



Działalność inwestycyjna  
funduszy emerytalnych  
w okresie 31.03.2005 – 31.03.2008

## SPIS TREŚCI

<b>Wstęp .....</b>	<b>3</b>
<b>1. Krajowy i światowy rynek finansowy .....</b>	<b>4</b>
1.1 <i>Krajowe i zagraniczne indeksy giełdowe .....</i>	4
1.2 <i>Kurs złotego do podstawowych walut światowych .....</i>	6
1.3 <i>Rynek skarbowych papierów wartościowych .....</i>	9
<b>2. Aktywa funduszy emerytalnych .....</b>	<b>15</b>
2.1 <i>Składki przekazane do OFE przez ZUS .....</i>	15
2.2 <i>Aktywa otwartych funduszy emerytalnych .....</i>	18
2.3 <i>Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych .....</i>	21
<b>3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce .....</b>	<b>23</b>
3.1 <i>Otwarte fundusze emerytalne .....</i>	23
3.2 <i>Pracownicze fundusze emerytalne .....</i>	27
<b>4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych .....</b>	<b>28</b>
4.1 <i>Zagregowany portfel funduszy emerytalnych .....</i>	28
4.2 <i>Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych .....</i>	32
4.3 <i>Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych .....</i>	36
4.4 <i>Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych .....</i>	41

## **Wstęp**

W maju 2008 roku minęło dziewięć lat od przekazania przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych pierwszych składek na indywidualne rachunki członków otwartych funduszy emerytalnych. W tym okresie swojej działalności otwarte fundusze emerytalne otrzymały składki o łącznej wartości ponad 100 mld złotych. W 2007 roku wielkość aktywów funduszy zarządzanych przez powszechne i pracownicze towarzystwa emerytalne przekroczyła po raz pierwszy wartość 140 mld zł. Fundusze emerytalne stały się jednym z najpoważniejszych uczestników krajowego rynku finansowego.

Na początku kwietnia br. Komisja Nadzoru Finansowego po raz kolejny ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość stóp zwrotu dla wszystkich otwartych funduszy emerytalnych za okres ostatnich 36 miesięcy. Niniejsze opracowanie pozwala na zapoznanie się ze szczegółami dotyczącymi działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w tym okresie.

W pierwszym rozdziale zostało zaprezentowane 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, ponieważ stanowią dominujące pole dla działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych.

W kolejnym rozdziale przedstawiono analizę sektora funduszy emerytalnych od strony wielkości środków, jakimi zarządzały fundusze emerytalne począwszy od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku. Wartość aktywów funduszy emerytalnych jest ściśle związana z liczbą uczestników systemu oraz wartością przekazanych do funduszy składek. W szczególności dokonano dekompozycji źródeł przyrostu aktywów otwartych funduszy emerytalnych wskazując na wielkość przekazanych składek oraz wypracowanych wyników finansowych.

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.

Całość opracowania została przygotowana w oparciu dane pozyskane z licznych źródeł przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach sprawowanego nadzoru nad rynkiem finansowym i pozwalających na kompleksową oraz wszechstronną analizę działalności funduszy emerytalnych.

## 1. Krajowy i światowy rynek finansowy

### 1.1 Krajowe i zagraniczne indeksy giełdowe

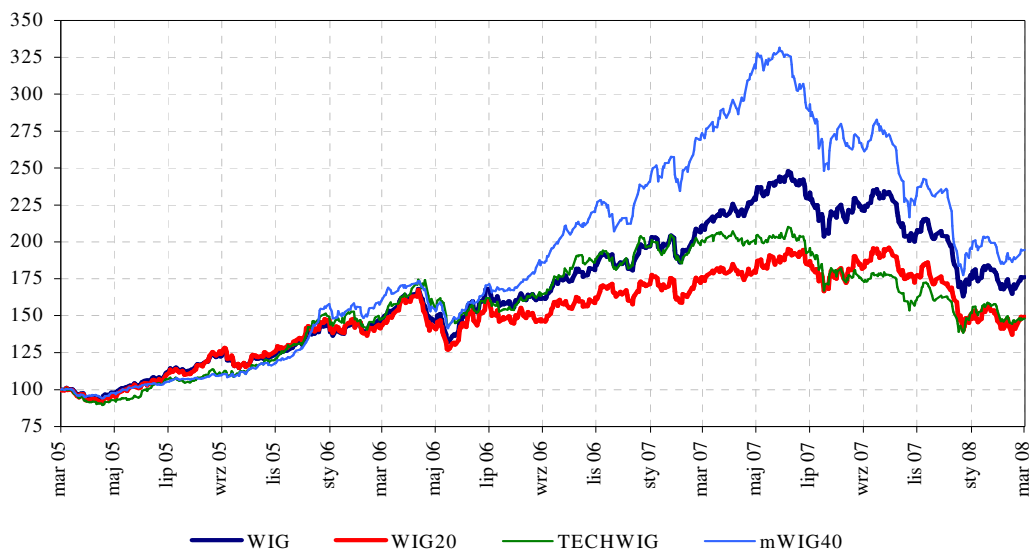
- W okresie od marca 2005 roku do początku lipca 2007 roku na GPW w Warszawie i giełdach światowych dominował silny trend wzrostowy, po którym nastąpiły trzy wyraźne fale spadkowe będące reakcją m.in. na kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA oraz zniżkę cen akcji na rynkach światowych. Od lipca 2007 roku rynek znajdował się w trendzie spadkowym przy silnym uzależnieniu od sytuacji na rynkach zagranicznych, w tym m.in. od sytuacji ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych. Dodatkowy wpływ na pogłębienie spadków miało wycofywanie środków z funduszy inwestycyjnych. Dopiero ostatnie dwa miesiące analizowanego okresu przyniosły okresowe wyhamowanie trendu spadkowego i stabilizację wartości wszystkich indeksów giełdowych.
- W analizowanym okresie podstawowe indeksy giełdowe WIG i WIG20 wzrosły odpowiednio o 76% oraz 49%. Wyraźnie wyższe zyski inwestorzy osiągnęli na akcjach średnich spółek wchodzących w skład indeksu mWIG40 (wcześniej MidWIG), który росł najszybciej na rynku, przy czym odnotował również największy relatywnie spadek po odwróceniu trendu wzrostowego. W całym okresie najbardziej stabilnym był indeks spółek nowej technologii TECHWIG.
- W czasie od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku inwestycje w udziałowe papiery wartościowe wyemitowane przez spółki krajowe przyniosły wyższą stopę zwrotu niż inwestycje na głównych rynkach światowych. Silnie umacniający się złoty sprawił, że różnice w stopie zwrotu dla indeksów przeliczonych w polskiej walucie pomiędzy podstawowymi indeksami polskimi i światowymi były znacznie większe. Przy uwzględnieniu zmian kursów walut jedynie niemiecki indeks DAX mógł przynieść inwestorom krajowym dodatnią nominalną stopę zwrotu, a indeks DJIA odnotował spadek o ponad 17%.
- Na krajowym rynku akcji zauważalna była poprawa płynności i liczby notowanych spółek krajowych i zagranicznych. Tylko w 2007 roku na polskiej giełdzie zadebiutowało 81 nowych spółek o łącznej wartości emisji ponad 15 mld zł, co pomimo wycofania z notowań 14 spółek dało największy roczny przyrost liczby notowanych podmiotów na GPW. Na koniec 2007 roku na GPW było notowanych 319 spółek krajowych i 23 spółki zagraniczne. Rok 2007 był też pierwszym rokiem w historii GPW, w którym kapitalizacja notowanych spółek zagranicznych przekroczyła kapitalizację rodzimych spółek (570 mld zł wobec 510 mld zł na koniec tego roku). Wiązało się to między innymi z wejściem na GPW spółki UniCredito Italiano, której kapitalizacja wynosiła na koniec roku ponad 273 mld zł. W pierwszym kwartale 2008 roku na giełdzie debiutowały cztery spółki polskie i jedna zagraniczna.

**Tabela 1.1** Podstawowe indeksy giełdowe w Polsce i na świecie

Indeks	Kraj notowań spółek z indeksu	Wartość indeksu na dzień		zmiana indeksu	zmiana indeksu w złotych
		31.03.2005	31.03.2008		
mWIG40	Polska	1728,17	3363,11	94,6%	94,6%
WIG	Polska	27268,07	48011,28	76,1%	76,1%
WIG20	Polska	1998,33	2981,07	49,2%	49,2%
TECHWIG	Polska	648,46	960,98	48,2%	48,2%
DAX	Niemcy	4348,77	6534,97	50,3%	29,7%
CAC40	Francja	4067,78	4707,07	15,7%	-0,1%
FT-SE100	W. Brytania	4894,40	5702,10	16,5%	-13,0%
DJIA	USA	10503,76	12262,89	16,8%	-17,4%
Nikkei	Japonia	11668,95	12525,54	7,3%	-18,3%
Nasdaq	USA	1999,23	2279,10	14,0%	-19,3%
SP500	USA	1180,59	1322,70	12,0%	-20,7%

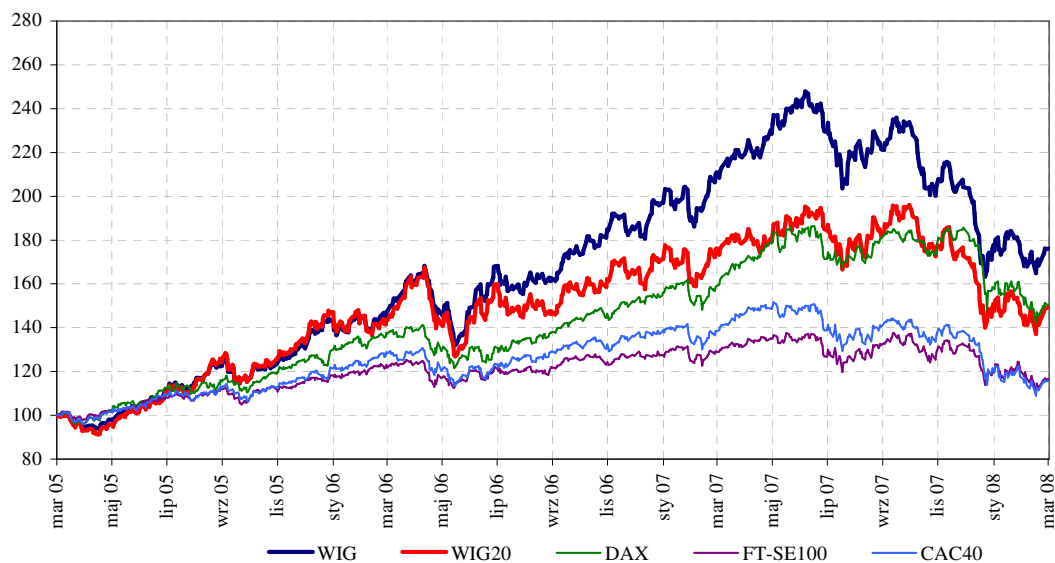
Źródło: Reuters

**Wykres 1.1** *Dynamika podstawowych polskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100)*



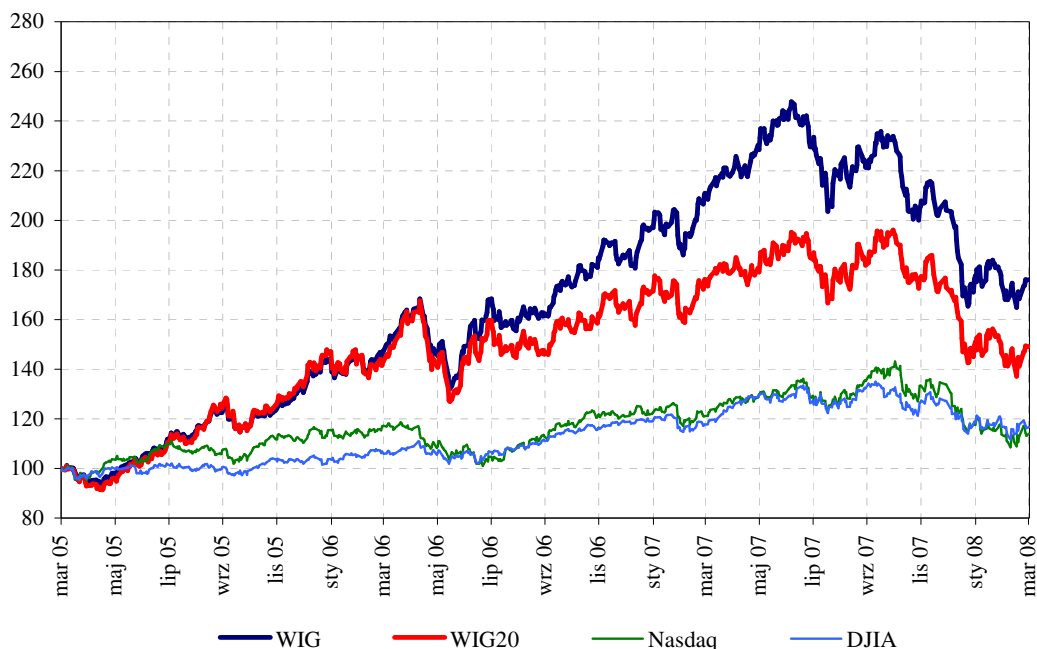
Źródło: Reuters

**Wykres 1.2** *Dynamika wybranych polskich i europejskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100)*



Źródło: Reuters

Wykres 1.3 *Dynamika wybranych polskich i amerykańskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100)*



Źródło: Reuters

## 1.2 Kurs złotego do podstawowych walut światowych

- W okresie od 31 marca 2005 do 31 marca 2008 roku następowała systematyczna aprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Krótkotrwałe odwrócenie tego trendu miało miejsce w I połowie 2006 roku, co było związane przede wszystkim z niestabilną sytuacją na *emerging markets* i oczekiwaniami inwestorów odnośnie dalszych podwyżek stóp procentowych w USA. Złoty umocnił się do dolara amerykańskiego o ponad 29%, zaś do euro o 14%.
- Przede wszystkim na sytuację na krajowym rynku walutowym miały wpływ dobre informacje o sytuacji makroekonomicznej w kraju, napływ inwestycji zagranicznych, korzyści ekonomiczne związane z członkostwem Polski w UE oraz rosnący kurs EUR/USD. Dodatkowo kurs złotego wzmacniały kolejne decyzje RPP o podniesieniu stóp procentowych począwszy od sierpnia 2007 roku.
- Złoty umacniał się również w relacji do innych głównych walut (jen, frank szwajcarski, funt szterling) - w największym stopniu w stosunku do funta (ponad 25%), który wyraźnie tracił na wartości w ostatnich miesiącach badanego okresu.
- W relacji EUR/USD mieliśmy do czynienia z wyraźną zmiennością na rynku walutowym (kurs oscylował w przedziale 1,17 – 1,58). Wspólna waluta europejska umocniła się do dolara amerykańskiego o niemal 22% (do poziomu 1,58 – najwyższego od czasu wprowadzenia euro). Systematyczna aprecjacja euro względem dolara trwała od października 2005 roku i wynikała przede wszystkim z sytuacji w gospodarce USA oraz relatywnie dobrych wskaźników gospodarczych strefy euro.
- Na międzynarodowym rynku walutowym do połowy 2007 roku zauważalne było osłabienie jena do innych walut. Trend ten wyhamował jednak, a później odwrócił się w ostatnich miesiącach analizowanego okresu. W okresie ostatnich 3 lat jen stracił do euro ponad 13%, natomiast względem dolara amerykańskiego umocnił się o ponad 7%, osiągając, po raz pierwszy od lat, kurs

