INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

28.09.2007 – 30.09.2010

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Warszawa 2010

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 17
2.4 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych 20
3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce 21
3.1 Otwarte fundusze emerytalne 21
3.2 Pracownicze fundusze emerytalne 26
4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych 27
4.1 Zagregowany portfel funduszy emerytalnych 27
4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych 31
4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych 34
4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych 39

Synteza

Na początku października Komisja Nadzoru finansowego po raz kolejny ustaliła i podała do publicznej wiadomości stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych. Wszystkie OFE uzyskały stopy zwrotu za ostatnie trzy lata powyżej minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Tworzenie niniejszego raportu przypada na okres, kiedy trwa debata na temat przyszłości funduszy emerytalnych w Polsce oraz skali zmian regulacji sektora. Do pełnej oceny efektywności inwestycyjnej OFE niezbędna jest analiza procesów zachodzących, tak w otoczeniu makroekonomicznym, jak na rynkach finansowych. Prezentowany dokument stawia sobie za cel przybliżenie tych zjawisk oraz ich konfrontację z działaniami podejmowanymi przez zarządzających funduszami.

Raport składa się z czterech rozdziałów zawierających analizę sytuacji na rynkach finansowym, opis przepływów członków, składek i zmiany w aktywach funduszy, przedstawienie wyników inwestycyjnych funduszy 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. Negatywne sygnały z gospodarki przełożyły się na sytuację na rynku finansowym. W okresie objętym analizą wyraźnie spadła większość indeksów giełdowych, także zagranicznych. Gwałtownej i głębokiej deprecjacji uległ także złoty.

Do funduszy emerytalnych należy coraz więcej członków, za którymi systematycznie płyną składki. Wraz z poprawą koniunktury na rynkach finansowych od I kwartału 2009 roku, ponownie zaczęły wzrastać aktywa funduszy. Na koniec września 2010 roku na rynku funkcjonowało 14 OFE, do których należało 14,9 mln członków i których aktywa netto sięgały 209,5 mld zł. W tym czasie 5 pracowniczych funduszy emerytalnych dysponowało aktywami netto o wartości nieco ponad 1,5 mld zł.

W analizowanym okresie trzech lat średnia ważona stopa zwrotu otwartych funduszy emerytalnych wyniosła nominalnie 3,36%. Uwzględniając inflację w tym okresie oznacza to, że realna stopa zwrotu uzyskana przez OFE była ujemna i wyniosła -7,2%. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 6,6% do 11,4%.

Inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 63,8%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 28,7%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły średnio 0,9% portfela. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych 60% portfela stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa oraz instrumenty udziałowe, stanowiące odpowiednio: 24% oraz 14% portfela.

W analizowanym okresie (28 września 2007 roku - 30 września 2010 roku) zarządzający aktywami OFE musieli się zmierzyć z najpoważniejszym kryzysem finansowym w ponad dziesięcioletniej historii sektora. Wyniki inwestycyjne zostały zdeterminowane przez wywołaną kryzysem dekoniunkturę na rynku finansowym, ale wraz z powrotem optymizmu i wzrostami cen akcji, systematycznie odrabiają straty poniesione w najtrudniejszych okresach.

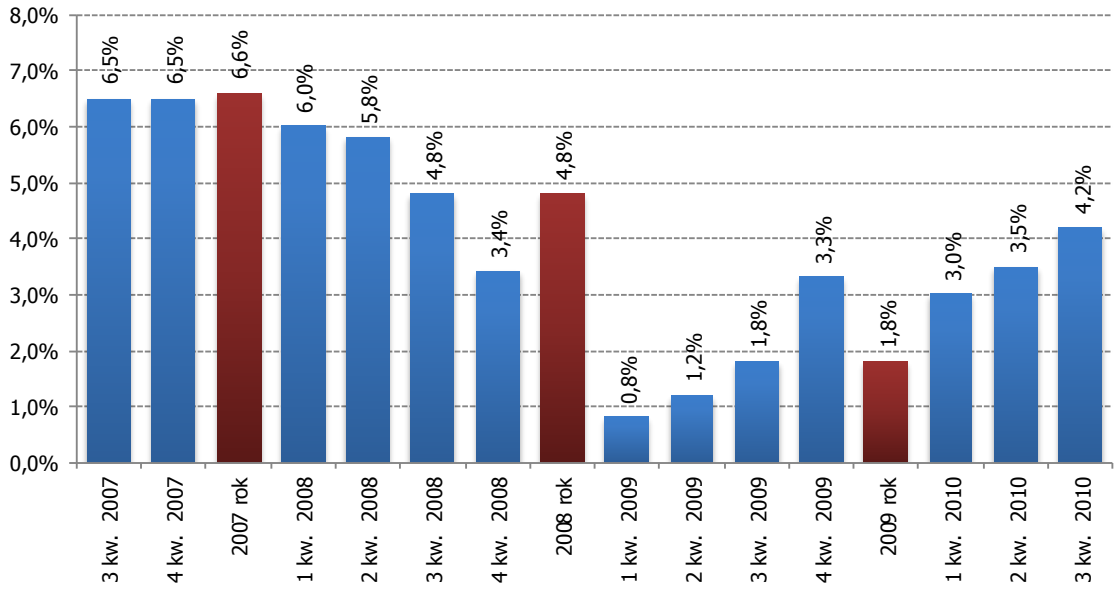
Wnioski płynące z analizy wpływu kryzysu finansowego na funkcjonowanie funduszy emerytalnych oraz skutków, jakie wywołał dla członków OFE, mogą posłużyć do tworzenia rekomendacji zmian w regulacjach. Główna rekomendacja to wprowadzenie subfunduszu bezpiecznego, którego zadaniem będzie ochrona zgromadzonego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

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Po okresie stabilnego wzrostu, koniunktura gospodarcza w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu. Począwszy od pierwszego kwartału 2008 roku tempo rozwoju polskiej gospodarki zaczęło się obniżać, by na koniec pierwszego kwartału 2009 roku osiągnąć poziom 0,8%. Mimo to, tempo rozwoju polskiej gospodarki było istotnie wyższe niż większości krajów rozwiniętych, 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 2008 rokiem był wyższy realnie o 1,8% (w 2008 roku o 4,8%). Rok 2010 przyniósł pewne ożywienie i wzrost gospodarczy, który według powszechnie dostępnych prognoz może przekroczyć 3,0% rocznie. Jest to efekt odreagowania podobny do tego, jaki zaobserwowały niektóre inne 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 2007-2010 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego

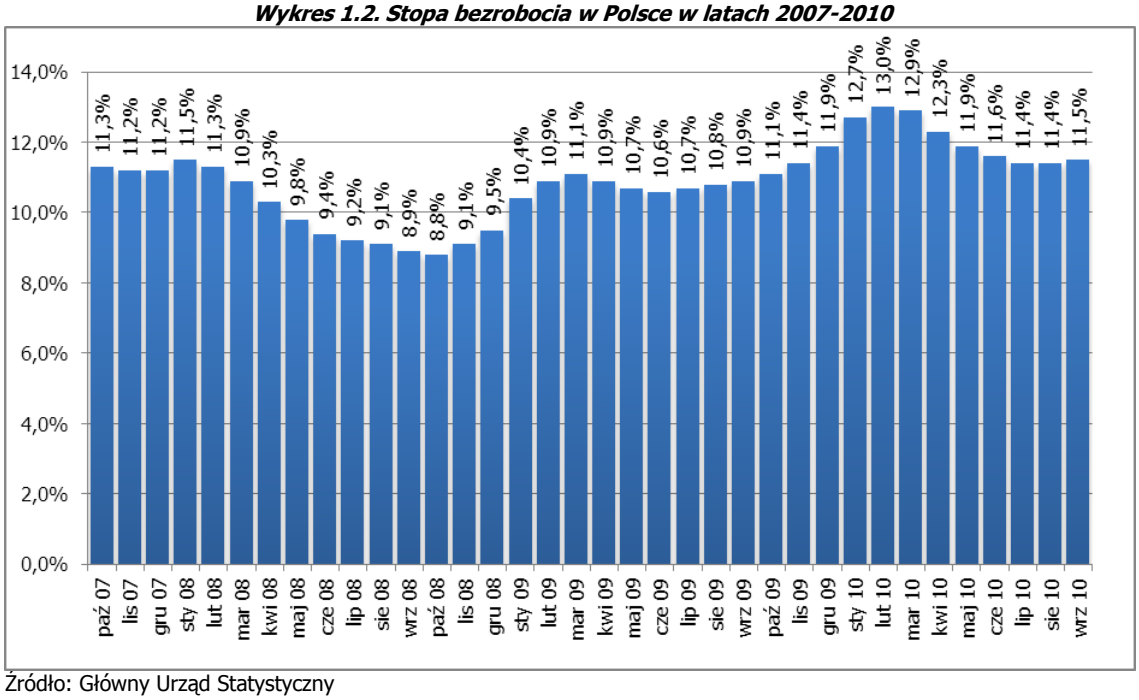


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia spadała od początku drugiego kwartału 2007 roku do początku czwartego kwartału 2008 roku (przejściowe wzrosty w okresie grudzień-styczeń każdego roku mają charakter sezonowy).W październiku 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 8,8%. W kolejnych miesiącach bezrobocie zaczęło jednak wyraźnie wzrastać i w lutym 2010 roku stopa bezrobocia osiągnęła poziom 13%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat. Potem, wraz z polepszeniem sytuacji makroekonomicznej, bezrobocie powoli spadało do poziomu 11,4% w lipcu-sierpniu 2010, by minimalnie wzrosnąć do 11,5% we wrześniu 2010 roku.

Wskaźnik bezrobocia w lutym 2010 roku osiągnął poziom 13%, co stanowiło maksimum w okresie ostatnich czterech lat.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2007-2010



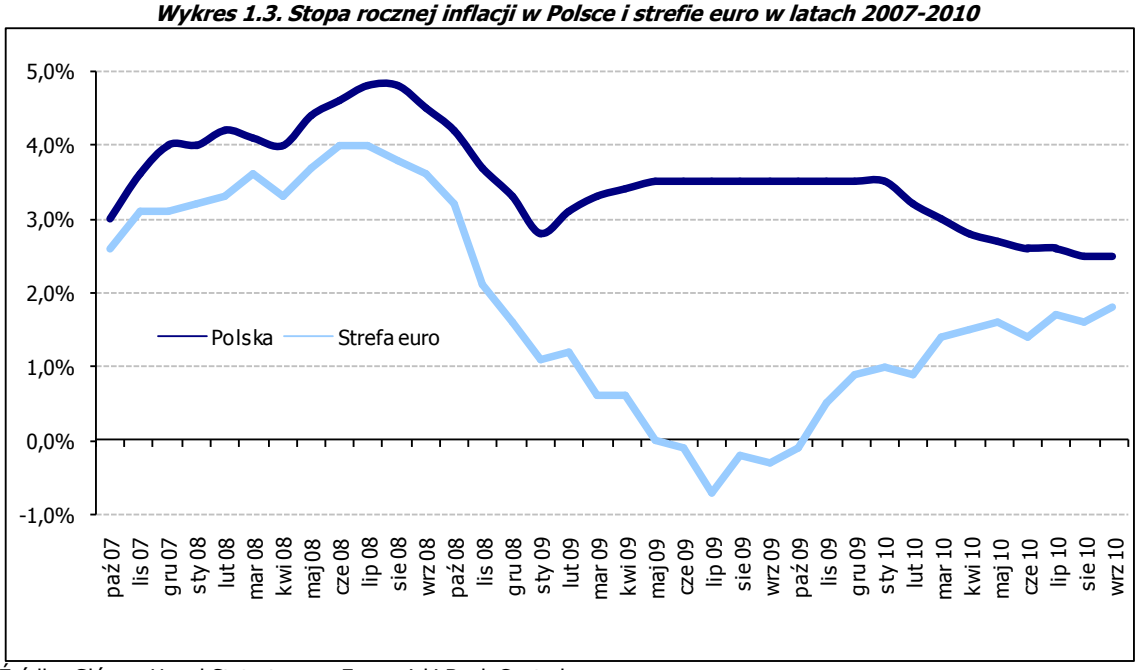
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Od października 2007 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%. Od października 2007 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.

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, nie przekraczając jednak wartości 2,0%.

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



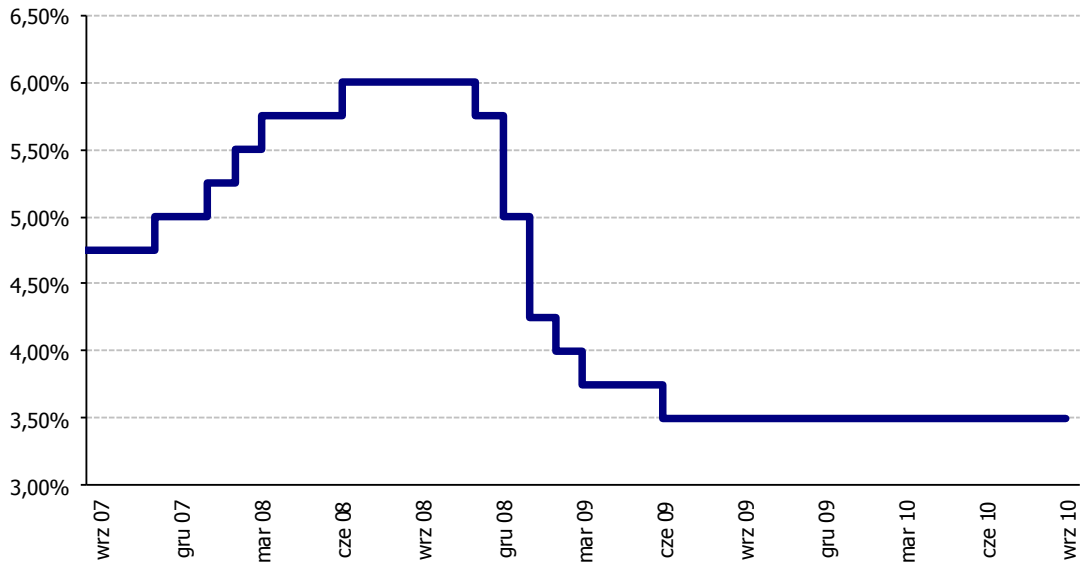
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 30 września 2007 roku do 30 września 2010 roku Rada Polityki Pieniężnej 11-krotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- 5-krotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 1,25 pkt proc.;
- następnie 6-krotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 2,5 pkt proc.

