,90	3,06	3,97	5,77%
I kw. 2010	4,01	3,89	2,86	4,61	5,20%
II kw. 2010	3,76	3,74	2,56	4,58	5,19%
III kw. 2010	3,69	3,69	2,58	4,56	4,92%
IV kw. 2010	3,51	3,57	2,32	4,49	5,52%
I kw. 2011	3,27	3,35	2,14	3,89	5,79%

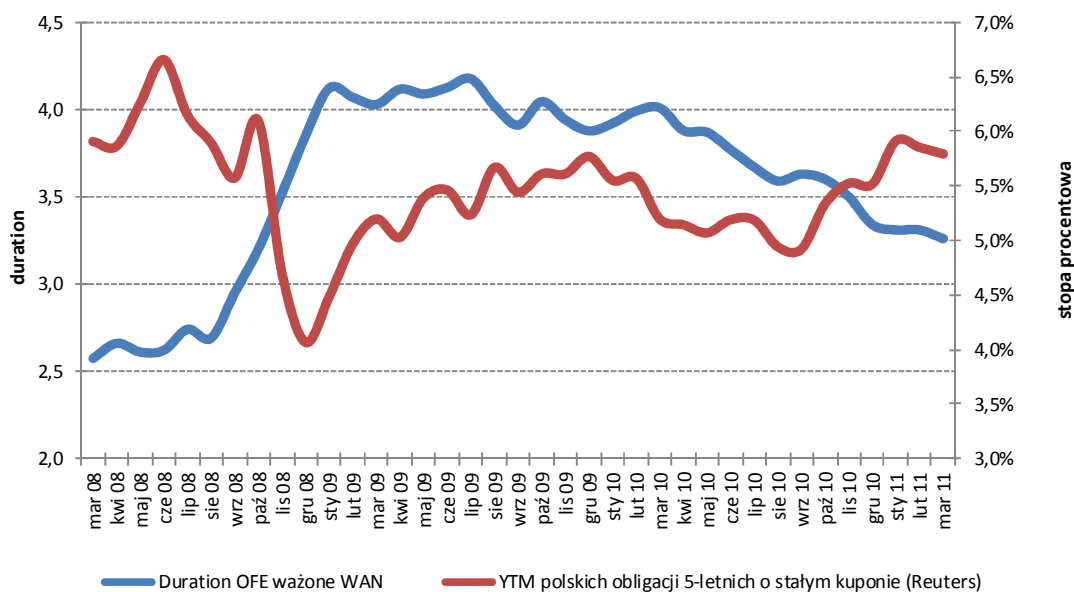
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

¹ wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

W analizowanym okresie średni poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych nie ulegał istotnym zmianom do września 2008 roku, oscylując w przedziale 2,5 – 3 lata. Od września 2008 roku nastąpił dynamiczny wzrost tego wskaźnika. W roku 2008, szczególnie od IV kwartału, *duration* subportfeli OFE ważone wartością aktywów netto wzrosło do poziomu 4. Od lutego 2009 roku do końca I kwartału 2010 roku *duration* oscylowało w przedziale 3,9 – 4,1. W ostatnim roku analizowanego okresu wskaźnik ten zaczął spadać i na koniec marca 2011 roku osiągnął poziom 3,3 roku. W tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością, w szczególności w okresie największej niepewności na rynkach finansowych w związku z rozprzestrzeniającym się kryzysem finansowym.

Na koniec marca 2011 roku *duration* skarbowych papierów wartościowych posiadanych przez OFE wyniosło 3,3.

