

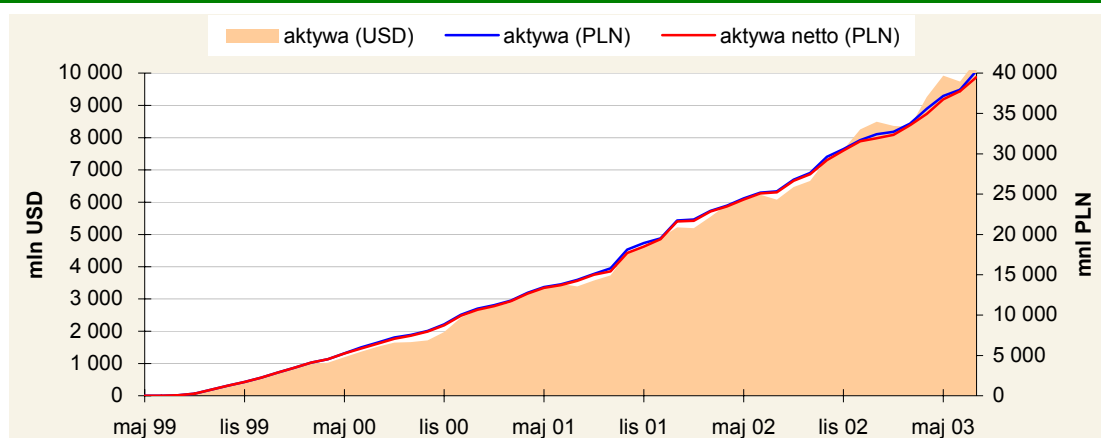
PRZEPŁYWY KAPITAŁU fundusze emerytalne

lipiec 2003

**Aktywa OFE
przekroczyły 40 mld
PLN**

Wartość aktywów netto 16 polskich funduszy emerytalnych wzrosła w lipcu o 4,6% (+1,74 mld PLN), przekraczając 39,5 mld PLN. W związku z tym, że ostatnia w miesiącu wypłata z ZUS nie została do 31 lipca uwzględniona w aktywach netto (o tę kwotę zostały powiększone zobowiązania) szacujemy, że w ostatnim miesiącu wartość aktywów zarządzanych przez OFE po raz pierwszy przekroczyła 40 mld PLN. Najszybciej rosły aktywa netto funduszy, które jednocześnie osiągnęły najwyższą miesięczną stopę zwrotu (Kredyt Bank, Polsat, Pocztylion).

Wartość aktywów i aktywów netto funduszy emerytalnych

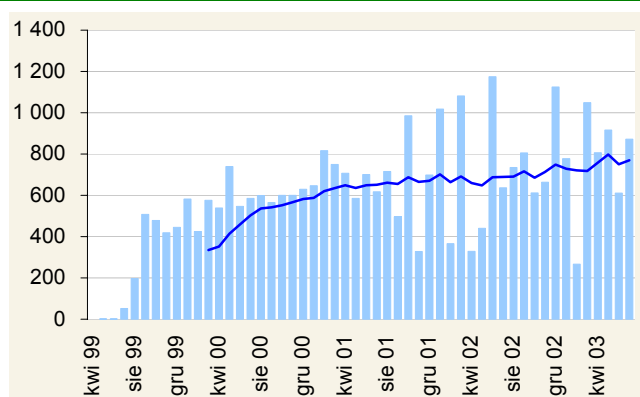


Do 50,9% wzrósł udział w rynku, mierzonym wartością aktywów netto, dwóch największych funduszy Commercial Union i NN-P. W przypadku czterech największych ten sam wskaźnik rośnie do 73,4%.

**Najwyższa w historii
wartość przelewów
z ZUS**

W lipcu ZUS przekazał do otwartych funduszy emerytalnych środki w kwocie 1,34 mld PLN. Była to najwyższa przekazana kwota w historii zreformowanego systemu emerytalnego. Poprzedni, równie wysoki wpływ (1,3 mld PLN) miał miejsce w kwietniu tego roku.

Napływ środków na rachunki Klientów (mln PLN)



**W lipcu PTE zarobiły
około 96 mln PLN**

Łącznie w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy ZUS wysłał do OFE ponad 6 mld PLN, o +4,3% więcej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Z kwoty przekazanej funduszom w lipcu około 96 mln PLN trafiło do PTE w postaci opłaty dystrybucyjnej oraz opłaty za zarządzanie. Pozostała kwota wpłynęła na konta Klientów i na rachunek nabyć.