Na dzień 30 września 2010 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 3,5%, stopa redyskonta weksli 3,75%, stopa lombardowa 5,00%, a stopa depozytowa NBP 2,0%. Były to najniższe stopy procentowe w ostatnich dwóch dekadach. Ostatnia obniżka miała miejsce w czerwcu 2009 roku, zatem od ponad roku, stopy NBP pozostają w Polsce stabilne. Łączna obniżka stóp procentowych w Polsce rozpoczęta w IV kwartale 2008 roku, choć wysoka, była mniejsza niż zdecydowane posunięcia w zakresie polityki pieniężnej podjęte przez banki centralne najważniejszych gospodarek światowych.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

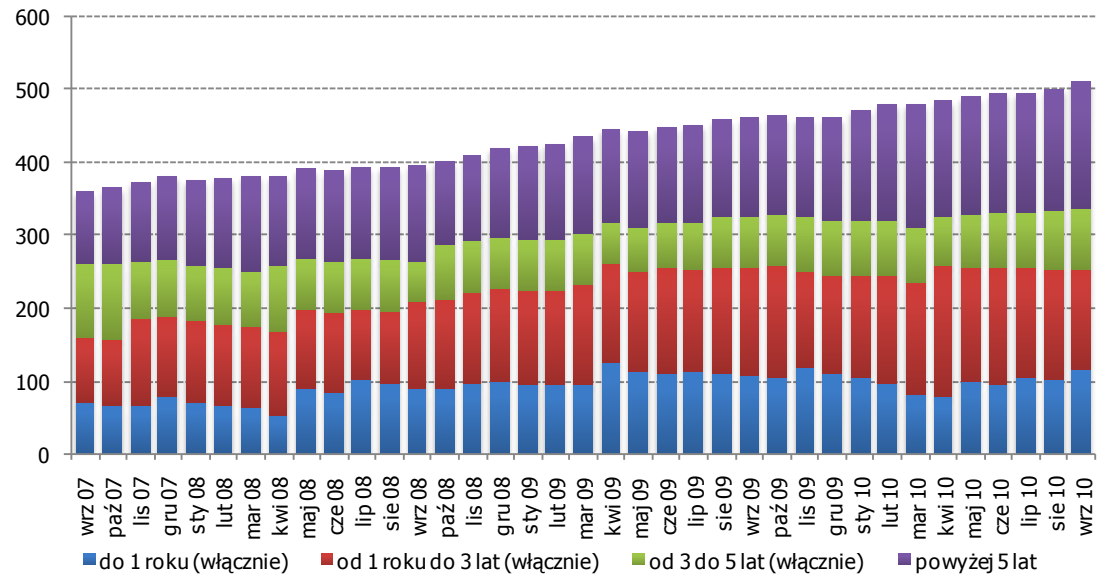
1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec września 2010 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 704,7 mld zł, co oznacza, że od końca września 2007 roku zadłużenie wzrosło o 43,8%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (510 mld zł), stanowiący na koniec stycznia 2010 roku 72,4% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 41,4%, przekraczając w sierpniu 2010 roku psychologiczną barierę pół biliona zł.

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

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 157,5 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 194,6 mld zł, czyli w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 50,4%. Na wyższe tempo przyrostu długu zagranicznego miało wpływ osłabienie się polskiej waluty wobec euro w II i III kwartale 2010 roku.

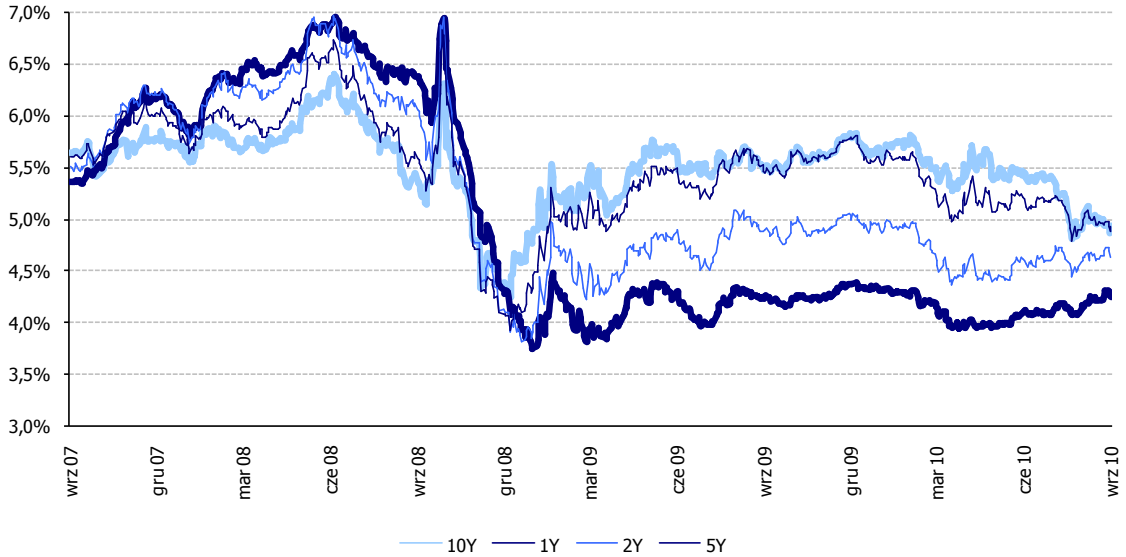
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2007 roku do września 2009 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dużymi wahaniami. Od 2007 roku, wraz z podwyżką stóp procentowych, rentowność zaczęła rosnąć, a najwyższą wartość osiągnęła na koniec drugiego kwartału 2008 roku. W III kwartale 2008 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 tendencję do konwergencji rentowności papierów skarbowych o różnych terminach zapadalności.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

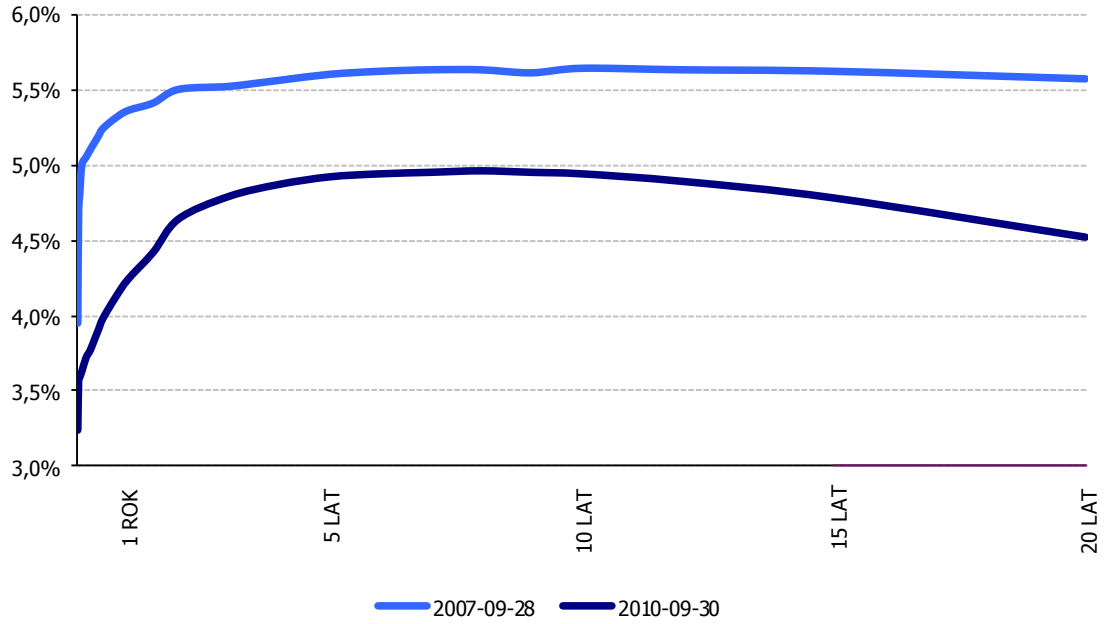


Źródło: Reuters

W okresie od września 2007 roku do września 2010 roku zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim.

W okresie od września 2007 roku do września 2010 roku zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim. Na początku okresu krzywa była niemalże płaska – stopy na całej długości oscylowały w przedziale 5,0-5,5%. W ciągu kolejnych 36 miesięcy na krótkim i długim końcu stopy spadły nawet o 100 pkt. bazowych, natomiast mniejsze były spadki na środku krzywej – zaczęła ona przybierać kształt odwróconej litery „U".

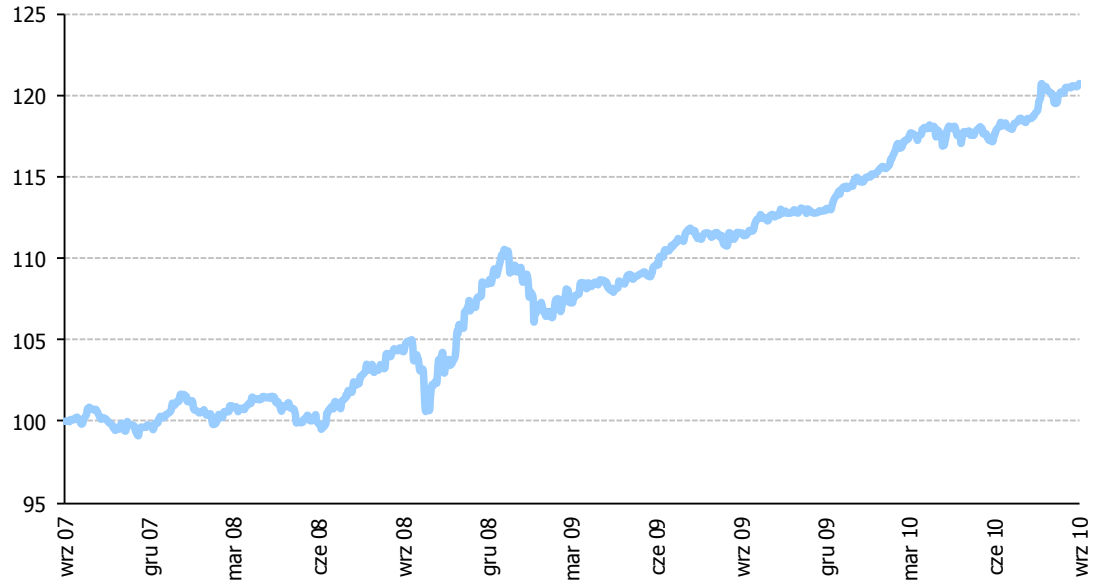
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 20,7%, przy czym największy wzrost rozpoczął się w III kwartale 2008 roku i trwał, z niewielkimi wahaniami, do końca analizowanego okresu.

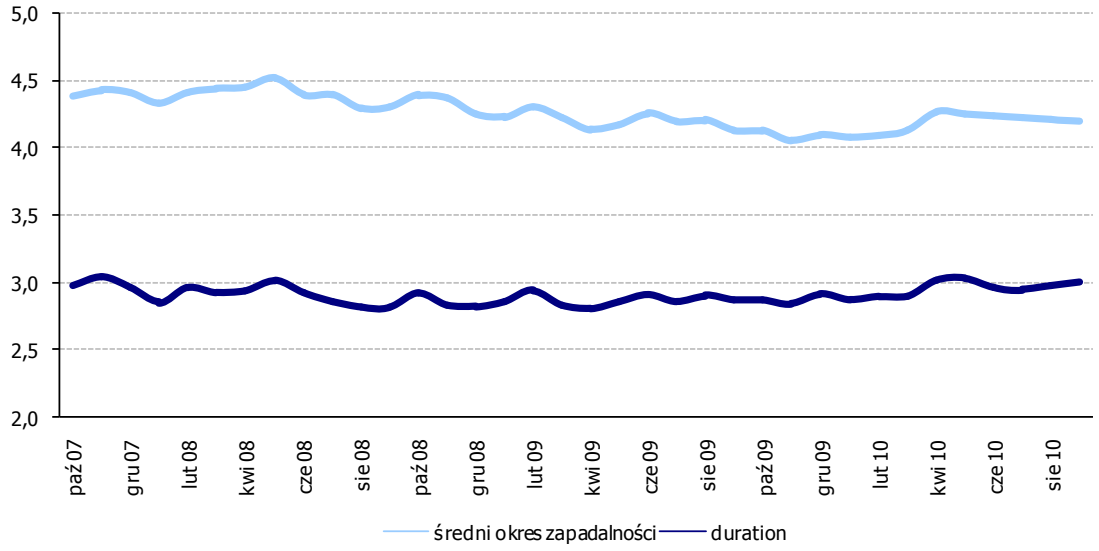
Wykres 1.8. Globalny Indeks polskich obligacji skarbowych FTSE



Wrzesień 2007 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

W okresie od września 2007 roku do września 2010 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych spadła nieznacznie z poziomu 4,4 roku na początku okresu do poziomu 4,3 roku we wrześniu 2010 roku notując lokalne maksimum w drugim kwartale 2008 roku. W ostatnich trzech latach stabilna pozostawała średnia duracja skarbowych papierów wartościowych, rosnąc w analizowanym okresie z 2,98 na 3,05 roku.

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



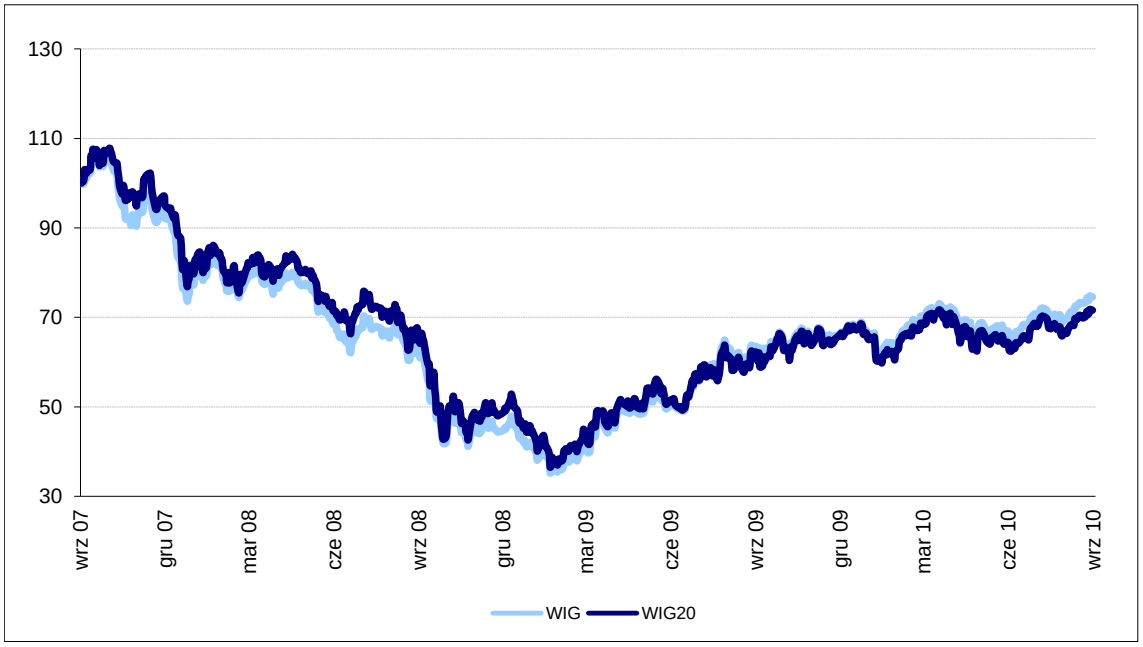
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Od marca 2009 roku nastąpiło wyraźne odbicie wartości indeksów giełdowych, a od marca 2010 roku obserwujemy stabilizację z niewielkim trendem wzrostowym.

