



Informacja o działalności
inwestycyjnej funduszy emerytalnych
w okresie 30.09.2005 – 30.09.2008

Spis treści:

Wstęp.....	4
1. Sytuacja na rynku finansowym	4
a. <i>Otoczenie makroekonomiczne</i>	<i>4</i>
b. <i>Krajowy rynek instrumentów dłużnych.....</i>	<i>7</i>
c. <i>Krajowy rynek instrumentów udziałowych.....</i>	<i>10</i>
d. <i>Rynki zagraniczne.....</i>	<i>12</i>
2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa.....	14
a. <i>Członkowie otwartych funduszy emerytalnych</i>	<i>14</i>
b. <i>Składki przekazane do OFE przez ZUS</i>	<i>15</i>
c. <i>Aktywa otwartych funduszy emerytalnych.....</i>	<i>17</i>
d. <i>Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych</i>	<i>20</i>
3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce.....	20
a. <i>Otwarte fundusze emerytalne</i>	<i>20</i>
b. <i>Pracownicze fundusze emerytalne.....</i>	<i>24</i>
4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych.....	24
a. <i>Zagregowany portfel funduszy emerytalnych</i>	<i>24</i>
b. <i>Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych.....</i>	<i>27</i>
c. <i>Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych.....</i>	<i>31</i>
d. <i>Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych.....</i>	<i>36</i>

Wstęp

Okres od września 2005 roku do września 2008 to czas szybkiego rozwoju polskiej gospodarki, spadku bezrobocia i wzrostu płac. Zaowocowało to imponującą wartością składek przekazanych do OFE w tym okresie, przekraczającą 50 miliardów złotych. O ponad dwa miliony wzrosła liczba członków funduszy, co również oznacza dynamikę znacznie wyższą niż w poprzednich latach.

Do lipca 2007 roku fundusze wykorzystywały hossę na rynku finansowym, uzyskując wysokie stopy zwrotu. Po pierwszej fali globalnego kryzysu, spowodowanego załamaniem rynku *subprime* w USA w lipcu 2007, fala spadków dotknęła też warszawski parkiet, co odbiło się niekorzystnie na wynikach funduszy emerytalnych. Pomimo trwających ponad rok spadków, fundusze zakończyły trzyletni okres ze średnią oficjalną stopą zwrotu ustaloną przez KNF na poziomie 12,6%. Jest to najniższy wynik w historii działalności otwartych funduszy emerytalnych, pozwalający jednak na osiągnięcie dodatniej realnej stopy zwrotu w analizowanym okresie.

Wrzesień 2008 roku zastał fundusze emerytalne w przededniu drugiej fali światowego kryzysu finansowego. Skutki tego szoku fundusze odczuły dopiero w październiku, zatem nie są one ujęte w zestawieniach zawartych w raporcie. Niemniej kryzys finansowy i jego skutki dla rynku emerytalnego są na tyle ważne, że znajdują odzwierciedlenie w kolejnych raportach.

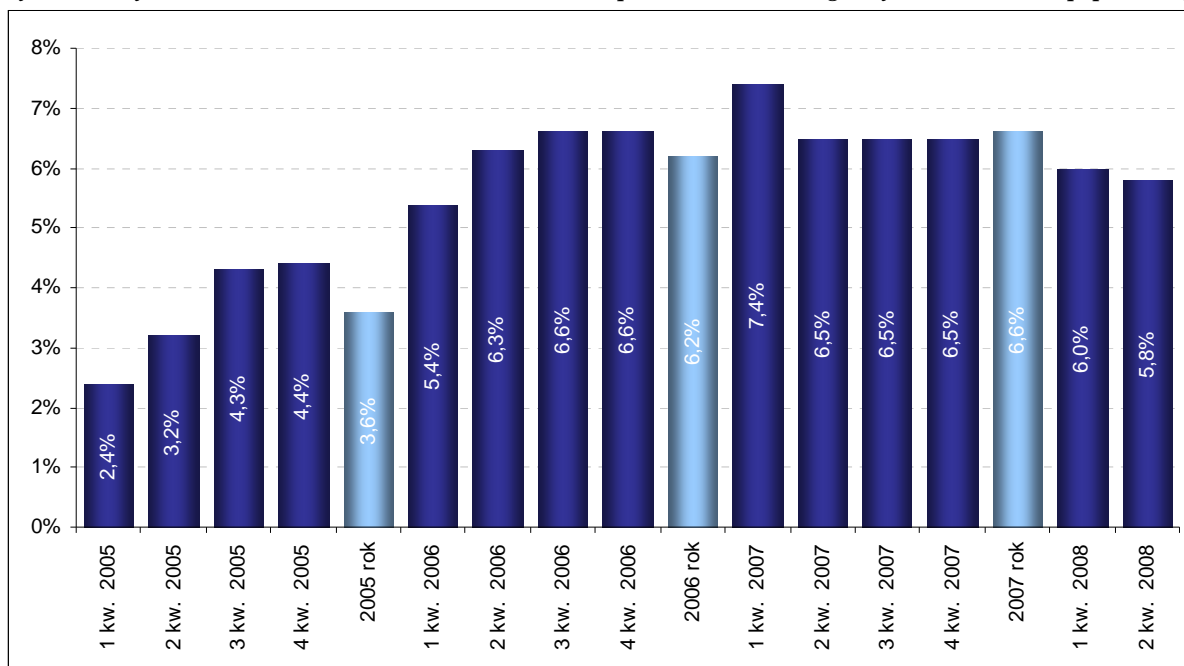
Pierwszy rozdział niniejszego opracowania prezentuje otoczenie rynkowe, w jakim funkcjonowały fundusze emerytalne, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji na krajowym i zagranicznych rynkach finansowych. Dużo miejsca zostało poświęcone sytuacji na rynku skarbowych papierów wartościowych oraz rynku akcji, stanowiących dominujące pole dla działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. W kolejnym rozdziale przedstawiono analizę sektora funduszy emerytalnych od strony wielkości środków, jakimi zarządzały fundusze emerytalne poczynając od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku. Dwa ostatnie rozdziały zostały poświęcone na prezentację wypracowanych przez fundusze stóp zwrotu, także z poszczególnych części portfeli inwestycyjnych oraz na analizę tych portfeli. Szczegółowo omówiono zaangażowanie funduszy emerytalnych w główne grupy instrumentów finansowych oraz przedstawiono znaczenie tych podmiotów jako uczestników rynku długu oraz akcji.

1. Sytuacja na rynku finansowym

a. Otoczenie makroekonomiczne

Według danych GUS produkt krajowy brutto w Polsce w 2007 roku w porównaniu z 2006 rokiem był wyższy realnie o 6,6% (w 2006 roku o 6,2%). Według danych za I półrocze 2008 wzrost PKB w Polsce wyniósł 5,8% r/r. Koniunktura gospodarcza w Polsce była bardzo dobra, mimo pojawiających się coraz wyraźniejszych oznak spowolnienia gospodarczego w wielu innych krajach. Tempo rozwoju polskiej gospodarki było istotnie wyższe niż większości krajów rozwiniętych – wzrost PKB w UE nie przekroczył 2% w roku 2007, a szacunki dotyczące roku 2008 mówią o wzroście na poziomie poniżej 1,5%.

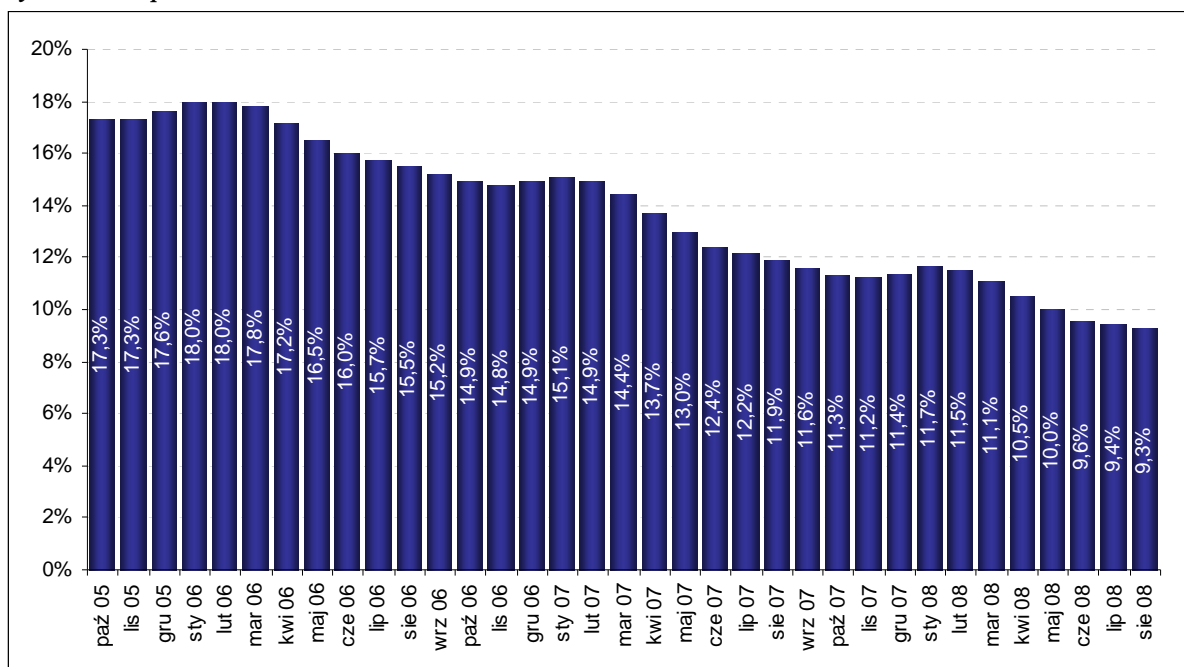
Wykres 1.1 Dynamika PKB w Polsce w latach 2005-2008 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Utrzymujący się wysoki wzrost gospodarczy przekładał się na sytuację na rynku pracy. Stopa bezrobocia systematycznie spadała (przejściowe wzrosty w okresie grudzień-styczeń każdego roku mają charakter sezonowy). W sierpniu 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 9,3%.

Wykres 1.2 Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2005-2008

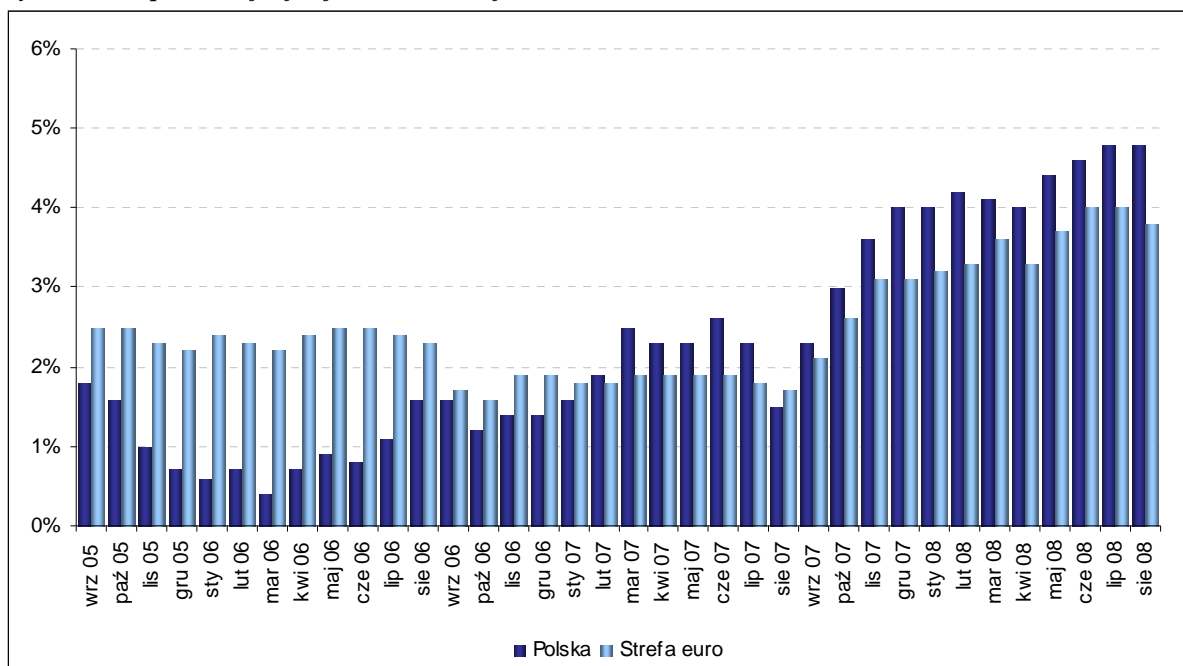


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie, roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (pot. inflacja) w Polsce kształtowały się w przedziale 0,4% – 4,8%, osiągając maksimum na koniec września 2008 roku, czyli powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.).

W tym czasie inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale 1,6%-4,0%, czyli także powyżej celu określonego przez EBC.

Wykres 1.3 Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2005-2008



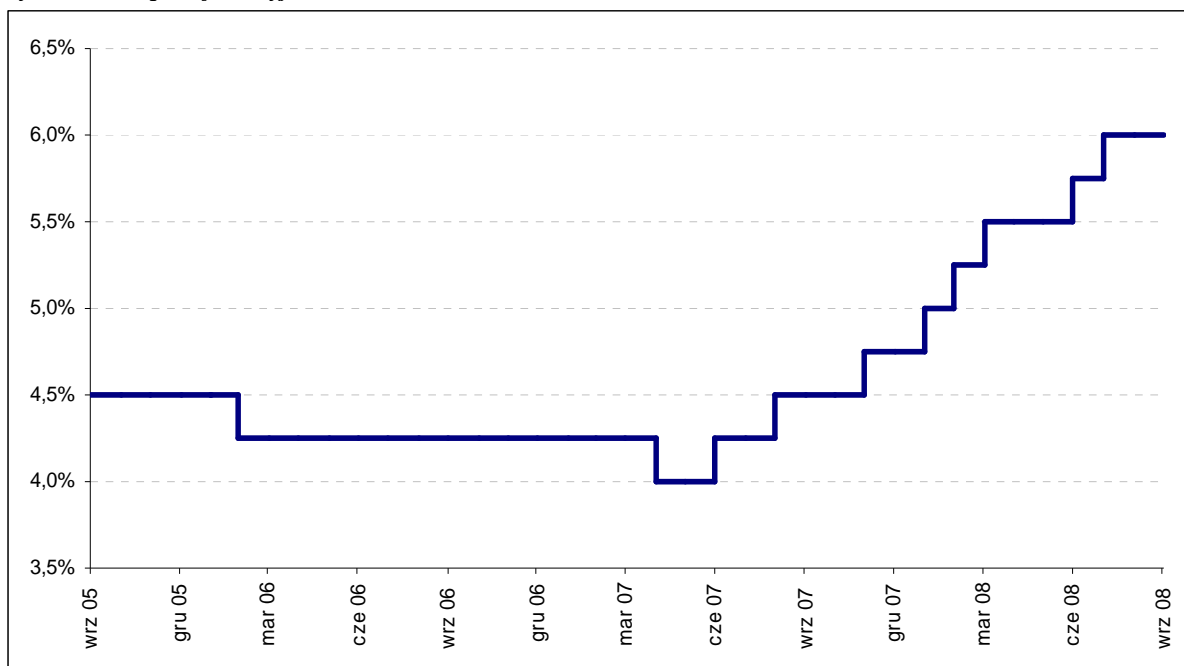
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku Rada Polityki Pieniężnej 10-krotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- 2-krotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 0,50 pkt proc.;
- następnie 8-krotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 2,00 pkt proc.