Wykres 4.5. Średnie *duration* portfela papierów dłużnych OFE



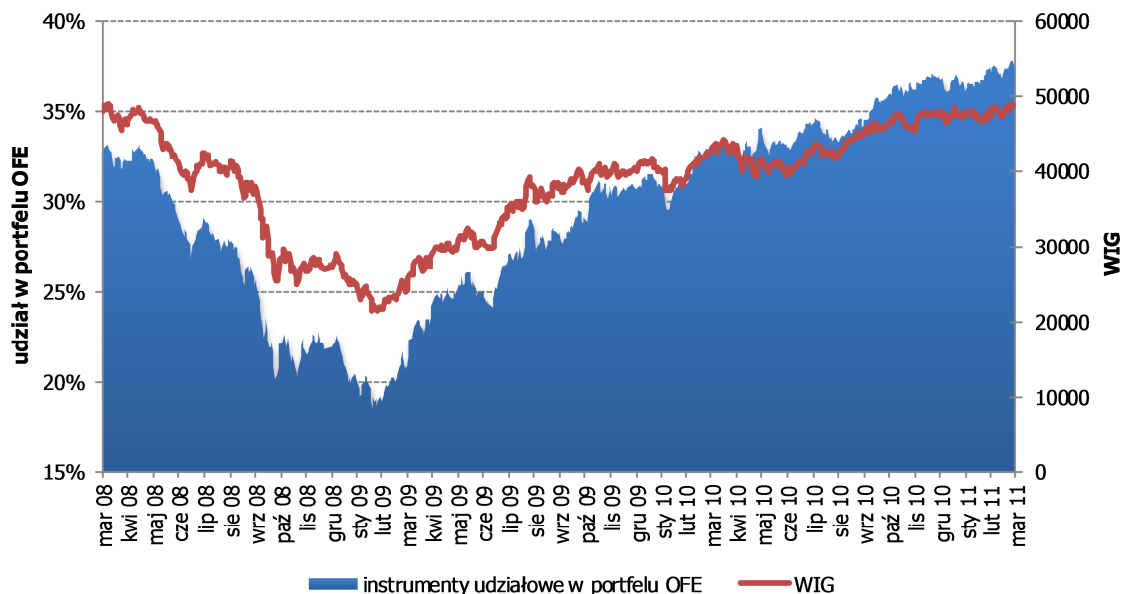
Źródło: Reuters, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 31 marca 2008 roku do 31 marca 2011 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 29,6% wartości portfela, kształtując się w przedziale 18,5% – 37,7%. W okresie do końca I kwartału 2009 roku, w związku z pogłębiającą się przeceną na rynkach akcji, udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zmniejszał. Wraz z poprawą sytuacji na giełdach zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe rosło i na koniec analizowanego okresu stanowiły one 37,2% portfela.

Na koniec marca 2011 roku papiery udziałowe stanowiły 37,2% portfela OFE.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (ponad 99%) jest notowana na polskim rynku finansowym. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,5% portfela, nie przekraczając poziomu 0,7%.

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 43,7 mld zł do 84,1 mld zł. Wartość inwestycji OFE w ramach subportfela udziałowego charakteryzowała się dużą zmiennością, co było w głównej mierze wynikiem dynamicznych spadków kursów akcji w czasie kryzysu i późniejszego silnego odbicia na rynku.