Okres od września 2007 roku do września 2010 roku to czas dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Początek tego okresu to czas, gdy świat obiegły pierwsze informacje związane z kryzysem rynku *sub-prime* w USA, co zaowocowało zahamowaniem wzrostów na giełdach i początkiem ery spadków. Od początku IV kwartału 2008 roku indeksy spadały w dużym tempie w wyniku globalnego kryzysu finansowego. Na luty 2009 roku przypadał najniższy poziom indeksów w badanym okresie (17 lutego 2009: WIG 21 274,28, WIG20 1 327,64). Od marca 2009 roku nastąpiło wyraźne odbicie wartości indeksów, a od marca 2010 obserwujemy stabilizację z niewielkim trendem wzrostowym. Jeśli przeanalizować cały badany okres, to w ciągu trzech lat indeks WIG stracił nieco ponad 25% swojej wartości, a indeks WIG20 ponad 28%.

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych



Wartość na dzień 30.09.2007 = 100

Źródło: Reuters

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W 2008 roku wszystkie indeksy odnotowały spadki, a w ślad za tym spadała kapitalizacja rynku, podczas gdy w roku 2009 i pierwszych trzech kwartałach 2010 roku wszystkie indeksy odnotowały wzrost. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze w 2007 roku było odwrotnie. W 2009 roku i 2010 roku giełda odrabiała straty w stosunku do 2008 roku, co spowodowało, że w tym okresie kapitalizacja spółek krajowych zwiększyła się o 252 mld zł, a zagranicznych o 80 mld zł.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-IX 2010	2009	2008	2007
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	384	379	374	351
w tym zagraniczne	23	25	25	23
liczba debiutów	15	13	33	81
liczba wycofań	10	8	10	14
Obligacje	50	51	51	57
w tym zagraniczne	3	3	3	4
Kontrakty terminowe	52	37	40	42
Opcje	94	110	138	98
Wartości indeksów				
WIG20	2 615,22	2 388,72	1 789,73	3 456,05
mWIG40	2 653,45	2 346,14	1 511,27	4 028,37
sWIG80	12 103,19	11 090,93	6 852,79	15 917,92
WIG	45 236,72	39 985,99	27 228,64	55 648,54
WIG-PL	44 538,79	39 372,61	27 167,25	55 011,93
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	9,48	33,47	-48,21	5,19
mWIG40 (%)	13,1	55,24	-62,48	7,9
sWIG80 (%)	9,13	61,85	-56,95	25,17
WIG (%)	13,13	46,85	-51,07	10,39
WIG-PL (%)	13,12	44,93	-50,62	9,23

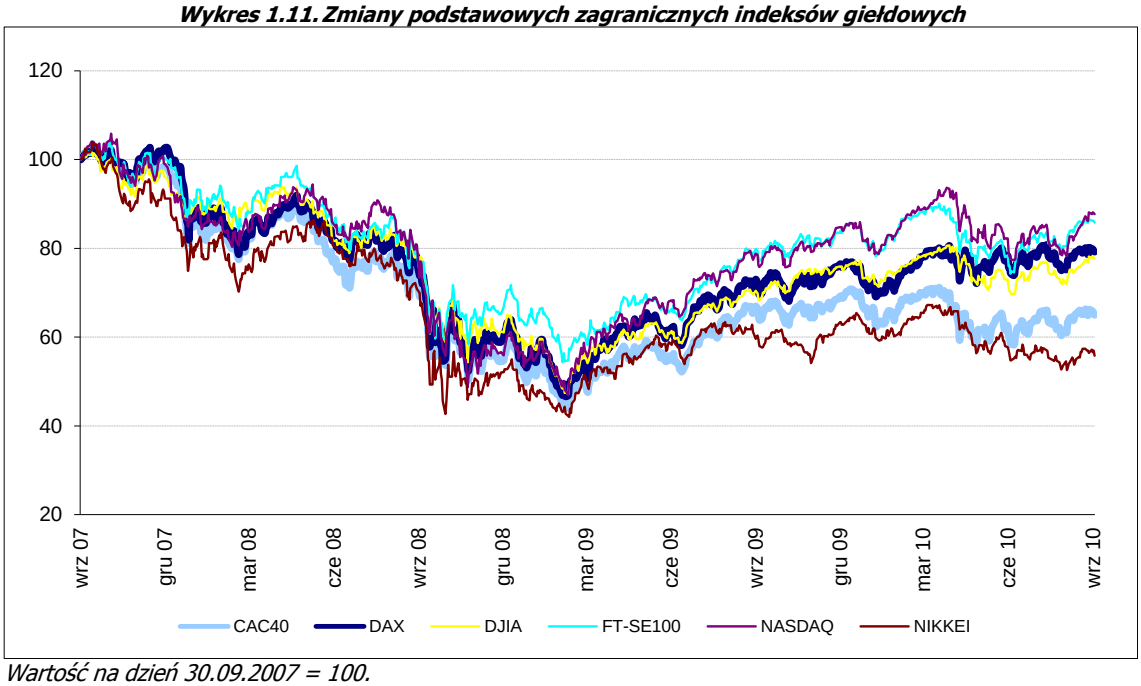
Rok	I-IX 2010	2009	2008	2007
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	519 031	421 178	267 359	509 887
Spółki zagraniczne (mln zł)	277 341	294 643	197 756	570 370
Obligacje krajowe (mln zł)	488 450	406 112	362 704	349 184
Obligacje zagraniczne (mln zł)	586	586	586	719
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	329 137	351 885	331 316	479 480
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	297 845	333 391	320 715	461 917
Liczba transakcji na sesję	46 996	51 395	38 211	60 820
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	31 292	18 494	10 601	17 563
Liczba transakcji pakietowych	2 783	2 888	2 464	2 509

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na rynkach zagranicznych wykazywała dużą zmienność w omawianym okresie. 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



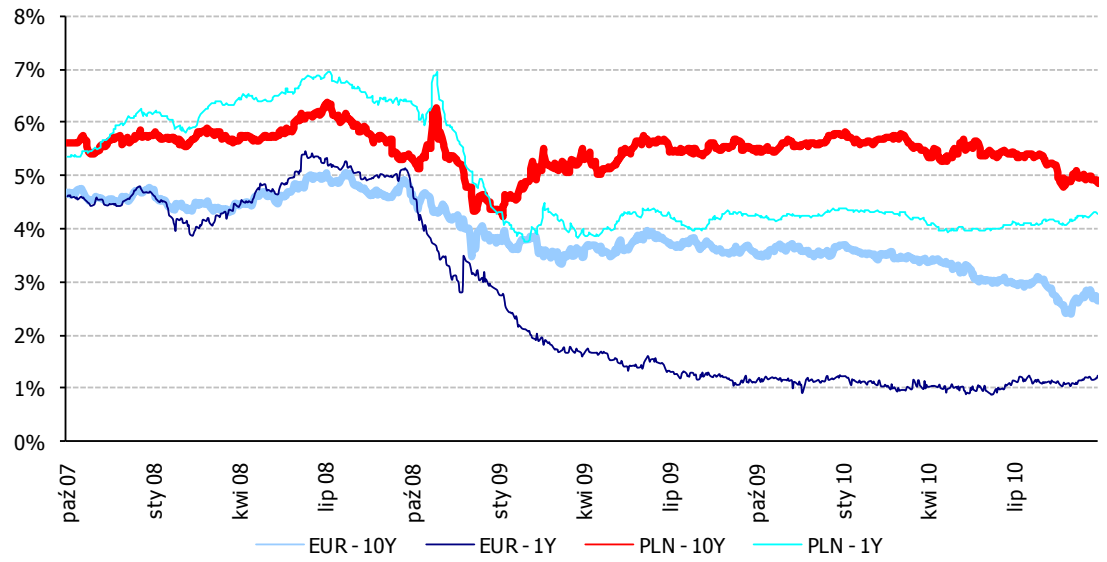
Wartość na dzień 30.09.2007 = 100.

Źródło: Reuters

W analizowanym okresie 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

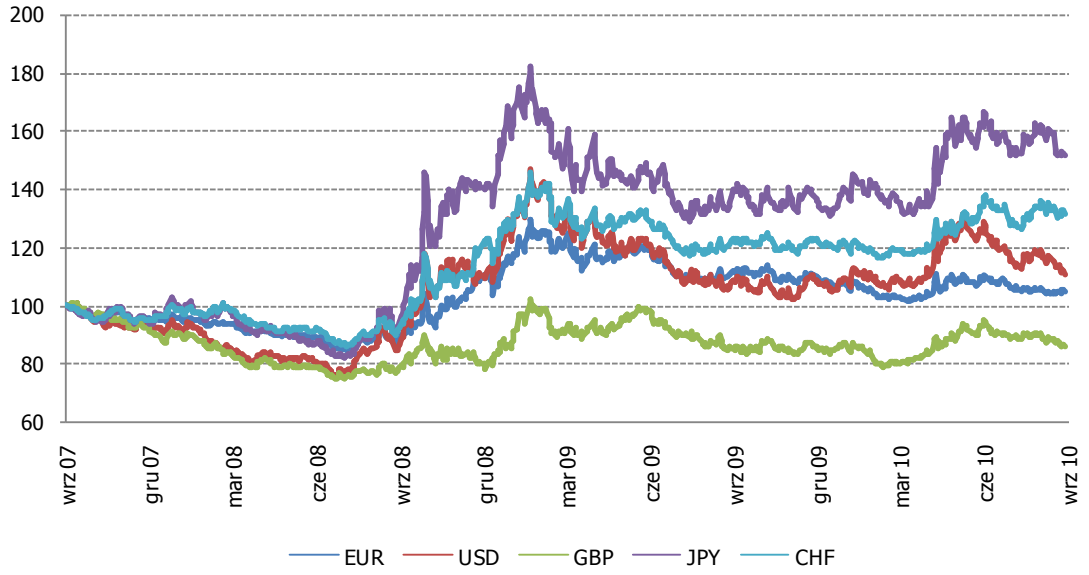


Źródło: Reuters

W okresie od września 2007 roku do połowy 2008 roku następowała systematyczna aprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Znaczące osłabienie złotego rozpoczęło się w III kwartale 2008 roku. Spośród pięciu zaprezentowanych walut, najbardziej stabilna w tym okresie była wartość złotówki w stosunku do funta brytyjskiego. Od marca 2009 kurs walutowy wykazał słaby, ale stabilny trend aprecjacyjny, zwłaszcza do EURO i USD. II kwartał 2010 to chwilowe osłabienie polskiej waluty, zakończone powrotem na stabilno-aprecjacyjną ścieżkę. W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem jena japońskiego, która to waluta podlegała silnej aprecjacji w stosunku do praktycznie wszystkich innych głównych światowych walut.

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

Wykres 1.13. Kursy wybranych walut w stosunku do złotego



28.09.2010 = 100
Źródło: Reuters

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2010 roku do OFE należało 14,9 mln członków.

Na koniec września 2010 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 14,9 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 13 otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku jednego podmiotu liczba członków zmniejszyła się. Największe przyrosty członków odnotował ING OFE (369,2 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także: AXA OFE, OFE PZU „Złota Jesień" oraz Generali OFE (odpowiednio: 354,2 tys., 237,1 tys., 235,5 tys.). O 461,8 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 2,1 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 2007 - 2010

OFE	Członkowie 2007-09-28	Saldo transferów	Losowania	Umowy pierwszorazowe	Członkowie 2010-09-24
AEGON OFE	358 517	-52 835	25 205	82 999	820 293
Allianz Polska OFE	316 672	39 833	31 562	69 601	441 240
Amplico OFE	1 070 260	-70 219	83 921	64 966	1 132 628
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 705 030	-123 155	0	289 729	2 822 553
AXA OFE	595 582	204 323	32 446	152 040	949 771
Generali OFE	534 390	81 512	83 775	84 430	769 852
ING OFE	2 566 313	19 830	0	397 268	2 935 498
Nordea OFE	720 629	18 980	0	139 749	859 737
Pekao OFE	289 894	-23 209	65 061	36 597	352 158
PKO BP Bankowy OFE	446 307	-20 882	0	36 268	446 106
OFE Pocztylion	432 085	-47 072	21 983	95 250	507 026
OFE Polsat	302 861	-37 550	51 448	5 687	314 313
OFE PZU „Złota Jesień"	1 945 970	34 122	0	256 520	2 183 045
OFE Skarbiec-Emerytura	443 035	-13 006	0	17 996	0
OFE WARTA	314 856	-10 672	0	21 522	318 754
Razem	**13 042 401**	**0**	**395 401**	**1 750 622**	**14 852 974**

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

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 albo poprzez zapisanie się samego ubezpieczonego do wybranego OFE lub uzyskanie członkostwa w funduszu w trybie losowania. Fundusze wykazują zróżnicowaną aktywność w zakresie pozyskiwania członków z rynku pierwotnego. Najwięcej członków w tym trybie pozyskał ING OFE (397,3 tys.) i Aviva OFE Aviva BZ WBK (289,7 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiło w analizowanym okresie do PKO BP Bankowy OFE (21,5 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 1,6 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 130,9 tys. osób.

1,6 mln członków zmieniło fundusz emerytalny.

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

W okresie od 28 września 2007 do 30 września 2010 roku miało miejsce 6 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 395 tys. osób (średnio 65,9 tys. osób w losowaniu). Najwięcej osób trafiło do Amplico OFE, Generali OFE, Pekao OFE, OFE Polsat (łącznie 71,9% osób uczestniczących w losowaniu).

Od początku 2009 roku rozpoczęła się również faza dekumulacji środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Wraz z wejściem w życie ustawy o emeryturach kapitałowych, OFE rozpoczęły proces przekazywania środków z przeznaczeniem na wypłaty emerytur okresowych dokonywanych przez ZUS. Proces ten na razie nie ma większego wpływu na liczbę członków OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, którym przyznano emerytury okresowe, w większości przypadków pozostaje w funduszu aż do wyczerpania lub do czasu przyznania emerytury dożywotniej. Z OFE odchodzą tylko te osoby, które mając takie prawo, wybierają świadczenia emerytalne wyliczane według starych zasad.

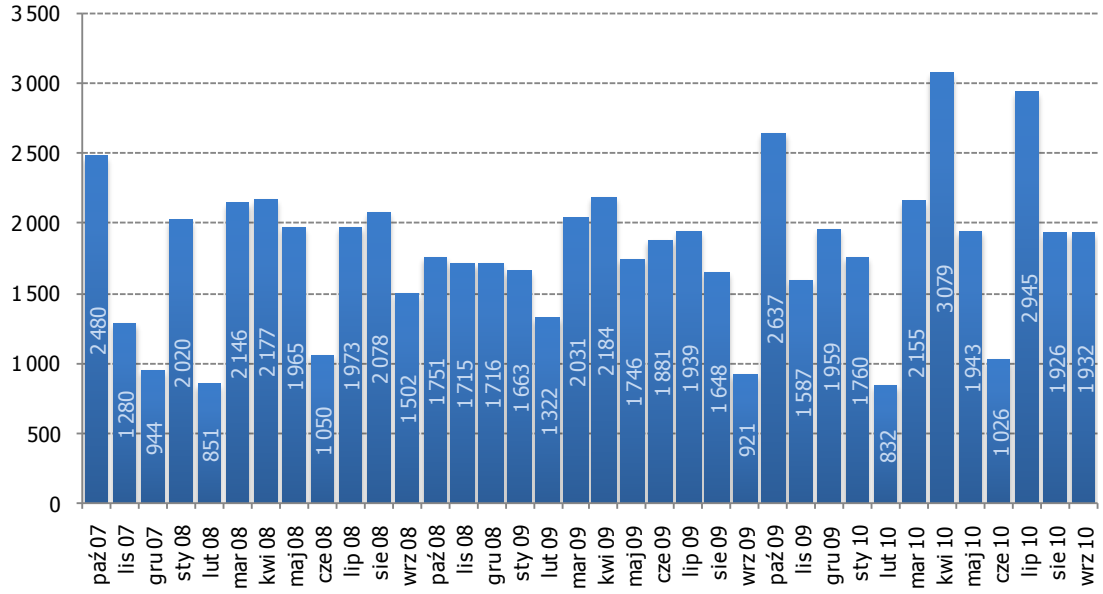
Od początku 2009 roku rozpoczęła się faza dekumulacji środków gromadzonych w OFE.