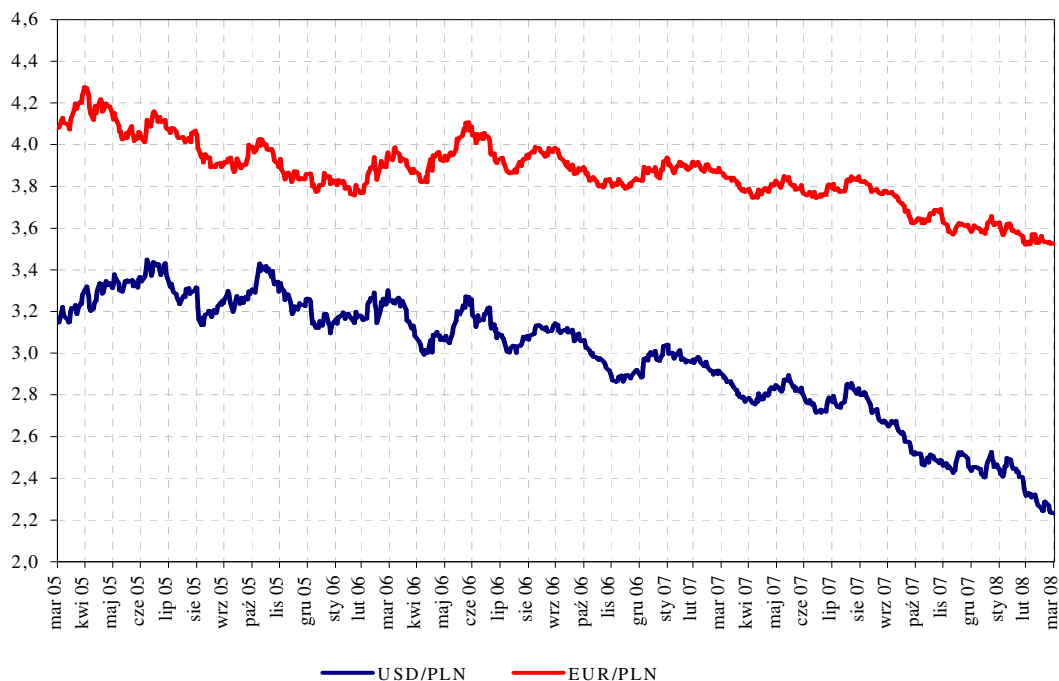
100JPY/USD powyżej 1 (w marcu 2008 roku kurs jena do dolara był najwyższy od 1997 roku). Tak mocny jen jest odbierany jako zagrożenie dla japońskiej gospodarki, która jest w dużej mierze zależna od eksportu do USA.

Tabela 1.2 Kursy walut obcych w relacji do złotego

Kurs	Wartość na dzień		Zmiana %
	31.03.2005	31.03.2008	
USD/PLN	3,1518	2,2305	-29,2%
GBP/PLN	5,9291	4,4266	-25,3%
100JPY/PLN	2,9481	2,2429	-23,9%
CHF/PLN	2,6341	2,2446	-14,8%
EUR/PLN	4,0837	3,5258	-13,7%

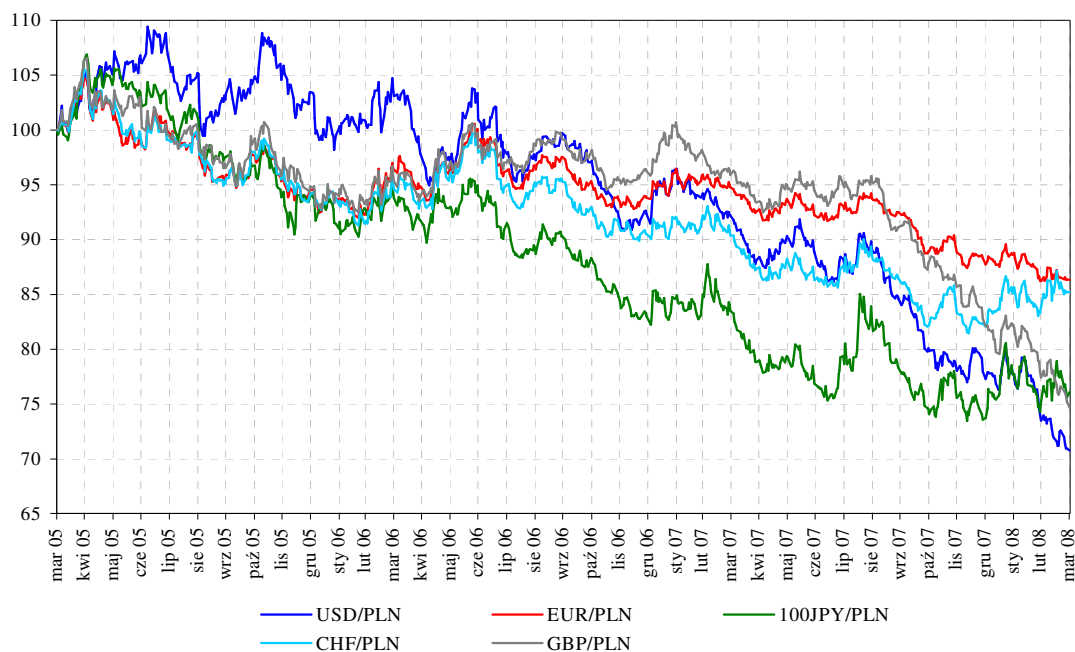
Źródło: Reuters

Wykres 1.4 Kurs złotego euro i dolara amerykańskiego



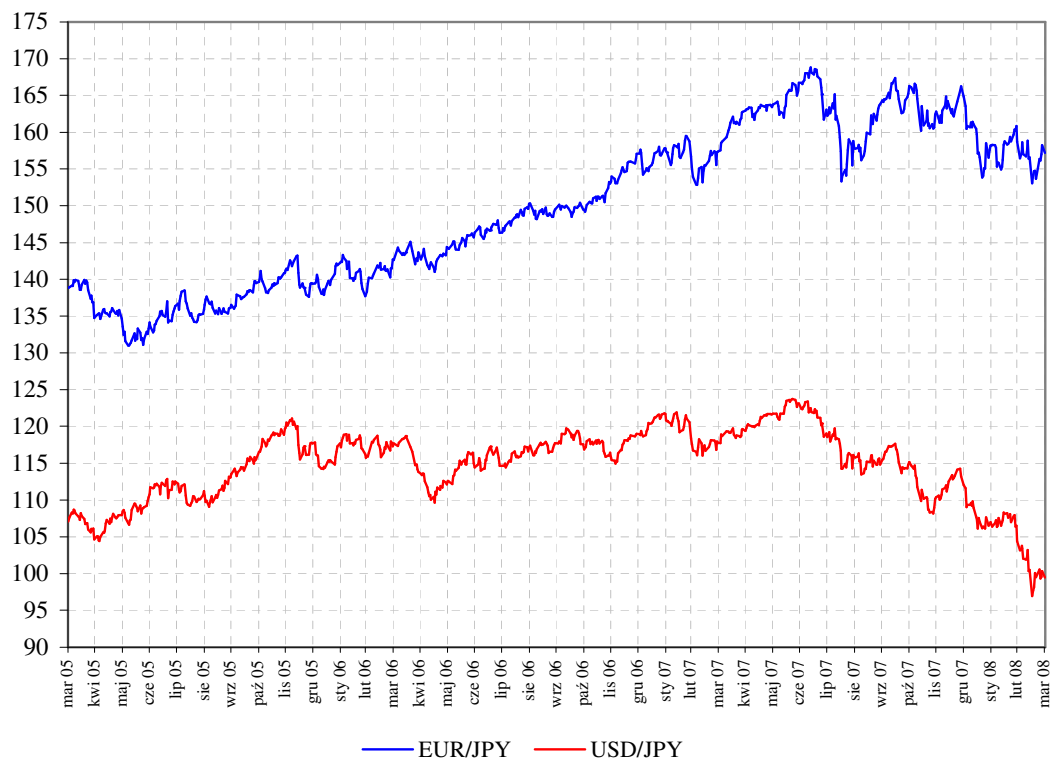
Źródło: Reuters

Wykres 1.5 Dynamika kursu złotego względem wybranych walut (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100)



Źródło: Reuters

Wykres 1.6 Kursy wybranych walut światowych



Źródło: Reuters



Wykres 1.7 Kurs EUR / USD



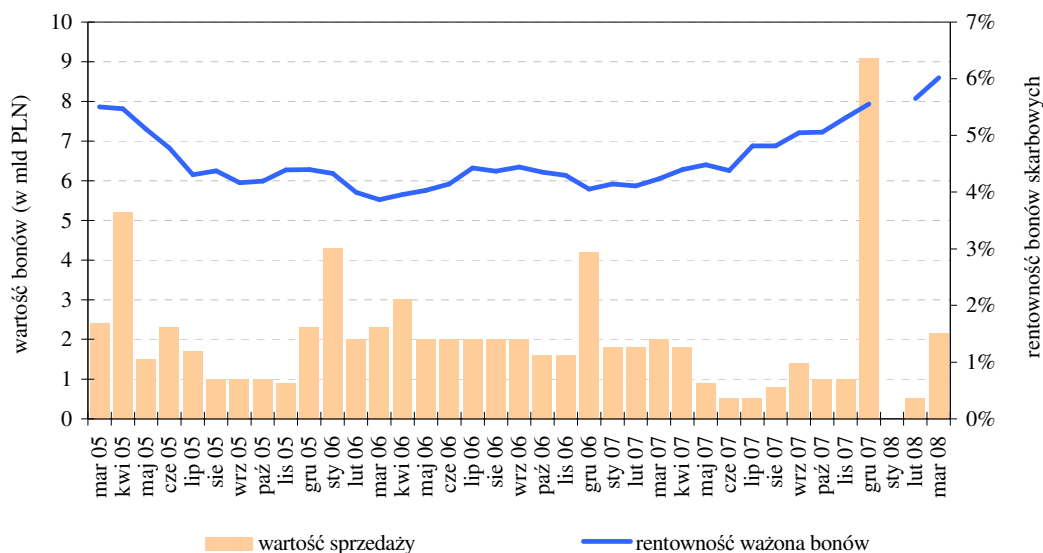
Źródło: Reuters

### 1.3 Rynek skarbowych papierów wartościowych

- Na rynku długu skarbowego w strefie euro od początku analizowanego okresu do połowy 2007 roku mieliśmy do czynienia z systematycznym spadkiem cen i wzrostem rentowności obligacji. W późniejszym okresie nastąpił jednak nieznaczny spadek rentowności obligacji.
- Dochodowość polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dużą zmiennością od początku badanego okresu do końca 2006 roku. Od początku 2007 roku widoczny był wyraźny trend wzrostu rentowności i spadku cen wzmacniany oczekiwaniami dalszych decyzji RPP o podniesieniu stóp procentowych. Pod koniec roku 2007 rentowności osiągnęły poziom podobny do tych z początku marca 2005, a w pierwszym kwartale 2008 roku nastąpił ich dalszy wzrost.
- Mimo wzrostu poziomu rynkowych stóp procentowych w Polsce w okresie od marca 2005 do marca 2008 miała miejsce dalsza konwergencja poziomu rynkowych stóp procentowych w Polsce i strefie euro.
- Zmierzając do ograniczenia ryzyka refinansowania w walucie krajowej oraz ryzyka stopy procentowej resort finansów podejmował działania zmierzające do wydłużenia średniej zapadalności polskiego długu. W konsekwencji w okresie od marca 2005 roku do marca 2008 roku średnia zapadalność (ATM – *average time to maturity*) krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła o blisko 1,16 roku (do poziomu 4,45 roku), zaś *duration* ww. instrumentów wzrosło o ponad 0,4 roku (do poziomu 2,94 roku).
- Na koniec marca 2008 roku nominalne zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło ponad 497,4 mld zł, co oznacza wzrost zadłużenia w okresie 3 lat o 18,5%.
- W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (380,1 mld zł na koniec marca 2008 roku), stanowiący 76,4% całkowitego zadłużenia Skarbu Państwa. Poziom zadłużenia krajowego, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 24%.

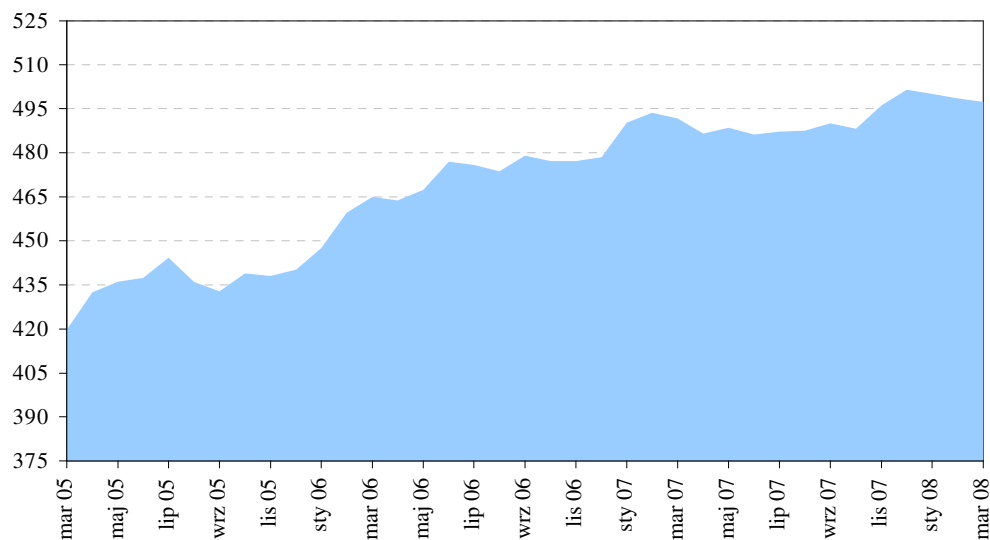
- W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło jedynie 90,4 mld zł. Cały dług zagraniczny Skarbu Państwa wyniósł niespełna 117,3 mld zł, czyli w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 3,6%.