Na dzień 30 września 2008 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 6,00%, stopa redyskonta weksli 6,25%, stopa lombardowa 7,50%, a stopa depozytowa NBP 4,50%. Jak wynika z komunikatów z posiedzeń RPP, ostatnie podwyżki oficjalnych stóp procentowych w Polsce były konsekwencją wzrostu presji inflacyjnej w związku z utrzymywaniem się wysokiej dynamiki wynagrodzeń, pogorszeniem się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajnością pracy oraz podjętymi przez parlament decyzjami, które mogą pogorszyć równowagę finansów publicznych. Jednocześnie RPP uznała, że wzrost inflacji w średnim okresie czasu może być zredukowany przez utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu wydajności pracy, dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, wysoką dynamikę inwestycji oraz niską dynamikę cen zewnętrznych. Niemniej, w trzech kwartałach 2008 roku oczekiwania inflacyjne pozostawały powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Wykres 1.4 Stopa referencyjna NBP



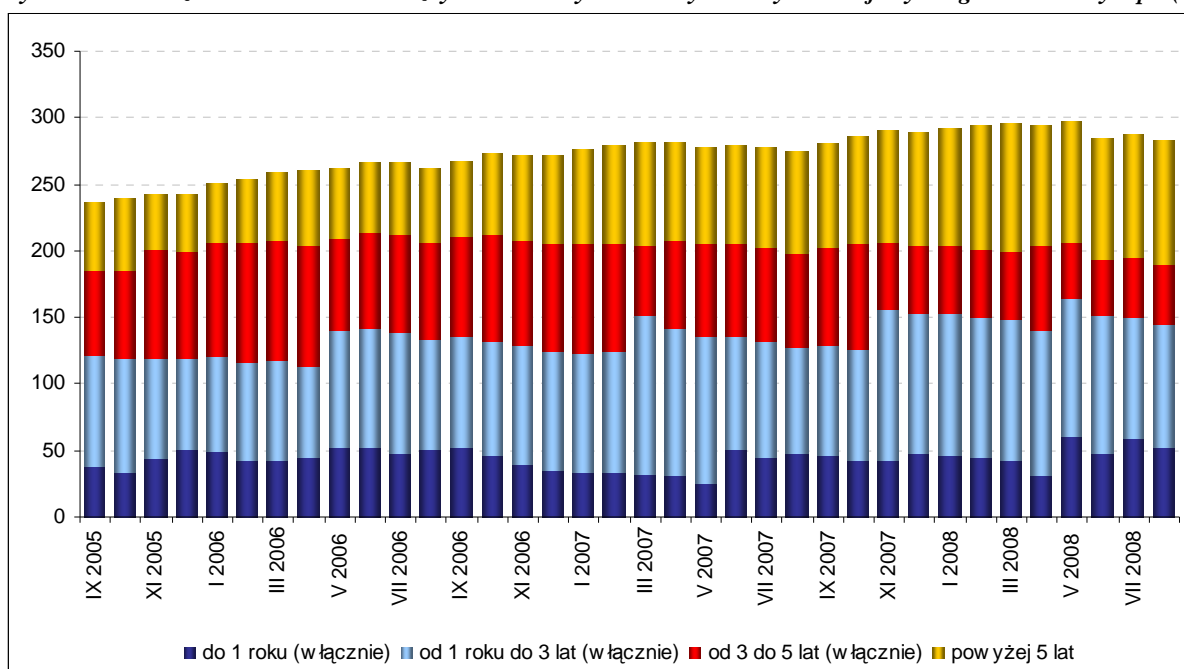
Źródło: Narodowy Bank Polski

b. Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec sierpnia 2008 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 514,7 mld złotych (co oznacza wzrost zadłużenia w okresie ostatnich 3 lat o ok. 18%). Był to najwyższy jak dotąd poziom zadłużenia w historii Polski. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (394,9 mld złotych), stanowiący na koniec marca 2008 roku 76,7% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 29,8%.

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 94,3 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 119,8 mld złotych, czyli w ciągu trzech lat spadł nominalnie o 6,2%.

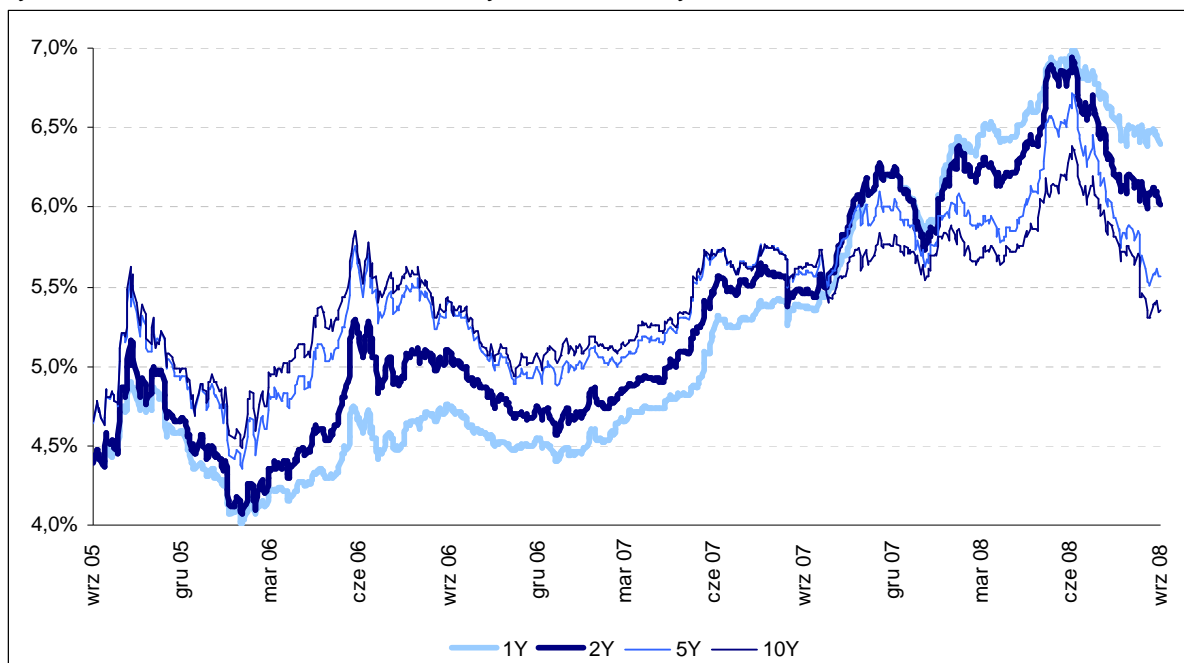
Wykres 1.5 Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W analizowanym okresie rentowność polskich papierów skarbowych wahała się na całej krzywej dochodowości od września 2005 roku do końca 2006 roku, gdy osiągnęła poziom zbliżony do tego z początku badanego okresu. Od 2007 roku rentowności zaczęły rosnąć wraz z podwyżką stóp procentowych, a szczyt przypadł na koniec drugiego kwartału 2008 roku. W III kwartale 2008 nastąpił gwałtowny spadek poziomu rentowności instrumentów skarbowych.

Wykres 1.6 Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

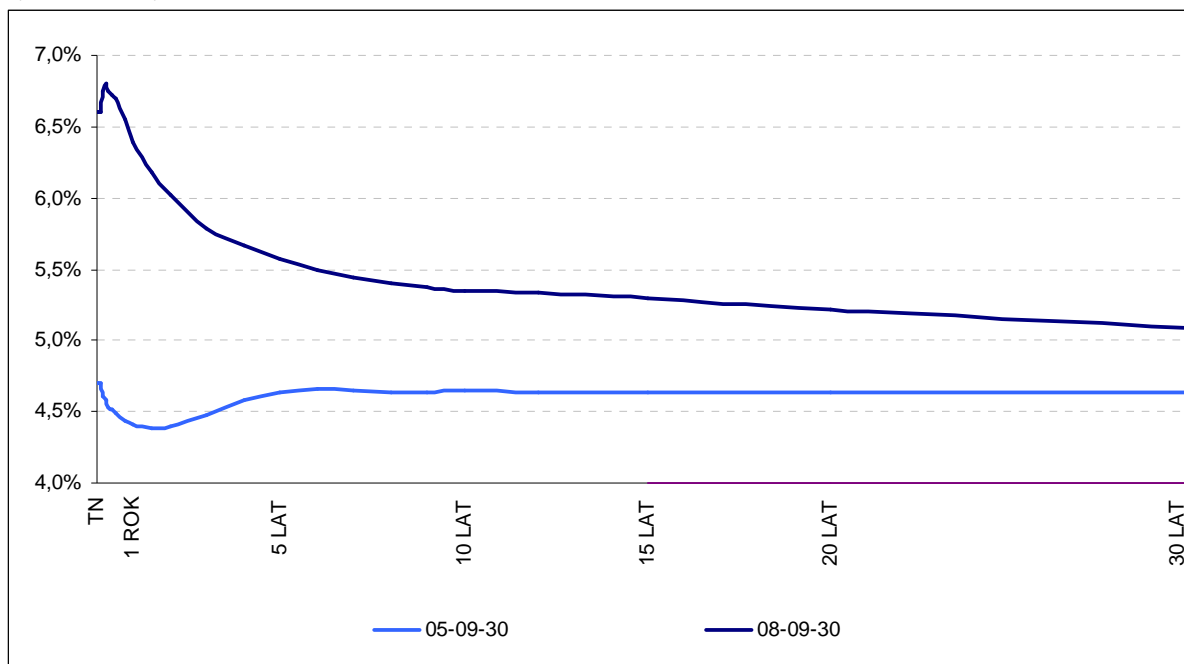


Źródło: Reuters

W okresie od września 2005 roku do września 2008 roku istotnie zmienił się kształt krzywej rentowności na rynku polskim. Na początku okresu krzywa była niemalże płaska – stopy na całej długości oscylowały w przedziale 4,4-4,7%. W ciągu kolejnych 36 miesięcy nastąpiło przesunięcie całej krzywej do góry, jednak ruch ten nie był równomierny. Na długim końcu krzywej rentowności

wzrosły ok. 44-70 pkt. bazowych, natomiast na krótkim końcu wzrost rentowności przekroczył nawet 220 pkt. bazowych. W konsekwencji tego na rynku polskich obligacji doszło do odwrócenia krzywej rentowności.

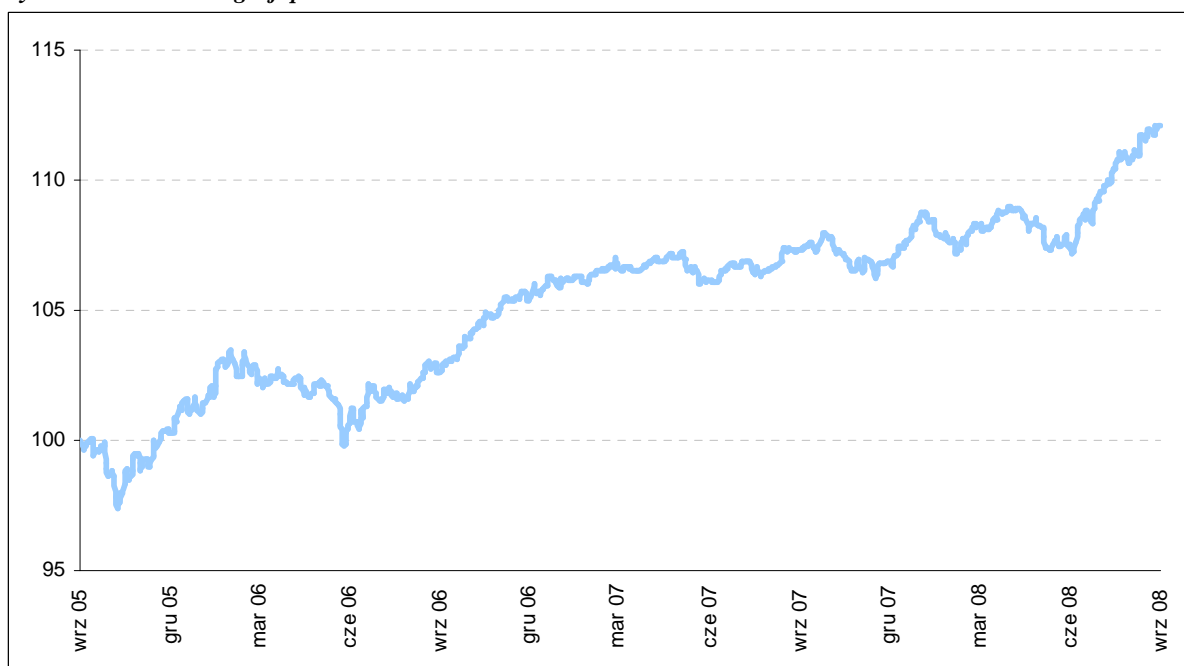
Wykres 1.7 Krzywa rentowności PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat, wzrosła o 12,1%. Wynik ten jest stosunkowo niski, co jest skutkiem rosnących stóp procentowych.

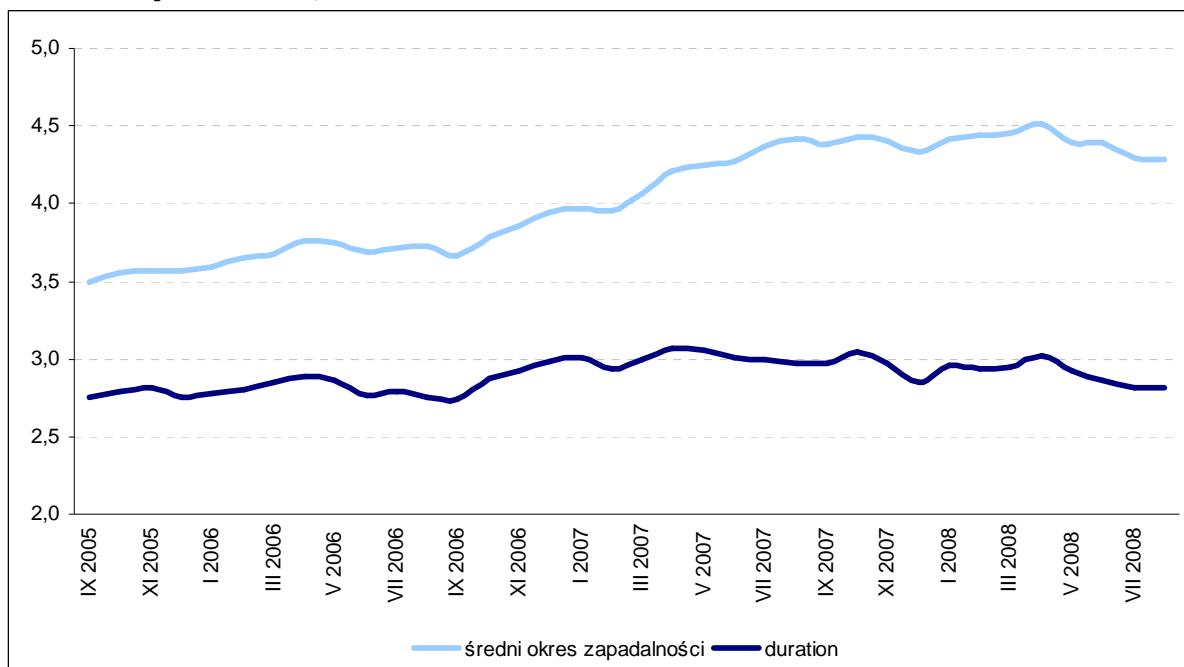
Wykres 1.8 Indeks obligacji polskich 1-10 lat



Źródło: JPMorgan Chase, obliczenia własne

W ciągu ostatnich 3 lat resort finansów kontynuował proces ograniczenia ryzyka refinansowania w walucie krajowej oraz ryzyka stopy procentowej, poprzez działania zmierzające do wydłużenia średniej zapadalności polskiego długu. W konsekwencji w okresie od września 2005 roku do sierpnia 2008 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła o 9,5 miesiąca (do poziomu 4,29 roku).

Wykres 1.9 Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych (do sierpnia 2008 roku)

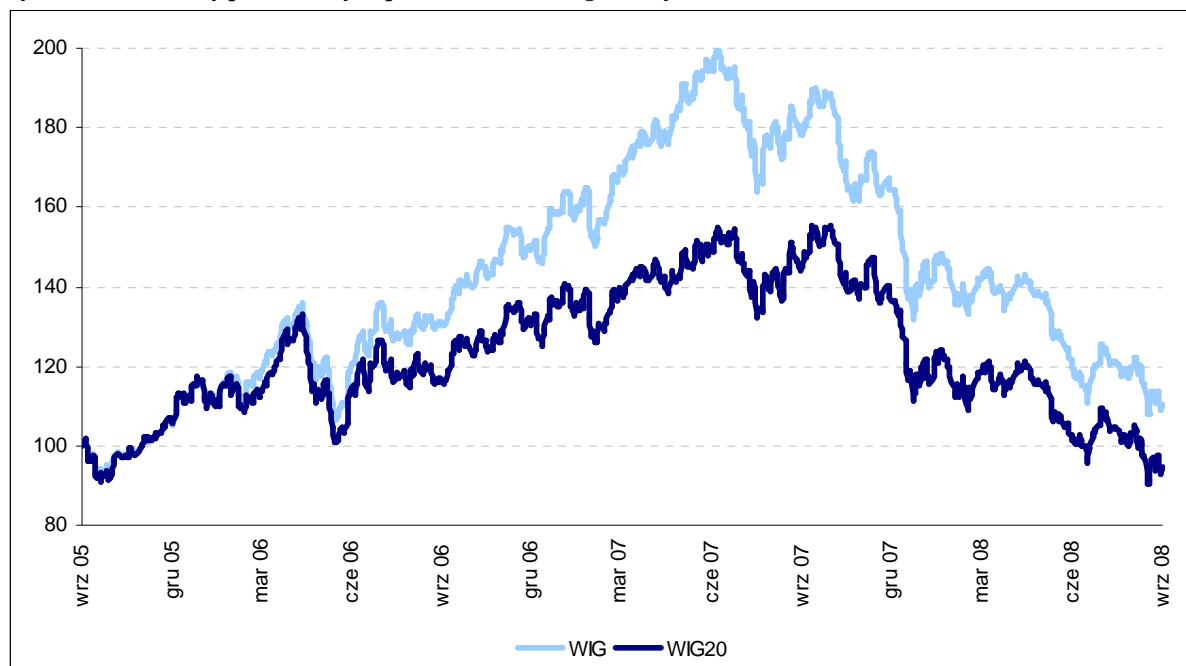


Źródło: Ministerstwo Finansów

c. Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od września 2005 roku do września 2008 roku to czas głębokich i dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Do połowy 2007 roku na GPW kontynuowany był silny trend wzrostowy – główne indeksy warszawskiej giełdy zyskały w tym czasie od 50 do nawet 100%. Pierwsze oznaki odwrócenia tego trendu pojawiły się w lipcu 2007 roku, ale rozpoczęte wtedy spadki zostały szybko powstrzymane i jeszcze przed końcem III kwartału rynek odrobił straty. Jednak od początku IV kwartału 2007 roku na rynku nastąpiło wyraźniejsze i dużo trwalsze pogorszenie koniunktury. Do września 2008 roku indeksy wróciły do wartości zbliżonych do tych z września 2005 roku.