2.2 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 28 września 2007 do 30 września 2010 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 64,8 mld zł (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Oznacza to, że średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie 1,8 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w kwietniu 2010 roku (3,1 mld zł), zaś najmniejsza w lutym 2010 roku (0,8 mld zł).

W ciągu trzech lat do OFE trafiło prawie 65 mld zł składek.

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

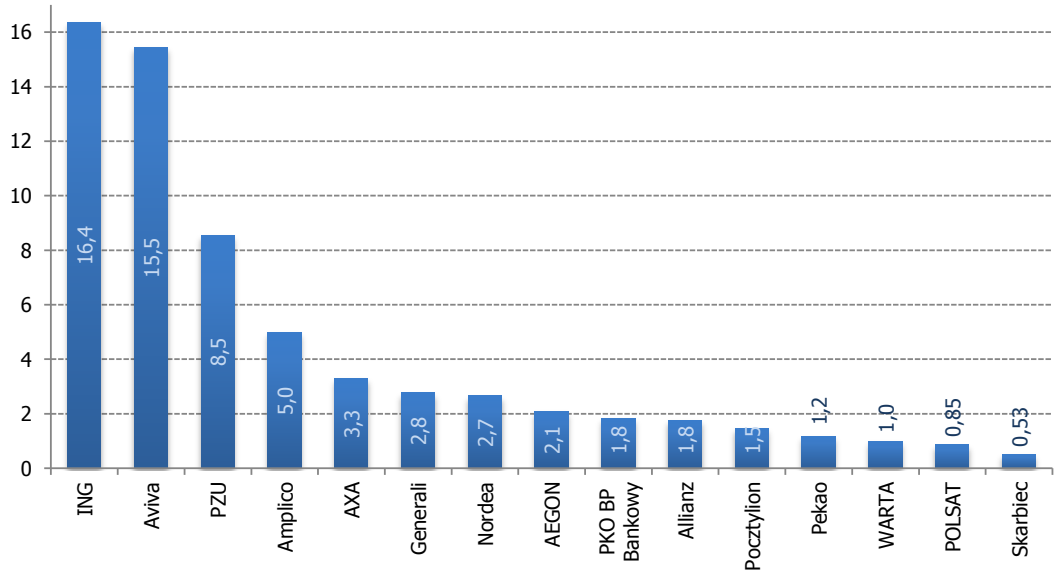


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

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

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (16,4 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (15,5 mld zł) – fundusze te otrzymały 49,1% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 1,0 mld zł oraz 0,85 mld zł. Jeszcze mniej składek trafiło do OFE Skarbiec-Emerytura, ale fundusz ten funkcjonował tylko do listopada 2008 roku.

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE w okresie od 28 września 2007 do 30 września 2010 roku w mld zł



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

Z początkiem 2009 roku otwarte fundusze emerytalne zaczęły przekazywać środki na wypłatę emerytur. W okresie od stycznia 2009 roku do września 2010 roku dokonano łącznie 4 530 wypłat (591 wypłat pierwszorazowych i 3 939 wypłat okresowych emerytur kapitałowych) na łączną kwotę 403,0 tys. zł (126,3 tys. zł wypłat pierwszorazowych oraz 267,7 tys. zł wypłat okresowych emerytur kapitałowych).

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

OFE	Wypłaty pierwszorazowe		Regularne wypłaty miesięczne		
	Liczba wypłat	Kwota wypłat	Liczba wypłat	Kwota wypłat	Przeciętne świadczenie
AEGON OFE	44	7 253,79	330	17 629,90	53,42
Allianz Polska OFE	16	4 987,09	80	5 680,76	71,01
Amplico OFE	74	14 267,98	435	27 257,06	62,66
Aviva OFE Aviva BZ WBK	84	22 327,38	607	46 612,30	76,79
AXA OFE	29	5 014,39	196	9 884,63	50,43
Generali OFE	34	4 627,92	241	13 448,73	55,80
ING OFE	126	41 022,60	880	91 812,30	104,33
Nordea OFE	29	4 365,16	185	10 624,25	57,43
Pekao OFE	17	2 470,78	121	5 163,11	42,67
PKO BP Bankowy OFE	14	1 833,94	130	8 040,80	61,85
OFE Pocztylion	30	3 992,52	199	10 632,26	53,43
OFE POLSAT	11	878,73	67	1 887,59	28,17
OFE PZU "Złota Jesień"	74	12 221,97	390	23 477,37	60,20
OFE WARTA	9	990,21	78	4 551,40	58,35
Razem	**591**	**126 254,46**	**3 939**	**276 702,46**	**70,25**

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 213,63 zł) niż wysokość okresowej emerytury kapitałowej (średnia 70,25 zł), jaką emeryt będzie otrzymywał w kolejnych miesiącach.

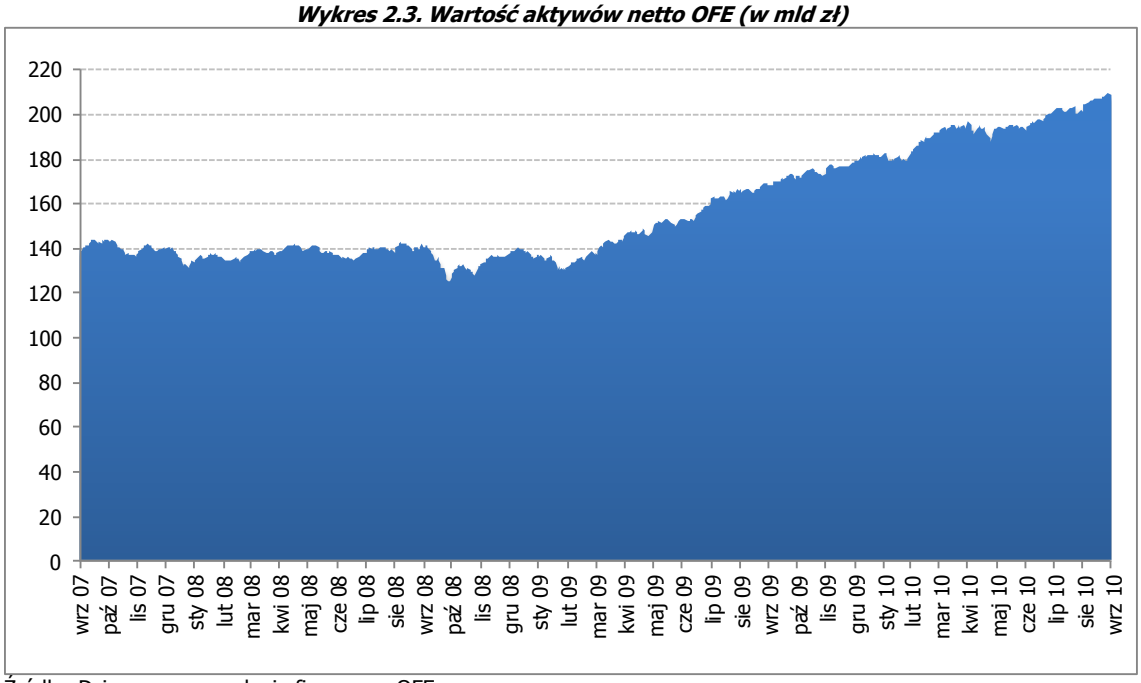
Średnia wysokość emerytury wypłacanej co miesiąc z OFE wynosi 70 zł

2.3 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2010 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 209,4 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o 70,2 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 września 2010 roku OFE miały 209,4 mld zł aktywów netto.

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły Aviva OFE Aviva BZ WBK, ING OFE oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy (mierzony wartością zarządzanych aktywów netto) na koniec września 2010 roku wyniósł 62,3%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 1,5 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył Aegon OFE (1,9 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 ING OFE (wzrosty odpowiednio o: 1,3 oraz 0,9 oraz 0,7 pkt proc.), co było skutkiem wysokiego dodatniego salda transferowego w tych funduszach, a także skuteczności w pozyskiwaniu członków na rynku pierwotnym. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (2,4 pkt proc.).

Tabela 2.3. Aktywa netto poszczególnych OFE (w mln zł)

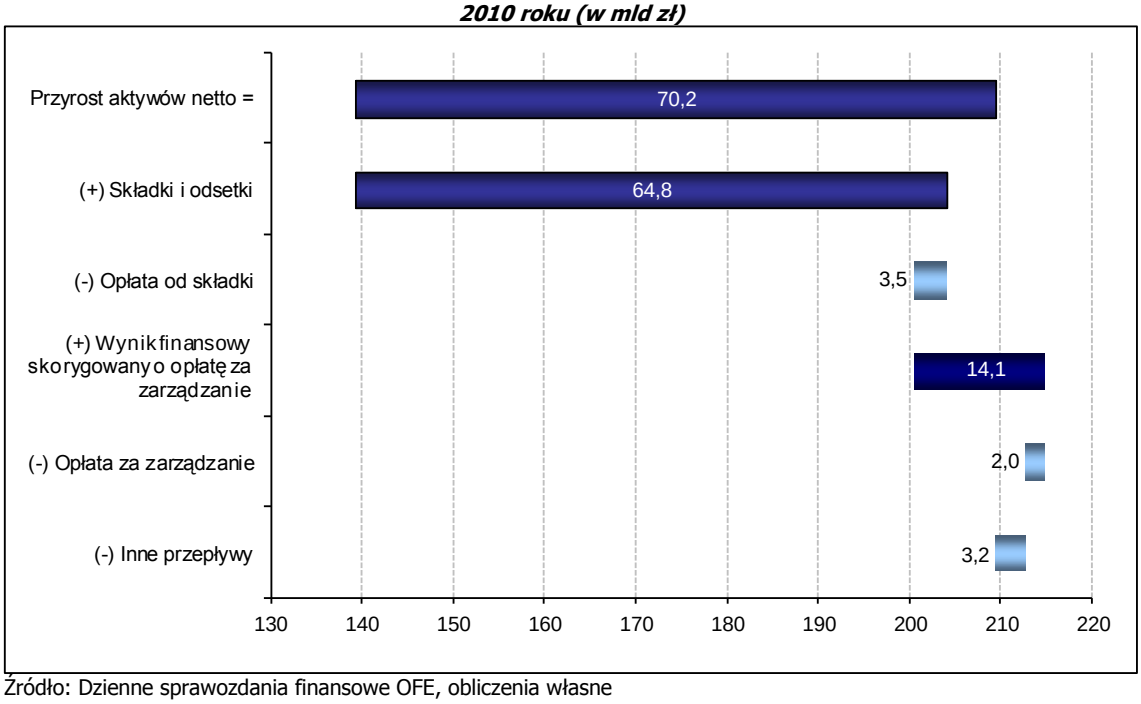
Nazwa OFE	2007-09-28		2010-09-30	
AEGON OFE	3 031,4	2,18%	8 554,7	4,08%
Allianz Polska OFE	3 420,6	2,46%	6 091,4	2,91%
Amplico OFE	11 468,1	8,23%	16 027,7	7,65%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	37 129,9	26,65%	50 847,9	24,28%
AXA OFE	6 069,8	4,36%	11 860,7	5,66%
Generali OFE	5 164,7	3,71%	9 638,3	4,60%
ING OFE	32 645,0	23,43%	50 603,8	24,16%
Nordea OFE	4 929,1	3,54%	8 618,9	4,11%
Pekao OFE	2 258,1	1,62%	3 256,4	1,55%
PKO BP Bankowy OFE	4 306,2	3,09%	5 969,0	2,85%
OFE Pocztylion	2 826,5	2,03%	4 028,1	1,92%
OFE POLSAT	1 315,3	0,94%	1 962,9	0,94%
OFE PZU "Złota Jesień"	19 105,8	13,72%	29 012,8	13,85%
OFE Skarbiec-Emerytura	3 519,2	2,53%	-	-
OFE WARTA	2 115,3	1,52%	2 992,8	1,43%
Razem	**139 304,9**	**100,00%**	**209 465,5**	**100,00%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

W ciągu trzech lat aktywa netto OFE wzrosły o 70,2 mld zł.

Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 28 września 2007 roku do 30 września 2010 roku wykazuje, że OFE wygenerowały zysk na poziomie nieco ponad 12 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 14,1 mld zł). W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 64,8 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 3,5 mld zł) oraz opłata za zarządzanie (2,0 mld zł).

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 28 września 2007 roku – 30 września 2010 roku (w mld zł)



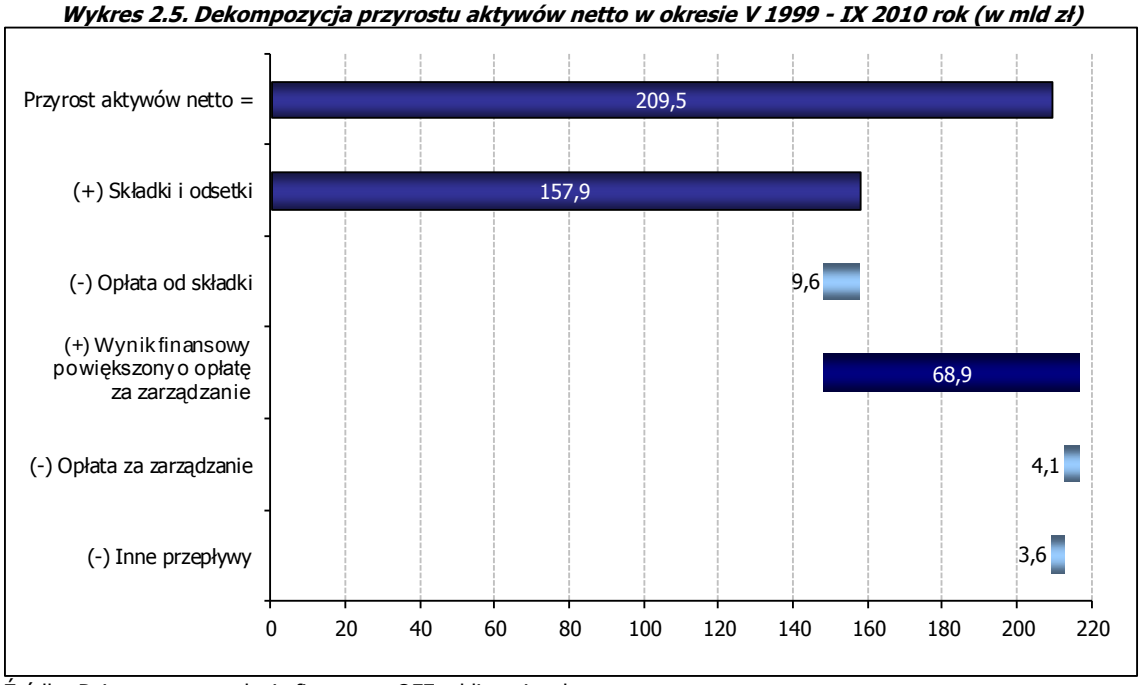
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W bilansie funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede 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. –3,2 mld zł.