Wykres 1.8. Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach NBP\*



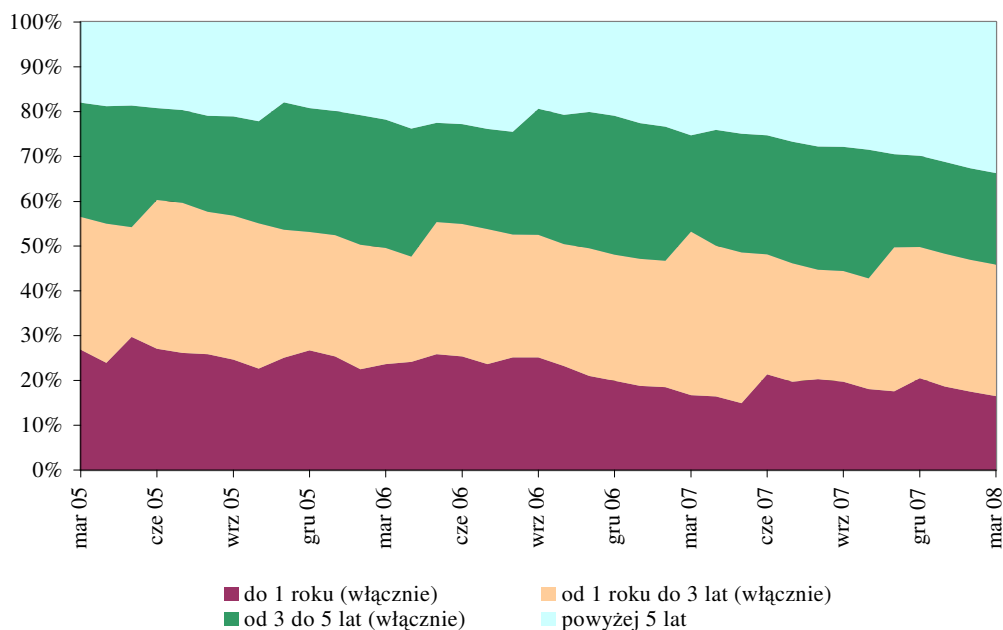
\* w styczniu 2008 roku nie odbył się żaden przetarg bonów skarbowych  
 Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

Wykres 1.9. Zadłużenie Skarbu Państwa wg nominalu (w mld zł)



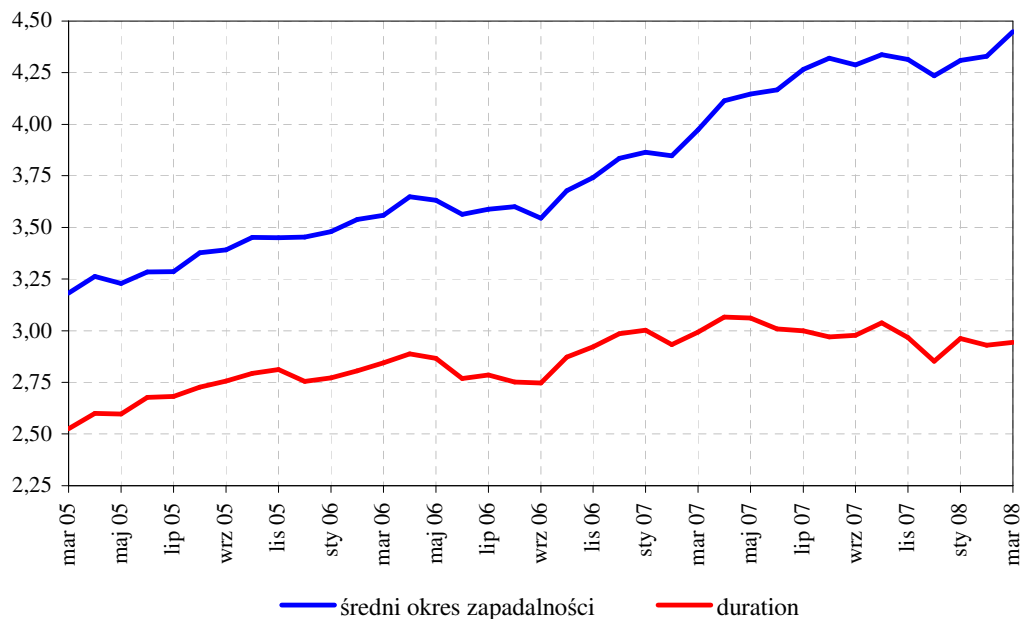
Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 1.10** Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu



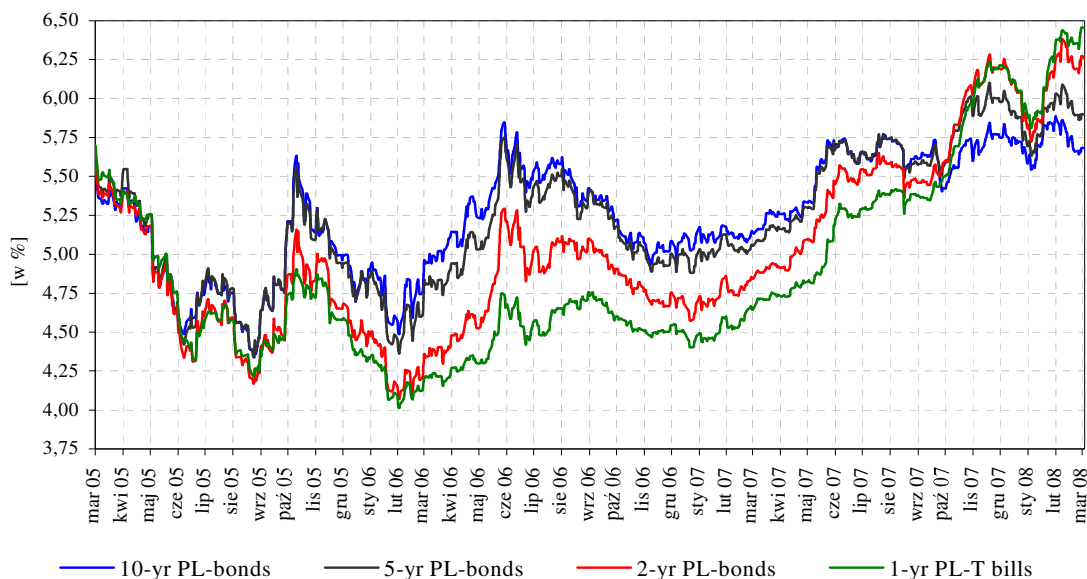
Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 1.11** Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych



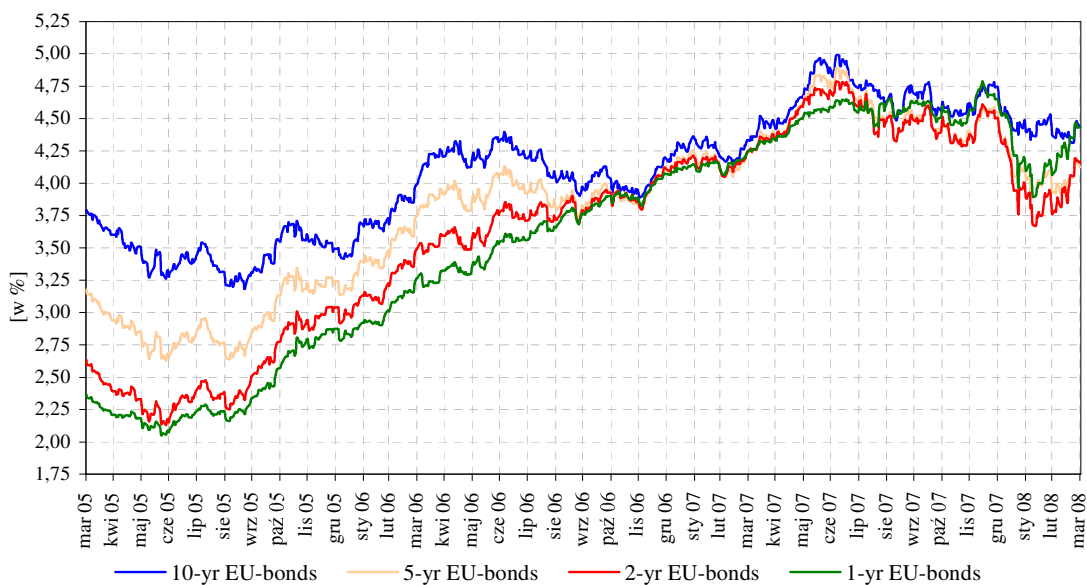
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 1.12 Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN



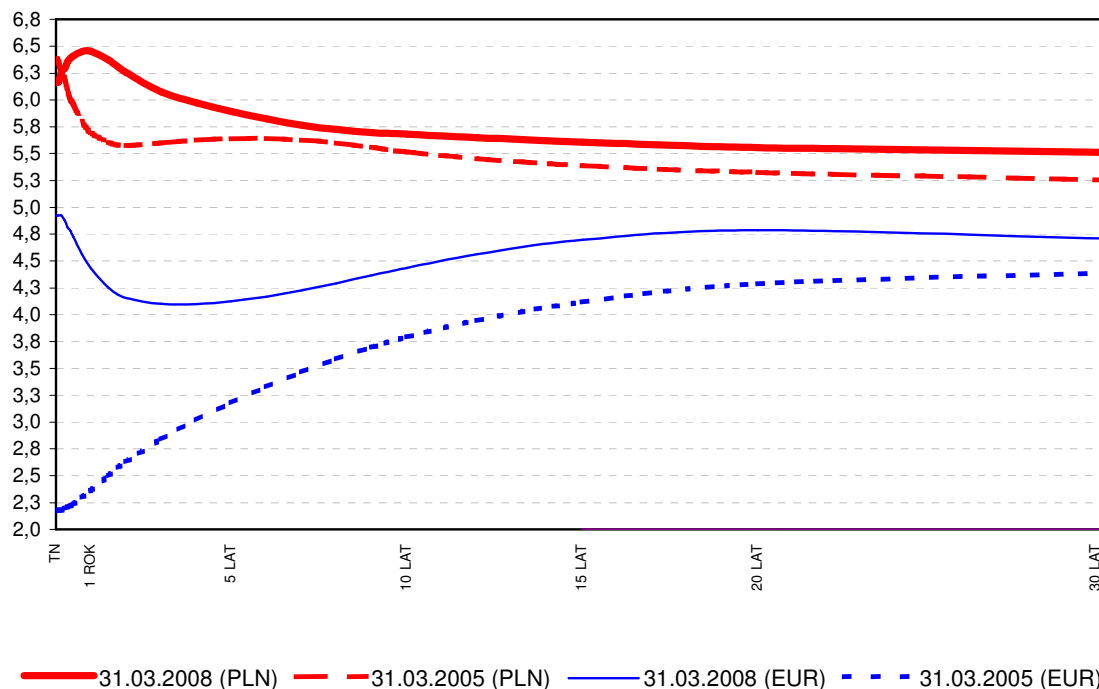
Źródło: JPMorgan Chase

Wykres 1.13 Rentowność instrumentów skarbowych w strefie euro



Źródło: JPMorgan Chase

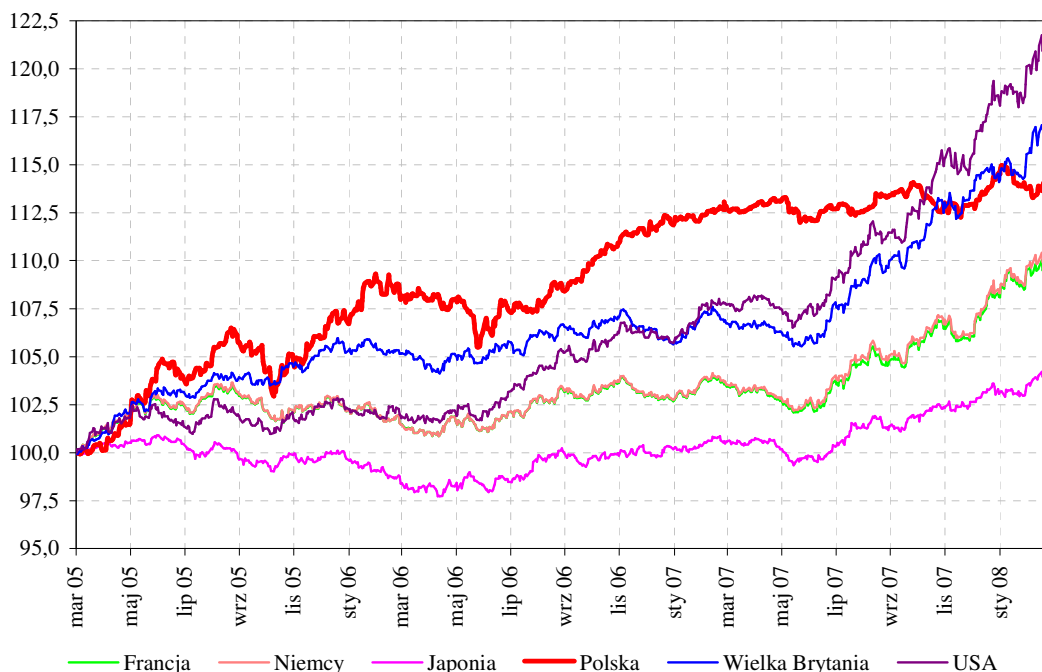
Wykres 1.14 Krzywa zerokuponowa PLN i EURO



Źródło: JPMorgan Chase

- W analizowanych 36 miesiącach wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych (obejmującego obligacje o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat), wzrosła o ponad 14%. Z punktu widzenia inwestora krajowego, inwestycja w skarbowe papiery wartościowe emitowane przez rządy krajów trzecich (Wielka Brytania, Niemcy, Francja, USA, Japonia) dawała w złotych (czyli po uwzględnieniu kursu walutowego) w analogicznym okresie, ujemne stopy zwrotu.