Tabela 4.6. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

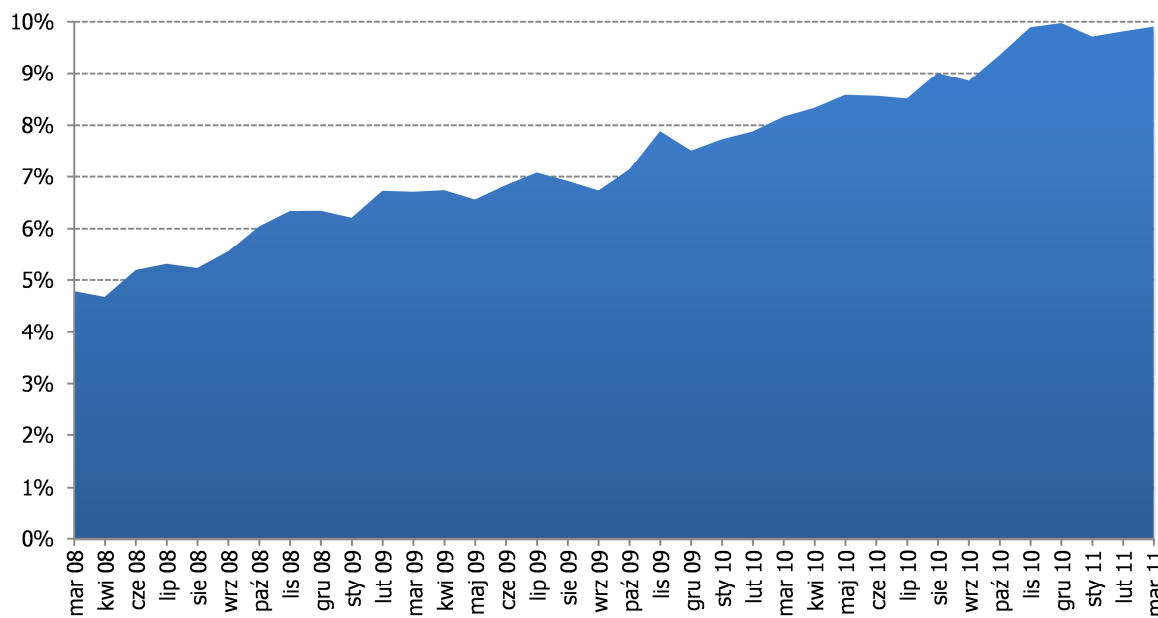
Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki w mln zł	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW w mln zł		Zmiana indeksu WIG w kwartale
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
II kwartał 2008 r.	4 880,4	-1 411,5	-1 859,8	-14,3%
III kwartał 2008 r.	5 217,6	-812,3	-823,0	-9,2%
IV kwartał 2008 r.	4 866,5	-3 924,6	-3 971,0	-27,1%
I kwartał 2009 r.	4 610,6	-2 846,3	-2 850,8	-11,7%
II kwartał 2009 r.	5 461,8	-1 252,2	-1 468,4	26,6%
III kwartał 2009 r.	4 233,5	-32,8	-145,9	23,5%
IV kwartał 2009 r.	5 804,8	-1 139,7	-4 287,7	6,4%
I kwartał 2010 r.	4 581,2	-4 048,5	-4 314,2	6,2%
II kwartał 2010 r.	5 369,1	-2 738,7	-5 443,3	-7,2%
III kwartał 2010 r.	6 564,5	-593,4	-848,9	14,8%
IV kwartał 2010 r.	5 369,1	-3 183,7	-3 803,2	5,0%
I kwartał 2011 r.	6 244,2	-2 096,9	-2 405,9	2,6%
SUMA	63 203,3	-24 080,7	-32 222,1	1,5%
średnia kwartalna	5 266,9	-2 006,7	-2 685,2	0,1%

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

Ponad 99% instrumentów udziałowych należących do OFE jest notowanych na rynku polskim.

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

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Na koniec marca 2011 roku udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wyniósł 9,9%, a udział we free float 19,4%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W całym analizowanym okresie wyraźnie zarysował się trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW. Na koniec marca 2011 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 9,9%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił zaledwie 4,8%