Zysk OFE od początku ich istnienia to 65 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2010 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (157,9 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (64,8 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie, jest to kwota 68,9 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 9,6 mld zł oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (4,1 mld zł).

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.4 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

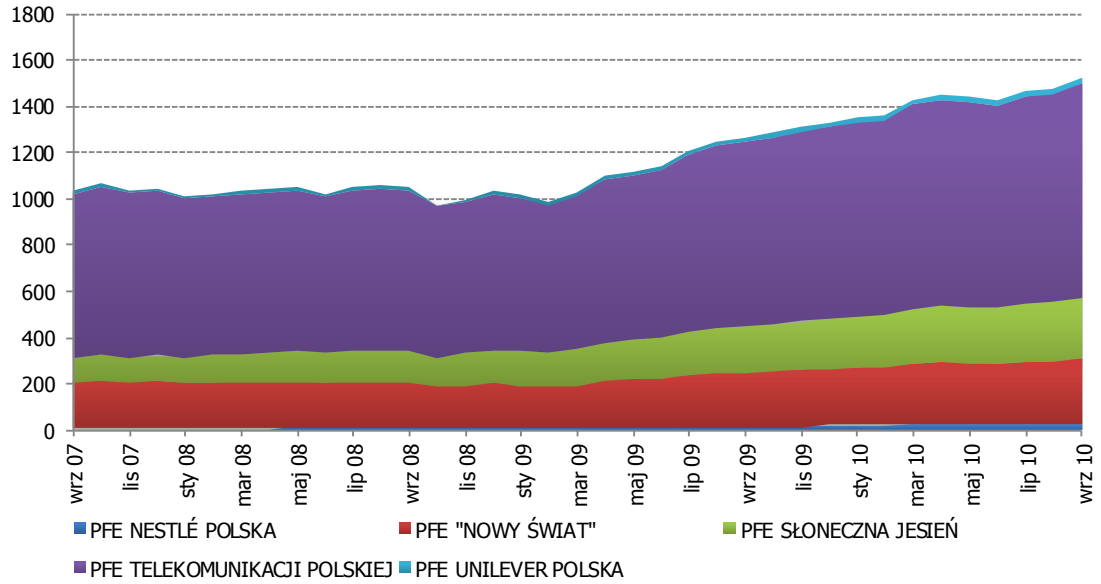
Na dzień 30 września 2010 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień").

Na koniec września 2010 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,5 mld zł.

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2010 roku kształtowała się na poziomie 1,53 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 47,4%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec marca 2010 roku 0,73% 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 0,93 mld zł, co dawało mu 60,9% udziału w rynku.

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



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 6 października 2010 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 28 września 2007 roku do 30 września 2010 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z marca 2010 roku, fundusze polepszyły swoje wyniki. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 3,36%, a minimalna stopa zwrotu -0,64%. Wszystkie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od minimalnej wymaganej.

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 3,4 % w okresie trzech lat.

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

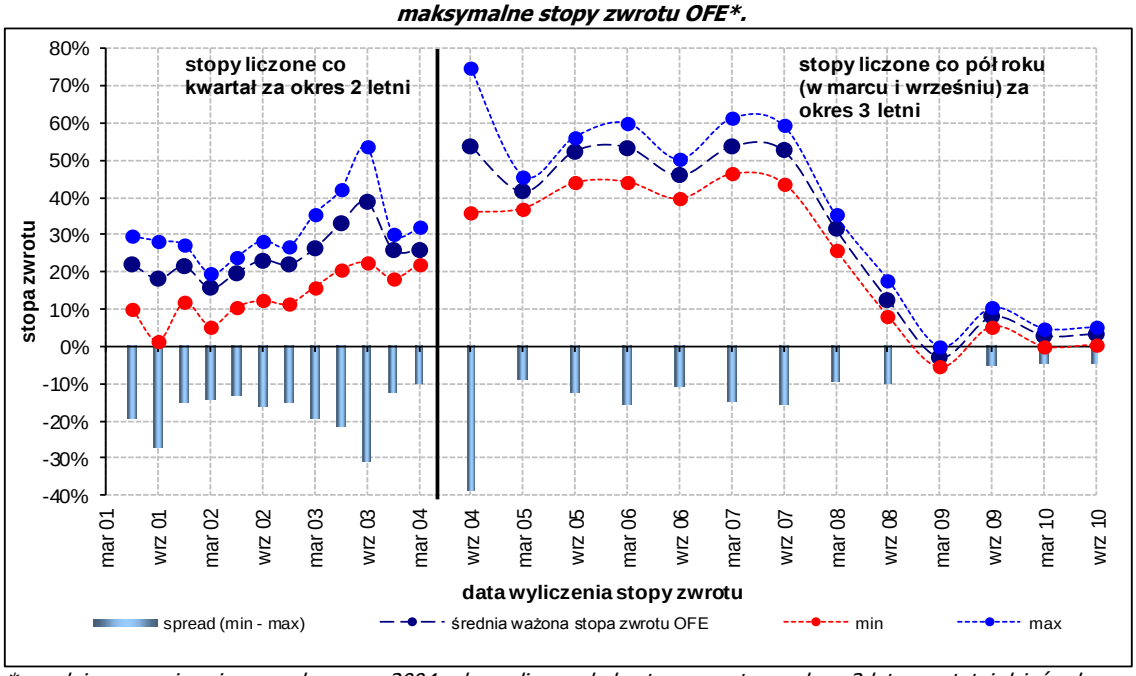
Podobnie jak pół roku wcześniej, w analizowanym okresie wszystkie OFE miały dodatnie stopy zwrotu. Najlepszy fundusz Generali osiągnął stopę zwrotu 5,2% a najsłabszy, Polsat OFE 0,5%. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE była relatywnie niska i wynosiła 4,7 pkt proc. (w poprzednim półroczu 4,8 pkt proc.). Było to najniższe dotąd obserwowalne zróżnicowanie trzyletnich stóp zwrotu OFE.

Tabela 3.1. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	28.09.2007	30.09.2010	
Generali	29,67	31,22	5,224%
AXA	28,28	29,71	5,057%
Amplico	27,62	28,97	4,888%
Allianz Polska	26,86	28,15	4,803%
PKO BP Bankowy	27,77	28,95	4,249%
Pocztylion	26,79	27,91	4,181%
Nordea	29,36	30,41	3,576%
AEGON	28,39	29,36	3,417%
PZU "Złota Jesień"	29,25	30,17	3,145%
ING	31,07	32,00	2,993%
WARTA	29,77	30,25	1,612%
Pekao	28,09	28,53	1,566%
Aviva BZ WBK	29,24	29,51	0,923%
POLSAT	32,64	32,81	0,521%
Średnia ważona stopa zwrotu	**3,360%**		
Minimalna stopa zwrotu	**-0,640%**		

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyliczana przez organ nadzoru oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE*.



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

Źródło: KNF

W ostatnim półroczu 51,6% rachunku premiowego trafiło do PTE, a 48,4% wróciło do OFE.

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE miały wpływ na podział rachunków premiowych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie trzyletnich stóp zwrotu OFE na dzień 30 września 2010 roku, wyniosła 61,5 mln zł, z czego 31,8 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 29,8 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Mimo tego, że dwa największe fundusze osiągnęły 3-letnie stopy zwrotu dające prawo zarządzającym nimi PTE do mniej niż połowy środków zgromadzonych na rachunku premiowym, to specyfika rozkładu stóp oraz algorytmu naliczania rachunku premiowego spowodowała, że ogólna suma środków, jaka przypadła wszystkim PTE w ostatnim półroczu (51,6% rachunku premiowego) przewyższyła sumę środków przeniesionych do OFE (48,4% rachunku premiowego).

Tabela 3.2. Podział środków zgromadzonych na rachunku premiowym otwartych funduszy emerytalnych w okresie od 28.09.2007 do 30.09.2010

OFE	Kwota na rachunek rezerwowy	Kwota do funduszu	Łącznie
Aviva	25,2	59,2	84,5
ING	32,2	46,1	78,4
PZU Złota Jesień	25,0	20,0	44,9
Amplico	21,3	4,8	26,1
AXA	12,2	3,7	15,9
Generali	12,2	1,1	13,3
Nordea	5,5	6,8	12,3
AEGON	6,3	4,8	11,1
BANKOWY	2,7	6,8	9,5
Allianz Polska	6,4	2,3	8,7
Pocztylion	4,0	2,5	6,5
PEKAO	3,4	1,8	5,2
WARTA	0,9	3,4	4,3
Skarbiec-Emerytura	2,0	1,1	3,1
POLSAT	1,3	1,8	3,1
Razem OFE	**160,8**	**166,1**	**326,9**

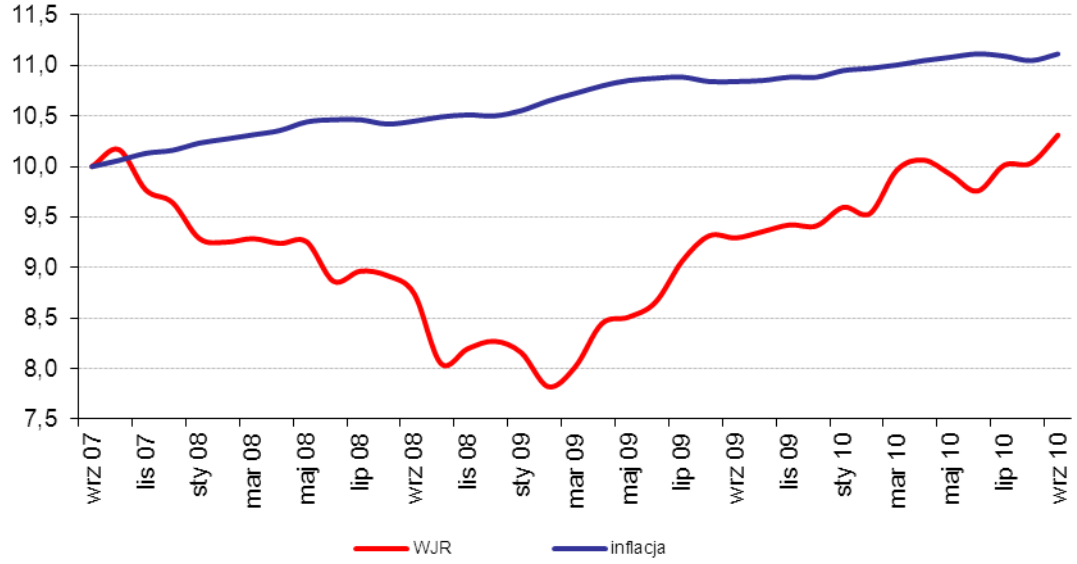
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W całym analizowanym okresie na rachunku premiowym zostało zgromadzone łącznie 326,9 mln zł, z czego 166,1 mln zł zostało przekazane do OFE, a 160,8 mln zł zostało przekazane na rachunek rezerwowy do wycofania przez PTE, jako wynagrodzenie za zarządzanie zależne od wyników funduszu.

Realna stopa zwrotu OFE spadła poniżej zera w listopadzie 2007 roku. Było to wynikiem przeceny na rynku instrumentów udziałowych. Od lutego 2009 roku, w wyniku odwrócenia trendu na GPW, fundusze zaczęły odrabiać straty. Pomimo tego, stopa zwrotu OFE w analizowanym okresie była niższa niż skumulowana inflacja i fundusze od 28.09.2007 r. do 30.09.2010 r. osiągnęły średnio ujemną realną stopę zwrotu wynoszącą –7,2%.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła –7,2%.

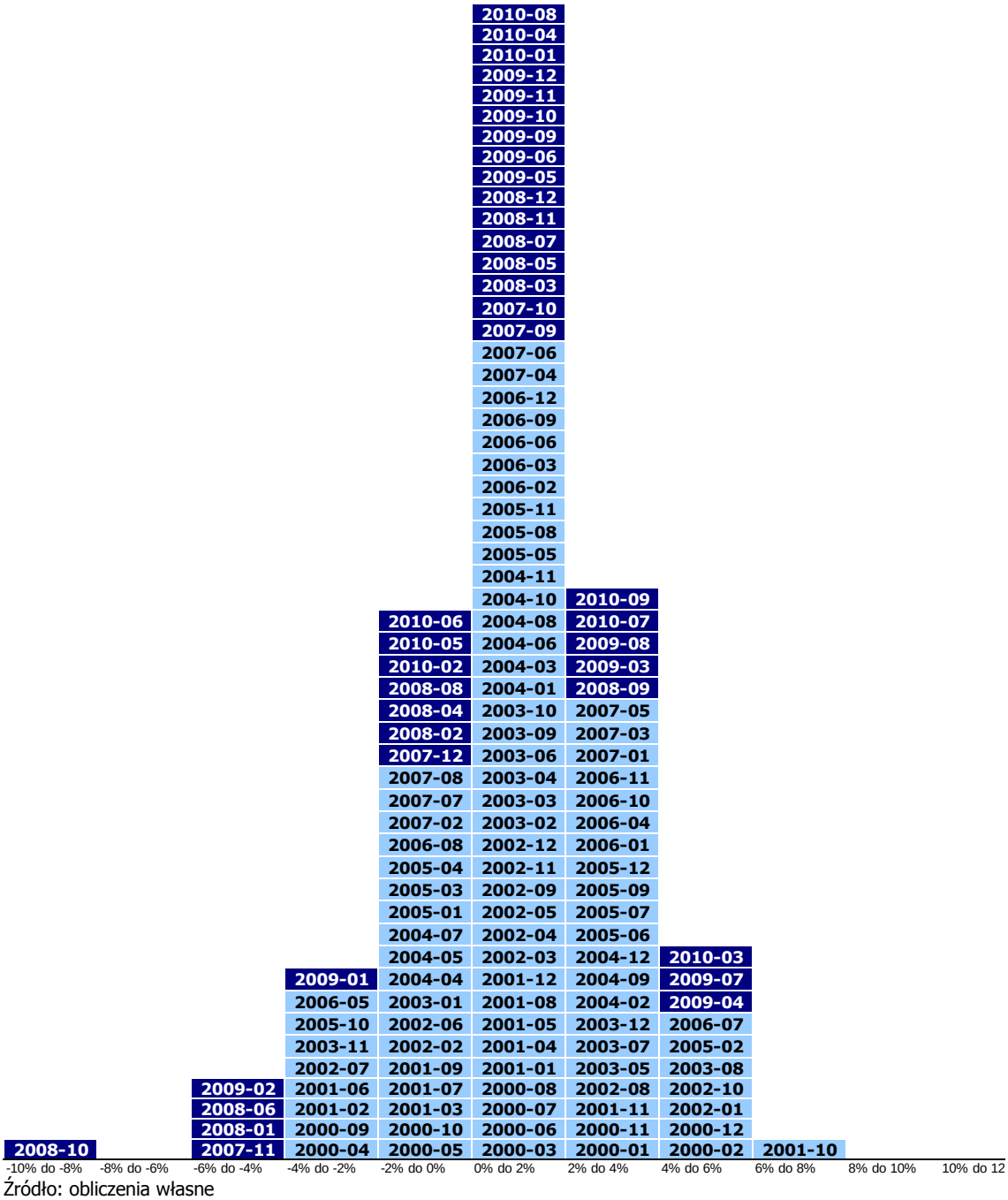
Wykres 3.2. Zmiana jednostki rozrachunkowej OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 28.09.2007=10
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, obliczenia własne

Miesięczne stopy zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2010 roku charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, dominują stopy dodatnie. Stopy z badanego okresu od września 2007 roku do września 2010 roku oznaczono kolorem granatowym. Warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Stopa na poziomie –8,3% odchyla się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu –4,8%). Po okresie wyraźnego spadku średniej wartości jednostki rozrachunkowej OFE trwającym do lutego 2009 roku obserwowany jest powrót na ścieżkę wzrostu i dodatnie stopy zwrotu.