**Wykres 1.15** Dynamika wartości indeksów obligacji rządowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat (wartość początkowa na 31.03.2005 = 100)



Źródło: JPMorgan Chase, obliczenia własne

**Tabela 1.3** Wartości indeksu obligacji rządowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat

Kraj	Wartość indeksu na dzień		zmiana indeksu	zmiana indeksu w złotych
	31.03.2005	31.03.2008		
Polska	322,19	368,55	14,4%	14,4%
Niemcy	299,61	327,11	9,2%	-6,0%
Francja	382,61	416,15	8,8%	-6,3%
W. Brytania	417,86	489,34	17,1%	-13,0%
USA	321,59	388,92	20,9%	-14,6%

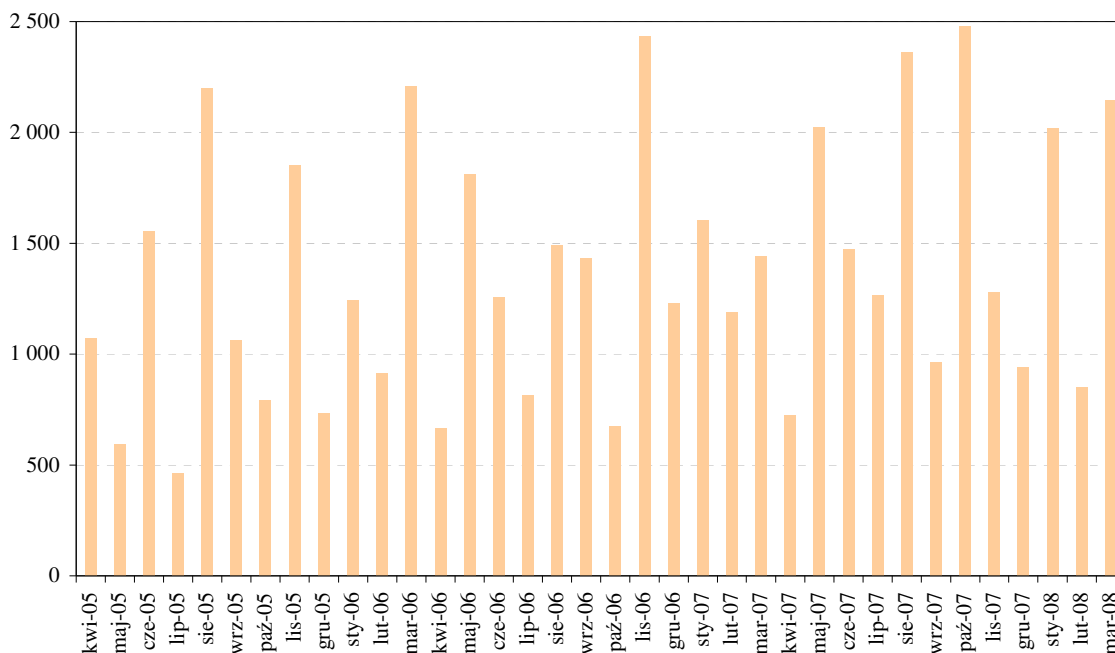
Źródło: JPMorgan Chase, obliczenia własne

## 2. Aktywa funduszy emerytalnych

### 2.1 Składki przekazane do OFE przez ZUS

- W okresie od 1 kwietnia 2005 roku do 31 marca 2008 roku OFE otrzymały, tytułem składek członków, środki w kwocie 49,3 mld zł (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie prawie 1,4 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w październiku 2007 roku (2,48 mld zł), zaś najmniejsza w lipcu 2005 roku (0,46 mld zł).

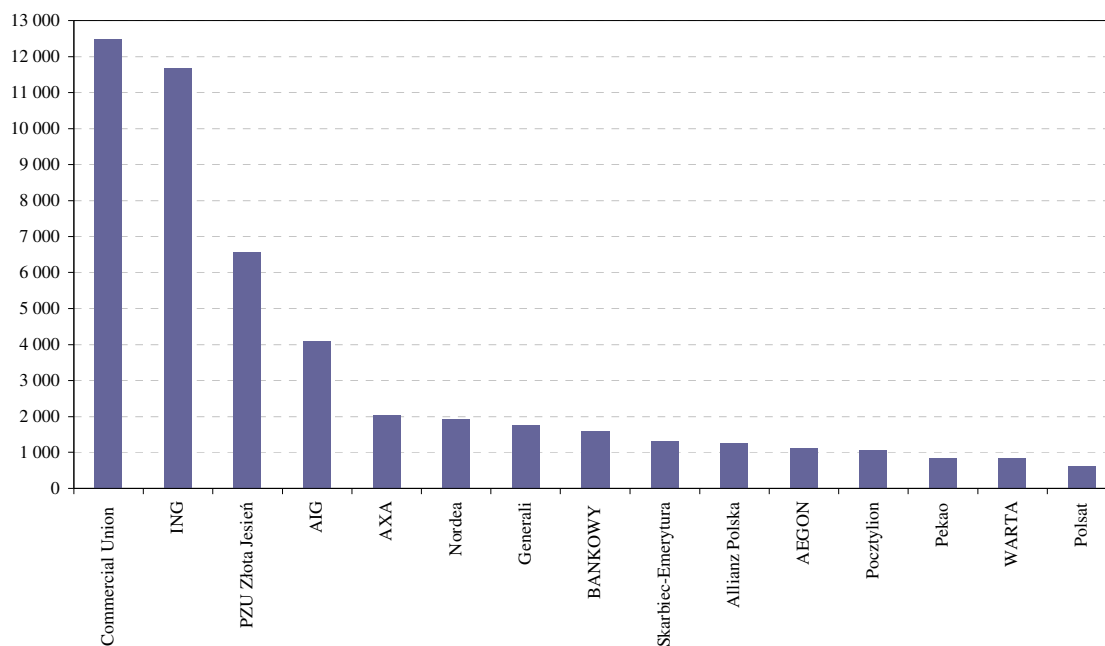
Wykres 2.1 Kwota składek brutto przekazanych do OFE przez ZUS (w mln zł)



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

- Najwyższa łączna kwota składek została przekazana do Commercial Union OFE BPH CU WBK (12,5 mld zł) oraz ING OFE (11,7 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: 0,84 mld zł oraz 0,63 mld zł.

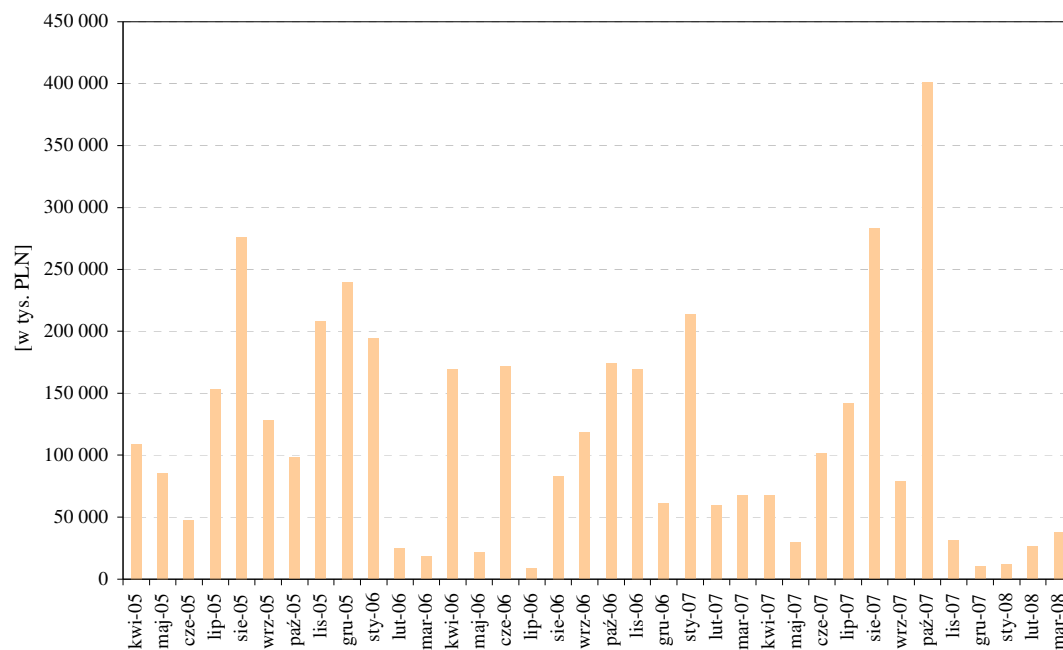
**Wykres 2.2 Składki brutto przekazane przez ZUS do poszczególnych OFE w okresie od 1 kwietnia 2005 do 31 marca 2008 roku (w mln zł)**



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

- Część składek ZUS przekazuje do OFE w formie obligacji skarbowych wyemitowanych w związku z ustawowym przejściem przez Skarb Państwa zobowiązań ZUS wobec członków OFE. W analizowanym okresie OFE otrzymały obligacje o terminie zapadalności 24 listopada 2011 roku (DZ1111) o łącznej wartości nominalnej 4,1 mld złotych.

**Wykres 2.3 Wartość nominalna obligacji przekazanych przez ZUS do OFE**



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE



**Tabela 2.1 Wartość nominalna obligacji DZ1111 (w tys. zł) przekazanych przez ZUS do OFE**

Nazwa OFE	Razem obligacje przekazane od listopada 2003 roku	Obligacje przekazane w analizowanym okresie
Commercial Union OFE BPH CU WBK	1 473 407	1 115 264
ING OFE	1 099 207	805 965
OFE PZU Złota Jesień	703 989	510 807
AIG OFE	541 937	421 693
BANKOWY OFE	226 550	181 047
Nordea OFE	204 344	154 218
AXA OFE	195 520	154 699
OFE Skarbiec-Emerytura	191 315	139 319
Generali OFE	180 414	134 129
OFE Pocztylion	177 801	137 086
OFE Allianz Polska	125 663	87 935
AEGON OFE	126 181	93 798
PEKAO OFE	106 456	78 604
OFE WARTA	91 392	66 118
OFE POLSAT	60 256	43 682
<b>RYNEK</b>	<b>5 504 432</b>	<b>4 124 364</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

- W analizowanym okresie miało miejsce 12 wypłat transferowych związanych ze zmianą członkostwa w OFE. Łącznie OFE zmieniło prawie 1,1 mln członków.
- Średnio jedna wypłata transferowa obejmowała 88,5 tys. osób. Liczba osób zmieniających OFE w kolejnych transferach oscylowała w przedziale od 79,2 tys. (w maju 2005 roku) do 105,4 tys. osób (w maju 2007 roku). W czterech ostatnich sesjach transferowych analizowanego okresu istotnie wzrosła liczba osób zmieniających OFE - średnio ok. 100 tys. osób na jedną sesję transferową.
- Łączna wartość środków będących przedmiotem transferu wyniosła 9,8 mld zł, tj. 9,4% średniej wartości aktywów netto wszystkich otwartych funduszy emerytalnych.

**Tabela 2.2 Saldo transferów OFE w okresie 1 kwietnia 2005 do 31 marca 2008 roku**

Nazwa OFE	Liczba członków przychodzących	Liczba członków odchodzących	Saldo w liczbie członków	Saldo wypłat (w mln zł)
AEGON OFE	52 208	76 592	-24 384	-199,7
AIG OFE	66 317	108 855	-42 538	-459,0
OFE Allianz Polska	33 727	40 241	-6 514	-142,1
AXA OFE	203 246	59 700	143 546	1 160,3
BANKOWY OFE	47 715	49 138	-1 423	-78,4
Commercial Union OFE BPH CU WBK	118 119	166 042	-47 923	-610,5
Generali OFE	73 310	36 625	36 685	462,6
ING OFE	160 139	94 425	65 714	939,4
Nordea OFE	109 382	107 190	2 192	-130,1
PEKAO OFE	10 739	23 356	-12 617	-96,0
OFE Pocztylion	18 832	43 094	-24 262	-109,2
OFE POLSAT	1 302	25 697	-24 395	-115,8
OFE PZU Złota Jesień	124 673	110 024	14 649	134,1
OFE Skarbiec-Emerytura	35 307	92 972	-57 665	-567,5
OFE WARTA	7 572	28 637	-21 065	-188,1
<b>Razem</b>	<b>1 062 588</b>	<b>1 062 588</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

- W badanym okresie ZUS dokonał 6-krotnie losowania osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W losowaniu biorą udział OFE, których aktywa nie przekraczają 10 % wartości aktywów netto wszystkich OFE oraz uzyskały stopy zwrotu wyższe niż oficjalnie publikowane przez KNF średnie ważone stopy zwrotu z dwóch ostatnich okresów.
- W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie ponad 572 tys. osób, średnio 95,4 tys. w jednym losowaniu. Najwięcej osób trafiło do OFE Polsat, Generali OFE oraz AIG OFE – blisko 60% wszystkich wylosowanych.

- W analizowanym okresie występowała duża zmienność liczby osób biorących udział w kolejnych losowaniach przeprowadzanych przez ZUS. Największa liczba osób, brała udział w losowaniu w ostatnim dniu roboczym lipca 2007 roku (ponad 131,6 tys. osób) – z kolei w losowaniu w styczniu 2006 roku liczba ta była najniższa i wyniosła nieco ponad 67,4 tys. osób.

Tabela 2.3 Liczba osób wylosowanych przez ZUS do OFE

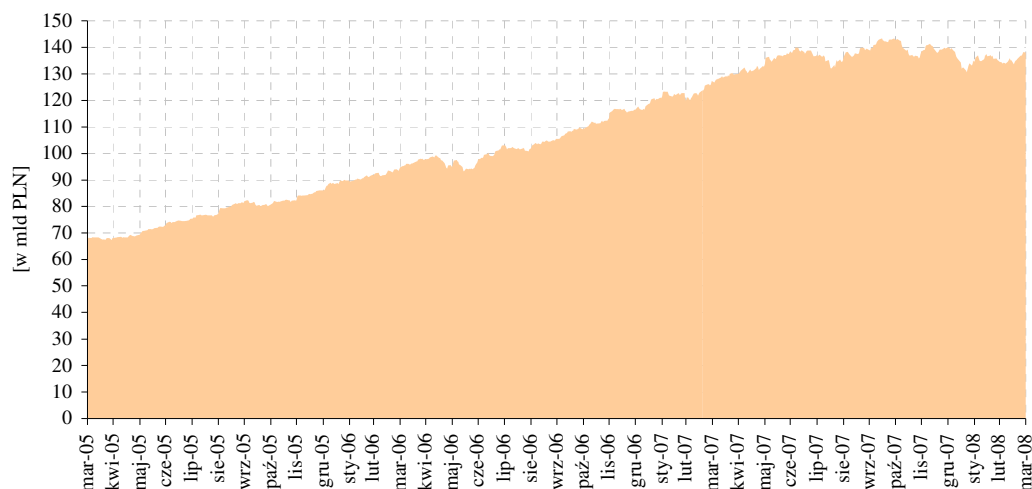
Nazwa OFE	Liczba osób	Liczba losowań
OFE POLSAT	119 662	6
Generali OFE	119 660	6
AIG OFE	102 384	5
OFE WARTA	94 680	5
PEKAO OFE	62 345	3
OFE Pocztylion	37 368	2
AXA OFE	18 800	1
BANKOWY OFE	17 279	1
<b>Razem</b>	<b>572 178</b>	<b>6</b>