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2011 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek na GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	72	9	2 111,7	20,3	0,25%	0,02%	0,96%	2,12%
50 - 100	80	36	5 747,4	193,1	0,68%	0,23%	3,36%	7,45%
100 - 500	136	106	33 950,9	3 743,7	4,01%	4,48%	11,03%	23,69%
500 - 1 000	42	37	29 421,0	4 224,3	3,47%	5,05%	14,36%	28,07%
1 000 – 5 000	44	40	100 475,5	21 908,0	11,86%	26,19%	21,80%	43,70%
5 000 – 10 000	9	9	58 416,0	5 718,0	6,90%	6,84%	9,79%	34,67%
>=10 000	18	17	616 996,9	47 845,2	72,83%	57,19%	7,75%	14,48%
Razem	401	254	847 119,3	83 652,7	100,0%	100,0%	9,9%	19,39%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 31 marca 2011 roku ponad połowa subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowana była w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 7,8%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 26% subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 21,8%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 31 marca 2011 roku wyniósł 19,4%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł – wynosił prawie 44% oraz od 5 do 10 mld zł – 34,7%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 2,1%.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2011 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział subportfela akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50	71	9	2 082,8	20,3	0,37%	0,03%	1,0%	2,2%
50 - 100	79	36	5 673,0	193,1	1,01%	0,25%	3,4%	7,6%
100 - 500	130	101	32 298,1	3 524,1	5,77%	4,50%	10,9%	23,1%
500 - 1 000	31	28	22 023,2	3 872,4	3,94%	4,95%	17,6%	33,7%
1 000 – 5 000	38	34	90 277,0	20 044,5	16,13%	25,62%	22,2%	44,9%
5 000 – 10 000	8	8	53 185,1	4 878,8	9,50%	6,24%	9,2%	36,4%
>=10 000	14	14	354 086,3	45 696,2	63,27%	58,41%	12,9%	28,7%
Razem	371	230	559 625,4	78 229,39	100,0%	100,0%	14,0%	31,6%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim wypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 31 marca 2011 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 14% oraz 31,6% we *free float* i nieznacznie zwiększył się w porównaniu do września 2010 roku. Na dzień 31 marca 2011 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 66% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 31.03.2011 roku

Segment GPW	Opis segmentu	Liczba spółek w portfelach OFE	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział w całym portfelu OFE
250 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 250 mln euro	65	75 215,3	89,9%	32,6%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	102	7 547,9	9,0%	3,3%
5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro	87	889,6	1,1%	0,4%
	Razem	254	83 652,7	100,0%	36,3%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

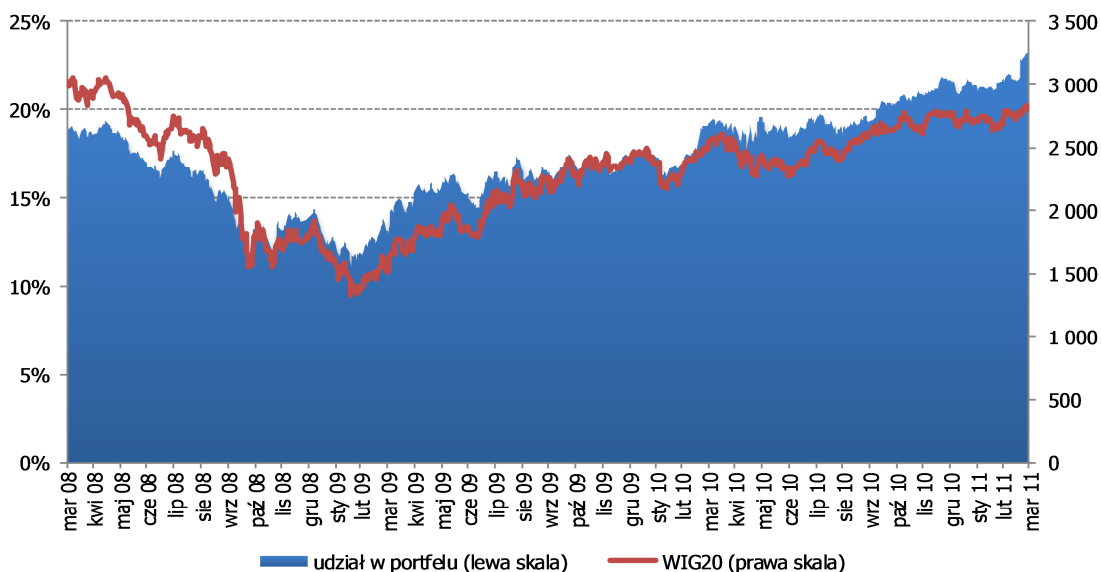
Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki można stwierdzić, że na dzień 31 marca 2011 roku 90% subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 250 mln euro).

Ponad połowa portfela akcyjnego OFE ulokowana jest w 14 największych spółkach notowanych na GPW.

OFE posiadają 14% akcji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich *free float* przekracza 31%.