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



Źródło: obliczenia własne

Stopa zwrotu z subportfela akcyjnego wyniosła –25,6%.

W okresie od 28 września 2007 roku do 30 września 2010 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była nieco niższa od zmiany indeksu WIG (OFE: -25,62% i WIG: -25,07%). Jednocześnie OFE osiągnęły stopę zwrotu wyższą od indeksu WIG20 (WIG20: -28,03%). *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 13,02 pkt proc.

Stopa zwrotu z subportfela dłużnego wyniosła 18,20% przy udziale w całości inwestycji na poziomie 68,7%.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była niższa o 0,95 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 3,27 pkt proc. Średni udział instrumentów dłużnych w portfelach OFE w analizowanym okresie wynosił 68,70%. Stopa zwrotu z subportfela dłużnego na poziomie 18,20% pozwoliła wszystkim OFE osiągnąć 3-letnią stopę zwrotu większą od zera, mimo utrzymującego się ujemnego wyniku na inwestycjach w instrumenty udziałowe.

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

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Średnia na rynku OFE	-25,62%	19,79%
Mediana na rynku OFE	-25,55%	19,49%
Minimalna na rynku OFE	-32,73%	18,40%
Maksymalna na rynku OFE	-19,71%	21,67%
Indeks WIG	-25,07%	
Indeks WIG20	-28,03%	
Indeks obligacji		20,74%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w obligacje skarbowe przyniosły funduszom najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Jedynymi walorami udziałowymi, które pozwoliły na zysk kwalifikujący się do odnotowania w poniższym zestawieniu po stronie najlepszych inwestycji, były akcje spółki KGHM Polska Miedź. Relatywnie bardzo duże straty (ponad miliard zł) OFE odnotowały inwestycjach w akcje spółek GLOBE TRADE CENTER i Cersanit.

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk /strata w mln zł
DS1017	obligacje	1 620
PS0412	obligacje	1 450
DS1019	obligacje	1 417
DS1015	obligacje	1 287
WS0922	obligacje	1 226
PS0511	obligacje	1 161
PS0414	obligacje	1 139
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	1 044
DS1013	obligacje	1 023
PS0413	obligacje	1 004
IMMOEAST	akcje	-400
PFLEIDERER GRAJEWO	akcje	-431
BANK MILLENNIUM	akcje	-434
CIECH	akcje	-451
VISTULA GROUP	akcje	-453
PKN ORLEN	akcje	-479
ECHO INVESTMENT	akcje	-523
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-947
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-1 025
CERSANIT	akcje	-1 212

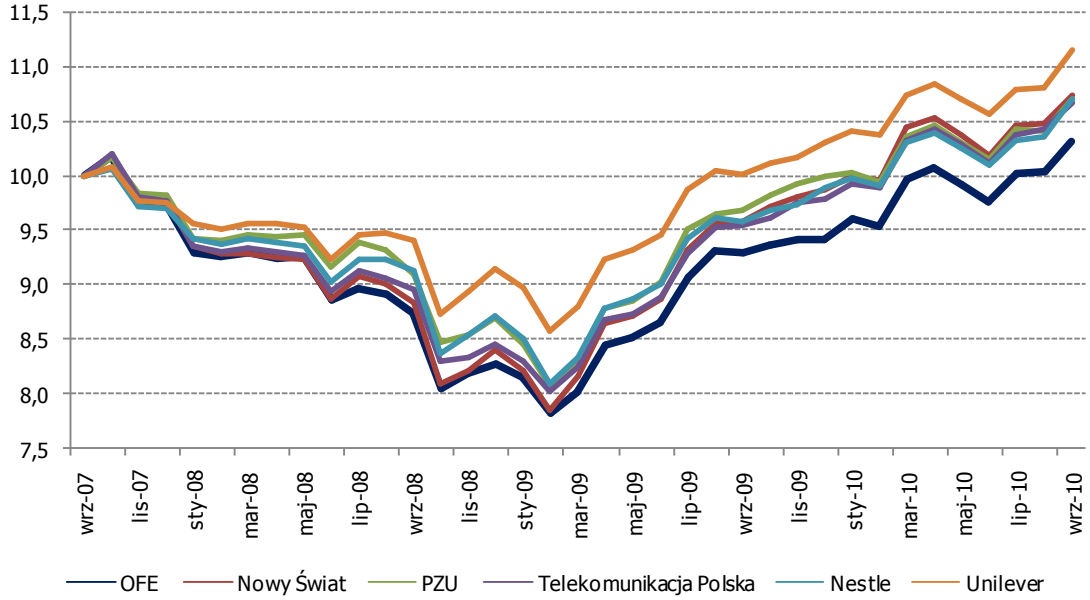
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 6,62% do 11,44%.

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 6,62% (PFE Telekomunikacji Polskiej) do 11,44% (PFE Unilever Polska). Podobnie jak pół roku wcześniej, w badanym okresie wszystkie PFE osiągały wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

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



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

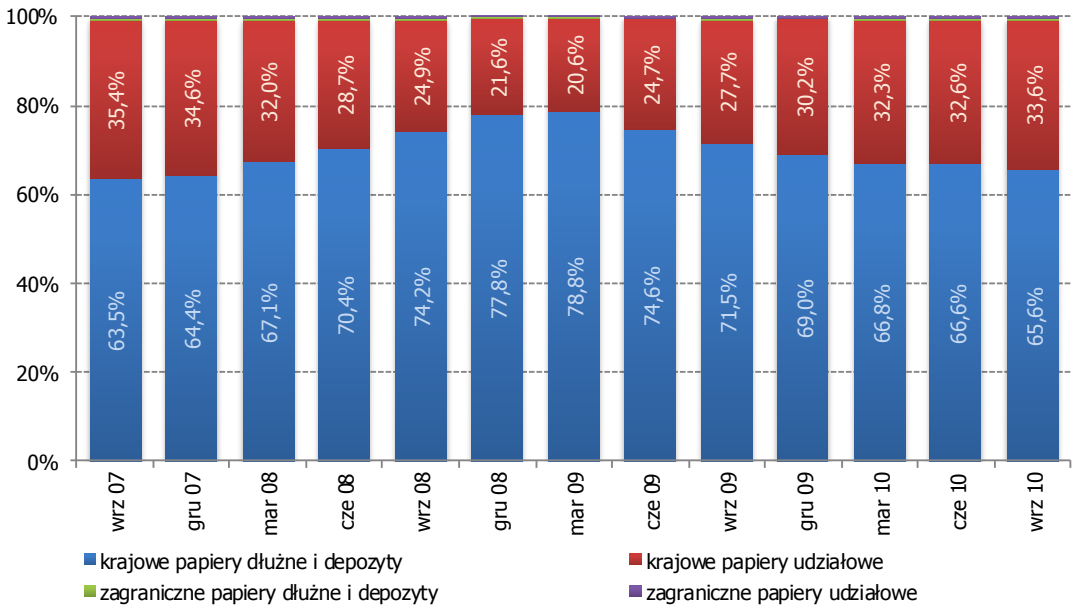
4.1 Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

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 z ponad 35% wartości portfela w wrześniu 2007 roku do nieco ponad 20% w marcu 2009 roku, a następnie stopniowe zwiększanie do prawie 34% na koniec września 2010 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 63,8%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 28,7%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe stanowiły maksymalnie 1,09% portfela OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 0,9%. 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: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

W badanym okresie zmniejszyło się zaangażowanie OFE w obligacje skarbowe o stałym i zmiennym oprocentowaniu oraz w akcje notowane na rynku podstawowym GPW. Najsilniej wzrosło zaangażowanie OFE w zerokuponowe obligacje skarbowe oraz w depozyty bankowe. 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

Rodzaj lokaty	2007-09-28	2010-09-30	zm. w p.p.
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,25%	0,20%	-0,05
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,01%	-
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	34,82%	32,88%	-1,94
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	0,01%	0,07%	0,06
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej dyskontowe emitowane przez banki krajowe	-	0,05%	-
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	-	0,06%	-
Bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,30%	0,07%	-0,24
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	2,87%	3,70%	0,83
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%	-
Bony skarbowe	0,67%	0,91%	0,24
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,01%	0,13%	0,13
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,10%	0,18%	0,08
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,12%	-	-
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,06%	0,01%	-0,05
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	0,07%	0,06
Prawa poboru notowane na rynku podstawowym GPW	0,00%	-	-
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	0,08%	0,07
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,12%	0,20%	0,07
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	-	0,05%	-
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,67%	1,30%	0,63
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek publicznych	-	0,04%	-
Inne niż zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	-	0,12%	-
Inne niż zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych	-	0,06%	-
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,01%	0,03%	0,01
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,10%	-	-
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%	-
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%	-
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,03%	0,08%	0,05
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	-	0,00%	-
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,02%	-	-
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,05%	0,07%	0,02
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	44,15%	37,34%	-6,81
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	8,09%	7,07%	-1,02
Obligacje skarbowe zerokuponowe	6,14%	8,74%	2,60
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	0,01%	-	-
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek niepublicznych	-	0,00%	-
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	-	0,06%	-
Zdematerializowane obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu	-	0,54%	-
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,01%	-0,03

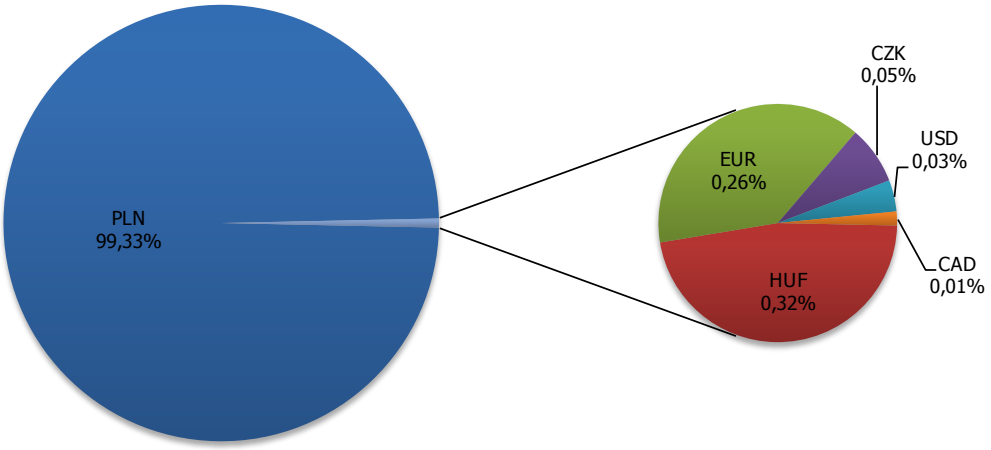
Rodzaj lokaty	2007-09-28	2010-09-30	zm. w p.p.
Zdematerializowane obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek publicznych, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%	-
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,31%	0,30
Akcje spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,71%	0,55%	-0,16
Akcje spółek notowane w elektronicznych systemach kwotowań poza granicami kraju	0,01%	-	-
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,15%	-	-
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,22%	-	-
Dłużne zerokuponowe papiery wartościowe 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%	-
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%	-
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%	-
Krótkoterminowe papiery dyskontowe emitowane przez rządy państw obcych	0,04%	-	-
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez rządy państw obcych	0,03%	-	-
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EIB	0,20%	0,05%	-0,14

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec września 2010 roku jedenaście OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych, których udział wynosił zaledwie 0,7% wartości portfela. W większości były one denominowane w węgierskim forincie i euro, w mniejszym stopniu w czeskiej koronie, dolarach amerykańskich i funtach brytyjskich. 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% papierów wartościowych posiadanych przez OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2010 r.



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Dominującą pozycją w portfelu PFE są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyj-nych.

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2010 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (ponad 61%). 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 (23,9%) oraz instrumenty udziałowe (13,9%).

Tabela 4.2. Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 30.09.2010 roku

Kategoria lokat	Wartość w tys. zł.	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	89,4	0,01%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	247 654,6	16,34%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	113 972,1	7,52%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	6 991,3	0,46%
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	3 470,9	0,23%
Inne niż zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	5 889,6	0,39%
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	700,5	0,05%
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	194 032,4	12,80%
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	3 450,8	0,23%
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	585,5	0,04%
Prawa do akcji notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	301,5	0,02%
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	6 080,6	0,40%
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	441,6	0,03%
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	765,7	0,05%
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	4 802,0	0,32%
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	926 246,4	61,12%
Razem	**1 515 474,8**	**100,00%**

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

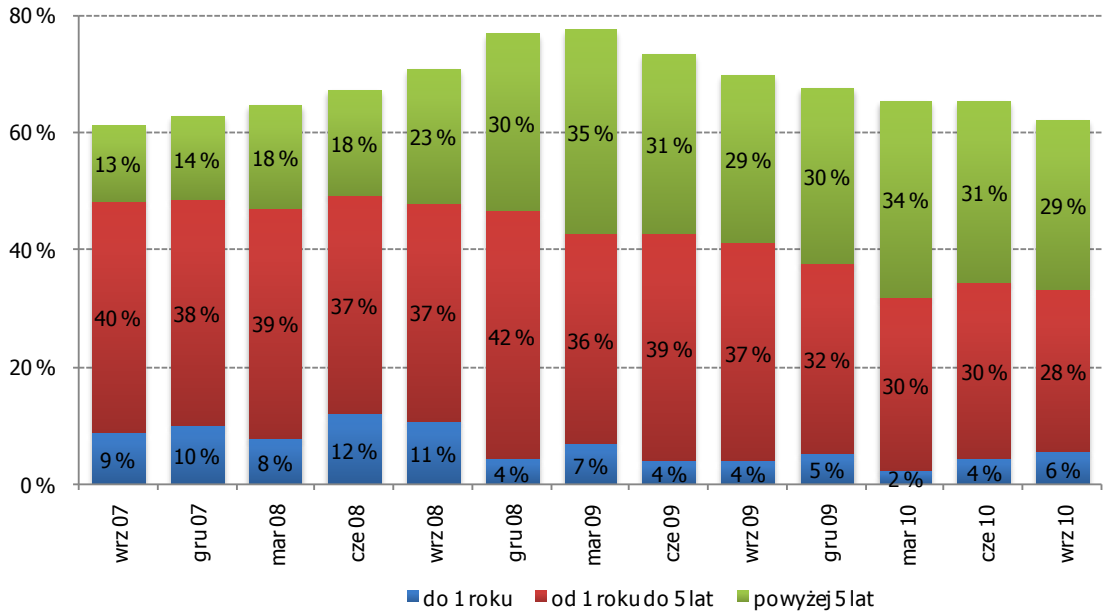
Pomijając lokaty PFE Telekomunikacji Polskiej, ze względu na całkowicie odmienną od innych pracowniczych funduszy emerytalnych politykę inwestycyjną, na koniec września 2010 roku obligacje Skarbu Państwa stanowiły 61,8% wartości portfela PFE, a instrumenty udziałowe 35,9%.