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

## 2.2 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

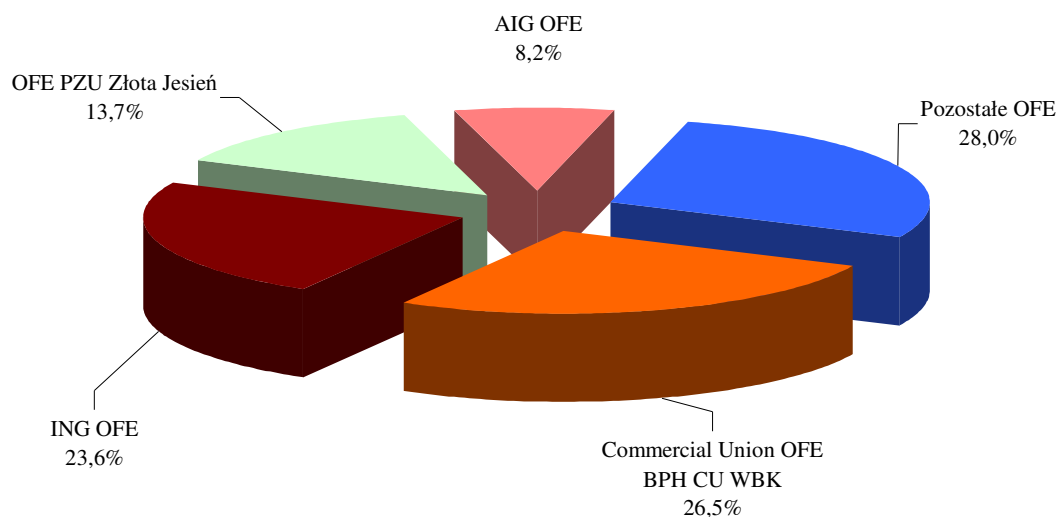
- Na koniec marca 2008 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 138,1 mld złotych, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o prawie 70,7 mld złotych.
- Największe aktywa zgromadziły Commercial Union OFE BPH CU WBK, ING OFE oraz OFE PZU Żłota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy (mierzony wartością zarządzanych aktywów netto) na koniec marca 2008 roku wyniósł 63,8%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,2 pkt proc.
- Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył AXA OFE oraz ING OFE (wzrost odpowiednio o: 1,2 pkt proc. i 1,0 pkt proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE o prawie 1,2 pkt proc zanotował Commercial Union OFE BPH CU WBK.
- W okresie analizowanych 3 lat najwyższą dynamiką wzrostu aktywów netto charakteryzowały się AXA OFE i Generali OFE (wzrost odpowiednio o: 180,1% oraz 130,4%, przy średniej dla rynku OFE na poziomie niespełna 104,8%). W przypadku OFE Skarbiec – Emerytura oraz OFE WARTA dynamika wzrostu aktywów była najniższa na rynku (odpowiednio: 65,7% oraz 89,3%).

Wykres 2.4 Wartość aktywów netto OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Wykres 2.5 Udział poszczególnych OFE w rynku wg wartości aktywów netto na dzień 31.03.2008 roku



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Tabela 2.4 Wartość aktywów netto OFE (w mln zł)

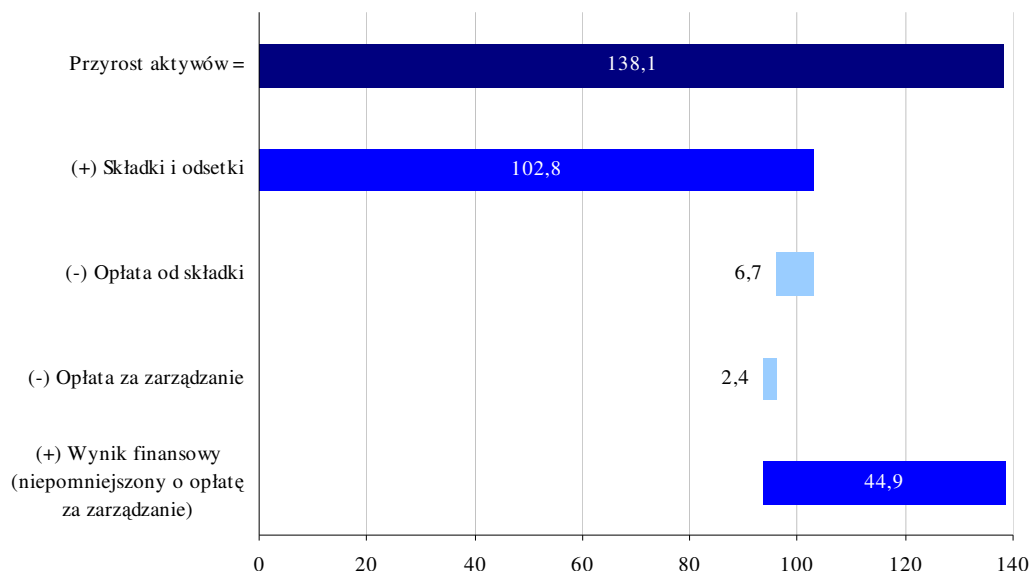
OFE	31.03.2005		31.03.2008	
	WAN	Udział w rynku	WAN	Udział w rynku
AEGON OFE	1 465,04	2,17%	2 825,51	2,05%
AIG OFE	5 739,26	8,51%	11 348,94	8,22%
OFE Allianz Polska	1 787,28	2,65%	3 462,30	2,51%
AXA OFE	2 218,20	3,29%	6 226,94	4,51%
BANKOWY OFE	2 133,51	3,16%	4 182,08	3,03%
Commercial Union OFE BPH CU WBK	18 636,39	27,63%	36 544,03	26,46%
Generali OFE	2 272,47	3,37%	5 259,01	3,81%
ING OFE	15 247,69	22,61%	32 633,87	23,63%
Nordea OFE	2 379,90	3,53%	4 868,08	3,52%
PEKAO OFE	1 086,72	1,61%	2 233,38	1,62%
OFE Pocztynlion	1 398,87	2,07%	2 795,69	2,02%
OFE POLSAT	591,81	0,88%	1 279,97	0,93%
OFE PZU Złota Jesień	9 313,17	13,81%	18 938,49	13,71%
OFE Skarbiec-Emerytura	2 094,59	3,11%	3 471,28	2,51%
OFE WARTA	1 079,20	1,60%	2 043,23	1,48%
<b>Razem</b>	<b>67 444,11</b>	<b>100,00%</b>	<b>138 112,80</b>	<b>100,00%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

- Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 1 kwietnia 2005 roku do 31 marca 2008 roku wykazuje, że OFE wygenerowały dodatni wynik finansowy netto na poziomie blisko 24,1 mld złotych. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 67,4 mld zł. Dla członków największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w OFE była w pierwszej kolejności opłata od składki (wartość na poziomie 2,9 mld złotych), a następnie opłata za zarządzanie (1,5 mld złotych).
- Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2008 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (102,8 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (42,5 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów

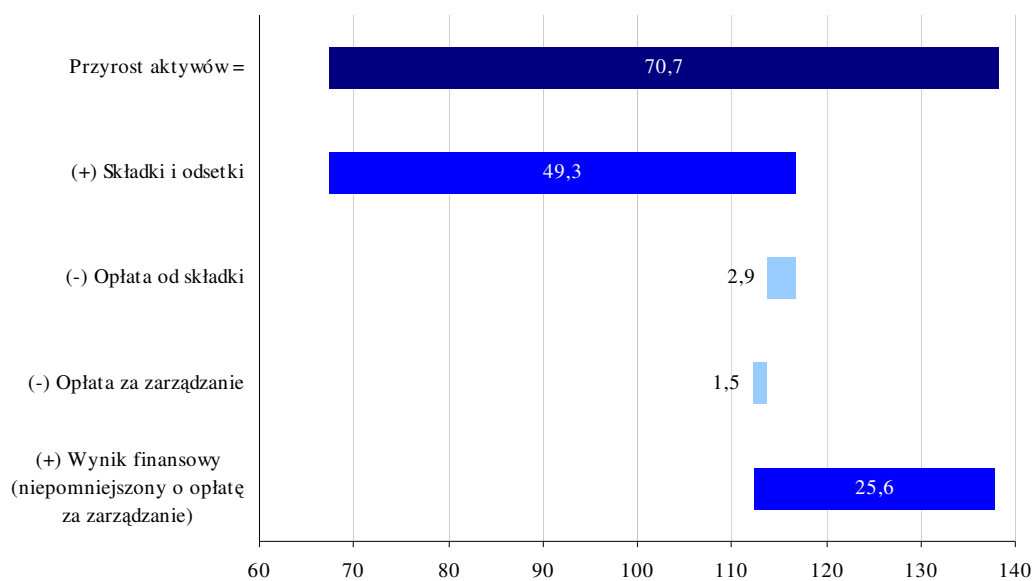
netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 6,7 mld zł (tj. 6,6% przekazanych składek) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (2,4 mld złotych).

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

**Wykres 2.7** Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 31.03.2005 - 31.03.2008 rok (w mld zł)

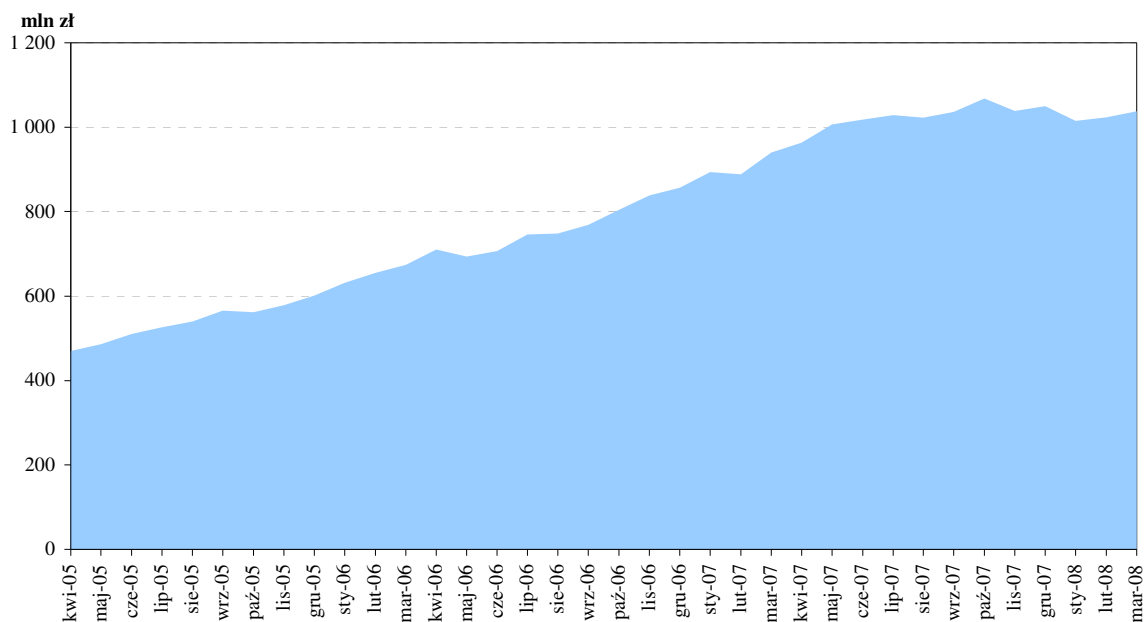


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

### 2.3 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

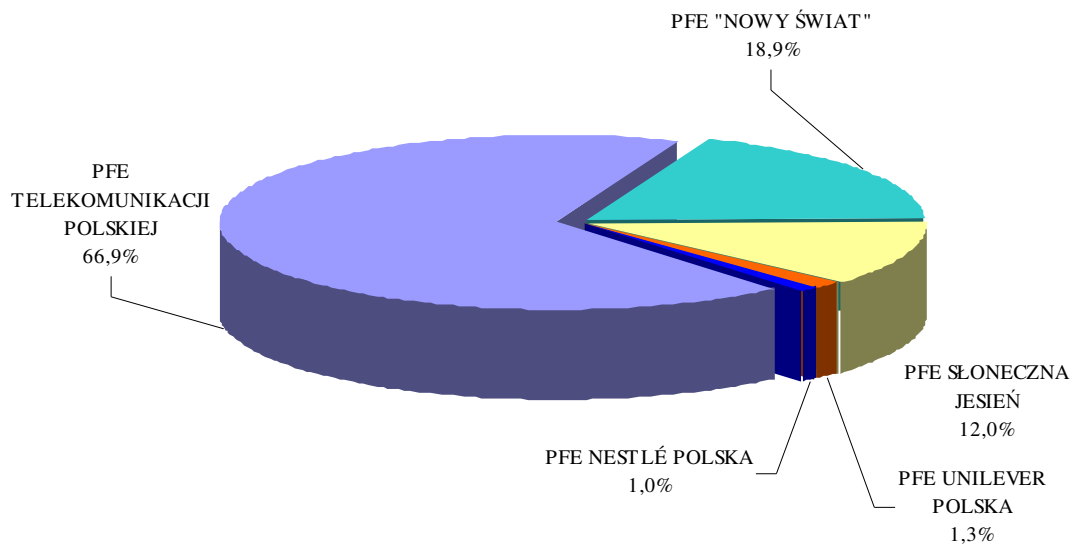
- Na dzień 31 marca 2008 roku na rynku pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) funkcjonowało 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień”). Tylko w przypadku jednego z ww. podmiotów tj. PFE „Słoneczna Jesień” zarządzanego przez Międzyzakładowe Pracownicze Towarzystwo Emerytalne PZU S.A., okres funkcjonowania był krótszy niż 36 miesięcy (pierwsza wycena aktywów na dzień 30 grudnia 2005 roku).
- Łączna wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych na koniec marca 2008 roku kształtowała się na poziomie 1,04 mld złotych (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o ponad 121,6%). Aktywa PFE stanowiły więc niespełna 0,75% aktywów netto OFE.
- Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto zajmował na koniec marca 2008 roku Pracowniczy Fundusz Emerytalny Telekomunikacji Polskiej – udział w rynku na poziomie 67%, przy wielkości aktywów netto 0,69 mld złotych.