Wykres 1.10 Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych w latach 2005-2008.



Wartość na dzień 30.09.2005 = 100

Źródło: Reuters

Zmiany koniunktury na rynku giełdowym dobrze obrazują podstawowe statystyki GPW. W pierwszych 3 kwartałach 2008 roku wszystkie indeksy odnotowały spadki, w ślad za tym spadała kapitalizacja rynku. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek wyraźnie przewyższała wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze 9 miesięcy wcześniej było odwrotnie.

Tabela 1.1 Podstawowe statystyki GPW

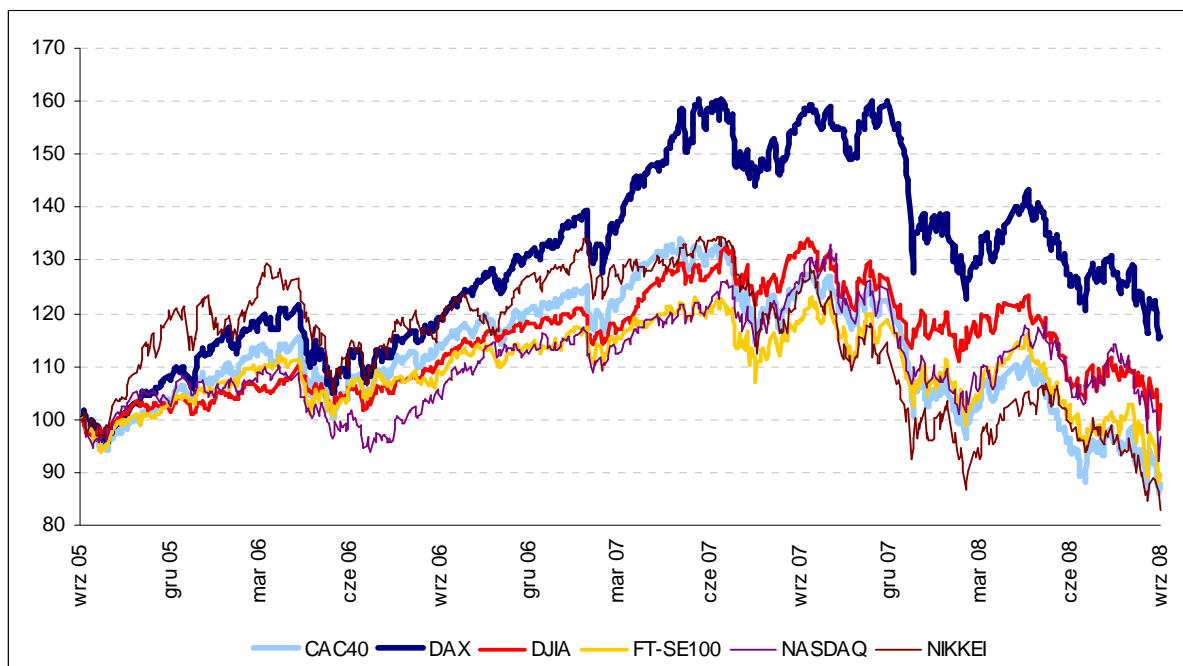
	2008 IX	2007	2006	2005
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	367	351	284	255
w tym zagraniczne	25	23	12	7
Obligacje	51	57	65	76
w tym zagraniczne	3	4	4	4
Kontrakty terminowe	39	42	48	54
Opcje	118	98	154	122
Wartości indeksów				
WIG20	2 384,22	3 456,05	3 285,49	2 654,95
mWIG40	2 252,23	4 028,37	3 733,26	2 207,74
sWIG80	9 460,33	15 917,92	12 716,59	5 471,33
WIG	37 367,33	55 648,54	50 411,82	35 600,79
WIG-PL	37 207,87	55 011,93	50 361,39	35 277,67
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	-31,01	5,19	23,75	35,42
mWIG40 (%)	-44,09	7,9	69,1	27,61
sWIG80 (%)	-40,57	25,17	132,42	15,46
WIG (%)	-32,85	10,39	41,6	33,66
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	351 265	509 887	437 719	308 418
Spółki zagraniczne (mln zł)	269 637	570 370	198 190	116 482
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	246 454	479 480	338 696	197 033

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

d. Rynki zagraniczne

Koniunktura na rynkach zagranicznych wykazywała dużą zmienność w omawianym okresie. Należy wyróżnić dwa podstawowe trendy: pierwszy wzrostowy, trwający do połowy 2007 roku i drugi spadkowy, występujący w pozostałej części analizowanego okresu. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć różnią się zmiennością.

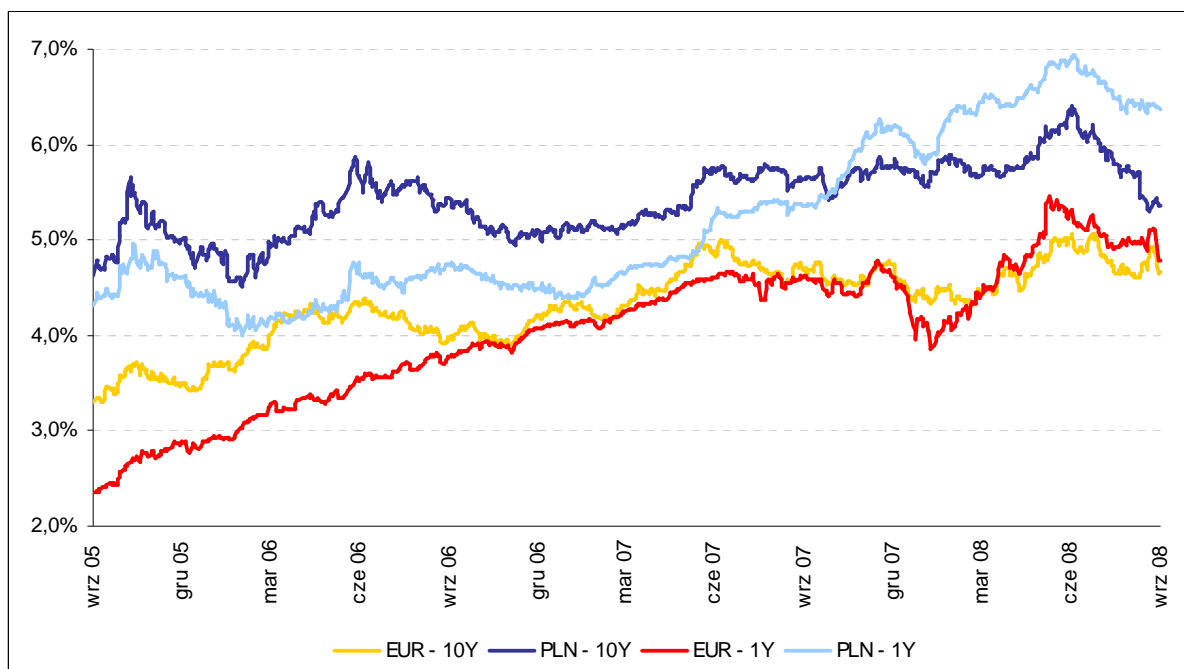
Wykres 1.11 Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych w latach 2005-2008. Wartość na dzień 30.09.2005 = 100.



Źródło: Reuters

W okresie od września 2005 do września 2008, zarówno w Polsce jak i w strefie euro rosły stopy procentowe. Stopy na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, jednak dysparytet ten uległ zmniejszeniu na przestrzeni ostatnich 36 miesięcy. Powinno to zmniejszać presję na umocnienie złotówki wobec euro.

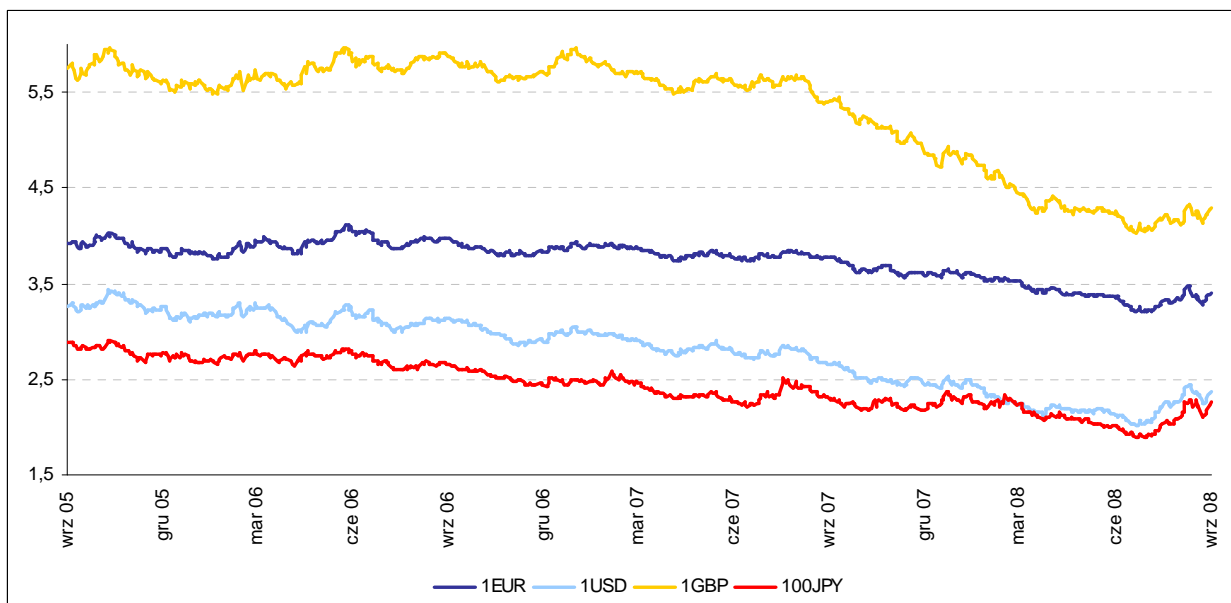
Wykres 1.12 Stopy zerokuponowe dla PLN I EUR



Źródło: Reuters

W okresie od września 2005 do września 2008 następowała systematyczna aprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Większe i jak na razie trwalsze osłabienie złotego rozpoczęło się w III kwartale 2008 roku. Sytuacja polskiej waluty była podobna do walut innych krajów tzn. rynków wschodzących, do których nadal zaliczana jest Polska.

Wykres 1.13 Kursy wybranych walut w stosunku do złotego (zł)



Źródło: Reuters

2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

a. Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2008 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 13,7 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 2,1 mln. Przyrost ten był bardziej dynamiczny niż w poprzednich latach i 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 2 OFE liczba członków zmniejszyła się (Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura).

Największe przyrosty członków odnotował ING OFE (580 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także: Commercial Union OFE BPH CU WBK, AXA OFE i OFE PZU Złota Jesień (odpowiednio: 276 tys., 216 tys. i 200 tys.).

Fundusze emerytalne pozyskują członków przede wszystkim na rynku pierwotnym, czyli spośród osób, które dopiero zaczynają podlegać obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu. W analizowanym okresie fundusze pozyskały w tym trybie 1,8 mln członków. Fundusze wykazują zróżnicowaną aktywność w zakresie pozyskiwania członków z rynku pierwotnego. Najwięcej członków w tym trybie pozyskał ING OFE (536 tys.) i Commercial Union OFE BPH CU WBK (342 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiły w analizowanym okresie do OFE Polsat (7,4 tys.).

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,1 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 94 tys. osób.

Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w sierpniu 2008 roku (128 572), zaś najmniej w maju 2005 roku (80 708). Warto zwrócić uwagę, że w sześciu ostatnich sesjach transferowych, średnia liczba osób zmieniających fundusz przekraczała 100 tys. kwartalnie. W pierwszych sześciu sesjach transferowych średnia liczba osób zmieniających fundusz wynosiła ok. 82 tys. osób kwartalnie.

W okresie od 1 października 2005 roku do 30 września 2008 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 ponad 558 tys. osób (średnio na poziomie 93,1 tys. osób). Najwięcej osób trafiło do OFE Polsat, Generali OFE oraz AIG OFE (łącznie 62% osób uczestniczących w losowaniu).

Tabela 2.1 Członkowie OFE w okresie od 30 września 2005 do 30 września 2008 roku

OFE	Liczba członków w dniu 2005.09.30	Saldo transferów od okresie X 2005 - IX 2008	Losowania od okresie X 2005 – IX 2008	Umowy pierwszorazowe w okresie X 2005 – IX 2008	Liczba członków w dniu 2008.09.30
AEGON	363 456	-49 746		26 833	331 515
AIG	970 804	-40 211	116 270	88 518	1 119 343
Allianz	281 946	-803		71 861	344 795
AXA	445 963	134 083	18 800	85 730	662 211
Bankowy	430 739	-12 173		29 679	440 004
Commercial Union	2 557 971	-22 339		342 183	2 834 416
Generali	414 090	40 817	116 269	34 475	598 551
ING	2 183 361	87 976		536 458	2 763 160
Nordea	621 088	-14 688		178 687	764 241
Pekao	240 122	-13 665	76 231	52 457	332 779
Pocztylion	359 512	-24 688	37 368	79 331	449 253
Polsat	237 628	-24 586	116 270	7 444	332 373
PZU	1 804 140	6 550		232 150	2 004 491
Skarbiec	470 450	-49 694		31 158	443 929
WARTA	242 323	-16 833	77 402	15 580	313 745
Razem	11 623 593	0*	558 610	1 812 544	13 734 806

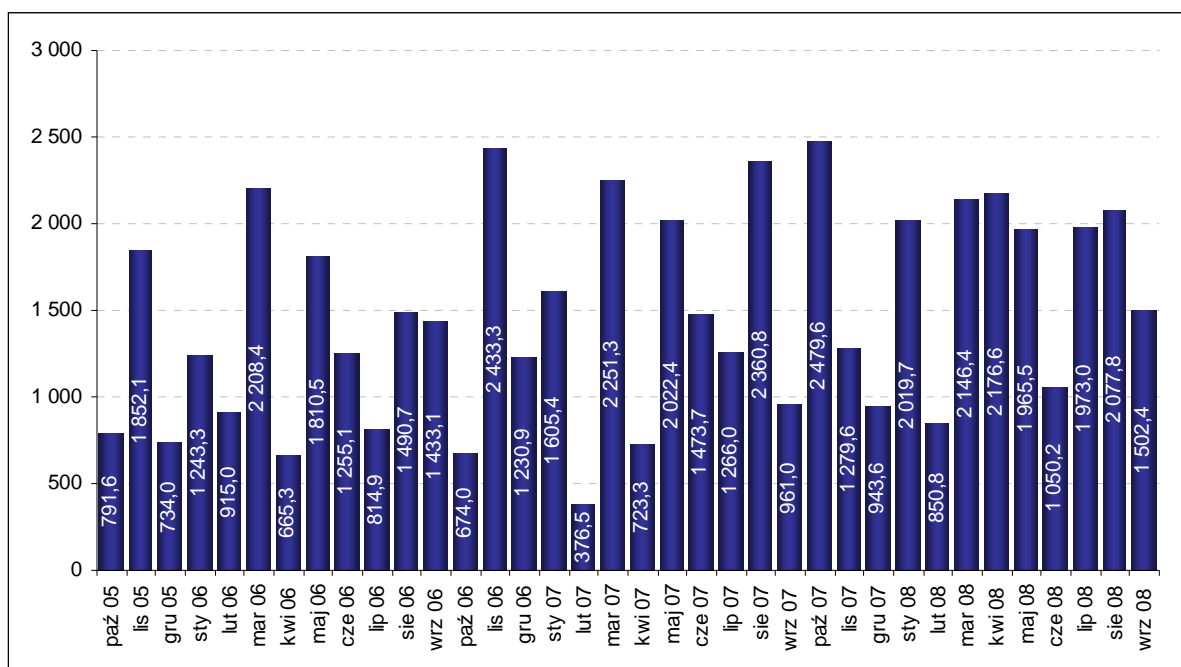
*Liczba członków pozyskanych przez OFE w drodze transferów wyniosła 1 131 091

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

b. Składki przekazane do OFE przez ZUS

W okresie od 1 października 2005 roku do 30 września 2008 roku OFE otrzymały, tytułem składek członków, środki w kwocie ponad 53 mld złotych (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Oznacza to, że średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie prawie 1,5 mld złotych. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w październiku 2007 roku (2,48 mld zł), zaś najmniejsza w lutym 2007 roku (0,38 mld zł). Rosnąca wartość składek przekazywanych do OFE wskazuje na poprawę na rynku pracy, wyrażającą się zarówno wzrostem wynagrodzeń, jak i zwiększaniem liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowym ubezpieczeniom społecznym.