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu ostatnich trzech lat instrumenty dłużne stanowiły od 58 do 77% portfela OFE.

W okresie od 28 września 2007 roku do 30 września 2010 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 66,7% portfela, kształtując się w przedziale 58,1% - 77,4%, przy czym najniższe wartości osiągało w połowie roku 2007, 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 papierów dłużnych w portfelach OFE rósł: we wrześniu 2007 roku wynosił poniżej 60%, a w styczniu i lutym 2009 roku w niektórych dniach wyceny przekroczył 80%. Dodatkowo zwiększaniu zaangażowania w instrumenty dłużne sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku obligacji w II połowie 2008 roku, kiedy obligacje o dłuższym terminie do wykupu pozwalały osiągnąć dwucyfrowe stopy zwrotu. W 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 30 września 2010 roku osiągnął poziom 62,1%.

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

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

- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 94,9% 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 54,7% udział w subportfelu dłużnym).

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

Data	Obligacje o stałym oprocentowaniu	Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem
2007-09-28	44,18%	9,63%	6,24%	0,85%	0,12%	61,03%
2007-12-31	43,64%	10,77%	6,00%	1,90%	0,24%	62,55%
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%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Większość obligacji posiadanych przez OFE ma stałe oprocentowa-nie.

W analizowanym okresie największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu. Stanowiły one od 42 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 8,9%). 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.

Główną pozycją portfela OFE są polskie obligacje skarbowe.

Obligacje skarbowe pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE. W analizowanym okresie ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. Na przełomie I i II kwartału 2009 roku instrumenty te stanowiły prawie ¾ portfela, podczas gdy w wrześniu 2010 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.

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

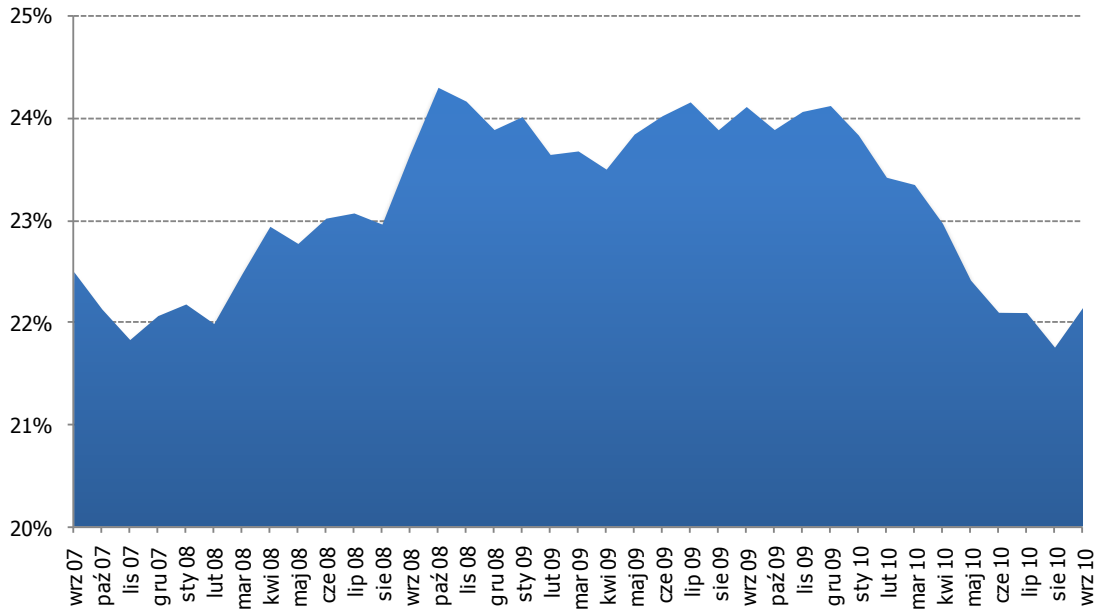
Data	Skarb Państwa	BGK	Inne banki	Spółki	Listy zastawne	Samorząd terytorialny	Zagranica	Inne	Razem
2007-09-28	59,1		0,3	0,7	0,1	0,0	0,4	0,4	61,0
2007-12-31	59,9		0,3	1,3	0,2	0,0	0,4	0,4	62,6
2008-03-31	61,9		0,3	1,3	0,3	0,0	0,3	0,4	64,6
2008-06-30	63,8		0,4	1,7	0,4	0,0	0,4	0,4	67,2
2008-09-30	67,2		0,5	1,7	0,4	0,0	0,5	0,4	70,7
2008-12-31	73,5		0,5	1,8	0,4	0,0	0,3	0,3	76,8
2009-03-31	74,1		0,5	1,8	0,4	0,0	0,4	0,2	77,4
2009-06-30	70,1		0,5	1,6	0,3	0,2	0,4	0,3	73,4
2009-09-30	66,5	0,2	0,3	1,5	0,3	0,4	0,3	0,3	69,9
2009-12-31	61,6	2,9	0,4	1,4	0,3	0,4	0,3	0,3	67,5
2010-03-31	59,4	2,8	0,4	1,4	0,3	0,5	0,3	0,3	65,4
2010-06-30	56,7	5,0	0,3	1,5	0,3	0,7	0,3	0,4	65,3
2010-09-30	54,1	4,6	0,2	1,4	0,2	0,7	0,3	0,6	62,1

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

OFE inwestują w obligacje BGK, czyli tzw. obligacje autostra-dowe.

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. 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 września 2010 roku ponad 22% skarbowych papierów wartościo-wych 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 OFE[1] w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa[2]spadł nieznacznie z 22,5% na koniec września 2007 roku do 22,1% na koniec września 2010 roku.

Tabela 4.5. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec kwartałów analizowanego okresu

Miara / Kwartał	Średnia dla rynku OFE	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
IV kw. 2007	2,47	2,50	1,89	2,81	6,01%
I kw. 2008	2,58	2,52	1,75	3,08	5,91%
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	3,63	3,69	2,58	4,56	4,92%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Duration skarbowych papierów wartościo-wych posiadanych przez OFE wynosi 3,6 roku.

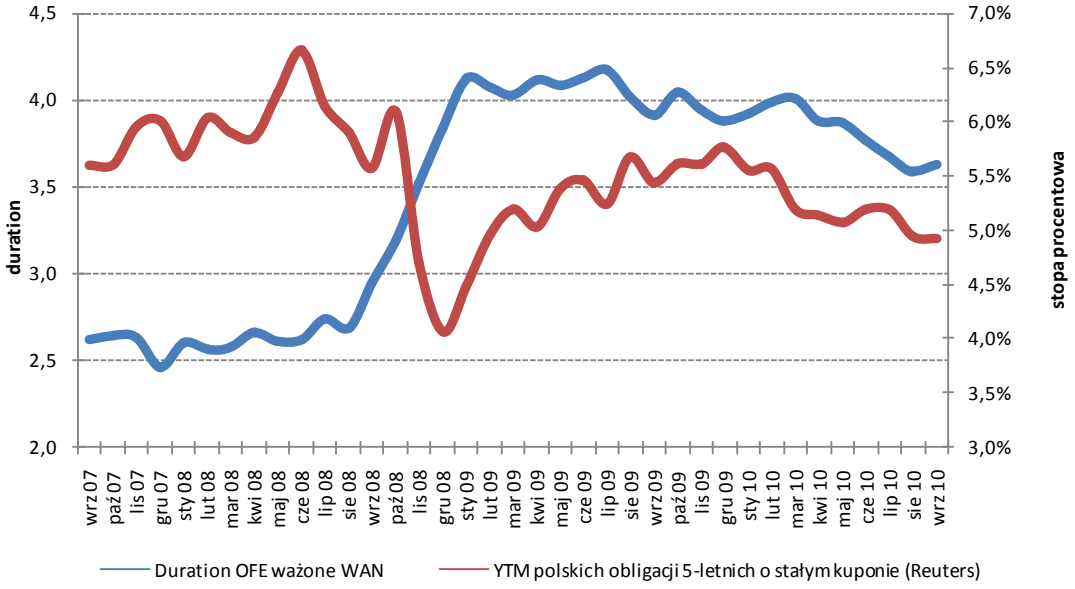
W analizowanym okresie średni poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych nie ulegał istotnym zmianom do września 2008 roku, oscylując w przedziale 2,5 – 3 lata. Od września 2008 roku nastąpił dynamiczny wzrost tego wskaźnika. W roku 2008, szczególnie od IV kwartału, *duration* subportfeli OFE ważone wartością aktywów netto wzrosło do poziomu blisko 4. Od lutego 2009 roku do końca I kwartału 2010 roku *duration* oscylowało w przedziale 3,9 – 4,1. W ostatnim półroczu

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

[2] dług Skarbu Państwa z wyłączeniem nierynkowych SPW

analizowanego okres wskaźnik ten zaczął spadać i na koniec września 2010 roku osiągnął poziom 3,6 roku. Należy zwrócić uwagę, iż w tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością, w szczególności w okresie największej niepewności na rynkach finansowych w związku z rozprzestrzeniającym się kryzysem finansowym.

Wykres 4.5. Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE



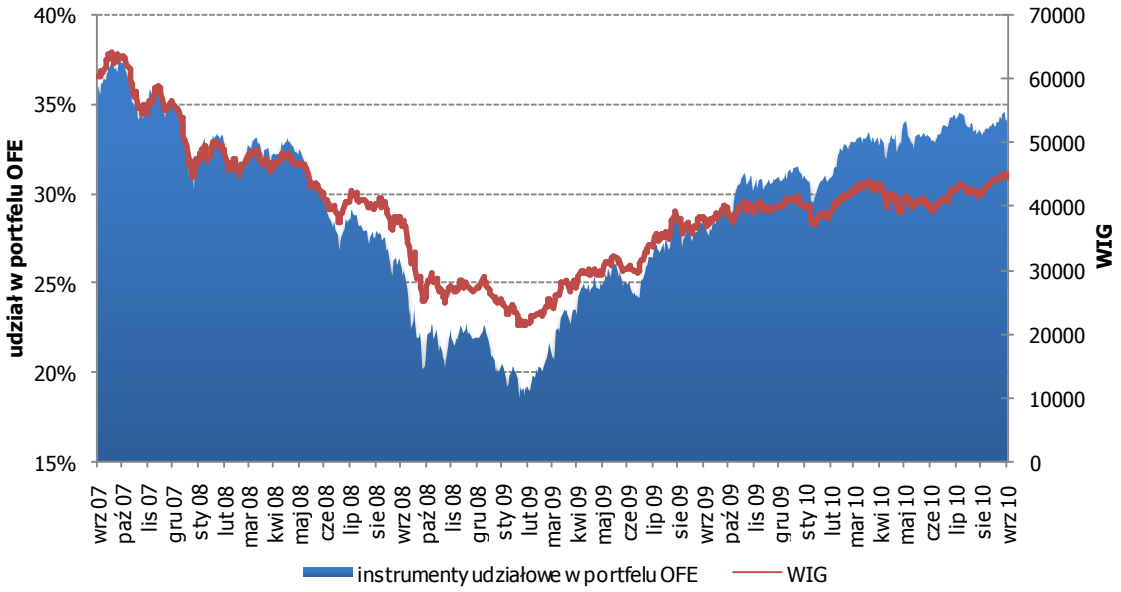
Źródło: Reuters, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2010 roku papiery udziałowe stanowiły 34,2% portfela OFE.

W okresie od 28 września 2007 roku do 30 września 2010 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 29,1% 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 34,2% portfela.

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (ponad 98%) 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 0,75%.

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

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 49,2 mld zł do 71,5 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.

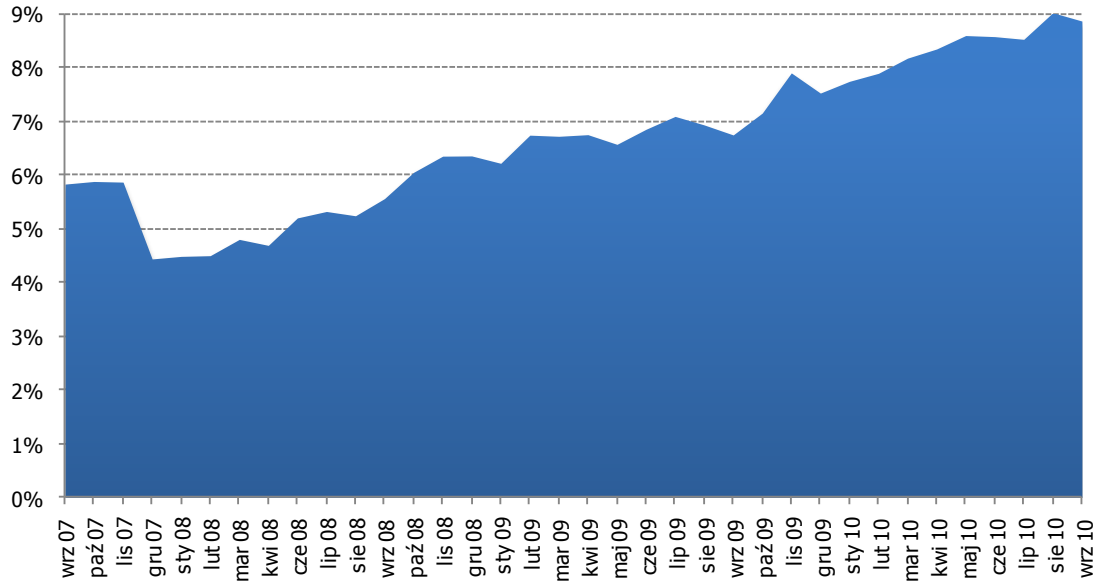
Tabela 4.6. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

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 (sprzedaż - kupno)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych w mln zł (sprzedaż - kupno)	Zmiana indeksu WIG w kwartale
IV kwartał 2007 r.	4 422,2	-2 218,2	-2 637,2	-7,8%
I kwartał 2008 r.	4 715,4	-3 082,9	-3 242,6	-13,7%
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.	5 835,8	-2 738,7	-5 443,3	-7,2%
III kwartał 2010 r.	6 564,5	-593,4	-848,9	14,8%
SUMA	**61 194,3**	**-24 101,1**	**-31 892,8**	**-25,1%**
średnia kwartalna	**5 099,5**	**-2 008,4**	**-2 657,7**	**-2,4%**

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

W analizowanym okresie, w ujęciu kwartalnym, transakcje kupna, 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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec września 2010 roku udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 8,9%, a udział we free float 17,5%.