Zarządzający wypracowali 870 mln PLN zysku

Zróżnicowane zachowanie poszczególnych segmentów skarbowych papierów dłużnych

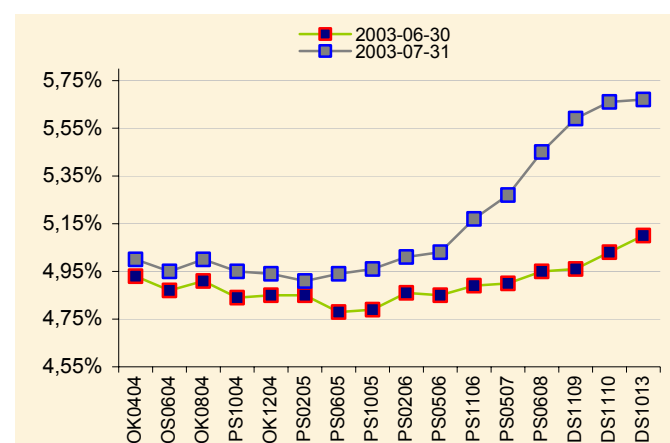
Akcje stanowią 26,6% aktywów FE

Zarządzający OFE Allianz odbudował pozycję w akcjach

Według naszych szacunków, w lipcu zarządzający wypracowali zyski w kwocie 870 mln PLN. To drugi pod względem wartości wynik w tym roku - nieco lepszy zwrot udało się wypracować w maju (883 mln PLN). Liczona na bazie wypracowanego w procesie zarządzania zysku, stopa zwrotu z aktywów netto (relacja do średniego stanu aktywów netto) wyniosła w lipcu +2,2%. W ostatnim miesiącu decydujący wpływ na wysokość zysków miała dobra koniunktura na polskim rynku akcji. Główne indeksy mierzące zachowanie się rynku wzrosły w skali miesiąca 10,8% (WIG20) i 12,6% (WIG), a indeks najmniejszych spółek zyskał aż 28%.

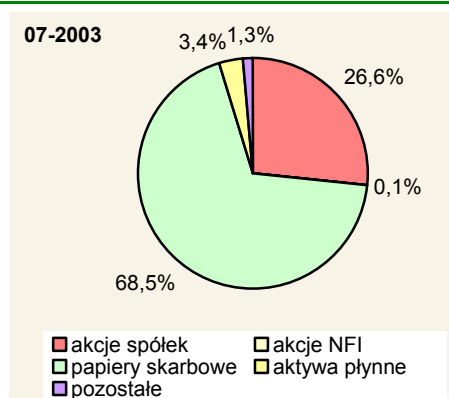
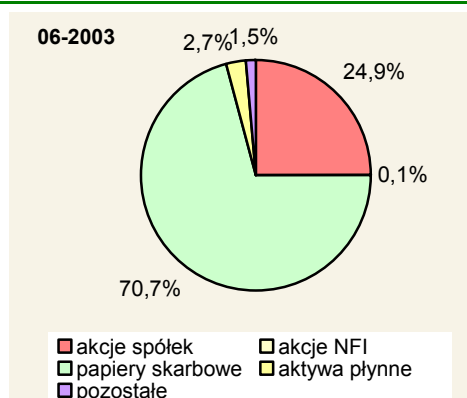
Całkowicie odmiennie wyglądała sytuacja na rynku dłużnych papierów skarbowych. Tu dodatni zwrot wystąpił w przypadku najkrótszych papierów, a zyski kończyły się na segmencie 2-latek. Nasz indeks opisujący stopy zwrotu z tego rodzaju instrumentów IROS-ERS2 zyskał w skali miesiąca +0,15%, a benchmarki dotyczące segmentów 5 i 10 latek traciły odpowiednio -0,99% i -3,25%. Ważony kapitalizacją indeks rynku obligacji skarbowych IROS spadł o -0,69%. Opisane różnice w zachowaniu papierów skarbowych o różnych terminach do wykupu bardzo dobrze widać na rysunku obok, gdzie pokazujemy miesięczną zmianę rentowności poszczególnych serii obligacji.

Zmiana rentowności obligacji w lipcu



Rozbieżności w zyskach osiąganych z poszczególnych grup instrumentów, wsparte opisanym nieco dalej zachowaniem zarządzających, przyniosło w ostatnim miesiącu zmianę alokacji aktywów w poszczególne grupy papierów. Do 26,6% wzrósł udział w aktywach akcji spółek, a o 70 punktów bazowych wzrósł udział najbardziej płynnych składników (depozyty, środki pieniężne, należności). Odbiło się to kosztem papierów skarbowych oraz pozostałych grup instrumentów.