Wykres 2.8 Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

Wykres 2.9 Udział poszczególnych PFE w rynku wg wartości aktywów netto na dzień 31 marca 2008 roku



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

### 3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

#### 3.1 Otwarte fundusze emerytalne

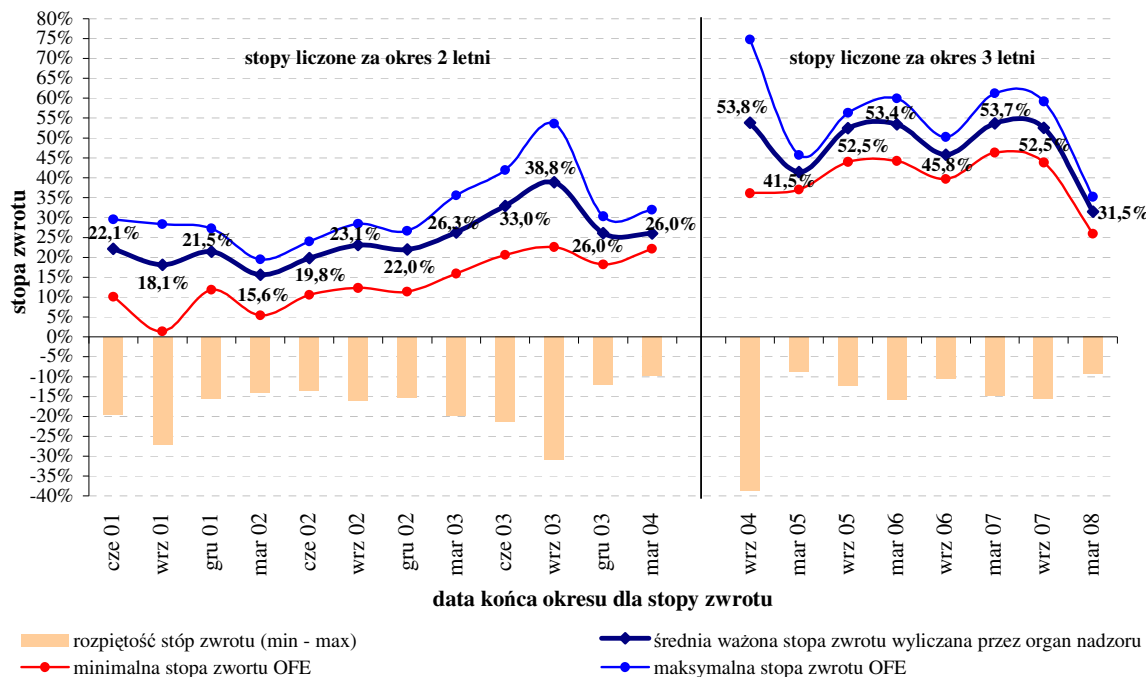
- W dniu 4 kwietnia 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku. Średnia ważona stopa zwrotu wszystkich OFE wyniosła 31,481%, zaś minimalna wymagana stopa zwrotu 15,741%. Wszystkie OFE osiągnęły minimalną wymaganą stopę zwrotu.
- Było to ósme 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 (35,242%), zaś najniższą – Bankowy OFE (25,917%). W porównaniu z poprzednim wyliczeniem średniej ważonej stopy zwrotu OFE, istotnie zmalała różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE - wyniosła ona ponad 9,3 pkt proc. (poprzednio 15,4 pkt proc.).

**Tabela 3.1** Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 31.03.2005–31.03.2008

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	31-03-05	31-03-08	
PEKAO OFE	19,21	25,98	35,242%
OFE POLSAT	21,82	29,30	34,280%
AIG OFE	19,30	25,90	34,197%
Generali OFE	20,81	27,81	33,638%
OFE Skarbiec-Emerytura	19,09	25,36	32,844%
OFE Pocztylion	18,93	25,09	32,541%
OFE PZU Złota Jesień	20,65	27,23	31,864%
ING OFE	21,94	28,80	31,267%
Commercial Union OFE BPH CU WBK	20,60	27,00	31,068%
AXA OFE	20,28	26,50	30,671%
OFE WARTA	21,15	27,47	29,882%
OFE Allianz Polska	19,38	25,05	29,257%
Nordea OFE	21,18	27,34	29,084%
AEGON OFE	20,43	26,32	28,830%
BANKOWY OFE	20,45	25,75	25,917%
<b>Średnia ważona stopa zwrotu</b>			<b>31,481%</b>
<b>Minimalna stopa zwrotu</b>			<b>15,741%</b>

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 rachunku premiowego i przychody powszechnego towarzystwa zarządzającego funduszem<sup>1</sup>. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie 3-letnich stóp zwrotu OFE na dzień 31 marca 2008 roku, wyniosła 40,5 mln zł, z czego ponad 23,8 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwy poszczególnych OFE, a 16,7 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wynik finansowy funduszu.
- W całym analizowanym okresie w ramach rachunku premiowego zostało zgromadzone łącznie 216,8 mln zł, z czego prawie 92 mln zł zostało przekazane do OFE, a 124,8 mln zł zostało przekazane na rachunek rezerwy do wycofania przez PTE jako wynagrodzenie za zarządzanie zależne od wyników funduszu.

<sup>1</sup> Zgodnie z przepisami ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych OFE przekazuje ze swoich aktywów na rzecz powszechnego towarzystwa emerytalnego zarządzającego tym funduszem środki finansowe w kwocie nie wyższej niż 0,005% wartości zarządzanych aktywów netto OFE. Kwota ta jest obliczana na każdy dzień ustalania wartości aktywów netto OFE i płatna w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca. Powszechne towarzystwo emerytalne, nie później niż w pierwszym dniu roboczym kolejnego miesiąca, dokonuje wpłaty ww. kwoty na rachunek premiowy funduszu. Dwa razy w roku następuje podział środków zgromadzonych rachunku premiowym pomiędzy fundusz (zwiększając jego wynik finansowy) i rachunek rezerwy funduszu, w proporcji uzależnionej od wielkości stopy zwrotu funduszu. Środki zgromadzone na rachunku rezerwowym mogą być, po spełnieniu dodatkowych warunków, wycofane przez towarzystwo stanowiąc równocześnie jego przychód.



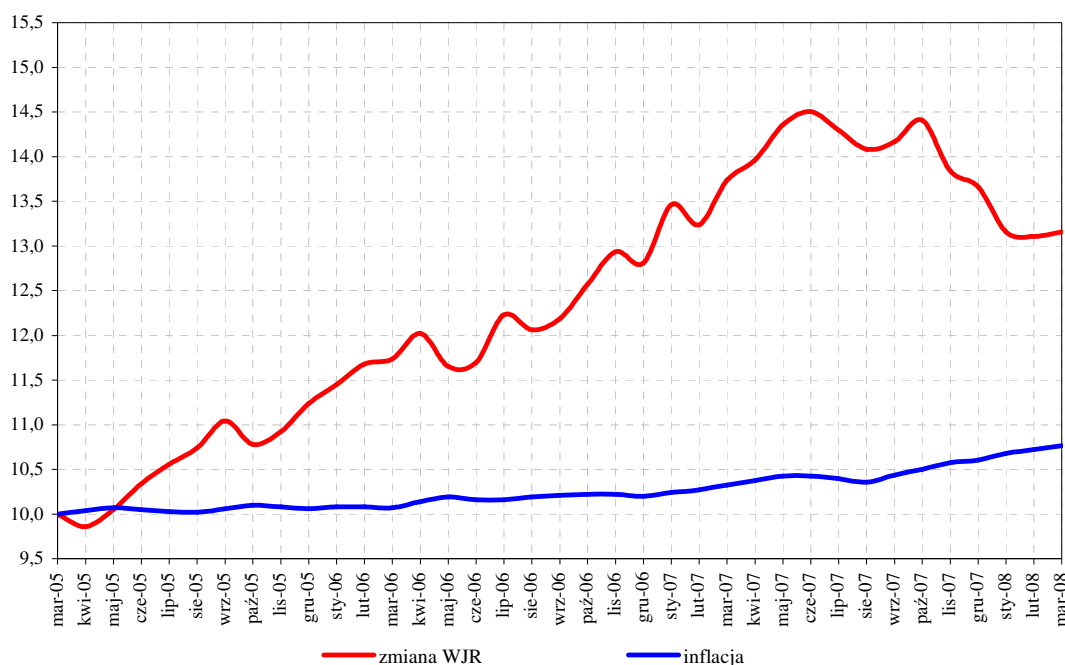
**Tabela 3.2 Podział rachunku premiowego w okresie 31.03.2005–31.03.2008 (dane w mln zł)**

Nazwa OFE	Kwota na rachunek rezerwowy	Kwota do funduszu	SUMA
Commercial Union OFE BPH CU WBK	28,54	30,05	58,59
ING OFE	35,46	14,86	50,32
OFE PZU Złota Jesień	18,08	11,65	29,73
AIG OFE	13,96	4,19	18,16
AXA OFE	4,48	4,15	8,63
Nordea OFE	2,30	5,48	7,78
Generali OFE	5,77	1,94	7,71
BANKOWY OFE	1,96	4,82	6,78
OFE Skarbiec-Emerytura	2,95	2,97	5,92
OFE Allianz Polska	0,61	4,85	5,46
AEGON OFE	1,71	3,13	4,84
OFE Pocztylion	2,47	1,95	4,42
PEKAO OFE	2,69	0,80	3,49
OFE WARTA	2,05	0,99	3,04
OFE POLSAT	1,81	0,16	1,97
<b>Razem OFE</b>	<b>124,83</b>	<b>91,99</b>	<b>216,82</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

- W analizowanym okresie środki finansowe zgromadzone w OFE realnie zyskały na wartości - średnia wartość jednostki rozrachunkowej OFE (ważona aktywami netto) wzrosła o 31,5%, a realna roczna stopa zwrotu OFE wyniosła 7,1%.

**Wykres 3.2 Dynamika wartości jednostki rozrachunkowej\* OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (wartość początkowa na 31.03.2005=10)**



\* średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, obliczenia własne

- W okresie od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była istotnie wyższa niż zmiana indeksu WIG20 (o 28,3 pkt proc.) oraz zmiana indeksu WIG (o 1,4 pkt proc.). Charakterystyczny jest również dość wysoki spread między skrajnymi wynikami osiągniętymi na tym subportfelu inwestycyjnym przez OFE – kształtuje się on na poziomie 30,4 pkt proc.

- Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była wyższa o 0,3 pkt proc. niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat<sup>2</sup>. Wynik z inwestycji na części dłużnej portfela inwestycyjnego w przypadku 9 z 15 OFE był lepszy niż zmiana indeksu, a 6 OFE osiągnęło wynik słabszy niż ten indeks. Maksymalny spread między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtuje się na poziomie 2,2 pkt proc.

**Tabela 3.3** Stopa 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	77,50%	14,70%
Mediana dla rynku OFE	79,03%	14,55%
Minimalna na rynku OFE	58,08%	13,92%
Maksymalna na rynku OFE	88,50%	16,11%
<b>Indeks WIG</b>	<b>76,07%</b>	
<b>Indeks WIG20</b>	<b>49,18%</b>	
<b>Indeks obligacji</b>		<b>14,38%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

- Łączny wynik osiągnięty na portfelu inwestycyjnym (części dłużnej i udziałowej) wyniósł w analizowanym okresie 25,3 mld zł. Z tego część udziałowa przyniosła 16,7 mld zł zysku, a część dłużna 8,6 mld zł. Oznacza to, że na instrumentach udziałowych, stanowiących średnio 1/3 aktywów netto, OFE wypracowały 2/3 całego zysku, a na stanowiących średnio blisko 2/3 aktywów netto instrumentach dłużnych 1/3 całego zysku.
- Nominalnie najwyższe zyski zostały osiągnięte przez OFE na inwestycjach w akcje spółek z indeksu WIG20 (PKO Bank Polski S.A., KGHM Polska Miedź S.A., Bank Pekao S.A., GLOBE TRADE CENTRE S.A.), co było spowodowane wysokim poziomem zaangażowania OFE w ww. papiery wartościowe oraz sytuacją na GPW w analizowanym okresie.

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

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny wynik w mln zł
BANK POLSKA KASA OPIEKI	akcje	2 075,45
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	2 065,68
PKO BANK POLSKI	akcje	1 543,42
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	1 025,01
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	1 017,08
PS0310	obligacje	984,53
DS0509	obligacje	972,24
PS0608	obligacje	869,43
ECHO INVESTMENT	akcje	815,62
LPP	akcje	804,39
...		
AGORA	akcje	-80,86
INTER GROCLIN AUTO	akcje	-91,13
POLNORD	akcje	-100,56
ORCO	akcje	-123,20
KOPEX	akcje	-131,97
IMMOEAST	akcje	-139,83
PKN ORLEN	akcje	-155,22
SYGNITY	akcje	-177,15
LC CORP	akcje	-213,31
BANK BPH	akcje	-567,30

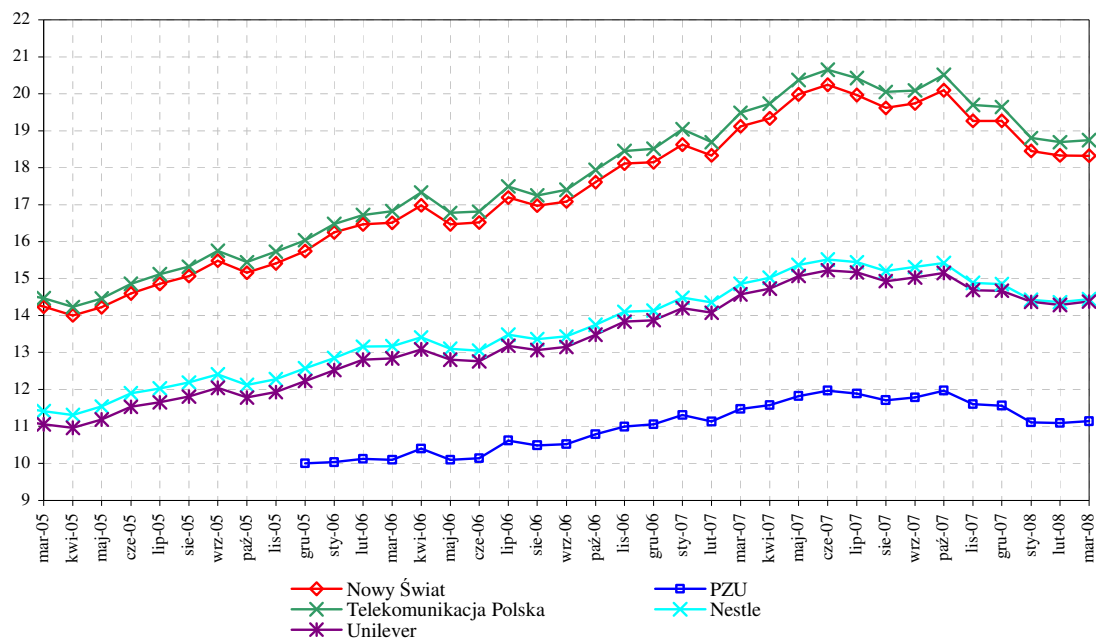
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

<sup>2</sup> indeks banku JPMorgan Chase

### 3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

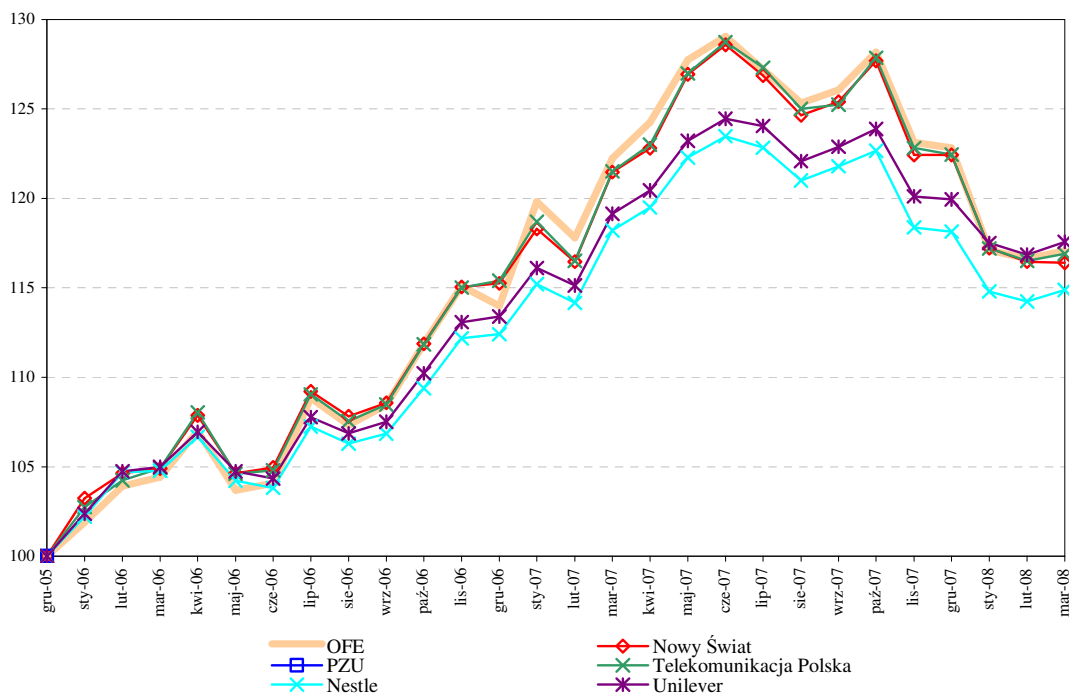
- Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 26,4% (PFE Nestle Polska) do 30,0% (PFE Unilever Polska).