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

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

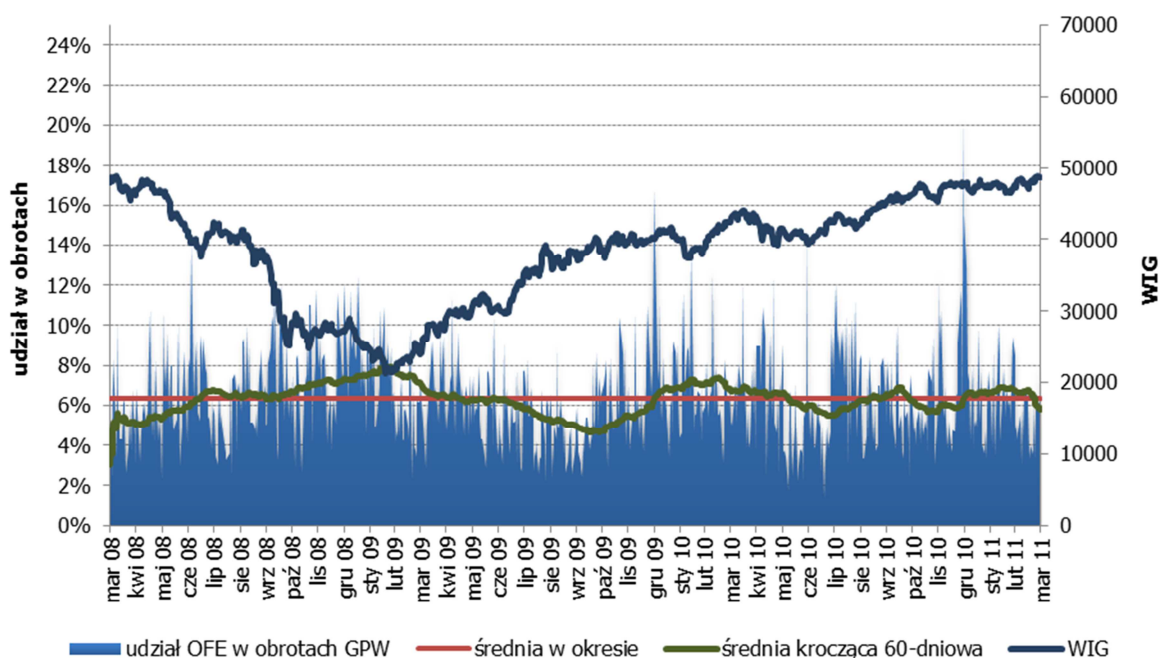


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w zagregowanym portfelu OFE wyniósł 17,3%. Na koniec marca 2011 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 51,9 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 26,1 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły ponad połowę subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 53% do 64%.

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 17,3% portfela OFE.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

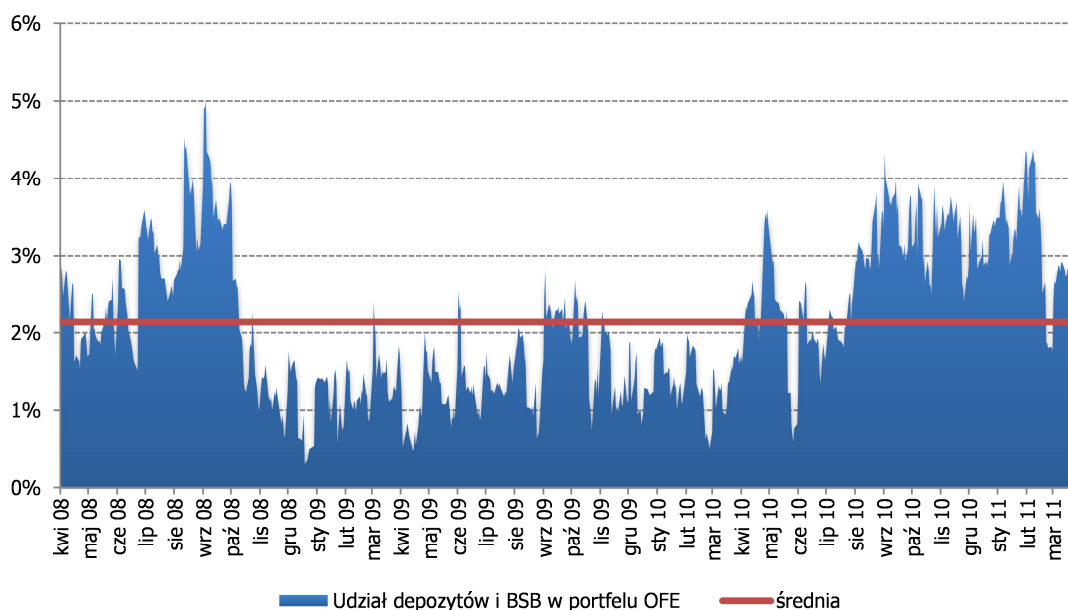
W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,3%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 3% – 8%.