Na koniec września 2010 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 8,9%. W analizowanym okresie tylko na koniec sierpnia 2010 roku udział ten był wyższy. Skokowe zmniejszenie udziału OFE w kapitalizacji GPW w grudniu 2007 roku było konsekwencją debiutu na krajowym regulowanym rynku giełdowym dużej spółki zagranicznej Unicredit. Od tego momentu udział OFE w kapitalizacji GPW systematycznie wzrastał. W okresie kryzysu wzrost tego wskaźnika mógł być spowodowany dużą skalą wycofywania się inwestorów innych niż OFE z giełdy oraz nadwyżką transakcji kupna nad sprzedażą w OFE. Kontynuacja wzrostu wskaźnika w ostatnim roku mogła wynikać z systematycznego zwiększania zaangażowania OFE w akcje.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2010 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba spółek na GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażo-wanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	68	12	1 968,1	34,6	0,1%	1,8%	4,0%
50 - 100	81	33	5 807,2	141,0	0,2%	2,4%	5,2%
100 - 500	130	105	31 810,4	3 078,6	4,4%	9,7%	21,0%
500 - 1 000	36	34	25 645,5	4 757,8	6,8%	18,6%	35,1%
1 000 – 5 000	47	43	115 464,1	20 079,7	28,5%	17,4%	37,7%
5 000 – 10 000	7	7	53 304,0	5 917,5	8,40%	11,1%	31,1%
>=10 000	15	14	562 372,8	36 445,4	51,7%	6,5%	12,2%
Razem	**384**	**248**	**796 372,1**	**70 454,6**	**100,0%**	**8,9%**	**17,5%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 30 września 2010 roku ponad połowa subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowana było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 6,5%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 28% subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 17,4%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.

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

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2010 roku wyniósł 17,5%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł – wynosił ponad 37,7% oraz od 0,5 do 1 mld zł – 35,1%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 4%.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2010 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba spółek na GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we free float spółek GPW
<50	68	12	1 968,1	34,6	0,1%	1,8%	4,0%
50 - 100	79	33	5 681,6	141,0	0,2%	2,5%	5,4%
100 - 500	122	99	29 164,4	2 838,9	4,3%	9,7%	21,0%
500 - 1 000	32	31	23 242,1	4 562,8	6,9%	19,6%	37,5%
1 000 – 5 000	41	37	98 994,7	17 470,2	26,5%	17,6%	40,5%
5 000 – 10 000	6	6	44 413,4	5 323,0	8,1%	12,0%	33,6%
>=10 000	12	12	314 128,1	35 603,0	54,0%	11,3%	27,6%
Razem	**360**	**230**	**517 592,5**	**65 973,6**	**100,0%**	**12,7%**	**30,4%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim wypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 30 września 2010 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 12,7% oraz 30,4% we *free float* i nieznacznie zmniejszył się w porównaniu do marca 2010 roku. Na dzień 30 września 2010 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 65% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

OFE posiadają 12,7% akcji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich free float przekracza 30%.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 30.09.2010 roku

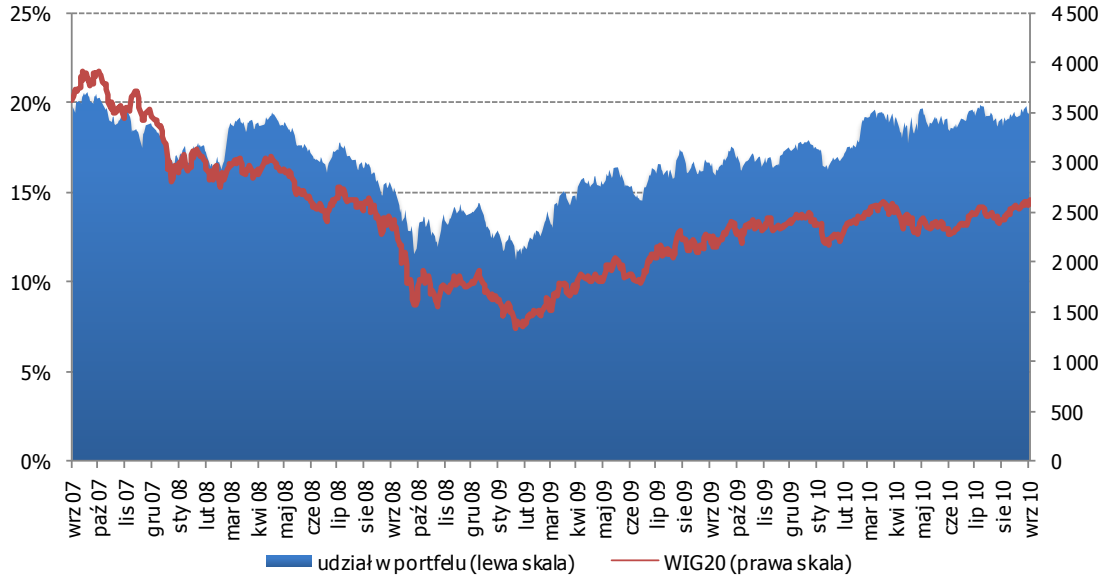
Segment GPW	Opis segmentu	Liczba spółek w portfelach OFE	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział w całym portfelu OFE
250 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji przekraczającej 250 mln euro	64	62 830,0	87,0%	29,6%
50 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 50 do 250 mln euro	94	6 873,0	9,5%	3,2%
5 PLUS	akcje spółek o kapitalizacji od 5 do 50 mln euro	90	751,6	1,0%	0,4%
	Suma	**248**	**70 454,6**	**97,6%**	**33,2%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Analizując inwestycje OFE wg segmentów GPW zdefiniowanych w zależności od kapitalizacji spółki można stwierdzić, że na dzień 30 września 2010 roku 87% subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 250 mln euro).

Na koniec września 2010 roku 87% portfela akcji należących do OFE zostało ulokowanych w spółkach, których kapitalizacja przekracza 250 mln euro.

Wykres 4.8. Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE a wartość indeksu WIG20



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

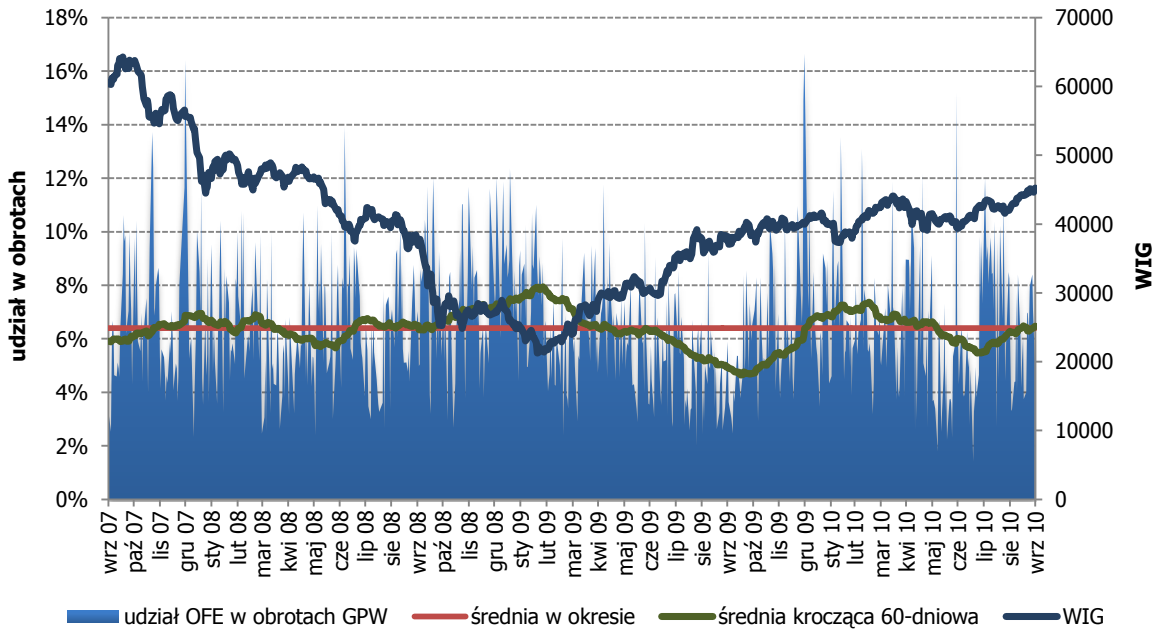
Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 16,8% portfela OFE.

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 zagregowanym portfelu OFE wyniósł 16,8%, wykazując jednocześnie wyraźną tendencję spadkową, wraz ze spadkiem ogólnego udziału akcji w portfelu (z maksymalnego poziomu 22% w lipcu 2007 roku do niespełna 12% w lutym 2009 roku). Na koniec września 2010 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła ponad 41 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 13,6 mld zł).

Ponad połowa portfela akcyjnego OFE ulokowana była w spółkach z WIG20.

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

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



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

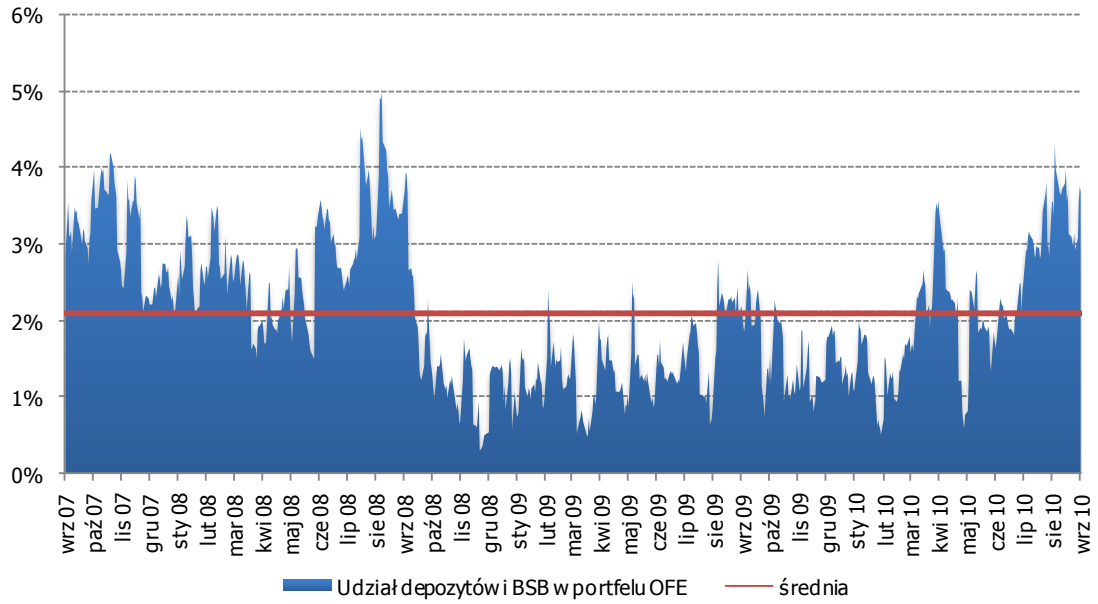
W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,4%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przeważającym okresie w przedziale 4,5% – 8%, przy czym najwyższa była na przełomie roku 2008 i 2009, gdy osiągnęła prawie 8%, czyli w okresie najniższych poziomów indeksów na rynku. Wraz ze wzrostem indeksów i powrotem inwestorów na rynek udział OFE w obrotach GPW stopniowo się zmniejszał do października 2009 roku, gdy spadł poniżej 5%.

Udział OFE w obrotach GPW wyniósł 6,4%.

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: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 2,1% przy wartościach w przedziale 0,3% – 5%. Na uwagę zasługuje ostatni kwartał 2008 roku i 2009 rok, w którym udział depozytów i transakcji BSB w portfelu OFE wyraźnie się zmniejszył, co mogło wynikać z utrzymujących się korzystnych warunków na rynku obligacji skarbowych, polepszenia sytuacji na rynku akcji od marca 2009 roku i wzrostu zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe.

Udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 2,1%.

Tabela 4.10. Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back na SPW w walucie krajowej w okresie 1.10.2007-30.09.2010

Rodzaj transakcji	Średni czas trwania (w dniach)	Łączna wartość początkowa (w mln zł)	Średnia wartość początkowa (w mln zł)	Średnie oprocentowanie w skali roku
Depozyt	1,70	822 858,0	48,9	3,73%
Buy sell back	2,66	714 780,7	127,7	4,25%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W okresie od 1 października 2007 roku do 30 września 2010 roku łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu *buy sell back* wyniosła ponad 1,5 mld zł. Zarządzający OFE nieznacznie więcej środków ulokowali w depozytach niż operacjach *buy sell back*. Inwestycje te stanowiły odpowiednio 53,5% i 46,5% 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.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce w latach 2007-2010 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego 5

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2007-2010 6

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2007-2010 6

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP 7

Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym 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 (w latach) 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 2007 - 2010 14

Wykres 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE w mln zł 15

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE w okresie od 28 września 2007 do 30 września 2010 roku w mld zł 16

Tabela 2.2. Okresowe emerytury kapitałowe wypłacone przez ZUS w okresie od stycznia 2009 do września 2010 roku 16

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (w mld zł) 17

Tabela 2.3. Aktywa netto poszczególnych OFE (w mln zł) 18

Wykres 2.4. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 28 września 2007 roku – 30 września 2010 roku (w mld zł) 18

Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - IX 2010 rok (w mld zł) 19

Wykres 2.6. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł 20

Tabela 3.1. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej 21

Wykres 3.1. Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyliczana przez organ nadzoru oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE* 22

Tabela 3.2. Podział środków zgromadzonych na rachunku premiowym otwartych funduszy emerytalnych w okresie od 28.09.2007 do 30.09.2010 22

Wykres 3.2. Zmiana jednostki rozrachunkowej OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce 23

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 do września 2010 24

Tabela 3.3. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego. 25

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie. 25

Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych i OFE. 26

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE 27

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 30.09.2010 r. 30

Tabela 4.2. Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 30.09.2010 roku 30

Wykres 4.3. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu ... 31

Tabela 4.3. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru wartościowego 32

Tabela 4.4. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta (w %) 32

Wykres 4.4. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa 33

Tabela 4.5. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec kwartałów analizowanego okresu 33

Wykres 4.5. Średnie duration portfela papierów dłużnych OFE 34

Wykres 4.6. Papiery udziałowe w zagregowanym portfelu OFE w powiązaniu z indeksem WIG 35

Tabela 4.6. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych 35

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW 36

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2010 roku 36

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2010 roku 37

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje spółek notowanych na GPW w zależności segmentu GPW spółki na dzień 30.09.2010 roku 37

Wykres 4.8. Akcje spółek z indeksu WIG20 w portfelu OFE a wartość indeksu WIG20 38

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie S.A. 38

Wykres 4.10. Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE ... 39

Tabela 4.10. Inwestycje OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back na SPW w walucie krajowej w okresie 1.10.2007-30.09.2010 39

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