Wykres 3.3 Wartość jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych



Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

Wykres 3.4 Dynamika wartości jednostki rozrachunkowej\* OFE a zmiana wartości jednostek rozrachunkowych PFE (wartość początkowa na 31.12.2005=100)



\* średnia wartość jednostki rozrachunkowej OFE ważona wartością aktywów netto

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, sprawozdania finansowe PFE, obliczenia własne

## 4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

### 4.1 Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

#### 4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

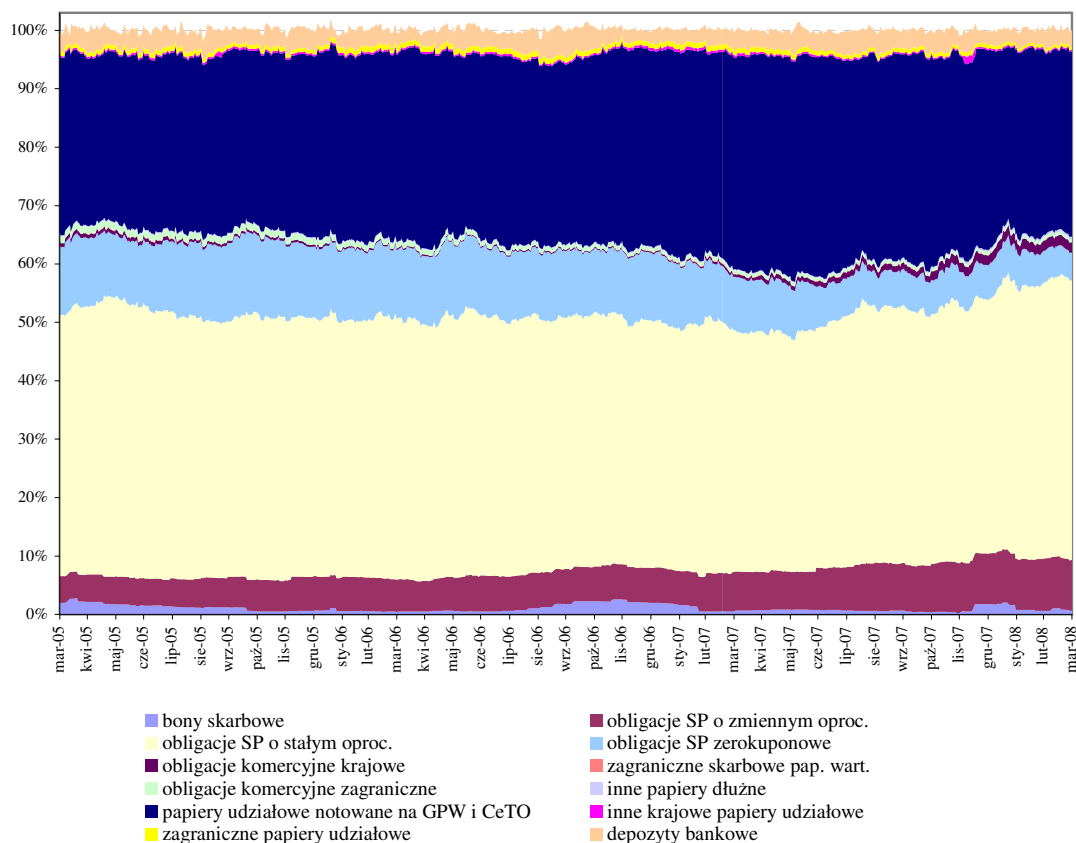
- W analizowanym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych (głównie obligacje o stałym oprocentowaniu) oraz papierach udziałowych notowanych na GPW. Taka sytuacja była determinowana przede wszystkim obowiązującymi przepisami prawa polskiego (ustawowe limity inwestycyjne dla OFE) oraz dostępnością instrumentów na krajowym rynku finansowym.
- Średni udział papierów Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu w aktywach netto OFE wynosił 44%, zaś akcji notowanych na rynku krajowym ponad 32,7%.
- W okresie od końca czerwca 2007 roku (bezpośrednio przed szczytem hossy na GPW) udział instrumentów udziałowych w portfelach OFE zmniejszył się z poziomu prawie 38,7% do 32,6% na koniec marca 2008 roku.
- OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec marca 2008 roku 10 OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych (udział na poziomie jedynie 0,7% zagregowanej wartości portfela i aktywów netto). W okresie ostatnich 3 lat, średni udział ww. papierów wartościowych kształtował się na poziomie 1% zagregowanych aktywów netto OFE.

**Tabela 4.1** *Udział podstawowych kategorii lokat w aktywach netto OFE*

Dzień wyceny	krajowe papiery dłużne	krajowe papiery udziałowe	zagraniczne papiery dłużne	zagraniczne papiery udziałowe
2005-03-31	67,91%	31,05%	0,59%	0,70%
2005-06-30	69,40%	30,20%	0,64%	0,77%
2005-09-30	67,10%	31,48%	0,57%	0,67%
2005-12-31	67,31%	31,27%	0,52%	0,67%
2006-03-31	65,29%	32,39%	0,48%	0,91%
2006-06-30	66,09%	32,07%	0,46%	0,95%
2006-09-29	67,17%	31,19%	0,43%	0,90%
2006-12-31	64,50%	33,91%	0,47%	0,83%
2007-03-30	61,66%	36,80%	0,45%	0,90%
2007-06-29	60,25%	37,92%	0,46%	0,77%
2007-09-28	63,32%	35,30%	0,44%	0,71%
2007-12-31	64,19%	34,46%	0,38%	0,66%
2008-03-31	67,16%	31,98%	0,36%	0,59%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**Wykres 4.1** *Udział składników portfela inwestycyjnego w zagregowanych aktywach netto OFE*



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**Tabela 4.2** *Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu (wg stanu na dzień 31.03.2008 roku)*

Waluta	Udział w portfelu OFE
PLN	99,30%
EUR	0,38%
HUF	0,22%
BRL	0,04%
CZK	0,04%
GBP	0,01%
SEK	0,004%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**Tabela 4.3** *Struktura zagregowanych aktywów netto OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat*

Nazwa kategorii lokat	31.03.2005	31.03.2008
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	45,10%	47,92%
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	30,69%	31,33%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	4,57%	8,65%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	11,66%	4,72%
Depozyty w bankach krajowych	3,03%	2,80%
Inne niż zdmaterializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,09%	1,34%
Bony skarbowe	1,99%	0,65%
Akcje spółek notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,70%	0,59%
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,19%	0,32%

Nazwa kategorii lokat	31.03.2005	31.03.2008
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,05%	0,32%
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,13%	0,25%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EBRD, EIB, IBRD	0,65%	0,23%
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,37%	0,21%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,20%	0,14%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,09%	0,10%
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,07%	0,10%
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	-	0,08%
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,10%	0,08%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	-	0,05%
Depozyty w bankach zagranicznych	-	0,04%
Prawa do akcji zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	-	0,04%
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,00%	0,03%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,06%	0,03%
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,00%	0,02%
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	0,01%
Zagraniczne obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	0,01%	0,01%
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	-	0,01%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,00%	0,01%
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,01%	0,00%
Akcje zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,00%	0,00%
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	0,03%	0,00%
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	0,02%	-
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie krótkoterminowe papiery dyskontowe spółek publicznych	0,03%	-
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	0,03%	-
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	0,13%	-
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,06%	-
Obligacje zerokuponowe emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,13%	-
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	0,01%	-
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,03%	-

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

#### 4.1.2 Pracownicze fundusze emerytalne

- Dominującą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 marca 2008 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (ponad 67% udział w portfelu). Powyższą 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 (20,8%) oraz instrumenty udziałowe (9,6%). Pracownicze fundusze emerytalne nie posiadały w swoich portfelach inwestycji zagranicznych.

**Tabela 4.4** *Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 31.03.2008 roku (w tys. zł)*

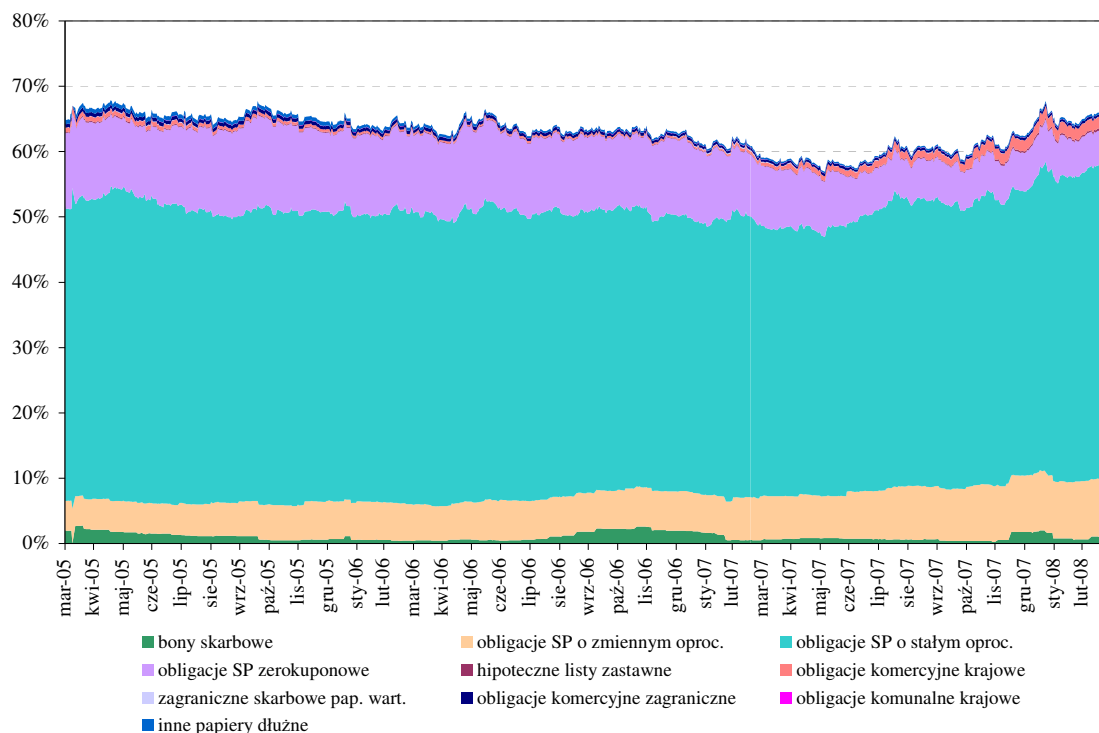
Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Obligacje Skarbu Państwa	214 736,2	20,8%
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	20 240,7	2,0%
Obligacje komercyjne i komunalne	7 126,5	0,7%
Akcje, PDA, i prawa poboru	98 982,9	9,6%
Jednostki uczestnictwa FI	693 967,6	67,1%
w tym inwestycje zagraniczne	0,0	0,0%
<b>Razem</b>	<b>1 035 053,9</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE, obliczenia własne

## 4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

- W okresie od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 64,7% aktywów netto, kształtując się w przedziale 56,9% - 67,9%, przy czym najniższe wartości osiągało w II kwartale 2007 roku. Taka sytuacja była przede wszystkim determinowana szybszym tempem przyrostu aktywów zgromadzonych w części udziałowej portfeli inwestycyjnych OFE (jako konsekwencja wysokich stóp zwrotu na krajowym rynku giełdowym w okresie do lipca 2007 roku). W III kwartale 2007 roku po spadkach akcji na GPW udział papierów dłużnych w portfelach OFE wzrósł powyżej 60%, a po kolejnej fali spadku na giełdzie w styczniu 2008 roku nawet powyżej 65%.
- W analizowanym okresie czasu inwestycje OFE koncentrowały się przede wszystkim na następujących typach dłużnych papierów wartościowych:
  - a. emitowane przez Skarb Państwa (średnio 61,6% udział w zagregowanych aktywach netto w analizowanym okresie),
  - b. denominowane w złotych (średnio 63,09% udział w zagregowanych aktywach netto w analizowanym okresie),
  - c. papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu i zerokuponowe (średnio 54,2% udział w zagregowanych aktywach netto w analizowanym okresie),
  - d. o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 41,18% udział w zagregowanych aktywach netto w analizowanym okresie).
- Utrzymuje się relatywnie niskie i systematycznie malejące zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne – na dzień wyceny 31 marca 2008 roku udział ww. papierów wartościowych w zagregowanych aktywach OFE wyniósł 0,36% (średni udział w okresie na poziomie 0,48%). Niski udział w aktywach netto OFE mają także dłużne papiery wartościowe emitowane przez krajowe spółki prawa handlowego oraz bankowe papiery wartościowe, przy czym należy zwrócić uwagę na systematyczny wzrost udziału tych inwestycji w aktywach netto OFE z 0,24% w styczniu 2007 roku do 1,74% w marcu 2008 roku.