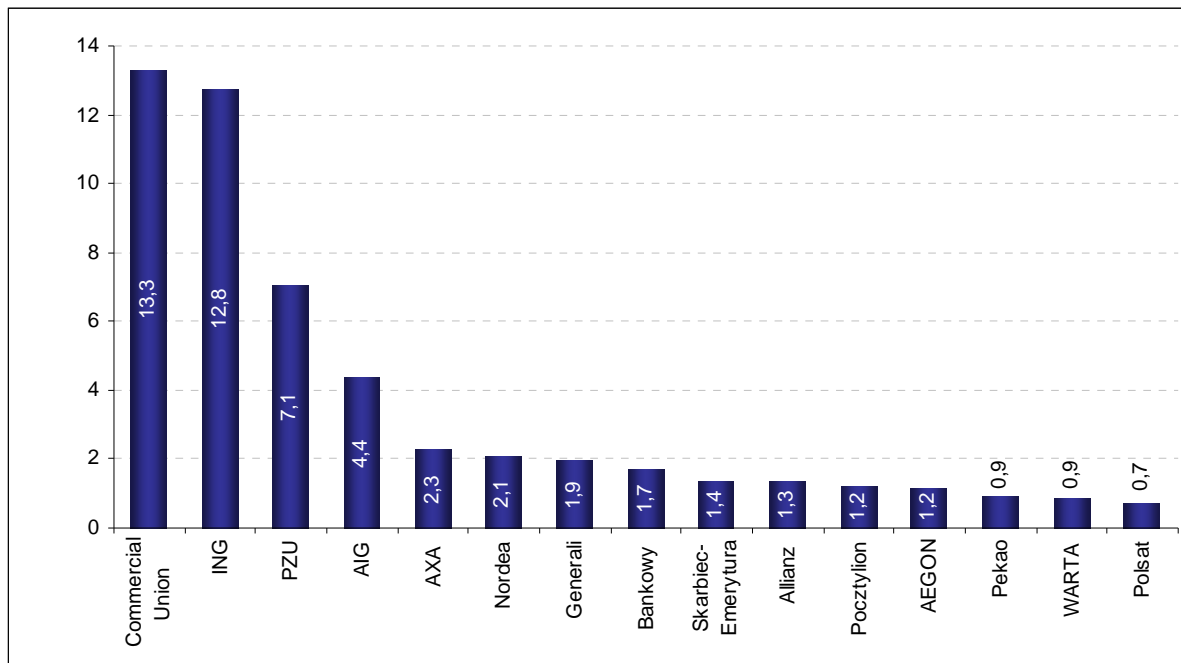
Wykres 2.1 Kwota składek brutto przekazanych do OFE przez ZUS w mln zł.



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Commercial Union OFE BPH CU WBK (13,3 mld zł) oraz ING OFE (12,8 mld zł) – fundusze te otrzymały ponad 49% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 0,89 mld zł oraz 0,69 mld zł.

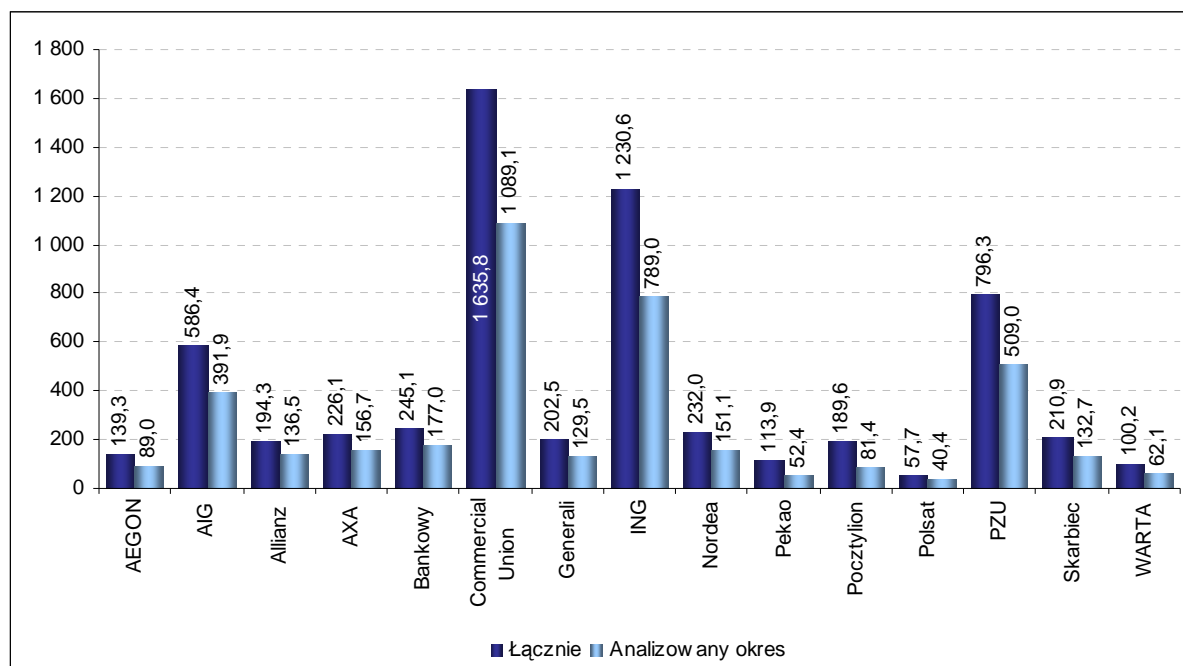
Wykres 2.2 Składki brutto przekazane przez ZUS do poszczególnych OFE w okresie od 1 października 2005 do 30 września 2008 roku w mld zł.



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Część składek ZUS przekazuje do OFE w formie obligacji skarbowych o terminie wykupu nie dłuższym niż 31 grudnia 2011 roku, wyemitowanych na podstawie przepisów ustawy z 2003 roku o przejęciu przez Skarb Państwa zobowiązań Zakładu Ubezpieczeń Społecznych z tytułu nieprzekazanych składek do otwartych funduszy emerytalnych związku z ustawowym przejęciem przez Skarb Państwa zobowiązań ZUS wobec członków OFE. W okresie ostatnich 3 lat OFE otrzymały obligacje o terminie zapadalności w 2011 roku (DZ1111) o łącznej wartości nominalnej 4 mld złotych. Największa liczba obligacji została przekazana do Commercial Union OFE BPH CU WBK oraz ING OFE, które otrzymały papiery wartościowe o łącznej wartości nominalnej na poziomie 1,9 mld złotych (47% wszystkich ww. obligacji przekazanych do OFE w analizowanym okresie). Otrzymane obligacje wchodzi do portfeli OFE po cenie stanowiącej 99,5% ich wartości nominalnej. Regulowanie zobowiązań ZUS w formie obligacji rozpoczęło się w listopadzie 2003 roku – od tego czasu do OFE trafiły obligacje o wartości nominalnej 6,2 mld zł.

Wykres 2.3 Wartość nominalna obligacji DZ1111 (w mln zł) przekazanych przez ZUS do OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

c. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

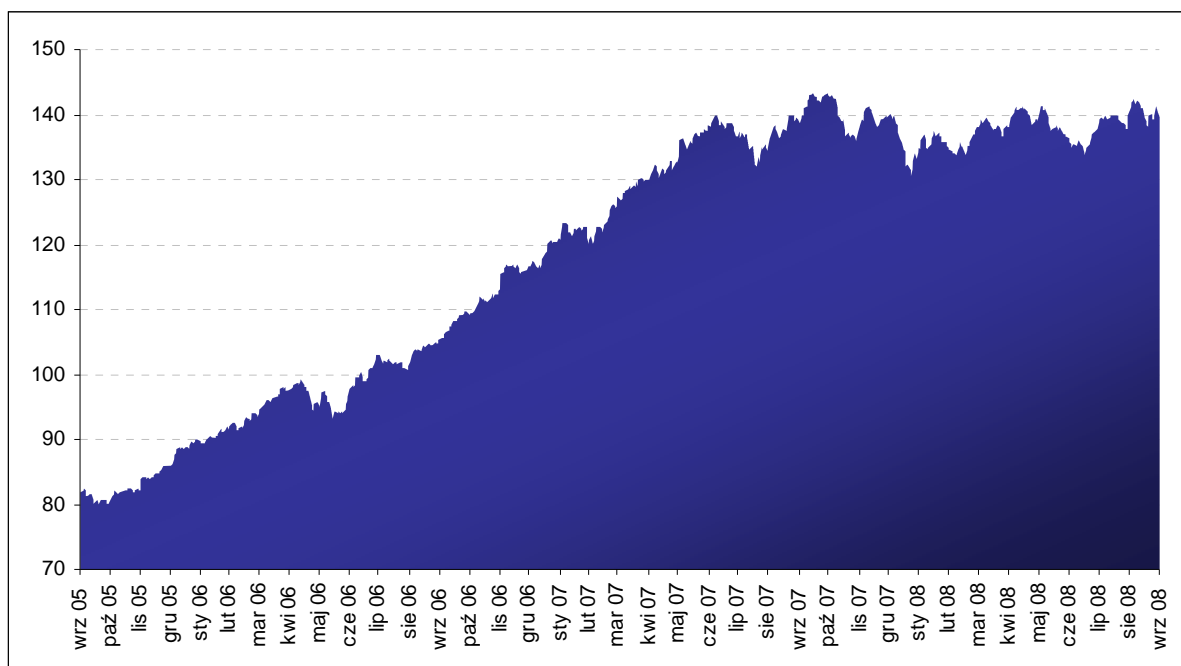
Na koniec września 2008 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 139,7 mld złotych, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o 57,7 mld złotych. Przyrost ten był niższy niż w poprzednich okresach, gdyż pomimo rosnących składek przekazywanych do funduszy, kryzys na rynku finansowym z jakim mamy do czynienia od lipca 2007 roku odbił się negatywnie na wynikach inwestycyjnych wszystkich instytucji finansowych, w tym także OFE.

Największe aktywa zgromadziły Commercial Union OFE BPH CU 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 2008 roku wyniósł 63,7%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,3 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył AXA OFE oraz ING OFE (wzrost odpowiednio o: 1,1 pkt proc. i 1,0 pkt proc.) – największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Commercial Union OFE BPH CU WBK (1,1 pkt proc.).

W okresie ostatnich 3 lat najwyższą dynamiką wzrostu aktywów netto charakteryzowały się AXA OFE i Generali OFE (wzrost odpowiednio o: 120,9% oraz 99,9%, przy średniej dla rynku OFE na poziomie 70,4%). Z czterech największych OFE, jeden uzyskał przyrost aktywów poniżej średniej rynkowej a trzy powyżej. W przypadku OFE Skarbiec–Emerytura oraz OFE Aegon dynamika wzrostu aktywów była najniższa na rynku (odpowiednio: 43,5% oraz 42,3%). Dynamika aktywów netto była przede wszystkim determinowana liczbą członków opłacających składki, wysokością tych składek oraz osiąganymi przez poszczególne OFE wynikami z inwestycji.

Wykres 2.4 Wartość aktywów netto OFE (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

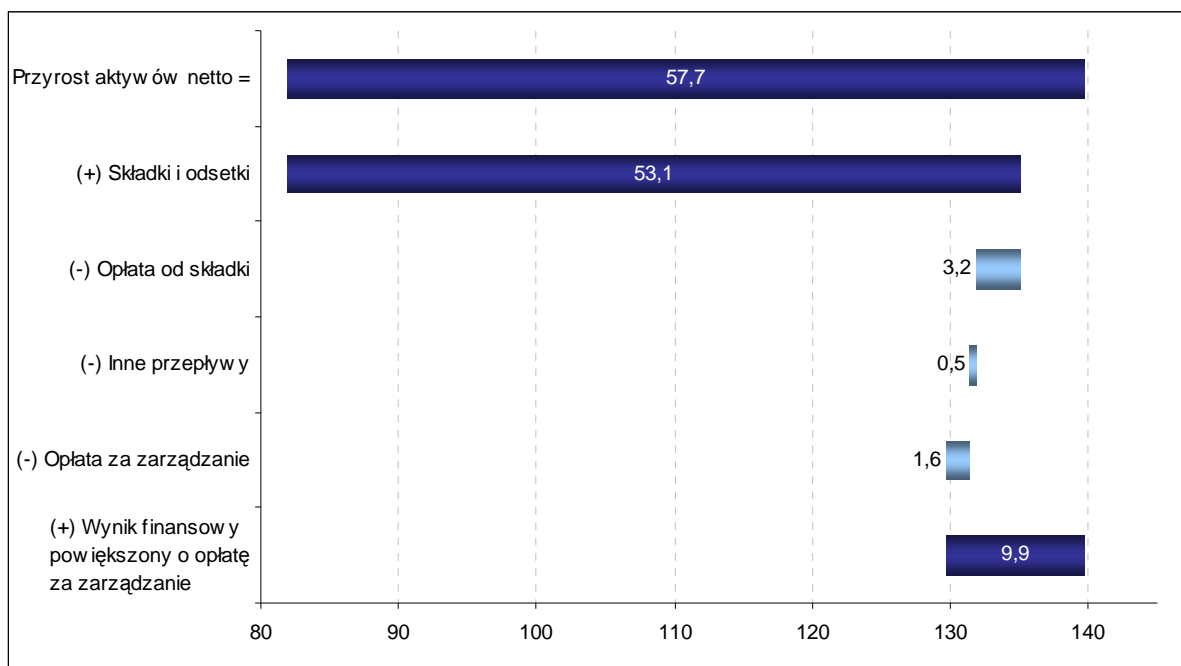
Tabela 2.2 Wartość aktywów netto OFE (w mln zł)

	2005-09-30		2008-09-30	
	WAN w mln zł	Udział w rynku w %	WAN w mln zł	Udział w rynku w %
AEGON	1 868,9	2,3	2 658,8	1,9
AIG	6 937,0	8,5	11 414,4	8,2
Allianz	2 119,1	2,6	3 591,5	2,6
AXA	2 950,5	3,6	6 519,0	4,7
Bankowy	2 616,7	3,2	4 123,4	3,0
Commercial Union	22 468,8	27,4	36 768,2	26,3
Generali	2 759,4	3,4	5 489,4	3,9
ING	18 717,4	22,8	33 232,7	23,8
Nordea	2 976,8	3,6	5 103,1	3,7
Pekao	1 284,9	1,6	2 240,3	1,6
Pocztalio	1 665,2	2,0	2 821,7	2,0
Polsat	698,2	0,9	1 302,8	0,9
PZU	11 233,4	13,7	18 932,6	13,6
Skarbiec	2 376,6	2,9	3 410,3	2,4
WARTA	1 289,5	1,6	2 069,0	1,5
Razem	81 962,5	100,0	139 677,4	100,0

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 1 października 2005 roku do 30 września 2008 roku wykazuje, że OFE wygenerowały dodatni wynik finansowy netto na poziomie 8,3 mld złotych (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 9,9 mld zł). W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 53,1 mld zł. Dla członków największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w OFE pozostają: opłata od składki (wartość na poziomie 3,2 mld złotych) oraz opłata za zarządzanie (1,6 mld złotych). W bilansie funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE, były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań czy umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE – saldo tych operacji wyniosło w skali trzech lat ok. 0,5 mld zł.

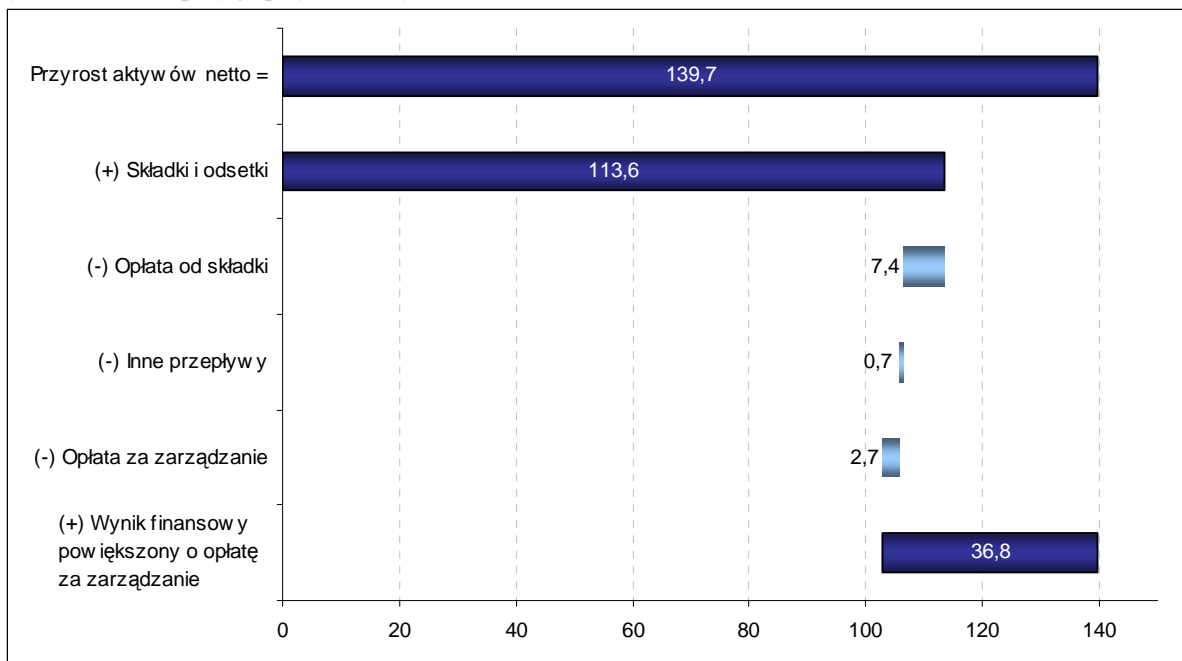
Wykres 2.5 Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie X 2005 - IX 2008 rok (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2008 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (113,6 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (34,1 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie jest to kwota 36,8 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 7,4 mld zł (tj. 6,5% przekazanych składek) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (2,7 mld złotych).