Struktura aktywów według grup instrumentów



W lipcu, na zmniejszenie zaangażowania w akcje zdecydowali się zarządzający z dwóch OFE: DOM i Zurich (odpowiednio o 56 i 45 punktów bazowych). W pozostałych przypadkach zarządzający postanowili dawać akcje, a największą zmianę (wzrost z 17,2% do 23,5%) mogliśmy zaobserwować w przypadku OFE Allianz. Najstabsza wiara w długoterminowy wzrost cen papierów udziałowych cechuje zarządzających z OFE Pekao - lipcowy udział akcji w aktywach tego funduszu był na najniższym poziomie na rynku (19,3%).

OFE kontrolują
papiery udziałowe o
wartości 10,7 mld
PLN

Według naszych szacunków, wartość akcji znajdująca się w portfelach otwartych funduszy emerytalnych wzrosła do poziomu 10,7 mld PLN, przekraczając tym samym kolejną „magiczną” granicę. Tym samym do 8,75% wzrósł udział OFE w kapitalizacji polskiej giełdy, a udział tych podmiotów we *free float* polskiego rynku szacujemy na 25%.

Faktem jest, iż opisany wcześniej wzrost wartości akcji w portfelach funduszy w znacznej części był pochodną wzrostu cen akcji. Według naszych szacunków saldo inwestycji w papiery udziałowe wyniosło w lipcu 45 mln PLN. To najniższe dodatnie saldo jakie odnotowaliśmy na przestrzeni ostatnich czterech lat (w tym okresie trzykrotnie wystąpiła również przewaga podaży ze strony zarządzających OFE). Na lipcowe saldo złożyło się 8 decyzji o dokupieniu akcji i tyleż samo o ich sprzedaży.

Udział najważniejszych składników w aktywach poszczególnych funduszy

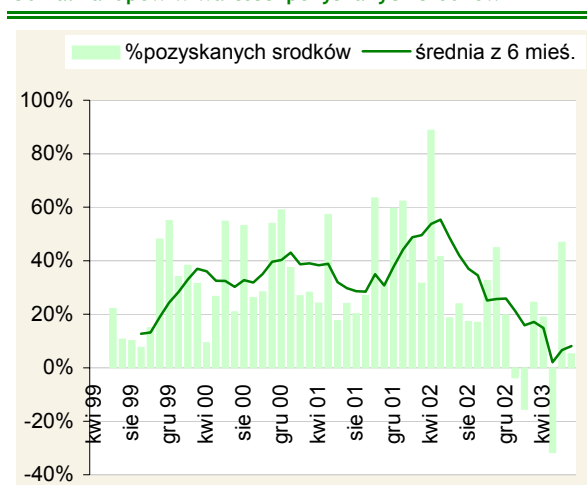
OFE	akcje (bez NFI)		papiery skarbowe		płynne aktywa		pozostałe	
	mln PLN	udział	mln PLN	udział	mln PLN	udział	mln PLN	udział
OFE AIG	971,9	28,4%	2 147,3	62,7%	214,9	6,3%	92,9	2,7%
OFE Allianz	254,8	23,5%	742,7	68,4%	84,3	7,8%	4,5	0,4%
OFE Bankowy	336,9	27,7%	823,0	67,8%	31,5	2,6%	15,8	1,3%
OFE Commercial Union	3 159,7	27,5%	7 822,9	68,2%	312,2	2,7%	182,5	1,6%
OFE DOM	179,8	26,4%	459,9	67,5%	22,0	3,2%	2,5	0,4%
OFE Kredyt Bank	63,1	24,0%	173,7	66,0%	9,4	3,6%	16,5	6,3%
OFE ING NNP	2 383,5	26,6%	6 347,6	70,8%	128,1	1,4%	99,5	1,1%
OFE Ergo Hestia	188,3	24,1%	531,7	68,0%	62,2	8,0%	0,0	
OFE Pocztynion	229,5	27,2%	547,8	65,0%	18,1	2,2%	43,6	5,2%
OFE Pekao	126,3	19,3%	465,7	71,3%	35,3	5,4%	19,6	3,0%
OFE Polsat	41,7	25,4%	115,4	70,1%	7,5	4,5%	0,0	
OFE PZU Złota Jesień	1 518,7	27,2%	3 820,0	68,3%	229,3	4,1%	25,7	0,5%
OFE Sampo	292,3	24,9%	831,8	70,8%	50,9	4,3%	0,0	
OFE Skarbiec Emerytura	384,3	24,6%	1 128,7	72,1%	27,7	1,8%	19,1	1,2%
OFE Credit Suisse Life & Pensions	220,3	22,3%	717,1	72,5%	29,2	3,0%	20,2	2,0%
OFE Zurich	346,3	26,3%	868,4	65,9%	104,0	7,9%	0,0	
Razem	10 697,5	26,6%	27 543,7	68,5%	1 366,5	3,4%	542,3	1,3%