Udział OFE w obrotach GPW wyniósł 6,3%.

4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

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

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 2,14%.

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 2,14% przy wartościach w przedziale 0,3% – 5%. Najwyższy udział depozytów i BSB obserwowany był w III kwartale 2008 roku oraz w okresie od lipca 2010 roku do stycznia 2011 roku.

Tabela 4.10. Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu *buy sell back* na SPW w walucie krajowej w okresie 1.04.2008-31.03.2011

Rodzaj transakcji	Średni czas trwania (w dniach)	Łączna wartość początkowa (w mln zł)	Średnia wartość początkowa (w mln zł)	Średnie oprocentowanie w skali roku
Depozyt	1,64	911 352,81	49,2	3,53%
Buy-sell-back	2,68	1 750 122,69	276,1	4,00%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W okresie od 1 kwietnia 2008 roku do 31 marca 2011 roku łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu *buy sell back* wyniosła 2,7 mld zł. Zarządzający OFE istotnie mniej środków ulokowali w depozytach niż operacjach *buy sell back*. Inwestycje te stanowiły odpowiednio 34,2% i 65,8% sumy wartości początkowej depozytów i BSB. Transakcje *buy sell back* charakteryzowały się wyższym średnim oprocentowaniem niż klasyczne depozyty bankowe, miały z reguły dłuższy czas trwania i znacząco wyższą wartość początkową inwestycji.

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 4,8% do 9,9%, a udział we *free float* z 9,9% do 19,4%. Jeszcze wyraźniej silna pozycja OFE zaznaczyła się w segmencie spółek krajowych: udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł na koniec marca br. 14,0% (wzrost z 9,4%), a udział we *free float* 31,6% (wzrost z 23,1%). Ograniczenie wysokości składek kierowanych do OFE z poziomu 7,3% podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie społeczne do poziomu 2,3% od 1 maja br. (docelowo 3,5% od 2017 roku) może, przy równoczesnym braku pełnego wykorzystania przez OFE możliwości większego zaangażowania w akcje notowane na GPW (stopniowe podnoszenie limitu inwestycyjnego z 40% do aż 90% w 2034 roku), osłabić tendencję wzrostu pozycji OFE na GPW.

Na koniec marca 2011 roku udział papierów wartościowych Skarbu Państwa w portfelach OFE (52,4%) był bliski historycznego minimum, jednak wartość portfela obligacji była najwyższa z dotychczas notowanych (prawie 121 mld zł). Głównymi przyczynami niskiego udziału SPW w portfelach OFE były następujące zjawiska:

- efekt wyparcia spowodowany objęciem przez OFE znacznej części emisji obligacji BGK emitowanych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego i objętych gwarancjami Skarbu Państwa;
- ponad połowa składki skierowanej do OFE w ostatnich 3 latach została zainwestowana w instrumenty udziałowe;
- w ciągu ostatnich dwóch lat stopy zwrotu z instrumentów udziałowych były istotnie wyższe niż z instrumentów dłużnych.

OFE wciąż jednak stanowią stabilne źródło finansowania zadłużenia Skarbu Państwa. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego SP na koniec lutego 2011 roku wyniósł blisko 23%, tj. na poziomie zbliżonym do tego sprzed 3 lat.