Wykres 2.6 Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - IX 2008 rok (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

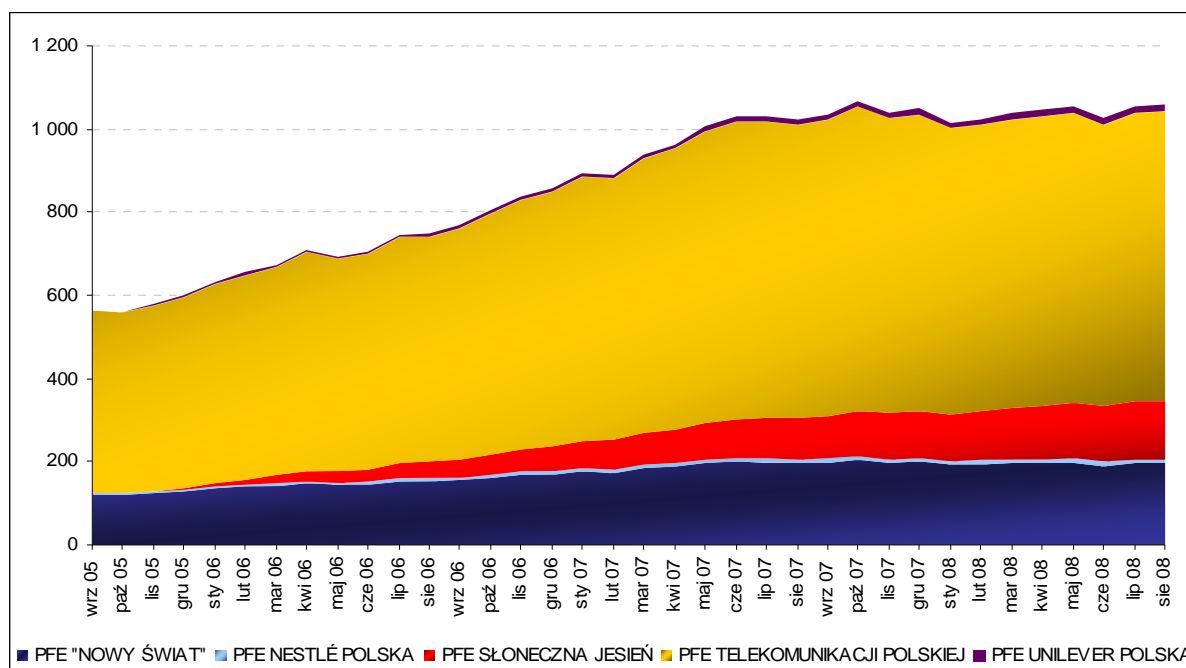
d. Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Na dzień 30 września 2008 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień”). W przypadku jednego z ww. podmiotów tj. PFE „Słoneczna Jesień” zarządzanego przez Międzyzakładowe Pracownicze Towarzystwo Emerytalne PZU S.A., okres funkcjonowania był krótszy niż 36 miesięcy (decyzja o wpisie do rejestru PPE z dnia 25 października 2005 roku, pierwsza wycena aktywów na dzień 30 grudnia 2005 roku).

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2008 roku kształtowała się na poziomie 1,05 mld złotych (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 86,3%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowią aktualnie 0,75% 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 – udział w rynku na poziomie 65,8%, wielkość aktywów netto to 0,69 mld złotych.

Wykres 2.7 Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł.



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

a. Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 6 października 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku. Średnia ważona stopa zwrotu wszystkich OFE wyniosła 12,576%, zaś minimalna wymagana stopa zwrotu 6,288%. Wszystkie OFE osiągnęły minimalną wymaganą stopę zwrotu.

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

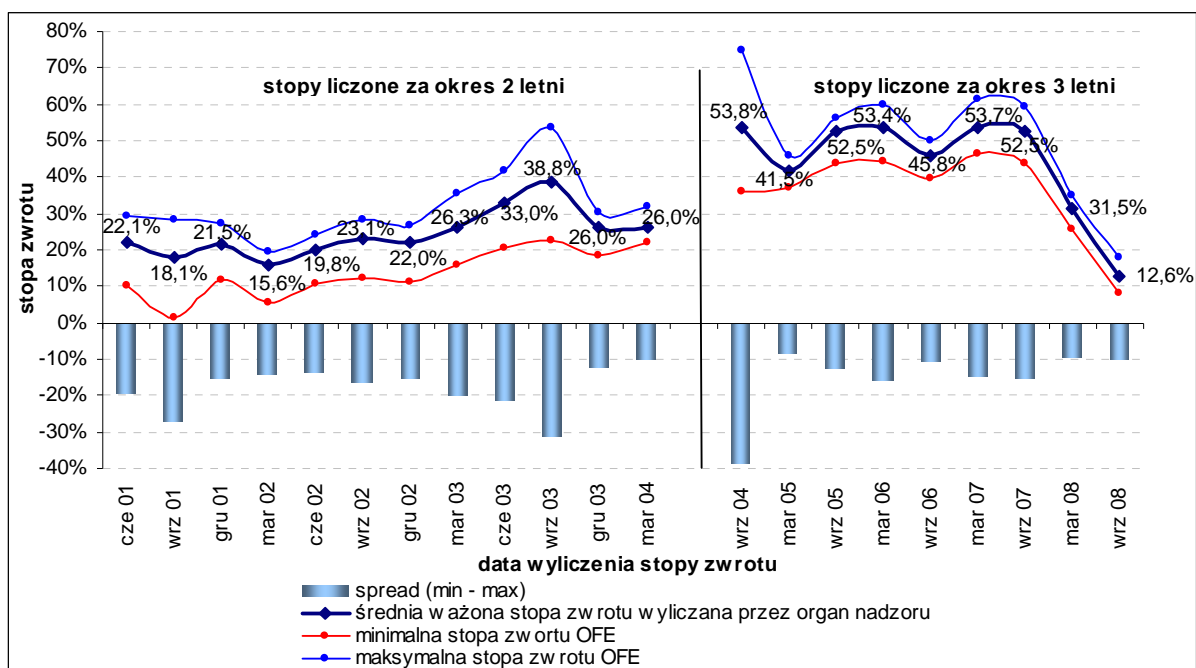
W analizowanym okresie najwyższą stopę zwrotu osiągnął Pekao OFE (17,944%), zaś najniższą – Bankowy OFE (8,196%). Choć średnia stopa zwrotu była niższa o ponad 13 punktów procentowych niż w poprzednim analizowanym okresie, różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE – była podobna i wynosiła 9,5 pkt proc. (poprzednio 9,3 pkt proc.). Taka sytuacja może wynikać z faktu, że wszystkie fundusze w bardzo podobnym stopniu odczuły spadki na GPW we wrześniu 2008 roku, co skorygowało średnią stopę, ale nie rozpiętość.

Tabela 3.1 Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 30.09.2005–30.09.2008

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	2005.09.30	2008.09.30	
Pekao	20,62	24,32	17,944%
Polsat	23,50	27,44	16,766%
Generali	22,78	26,57	16,637%
Skarbiec-Emerytura	21,03	24,20	15,074%
Pocztylion	20,83	23,77	14,114%
AIG	21,40	24,38	13,925%
Allianz Polska	20,92	23,78	13,671%
AXA	22,20	25,23	13,649%
PZU „Złota Jesień”	22,71	25,47	12,153%
Commercial Union BPH CU WBK	22,80	25,44	11,579%
AEGON	22,40	24,99	11,563%
Nordea	23,33	25,97	11,316%
WARTA	23,25	25,76	10,796%
ING	24,37	26,98	10,710%
Bankowy	22,45	24,29	8,196%
Średnia ważona stopa zwrotu			12,576%
Minimalna wymagana stopa zwrotu			6,288%

Źródło: Dzielne 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

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE miały wpływ na podział rachunków premialnych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premialnych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie 3-letnich

stóp zwrotu OFE na dzień 30 września 2008 roku, wyniosła 40,1 mln zł, z czego ponad 23,8 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwy poszczególnych OFE, a 16,3 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wynik finansowy funduszu.

W całym analizowanym okresie w ramach rachunku premiowego zostało zgromadzone łącznie 237,9 mln zł, z czego prawie 105,8 mln zł zostało przekazane do OFE, a 132,1 mln zł zostało przekazane na rachunek rezerwy do wycofania przez PTE jako wynagrodzenie za zarządzanie zależne od wyników funduszu.

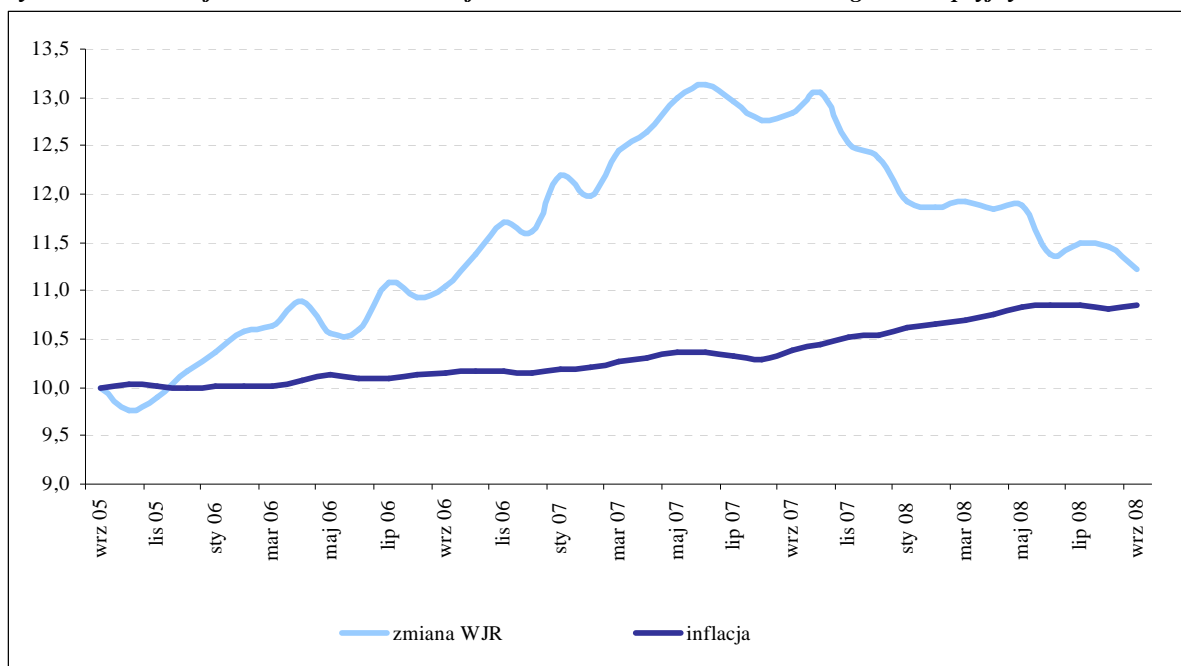
Tabela 3.2 Podział środków gromadzonych na rachunku premiowym otwartych funduszy emerytalnych w okresie od 30.09.2005 do 30.09.2008

OFE	Kwota na rachunek rezerwy	Kwota do funduszu	Łącznie
Commercial Union BPH CU WBK	32,2	31,6	63,9
ING	33,9	21,6	55,5
PZU Złota Jesień	18,5	14,0	32,5
AIG	14,6	5,2	19,8
AXA	5,4	4,5	9,9
Generali	6,7	1,9	8,6
Nordea	2,6	6,0	8,6
BANKOWY	1,4	6,0	7,4
Skarbiec-Emerytura	3,6	2,7	6,3
Allianz Polska	1,1	4,9	6,0
AEGON	1,8	3,4	5,2
Pocztylion	3,0	1,9	4,8
PEKAO	3,3	0,5	3,8
DOM	2,0	1,3	3,3
POLSAT	2,0	0,2	2,2
Razem OFE	132,1	105,7	237,9

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W analizowanym okresie środki finansowe zgromadzone w OFE zyskały realnie na wartości, ale był to wzrost wyraźnie niższy niż w poprzednim okresie - średnia wartość jednostki rozrachunkowej OFE (ważona aktywami netto) wzrosła o 12,6%, a realna roczna stopa zwrotu OFE wyniosła zaledwie 1,2%.

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



* średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.09.2005=10

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, obliczenia własne

W okresie od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była zbliżona do zmiany indeksu WIG (OFE: 11,3% i WIG: 10,6%) i istotnie wyższa niż zmiana indeksu WIG20 (o 16,4 pkt proc.) Wysoki pozostaje *spread* między skrajnymi wynikami osiągniętymi na tym subportfelu inwestycyjnym przez OFE – kształtuje się on na poziomie 29,9 pkt proc. i jest podobny do tego z przed pół roku (30,4 pkt proc.)

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była wyższa o 0,8 pkt proc. niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat. Wszystkie OFE miały lepszy wynik subportfela części dłużnej niż wartość indeksu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtuje się na relatywnie niskim poziomie 1,5 pkt proc.

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

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Średnia na rynku OFE	11,25%	12,93%
Mediana na rynku OFE	9,18%	12,83%
Minimalna na rynku OFE	-3,38%	12,28%
Maksymalna na rynku OFE	26,50%	13,78%
Indeks WIG	10,55%	
Indeks WIG20	-5,34%	
Indeks obligacji 1-10 lat		12,09%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, JP Morgan Chase

Łączny wynik osiągnięty na portfelu inwestycyjnym wyniósł w analizowanym okresie 10,1 mld zł i był dwu i półkrotnie niższy niż w poprzednio analizowanym okresie (marzec 2005 – marzec 2008).

Nominalnie najwyższe zyski zostały osiągnięte przez OFE na inwestycjach w akcje spółek z indeksu WIG20 (Bank Pekao S.A., KGHM Polska Miedź S.A., PKO Bank Polski S.A.), co było spowodowane głównie wysokim poziomem zaangażowania OFE w ww. papiery wartościowe. Relatywnie bardzo duże straty (prawie 2 mld zł) OFE odnotowały na akcjach spółki PKN ORLEN. W porównaniu z poprzednim okresem, instrumentami na których OFE osiągały najwyższy zysk były dużo częściej obligacje (6 na 10 instrumentów, pół roku wcześniej tylko 3 na 10).

Tabela 3.4 Zestawienie papierów wartościowych na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.

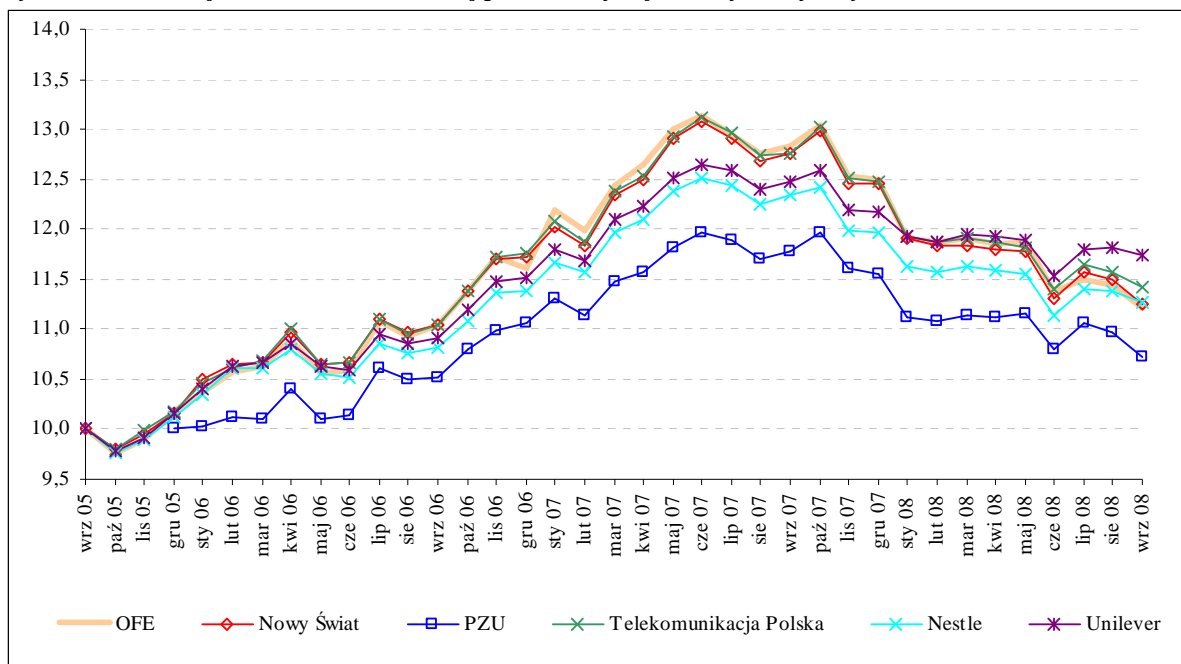
Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
BANK PEKAO	akcje	1 076
PS0310	obligacje	1 074
PKO BANK POLSKI	akcje	1 072
DS0509	obligacje	905
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	784
DS1110	obligacje	683
PS0608	obligacje	624
PS0511	obligacje	536
PS0412	obligacje	420
ELEKTROBUDOWA	akcje	384
ORCO	akcje	-160
PGNIG-PDA	akcje	-163
BANK MILLENNIUM	akcje	-189
KOPEX	akcje	-194
AGORA	akcje	-201
POLNORD	akcje	-231
LC CORP	akcje	-302
IMMOEAST	akcje	-457
BANK BPH	akcje	-900
PKN ORLEN	akcje	-1 973

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

b. Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 12,2% (PFE Nowy Świat) do 17,5% (PFE Unilever Polska). W badanym okresie PFE osiągały wyniki nieznacznie lepsze niż średnie stopy zwrotu na rynku OFE, co wynika z mniejszego zaangażowania w akcje u PFE.