Pozornie
zarządzający FE
ograniczyli w lipcu
swoją aktywność

Należy przy tym pamiętać, że rzeczywista aktywność zarządzających portfelami OFE mogła być znacznie wyższa, bowiem praktycznie cały wzrost rynku został zrealizowany w pierwszej połowie miesiąca. Zarządzający mogli więc „mieć znaczący wkład” we wzrosty w pierwszych dwóch tygodniach lipca, redukując swoje zaangażowanie w jego drugiej części. Pewnym potwierdzeniem takiej tezy może być brak nowych maksimów na wykresach wartości jednostki rozrachunkowej w okresie, gdy takowe maksima ustanawiały indeksy w końcu miesiąca. Polecamy porównanie wykresu jednostki funduszy Credit Suisse Life & Pensions czy OFE Polsat z funduszami ING NNP, czy PZU Złota Jesień.

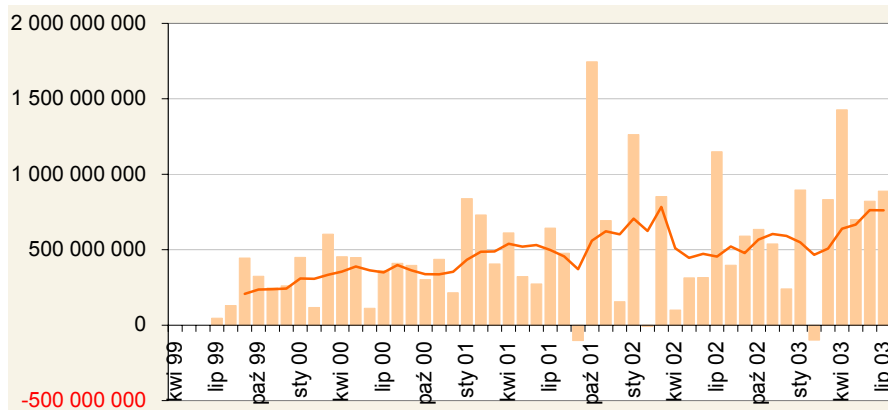
Drugi argument, który może przemawiać za taką operacją to skokowy wzrost obrotów (+63% w skali miesiąca, uwzględniając transakcje pakietowe). Trudno bowiem intuicyjnie (albo zdroworoządkowo) zaakceptować teorię, że największy „zbiorowy” inwestor na polskim rynku istotnie zmniejszył swoją aktywność, podczas gdy pozostałe grupy inwestorów aktywizowały obrót.

Udział zakupów w wartości pozyskanych środków



**Zarządzający
wydali minimum
890 mln PLN na
zakupy papierów
skarbowych**

Znacznie lepiej wyglądały nowe inwestycje OFE na rynku papierów skarbowych. Według naszych szacunków zarządzający, pomimo spadku udziału grupy w aktywach, dokupili w lipcu obligacje i bony skarbowe za kwotę 890 mln PLN, co stanowiło 3,3% wartości papierów skarbowych ulokowanych w portfelach OFE według stanu na 30 czerwca. Widać więc wyraźnie, że wydatki zarządzających na zakup papierów skarbowych stabilizują się w ostatnich miesiącach na poziomie 700-900 mln PLN.

Saldo inwestycji w (SPW)

Lipiec przyniósł wzrost udziału jak i wartości najbardziej płynnej części aktywów (depozyty, środki pieniężne i należności). Ich wartość szacujemy na koniec lipca na 1,37 mld PLN, czyli 3,4% aktywów.

Tomasz Publicewicz
Marta Tomczyk

tp@analizy.pl
mt@analizy.pl

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz analizą rynku polskich papierów dłużnych. W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online Sp. z o.o. za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online Sp. z o.o., które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online Sp. z o.o., którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online Sp. z o.o.

Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online Sp. z o.o.