W średnim i długim okresie możliwe jest zwiększenie zaangażowania OFE w akcje, w związku ze stopniowym zwiększeniem limitu na akcje notowane na GPW. Przy dobrej koniunkturze na rynku akcji może to przełożyć się na zaangażowanie OFE w akcje przekraczające 40%. Czynnikiem hamującym ekspozycję OFE na akcje będzie jednak wysoka zmienność stóp zwrotu z tych instrumentów, zwiększająca, przy dużym udziale akcji w portfelu, ryzyko wystąpienia niedoboru w OFE.

Nasila się zjawisko zacieśniania się *spreadu* pomiędzy stopami zwrotu poszczególnych OFE. Ostatniemu ustaleniu przez KNF oficjalnej średniej ważonej stopy zwrotu towarzyszyła najniższa w historii różnica (3,8 pkt proc.) pomiędzy najlepszym i najgorszym wynikiem inwestycyjnym OFE.

Komisja Europejska pozwała Polskę do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej wskazując m.in., że limit 5% aktywów OFE na lokaty poza granicami kraju narusza zasadę swobody przepływu kapitału. W przypadku niekorzystnego wyroku Trybunału Rzeczpospolita Polska może zostać zobowiązana do zmiany przepisów krajowych – ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wraz z aktami wykonawczymi – w zakresie przepisów naruszających ww. zasadę.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce w latach 2008-2011 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego	5
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2008-2011.....	6
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2008-2011.....	6
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP	7
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)	8
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN.....	8
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN	9
Wykres 1.8.	Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE.....	9
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych	10
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych.....	11
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW.....	11
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych.....	12
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	13
Wykres 1.13.	Kursy wybranych walut w stosunku do złotego.....	13
Tabela 2.1.	Członkowie OFE w latach 2008 - 2011	14
Tabela 2.2.	Członkowie PFE w latach 2008 - 2011.....	15
Wykres 2.1.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł).....	16
Wykres 2.2.	Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE od 1.04.2008 do 31.03.2011 roku (mld zł)	16
Tabela 2.3.	Okresowe emerytury kapitałowe wypłacone przez ZUS w okresie od stycznia 2009 do marca 2011 roku	17
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł).....	18
Tabela 2.4.	Aktywa netto OFE (mln zł)	19
Wykres 2.4.	Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.03.2008 roku do 31.03.2011 roku (mld zł)	19
Wykres 2.5.	Dekompozycja przyrostu aktywów netto od 31.05.1999 roku do 31.03.2011 roku (mld zł)	20
Wykres 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł.....	21
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE.....	22
Wykres 3.1.	Średnia ważona stopa zwrotu OFE ustalana przez KNF oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE*.....	23
Tabela 3.2.	Podział środków zgromadzonych na rachunku premiovym od 31.03.2008 do 31.03.2011.....	23
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce	24

Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 do marca 2011.....	25
Tabela 3.3.	Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego	26
Tabela 3.4.	Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 31.03.2008 roku do 31.03.2011 roku	26
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE	27
Wykres 4.1.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE	28
Tabela 4.1.	Struktura zagregowanego portfela OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat	28
Wykres 4.2.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 31.03.2011 roku	31
Tabela 4.2.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2011 roku.....	31
Wykres 4.3.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu.....	32
Tabela 4.3.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru wartościowego	33
Tabela 4.4.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	33
Tabela 4.5.	Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe)	34
Wykres 4.5.	Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE.....	35
Wykres 4.6.	Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG	36
Tabela 4.6.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych.....	36
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW	37
Tabela 4.7.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2011 roku	37
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2011 roku	38
Tabela 4.9.	Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 31.03.2011 roku	38
Wykres 4.8.	Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE na tle indeksu WIG20.....	39
Wykres 4.9.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	39
Wykres 4.10.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE	40
Tabela 4.10.	Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back na SPW w walucie krajowej w okresie 1.04.2008-31.03.2011	40



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

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

www.knf.gov.pl

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH
PION NADZORU UBEZPIECZENIOWO-EMERYTALNEGO