Wykres 3.3 Wartość jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych



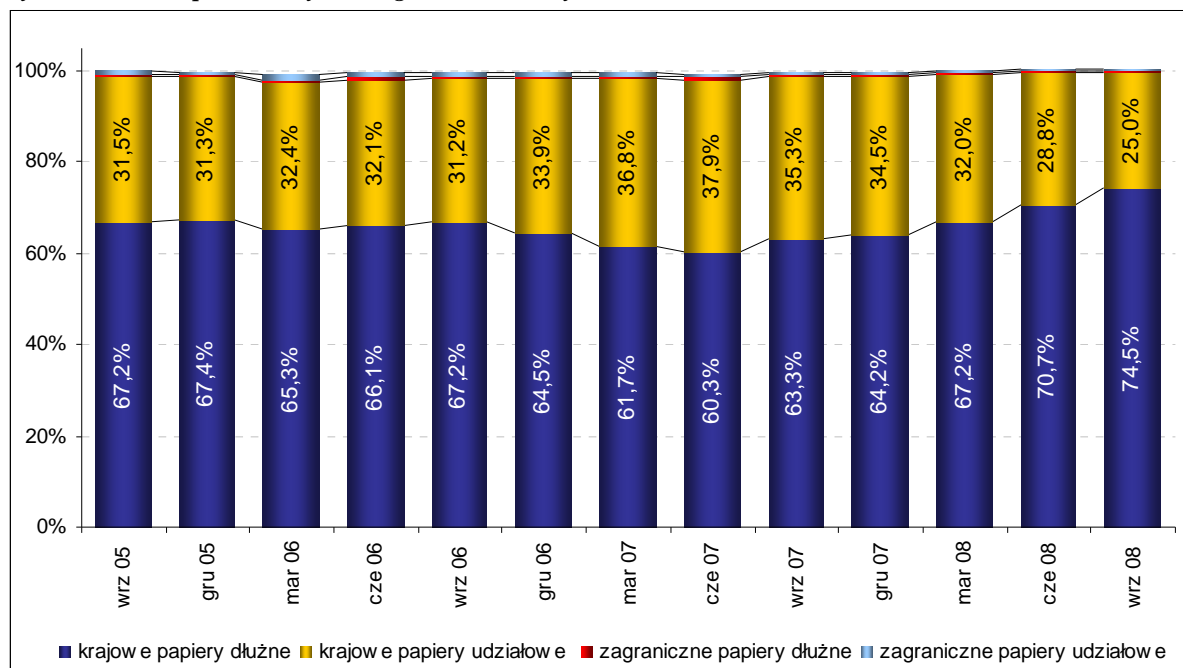
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE.

4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

a. Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

W analizowanym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych (głównie obligacje o stałym oprocentowaniu) oraz akcjach notowanych na GPW. Średni udział papierów Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych w aktywach netto OFE wynosił 53,5%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym 32,6%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe maksymalnie stanowiły 1,5% wartości aktywów netto całego rynku OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 1,2%. W całym analizowanym okresie widoczny jest stopniowy spadek udziału inwestycji zagranicznych w aktywach netto otwartych funduszy emerytalnych.

Wykres 4.1 Udział podstawowych kategorii lokat w aktywach netto OFE



* obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Na koniec badanego okresu, w porównaniu do września 2005 roku, w ramach najistotniejszych kategorii lokat zmniejszyło się zaangażowanie OFE w akcje notowane na GPW i obligacje zerokuponowe, wzrosły natomiast inwestycje w obligacje skarbowe o stałym i zmiennym oprocentowaniu.

Pojawiły się również nowe kategorie lokat m.in. bankowe papiery wartościowe emitowane przez banki krajowe i listy zastawne. OFE pozbywały się jednocześnie niektórych instrumentów, m.in. obligacji zamiennych na akcje. Wymienione lokaty nie miały znaczącego udziału w aktywach netto OFE.

Tabela 4.1 Struktura zagregowanych aktywów netto OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat

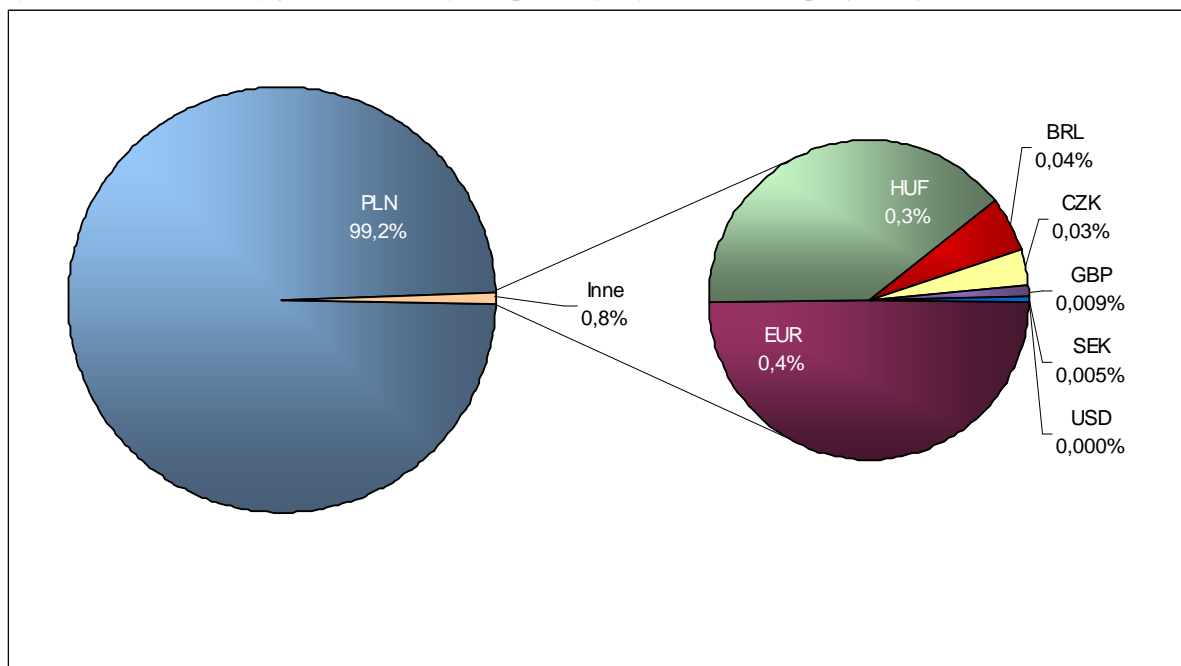
Wyszczególnienie	30.09.2005	30.09.2008
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	43,59%	53,75%
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	30,14%	24,44%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	5,24%	9,19%
Depozyty w bankach krajowych	2,42%	3,96%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	13,51%	2,56%
Bony skarbowe	1,16%	1,99%
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,07%	1,74%
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,03%	0,50%
Akcje spółek notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,67%	0,50%
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,14%	0,31%
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,38%	0,29%
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,02%	0,24%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EBRD, EIB, IBRD	0,56%	0,20%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,15%	0,14%
Zagraniczne obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	0,01%	0,12%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,16%	0,11%
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,07%	0,09%
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	-	0,08%
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,09%	0,07%

Wyszczególnienie	30.09.2005	30.09.2008
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	-	0,05%
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,04%	0,03%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,05%	0,03%
Bankowe papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	-	0,03%
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	-	0,01%
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,01%
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,01%	0,00%
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,00%
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,98%	0,00%
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	0,02%	0,00%
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	0,02%	-
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	0,03%	-
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,02%	-
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,00%	-
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, nienotowane na GPW	0,10%	-
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,05%	-
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,00%	-
Obligacje zerokuponowe emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,11%	-
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	0,01%	-

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec września 2008 roku 11 OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych, w większości w euro i węgierskim forincie, a ich udział wynosił jedynie 0,8% zagregowanej wartości portfela i aktywów netto. W okresie analizowanych 3 lat średni udział ww. papierów wartościowych kształtował się na poziomie 0,9% zagregowanych aktywów netto OFE.

Wykres 4.2 Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2008 r.



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2008 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (ponad 65% udział w portfelu). 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. Pozostałe inwestycje PFE to obligacje Skarbu Państwa (22,5%) oraz instrumenty udziałowe (9,6%).

Uwzględniając strukturę inwestycji SFIO Telekomunikacji Polskiej¹ można przyjąć, że na koniec września 2008 roku głównymi lokatami pracowniczych funduszy emerytalnych były obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa, które stanowiły 55% wartości portfela oraz udziałowe instrumenty, w tym przede wszystkim akcje 27% wartości portfela PFE.

Tabela 4.2 *Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 30.09.2008 roku w tys. zł.*

Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Inwestycje krajowe	1 050 443,28	100,00%
Obligacje Skarbu Państwa	236 490,48	22,51%
Depozyty bankowe, bankowe papiery wartościowe, listy zastawne	26 779,53	2,55%
Obligacje komercyjne i komunalne	3 288,02	0,31%
Akcje, PDA, i prawa poboru	100 901,05	9,61%
Jednostki uczestnictwa SFIO	682 984,20	65,02%
Inwestycje zagraniczne	0,00	0,00%
Razem	1 050 443,28	100,00%

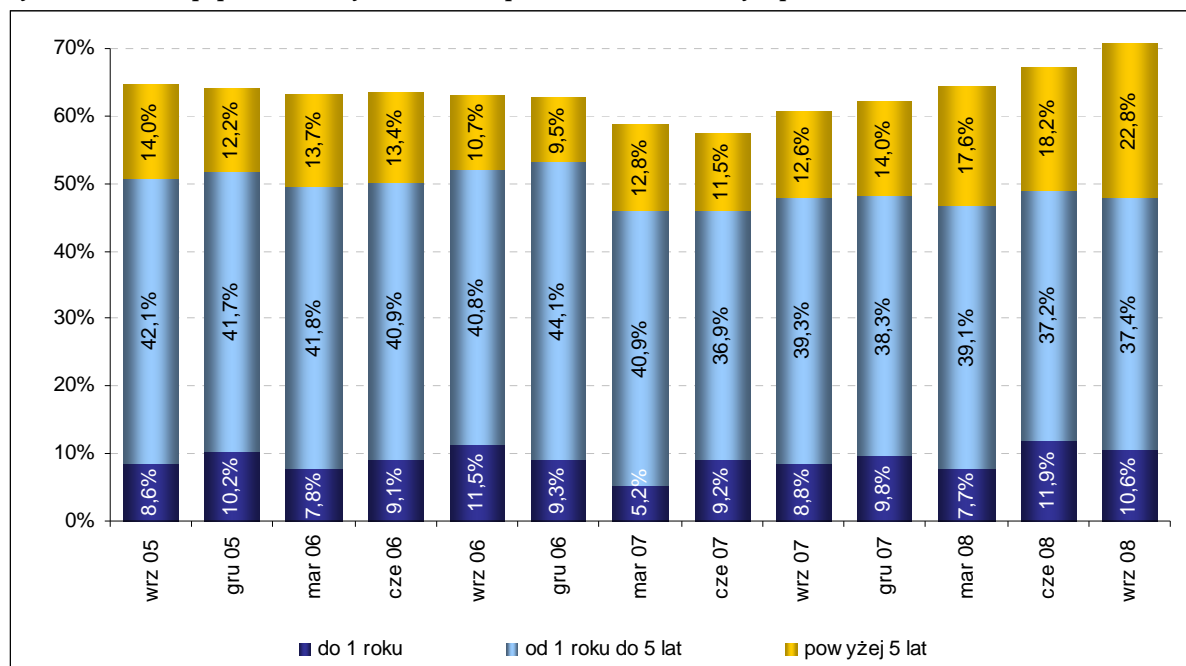
Zródło: Sprawozdania finansowe PFE.

b. Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 66,6% wartości aktywów netto, kształtując się w przedziale 60,5%-75%, przy czym najniższe wartości osiągało w II kwartale 2007 roku, a najwyższe w III kwartale 2008 roku. Analizowany okres 3-letni można zatem podzielić na dwa wyraźnie różniące się podokresy. Pierwszy, w którym szybsze tempo przyrostu aktywów zgromadzonych w części udziałowej portfeli inwestycyjnych OFE (jako konsekwencja wysokich stóp zwrotu na krajowym rynku giełdowym w okresie do lipca 2007 roku) powodowało wzrost subportfela akcji portfela i zmniejszanie się udziału części dłużnej. W drugim podokresie, od III kwartału 2007 roku, na skutek odwrócenia trendu na GPW i gwałtownych spadków cen akcji, udział papierów dłużnych w portfelach OFE zaczął stopniowo rosnąć: w styczniu 2008 roku powyżej 65%, a na koniec września 2008 roku powyżej 75%.

¹ Oszacowanie na podstawie sprawozdania Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego Telekomunikacji Polskiej na dzień 30 czerwca 2008 roku.

Wykres 4.3 Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na okres do wykupu



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

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

- emitowane przez Skarb Państwa (średnio 61,6% udział w zagregowanych aktywach netto),
- denominowane w złotych (średnio 63% udział w zagregowanych aktywach netto),
- papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu i zerokuponowe (średnio 53,6% udział w zagregowanych aktywach netto),
- terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 40,2% udział w zagregowanych aktywach netto).

Tabela 4.3 Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na typ papieru wartościowego

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Inne	Razem
2005.09.30	43,80%	5,84%	13,73%	1,23%	0,14%	64,73%
2005.12.31	44,48%	6,48%	12,31%	0,67%	0,13%	64,07%
2006.03.31	44,67%	6,05%	12,00%	0,48%	0,12%	63,31%
2006.06.30	44,40%	6,71%	11,76%	0,53%	0,11%	63,51%
2006.09.29	42,91%	6,50%	11,56%	1,83%	0,11%	62,90%
2006.12.31	42,47%	6,46%	11,74%	2,02%	0,10%	62,79%
2007.03.30	41,59%	7,32%	9,25%	0,56%	0,11%	58,84%
2007.06.29	41,06%	8,29%	7,22%	0,84%	0,10%	57,51%
2007.09.28	44,08%	9,41%	6,19%	0,85%	0,12%	60,66%
2007.12.31	43,50%	10,55%	5,95%	1,90%	0,24%	62,13%
2008.03.31	47,93%	10,64%	4,80%	0,75%	0,33%	64,45%
2008.06.30	47,81%	11,46%	4,69%	2,94%	0,40%	67,30%
2008.09.30	53,90%	11,84%	2,63%	2,08%	0,39%	70,84%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Inwestycje OFE w papiery dłużne koncentrowały się przede wszystkim na polskich skarbowych obligacjach o stałym oprocentowaniu oraz w mniejszym stopniu na skarbowych obligacjach o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacjach zerokuponowych. W całym analizowanym okresie widoczne jest trwałe zmniejszenie inwestycji OFE w obligacje zerokuponowe oraz zwiększanie zaangażowania w obligacje o zmiennym oprocentowaniu. W przypadku obligacji o stałym

oprocentowaniu w okresie od września 2005 do końca czerwca 2007 następował stopniowy spadek ich udziału w aktywach OFE, natomiast od lipca 2007 roku nastąpiła widoczna zmiana strategii w zakresie portfela instrumentów dłużnych i znacząco zwiększył się udział obligacji o stałym oprocentowaniu. Jednocześnie można zaobserwować zwiększanie zaangażowania przez OFE w obligacje o okresie do wykupu dłuższym niż 5 lat kosztem papierów o okresie do wykupu od 1 roku do 5 lat. Portfel instrumentów dłużnych był zależny od sytuacji makroekonomicznej, dokonywanych zmian stóp procentowych banku centralnego i rynkowych stóp procentowych, sytuacji na rynku akcji oraz związanych z tymi czynnikami prognoz.

Tabela 4.4 Udział papierów dłużnych w WAN OFE w podziale na emitenta

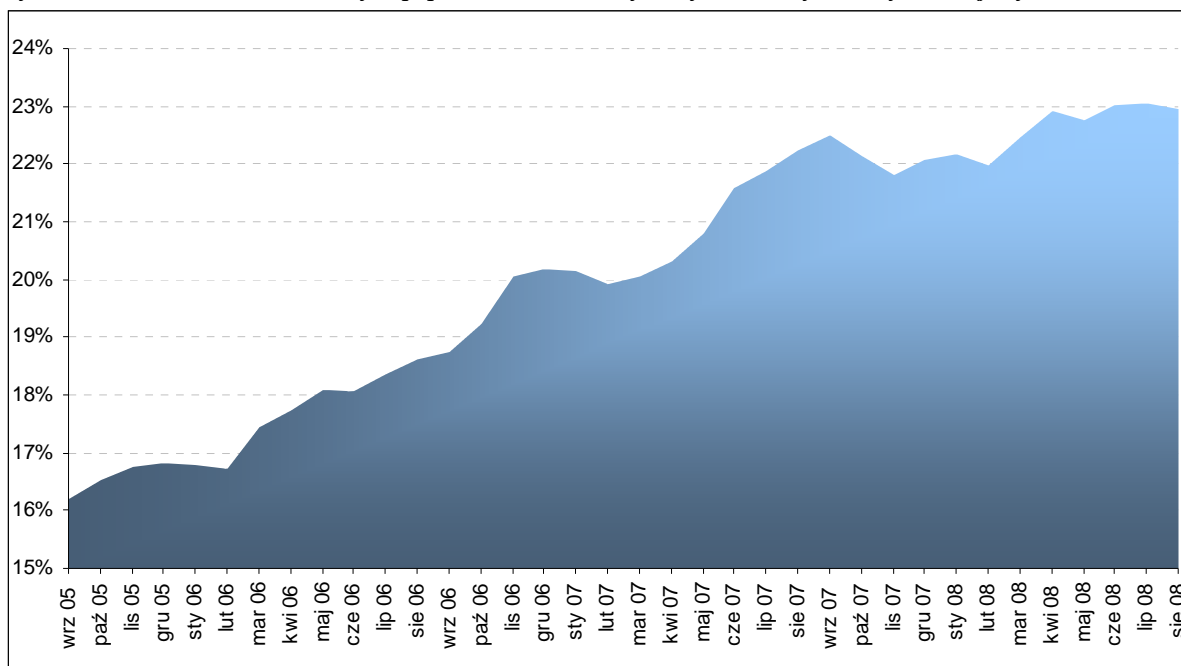
Data	Skarb Państwa	Banki krajowe	Samorząd terytorialny	Zagranica	inne
05-09-30	63,51%	0,17%	0,04%	0,57%	0,45%
05-12-31	62,88%	0,16%	0,03%	0,52%	0,47%
06-03-31	62,33%	0,15%	0,03%	0,48%	0,32%
06-06-30	62,59%	0,14%	0,03%	0,46%	0,30%
06-09-29	62,01%	0,13%	0,03%	0,43%	0,30%
06-12-31	61,87%	0,12%	0,04%	0,47%	0,29%
07-03-30	57,71%	0,24%	0,04%	0,45%	0,40%
07-06-29	55,97%	0,27%	0,03%	0,46%	0,78%
07-09-28	58,88%	0,43%	0,03%	0,44%	0,88%
07-12-31	59,70%	0,54%	0,03%	0,38%	1,47%
08-03-31	61,94%	0,65%	0,03%	0,32%	1,50%
08-06-30	64,18%	0,77%	0,03%	0,43%	1,89%
08-09-30	67,50%	0,92%	0,03%	0,50%	1,89%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na relatywnie niskim poziomie oscylując w przedziale od 0,3%-0,6%. W okresie do końca maja 2008 roku udział tego rodzaju inwestycji w aktywach OFE systematycznie malał, po czym nastąpiło jego wyraźne zwiększenie i na dzień wyceny 30 września 2008 roku udział ww. papierów wartościowych w zagregowanych aktywach OFE wyniósł 0,5% (średni udział w okresie na poziomie 0,4%).

Niski udział w aktywach netto OFE mają także dłużne papiery wartościowe emitowane przez krajowe spółki prawa handlowego, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne, przy czym należy zwrócić uwagę na systematyczny wzrost udziału tych inwestycji w aktywach netto OFE z 0,6% do 2,8% w analizowanym okresie.

Wykres 4.4 Udział OFE w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynek krajowy



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

OFE odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. W analizowanym okresie udział skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE² w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa³ wzrósł o prawie 7 pkt proc. osiągając we wrześniu 2008 roku poziom prawie 23%. Nieznaczny spadek tego wskaźnika w IV kwartale 2007 roku wynikał z szybszego wzrostu wartości zadłużenia Skarbu Państwa w porównaniu do wartości nominalnej skarbowych papierów wartościowych w portfelach OFE w tym czasie.

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

Kwartał	Średnia dla rynku OFE	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
III kw. 2005	2,75	2,69	2,42	3,30	4,64%
IV kw. 2005	2,68	2,66	2,06	3,13	4,94%
I kw. 2006	2,75	2,72	2,16	3,36	4,81%
II kw. 2006	2,62	2,68	1,79	3,11	5,59%
III kw. 2006	2,53	2,55	1,70	2,98	5,41%
IV kw. 2006	2,74	2,79	2,26	3,12	5,00%
I kw. 2007	2,66	2,69	1,86	3,29	5,06%
II kw. 2007	2,57	2,63	1,80	3,19	5,68%
III kw. 2007	2,49	2,57	1,70	2,90	5,58%
IV kw. 2007	2,42	2,49	1,89	2,81	5,98%
I kw. 2008	2,53	2,45	1,75	3,08	5,89%
II kw. 2008	2,52	2,40	1,75	3,33	6,65%
III kw. 2008	2,85	2,86	2,37	3,37	5,57%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

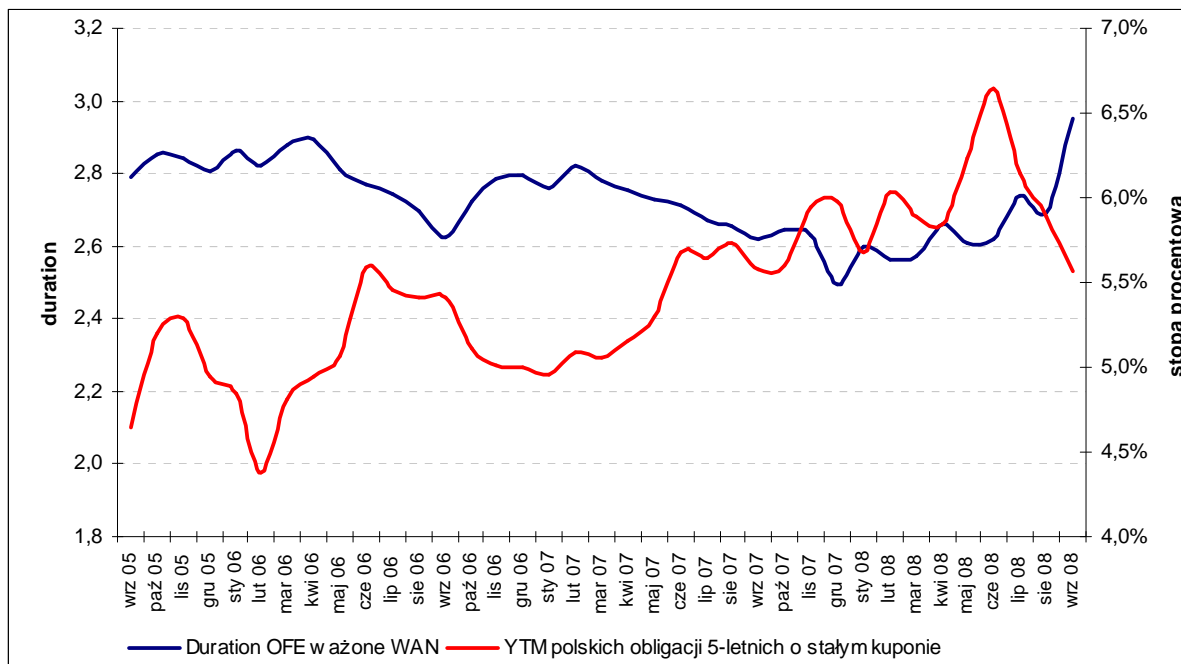
W analizowanym okresie średni poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych nie ulegał istotnym zmianom, oscylując w przedziale 2,5–2,95 roku. Od początku 2007 roku do lipca 2008 roku można było zaobserwować systematyczny spadek tego

² wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

³ dług Skarbu Państwa z wyłączeniem nierynkowych SPW

wskaźnika przy rosnących rynkowych stopach procentowych. W 2008 roku *duration* subportfeli OFE ważone wartością aktywów netto wyraźnie wzrosło.

Wykres 4.5 Średnie *duration* portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych

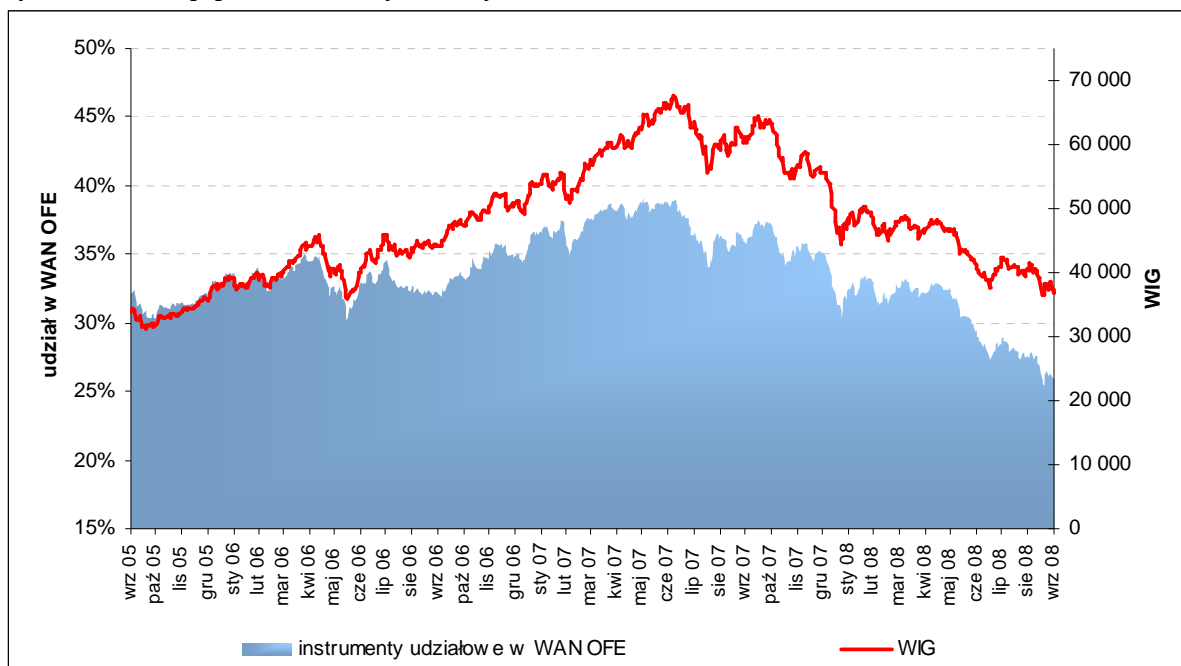


Źródło: JPMorgan, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

c. Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 33,6% wartości aktywów netto, kształtując się w przedziale 25,4%-39%. W okresie od 30 września 2005 roku do końca czerwca 2007 roku, na rosnącym rynku, udział instrumentów udziałowych (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w aktywach OFE systematycznie się zwiększał. W szczycie hossy na GPW część OFE była bliska przekroczenia obowiązującego 40 proc. limitu na ww. papiery wartościowe. Po pierwszej fali spadków na rynku w lipcu 2007 roku rozpoczęło się obniżanie poziomu wskaźnika udziału papierów udziałowych w aktywach netto OFE, który po odwróceniu trendu wzrostowego na rynku akcji zmniejszył się do poziomu 25,5% na koniec analizowanego okresu.

Wykres 4.6 Udział papierów udziałowych w aktywach netto OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW.

W analizowanym okresie w subportfelu udziałowym OFE dominowały instrumenty finansowe notowane na polskim rynku finansowym i stanowiły one ponad 97% wszystkich inwestycji w instrumenty udziałowe. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych średnie zaangażowanie aktywów OFE kształtowało się na poziomie 0,75% zagregowanych aktywów netto, nie przekraczając poziomu 1%.

W analizowanym okresie nastąpił wzrost liczby spółek notowanych na krajowym regulowanym rynku giełdowym oraz wzrost kapitalizacji GPW w Warszawie o prawie 60% do poziomu 620,9 mld złotych. W tym samym czasie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła o ponad 35%, do poziomu 34,9 mld złotych. Maksymalna wartość inwestycji OFE na GPW w szczycie hossy wynosiła 53,5 mld zł. Zmniejszenie wartości inwestycji OFE w ramach subportfela udziałowego było w głównej mierze wynikiem spadku kursów akcji.

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

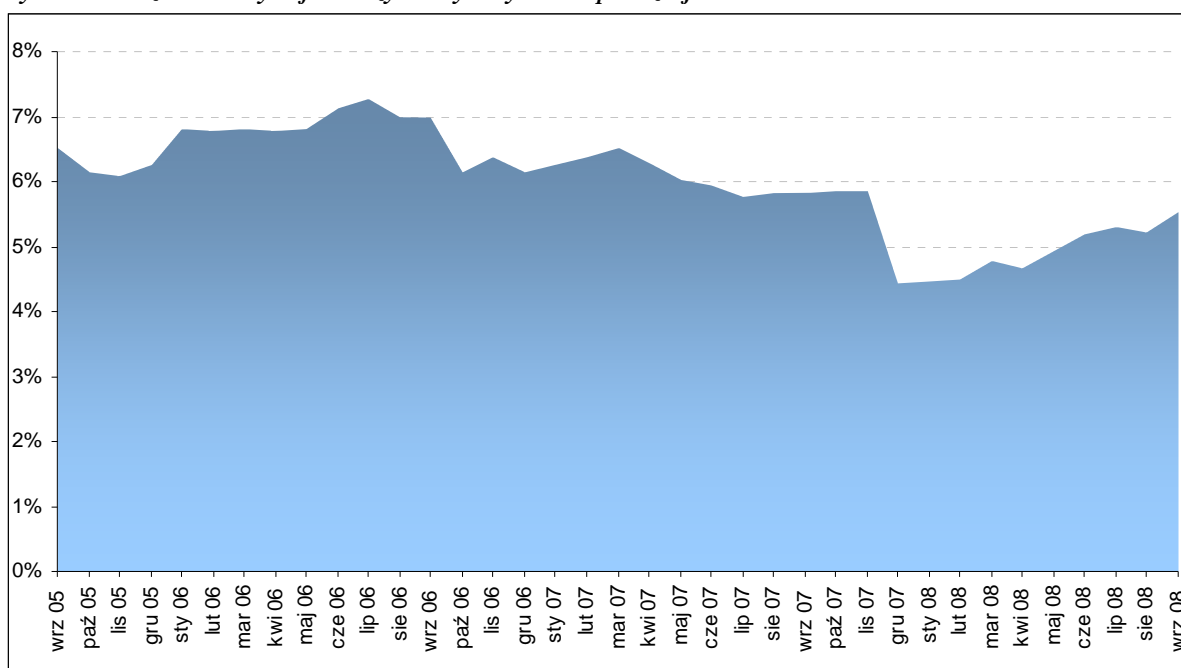
Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki w mln zł	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW w mln zł (sprzedaż - kupno)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych w mln zł (sprzedaż - kupno)	Zmiana indeksu WIG w kwartale
IV kwartał 2005 r.	3 178,00	-107,90	-200,90	5,3%
I kwartał 2006 r.	4 108,30	-123,10	-257,90	13,0%
II kwartał 2006 r.	3 511,20	-656,50	-732,20	1,1%
III kwartał 2006 r.	3 518,10	1 545,30	1 342,50	8,4%
IV kwartał 2006 r.	4 079,00	-607,10	-1 158,00	14,4%
I kwartał 2007 r.	3 981,50	-994,90	-1 272,50	14,1%
II kwartał 2007 r.	3 968,50	1 752,70	753,20	14,9%
III kwartał 2007 r.	4 310,50	-561,70	-835,20	-8,6%
IV kwartał 2007 r.	4 422,20	-2 218,20	-2 637,20	-7,8%
I kwartał 2008 r.	4 715,40	-4 071,90	-4 231,50	-13,7%
II kwartał 2008 r.	4 880,40	-1 411,54	-1 859,80	-14,3%
III kwartał 2008 r.	5 217,60	-1 015,04	-1 025,70	-9,2%
SUMA	49 890,70	-8 469,88	-12 115,20	
średnia kwartalna	4 157,56	-705,82	-1 009,60	

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

W III i IV kwartale 2007 roku oraz w I i III kwartale 2008 roku OFE, wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, per saldo dokupowały akcje na GPW stanowiąc tym samym znaczącą siłę popytową na rynku. W tym samym czasie fundusze inwestycyjne na skutek wzmożonego procesu wycofywania środków przez ich uczestników istotnie redukowały swoje zaangażowanie w akcje notowane na GPW.

Na koniec września 2008 roku udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie kształtował się na poziomie 5,6%, co oznacza to spadek od września 2005 roku o 1 pkt proc. Maksymalny udział OFE w kapitalizacji GPW miał miejsce w połowie 2006 roku i wyniósł ponad 7%.

Wykres 4.7 Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Skokowe zmniejszenie udziału OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie w październiku 2005 roku, październiku 2006 roku i grudniu 2007 roku było konsekwencją debiutów na krajowym regulowanym rynku giełdowym dużych spółek zagranicznych (IVAX Corporation, MOL, CEZ, Unicredit) oraz dużej krajowej spółki z sektora gazowego (PGNiG S.A.).

Tabela 4.7 Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2008 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek na GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)*	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we free float spółek GPW*
<50	87	21	2 490,59	39,22	0,11%	1,57%	3,32%
50 - 100	69	36	5 024,09	159,71	0,46%	3,18%	6,97%
100 - 500	114	92	26 056,39	2 195,30	6,37%	8,43%	17,72%
500 – 1 000	34	29	23 893,41	3 176,53	9,21%	13,29%	28,62%
1 000 – 5 000	45	38	90 864,08	10 898,62	31,60%	11,99%	28,51%
5 000 – 10 000	9	9	65 502,09	5 446,25	15,80%	8,31%	24,11%
>=10 000	9	8	407 071,58	12 569,27	36,45%	3,09%	5,55%
Razem	367	233	620 902,23	34 484,89	100,00%	5,55%	10,98%

* dotyczy wszystkich spółek na GPW (nie tylko w portfelach OFE)

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Na dzień 30 września 2008 roku ponad 36,5% subportfela akcyjnego otwartych funduszy, złożonego z akcji notowanych na GPW, ulokowane było w największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 3%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły prawie 1/3 subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 12%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2008 roku wyniósł niespełna 11%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 500 mln do 5 mld zł – wynosił ponad 28%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 3,3%.

W odniesieniu do poziomów powyższych wskaźników na koniec marca 2008 roku widoczny jest wzrost zaangażowania OFE wyrażony większym udziałem w kapitalizacji i *free float* spółek na GPW, przy czym wzrost wskaźników nie przekracza 1 pkt proc.

Tabela 4.8 Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2008 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)*	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we free float spółek GPW*
<50	87	21	2 490,59	39,22	0,12%	1,57%	3,32%
50 - 100	66	36	4 793,96	159,71	0,49%	3,33%	7,47%
100 - 500	107	86	23 833,08	2 098,52	6,38%	8,81%	18,48%
500 – 1 000	28	25	19 719,91	2 834,25	8,62%	14,37%	32,62%
1 000 – 5 000	40	34	78 264,09	10 484,04	31,89%	13,40%	33,02%
5 000 – 10 000	8	8	57 510,46	5 329,00	16,20%	9,27%	27,05%
>=10 000	6	6	164 652,86	11 933,68	36,30%	7,25%	18,16%
Razem	342	216	351 264,95	32 878,42	100,00%	9,36%	23,39%

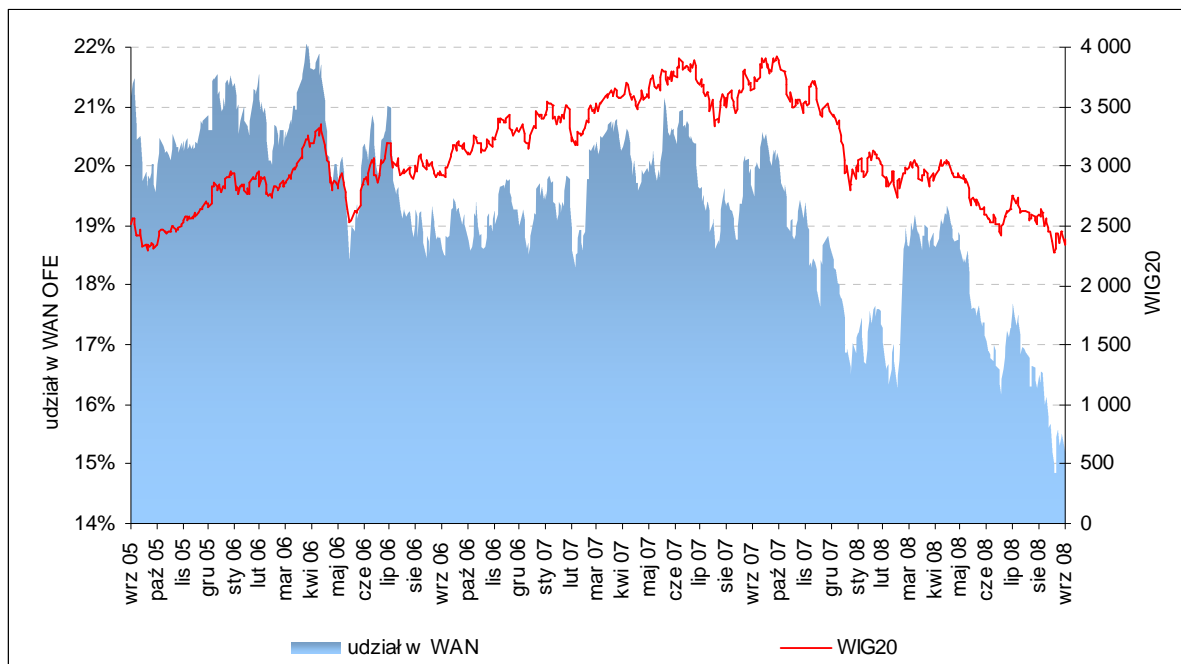
* dotyczy wszystkich polskich spółek na GPW (nie tylko w portfelach OFE)

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Analizując zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW (na dzień 30 września 2008 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 57% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy) można zauważyć, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku gdy analizie poddano wszystkie spółki.

Na dzień 30 września 2008 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 9,4% oraz 23,4% we *free float* i nie uległ znaczącym zmianom w porównaniu do marca 2008 roku.

Wykres 4.8 Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanych aktywach netto OFE a wartość indeksu WIG20



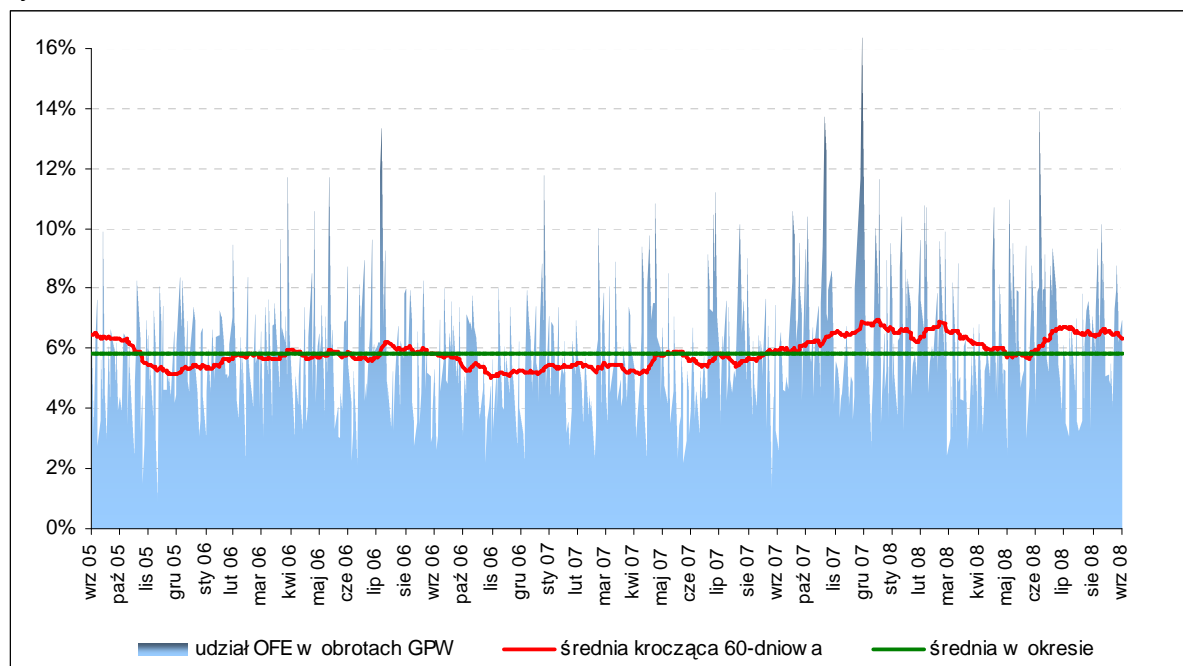
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE nadal dominują akcje spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w zagregowanych aktywach netto OFE wyniósł 19,3%, wykazując jednocześnie wyraźną tendencję spadkową (z maksymalnego poziomu 22% w kwietniu 2006 roku do 15% we wrześniu 2008 roku). Na koniec września 2008 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła blisko 21 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o ponad 3,6 mld zł).

Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły ponad połowę subportfela udziałowego OFE. Najniższy udział akcji z indeksu WIG20 występował w okresie marzec 2007 – marzec 2008 i zawierał się w przedziale od 50% do 56% wartości instrumentów udziałowych, podczas gdy w marcu 2005 roku było to ponad 66%.

Na dzień 30 września 2008 roku udział OFE w kapitalizacji giełdowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 kształtował się na poziomie 6,8%, a we *free float* tych spółek 17,9%.

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



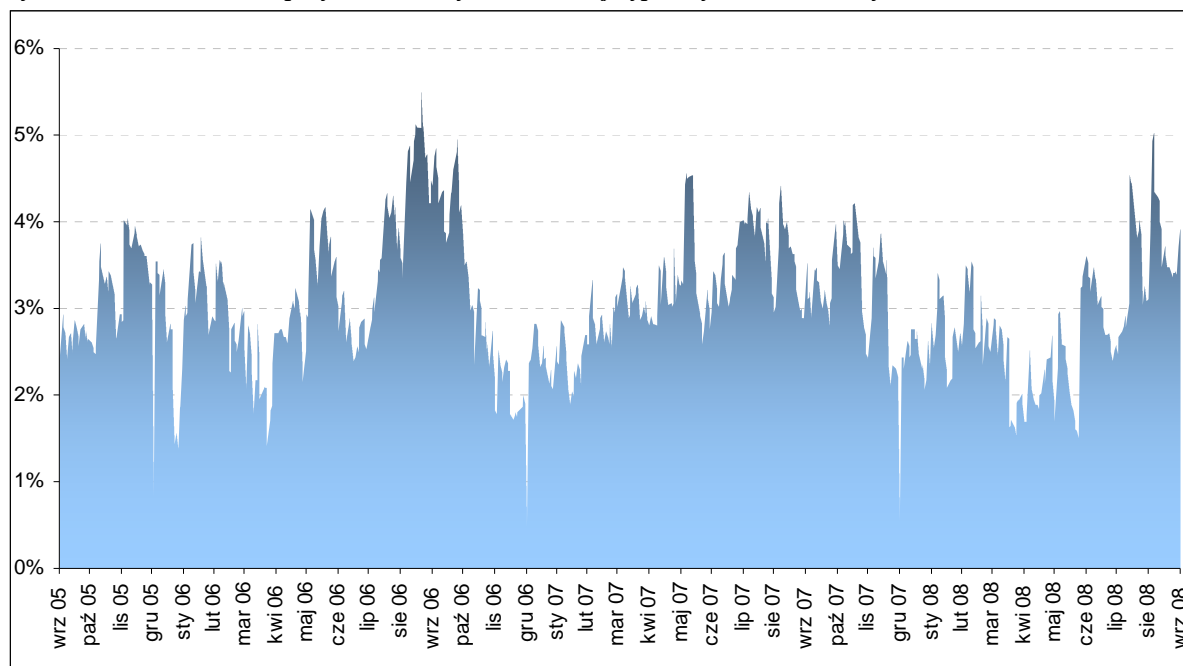
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

W omawianych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 5,9%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW w Warszawie z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 5%-7%, przy czym najwyższa była na przełomie 2007 i 2008 roku oraz w III kwartale 2008 roku czyli w okresie największych spadków na rynku. W analizowanym okresie średnie dzienne obroty na rynku kasowym GPW wzrosły z 914 mln zł w IV kwartale 2005 roku do 1,2 mld zł w III kwartale 2008 roku, przy czym w II kwartale 2007 roku w szczycie hossy było to 2,1 mld zł.

d. 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. 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 aktywach netto OFE*



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

W analizowanym okresie trzyletnim średni udział tego typu instrumentów w zagregowanych aktywach OFE kształtował się na poziomie 3,07% przy wartościach w przedziale 0,5%-5,5%.

W okresie od 30 września 2005 roku do 30 września 2008 roku depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back były zawierane przez OFE przede wszystkim w walucie krajowej i stanowiły średnio 3,05% zagregowanych aktywów netto OFE. Depozyty bankowe w walucie obcej stanowiły średnio 0,02% aktywów netto OFE.

Tabela 4.9 *Podstawowe parametry inwestycji OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy-sell-back na SPW w walucie krajowej*

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	1,9	708 356,83	47,00	4,39%
Buy sell back	2,9	896 065,41	116,86	4,55%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

W omawianym okresie łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu buy sell back wyniosła ponad 1,6 mld złotych. Zarządzający OFE częściej lokowali wolne środki dokonując operacji buy sell back niż zakładając depozyty: inwestycje te stanowiły odpowiednio 56% i 44% zagregowanej wartości początkowej depozytów i BSB. Transakcje buy sell back charakteryzowały się nieznacznie wyższym średnim oprocentowaniem niż klasyczne depozyty bankowe, miały z reguły dłuższy czas trwania i wyższą wartość początkową inwestycji.

Spis tabel

Tabela 1	Podstawowe statystyki GPW	11
Tabela 2.1	Członkowie OFE w okresie od 30 września 2005 do 30 września 2008 roku	15
Tabela 2.2	Wartość aktywów netto OFE (w mln zł).....	18
Tabela 3.1	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 30.09.2005–30.09.2008	21
Tabela 3.2	Podział środków gromadzonych na rachunku premiovym otwartych funduszy emerytalnych w okresie od 30.09.2005 do 30.09.2008	22
Tabela 3.3	Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego.	23
Tabela 3.4	Zestawienie papierów wartościowych na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.	23
Tabela 4.1	Struktura zagregowanych aktywów netto OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat	25
Tabela 4.2	Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 30.09.2008 roku w tys. zł.	27
Tabela 4.3	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na typ papieru wartościowego	28
Tabela 4.4	Udział papierów dłużnych w WAN OFE w podziale na emitenta	29
Tabela 4.5	Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec wybranych kwartałów analizowanego okresu	30
Tabela 4.6	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	33
Tabela 4.7	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2008 roku	34
Tabela 4.8	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 30.09.2008 roku	34
Tabela 4.9	Podstawowe parametry inwestycji OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy-sell-back na SPW w walucie krajowej	37

Spis wykresów

Wykres 1.1	Dynamika PKB w Polsce w latach 2005-2008 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.....	5
Wykres 1.2	Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2005-2008.....	5
Wykres 1.3	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2005-2008.....	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 PLN.....	9
Wykres 1.8	Indeks obligacji polskich 1-10 lat.....	9
Wykres 1.9	Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych (do sierpnia 2008 roku).....	10
Wykres 1.10	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych w latach 2005-2008.....	11
Wykres 1.11	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych w latach 2005-2008. Wartość na dzień 30.09.2005 = 100.....	12
Wykres 1.12	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR.....	13
Wykres 1.13	Kursy wybranych walut w stosunku do złotego (zł).....	13
Wykres 2.1	Kwota składek brutto przekazanych do OFE przez ZUS w mln zł.....	15
Wykres 2.2	Składki brutto przekazane przez ZUS do poszczególnych OFE w okresie od 1 października 2005 do 30 września 2008 roku w mld zł.....	16
Wykres 2.3	Wartość nominalna obligacji DZ1111 (w mln zł) przekazanych przez ZUS do OFE.....	17
Wykres 2.4	Wartość aktywów netto OFE (w mld zł).....	18
Wykres 2.5	Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie X 2005 - IX 2008 rok (w mld zł).....	19
Wykres 2.6	Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - IX 2008 rok (w mld zł).....	19
Wykres 2.7	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych w mln zł.....	20
Wykres 3.1	Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyliczana przez organ nadzoru oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE*.....	21
Wykres 3.2	Zmiana jednostki rozrachunkowej* OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce.....	22
Wykres 3.3	Wartość jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych.....	24
Wykres 4.1	Udział podstawowych kategorii lokat w aktywach netto OFE.....	25
Wykres 4.2	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 30.09.2008 r.....	26
Wykres 4.3	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na okres do wykupu.....	28
Wykres 4.4	Udział OFE w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynek krajowy.....	30
Wykres 4.5	Średnie duration portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych.....	31
Wykres 4.6	Udział papierów udziałowych w aktywach netto OFE.....	32
Wykres 4.7	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	33
Wykres 4.8	Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanych aktywach netto OFE a wartość indeksu WIG20.....	35
Wykres 4.9	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie S.A.....	36
Wykres 4.10	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w aktywach netto OFE.....	37