Wykres 4.2 Udział papierów dłużnych w aktywach netto OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE



**Tabela 4.5** *Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na okres do wykupu*

Data	do 1 roku	od 1 roku do 5 lat	powyżej 5 lat	Razem
2005-03-31	9,24%	44,23%	12,00%	<b>65,47%</b>
2005-06-30	10,49%	42,68%	13,25%	<b>66,46%</b>
2005-09-30	8,63%	42,64%	14,03%	<b>65,30%</b>
2005-12-31	10,21%	42,22%	12,16%	<b>64,60%</b>
2006-03-31	7,81%	42,16%	13,74%	<b>63,70%</b>
2006-06-30	9,12%	41,21%	13,49%	<b>63,82%</b>
2006-09-29	11,48%	40,99%	10,71%	<b>63,19%</b>
2006-12-31	9,27%	44,29%	9,51%	<b>63,06%</b>
2007-03-30	5,18%	41,12%	12,79%	<b>59,09%</b>
2007-06-29	9,20%	37,04%	11,51%	<b>57,74%</b>
2007-09-28	8,85%	39,42%	12,62%	<b>60,89%</b>
2007-12-31	10,00%	38,31%	14,05%	<b>62,36%</b>
2008-03-31	7,94%	39,11%	17,64%	<b>64,68%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

**Tabela 4.6** *Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na typ papieru wartościowego*

Data	Obligacje o stałym oprocz.	Obligacje o zmiennym oprocz.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery. dyskontowe	Inne	Razem
2005-03-31	45,37%	5,97%	11,91%	2,10%	0,13%	<b>65,47%</b>
2005-06-30	47,43%	5,99%	11,25%	1,64%	0,15%	<b>66,46%</b>
2005-09-30	43,80%	6,40%	13,73%	1,23%	0,14%	<b>65,30%</b>
2005-12-31	44,48%	7,01%	12,31%	0,67%	0,13%	<b>64,60%</b>
2006-03-31	44,67%	6,44%	12,00%	0,48%	0,12%	<b>63,70%</b>
2006-06-30	44,40%	6,97%	11,81%	0,53%	0,11%	<b>63,82%</b>
2006-09-29	42,91%	6,74%	11,61%	1,83%	0,11%	<b>63,19%</b>
2006-12-31	42,47%	6,70%	11,78%	2,02%	0,10%	<b>63,06%</b>
2007-03-30	41,59%	7,54%	9,29%	0,56%	0,11%	<b>59,09%</b>
2007-06-29	41,06%	8,49%	7,25%	0,84%	0,10%	<b>57,74%</b>
2007-09-28	44,08%	9,61%	6,23%	0,85%	0,12%	<b>60,89%</b>
2007-12-31	43,50%	10,74%	5,98%	1,90%	0,24%	<b>62,36%</b>
2008-03-31	47,93%	10,87%	4,80%	0,75%	0,33%	<b>64,68%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

**Tabela 4.7** *Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na walutę, w której są denominowane*

Data	PLN	BRL	EUR	GBP	HUF	TRY	USD	Razem
2005-03-31	65,38%		0,01%			0,07%	0,00%	<b>65,47%</b>
2005-06-30	66,30%		0,02%		0,07%	0,08%		<b>66,46%</b>
2005-09-30	65,15%		0,01%		0,06%	0,07%		<b>65,30%</b>
2005-12-31	64,45%		0,01%		0,06%	0,07%	0,01%	<b>64,60%</b>
2006-03-31	63,59%				0,05%	0,06%		<b>63,70%</b>
2006-06-30	63,72%				0,05%	0,05%		<b>63,82%</b>
2006-09-29	63,09%				0,04%	0,05%		<b>63,19%</b>
2006-12-31	62,89%				0,12%	0,05%		<b>63,06%</b>
2007-03-30	58,92%				0,13%	0,05%		<b>59,09%</b>
2007-06-29	57,54%	0,05%			0,11%	0,04%		<b>57,74%</b>
2007-09-28	60,69%	0,05%		0,04%	0,07%	0,05%		<b>60,89%</b>
2007-12-31	62,20%	0,05%			0,06%	0,05%		<b>62,36%</b>
2008-03-31	64,59%	0,04%			0,04%			<b>64,68%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

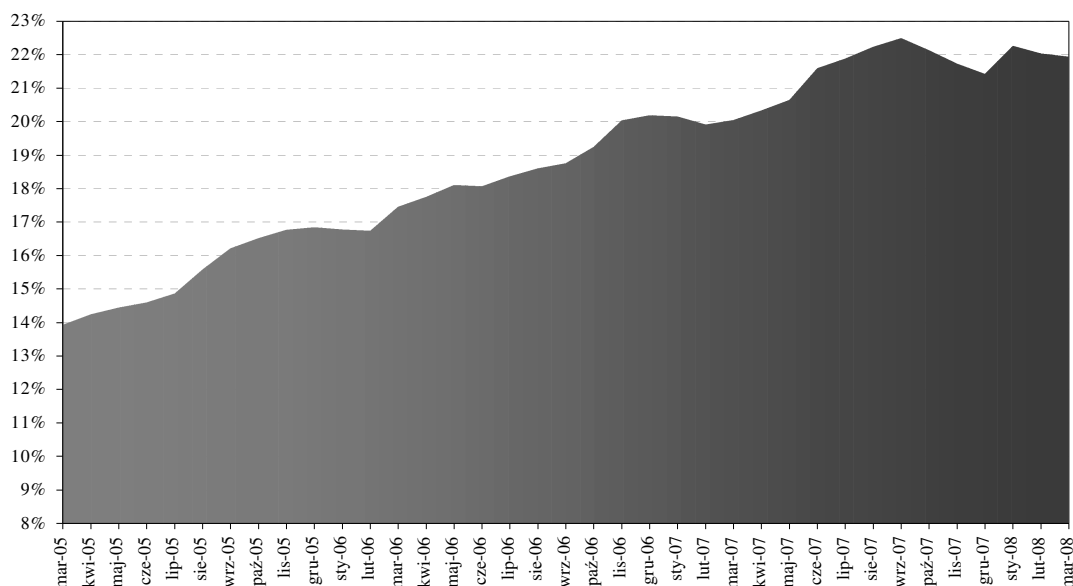
**Tabela 4.8** *Udział papierów dłużnych w WAN w podziale wg emitenta papierów wartościowych*

Data	Skarb Państwa	Banki krajowe	inne	Listy zastawne	Samorząd terytorialny	Zagranica	Razem
2005-03-31	63,33%	0,19%	1,23%	0,13%	0,00%	0,59%	<b>65,47%</b>
2005-06-30	64,30%	0,17%	1,15%	0,15%	0,04%	0,64%	<b>66,46%</b>
2005-09-30	63,51%	0,03%	1,01%	0,14%	0,04%	0,57%	<b>65,30%</b>
2005-12-31	62,88%	0,03%	1,00%	0,13%	0,03%	0,52%	<b>64,60%</b>
2006-03-31	62,33%	0,03%	0,71%	0,12%	0,03%	0,48%	<b>63,70%</b>
2006-06-30	62,63%	0,03%	0,56%	0,11%	0,03%	0,46%	<b>63,82%</b>
2006-09-29	62,06%	0,02%	0,54%	0,11%	0,03%	0,43%	<b>63,19%</b>
2006-12-31	61,91%	0,02%	0,53%	0,10%	0,04%	0,47%	<b>63,06%</b>
2007-03-30	57,75%	0,13%	0,62%	0,11%	0,04%	0,45%	<b>59,09%</b>
2007-06-29	56,00%	0,17%	0,98%	0,10%	0,03%	0,46%	<b>57,74%</b>
2007-09-28	58,91%	0,30%	1,08%	0,12%	0,03%	0,44%	<b>60,89%</b>
2007-12-31	59,73%	0,30%	1,67%	0,24%	0,03%	0,38%	<b>62,36%</b>
2008-03-31	61,94%	0,32%	1,74%	0,33%	0,03%	0,32%	<b>64,68%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

- OFE odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. W analizowanym okresie udział skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE<sup>3</sup> w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa<sup>4</sup> wzrósł o ponad 8 pkt proc. osiągając w marcu 2008 roku poziom prawie 22%. 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.

**Wykres 4.3** *Udział OFE w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynek krajowy*



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

- 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 analizowanym okresie następował stopniowy wzrost udziału obligacji o zmiennym oprocentowaniu w aktywach OFE

<sup>3</sup> wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

<sup>4</sup> dług Skarbu Państwa z wyłączeniem nierynkowych SPW

z poziomu 6% w marcu 2005 roku do prawie 10,9% w marcu 2008 roku, równocześnie spadał udział obligacji zerokuponowych (z 11,9% do 4,8%).

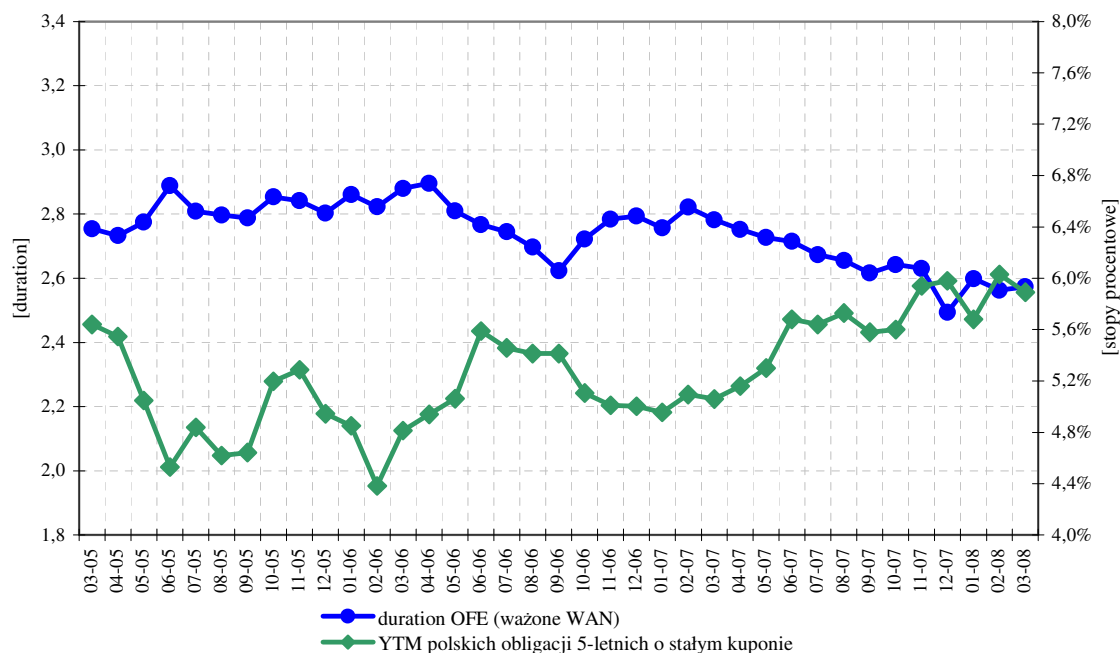
- W analizowanym okresie średni poziom *duration* subportfeli OFE składających się ze skarbowych papierów wartościowych nie ulegał do końca 2006 roku istotnym zmianom, oscylując w przedziale 2,75 – 2,9 roku. Od początku 2007 roku można zaobserwować systematyczny spadek tego wskaźnika przy rosnących rynkowych stopach procentowych.

**Tabela 4.9** Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec wybranych kwartałów analizowanego okresu

Kwartał Nazwa OFE	I kw. 2005	II kw. 2005	IV kw. 2005	II kw. 2006	IV kw. 2006	II kw. 2007	III kw. 2007	IV kw. 2007	I kw. 2008
Rynek OFE	2,75	2,89	2,80	2,77	2,79	2,71	2,62	2,49	2,57
Mediana dla rynku OFE	2,74	2,86	2,66	2,68	2,79	2,63	2,57	2,49	2,45
Minimum na rynku OFE	2,31	2,53	2,06	1,79	2,26	1,8	1,7	1,89	1,75
Maksimum na rynku OFE	3,14	3,47	3,13	3,11	3,12	3,19	2,9	2,81	3,08
<b>YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie</b>	<b>5,64</b>	<b>4,53</b>	<b>4,94</b>	<b>5,59</b>	<b>5,00</b>	<b>5,68</b>	<b>5,58</b>	<b>5,98</b>	<b>5,89</b>

Źródło: JPMorgan, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

**Wykres 4.4** Średnie duration portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych

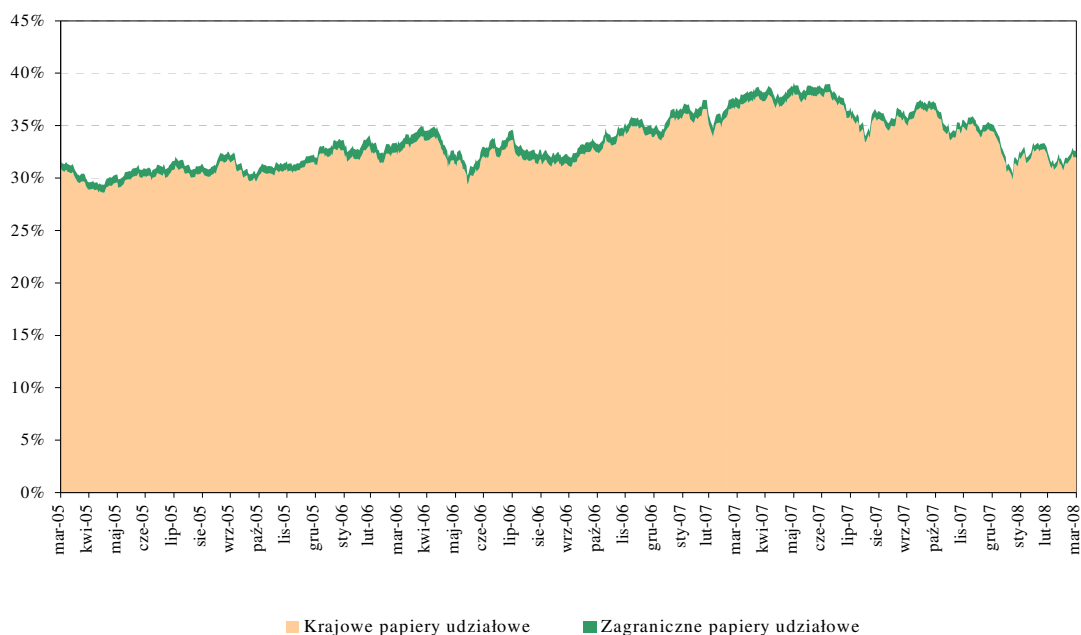


Źródło: JPMorgan, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

### 4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

- Na koniec marca 2008 roku udział papierów udziałowych (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w łącznych aktywach netto OFE kształtował się na poziomie 32,6%. W analizowanym okresie 3-letnim średnie zaangażowanie OFE w udziałowe instrumenty finansowe wyniosło 33,8%, oscylując w przedziale 29,4% - 39,1%.
- W warunkach utrzymującej się dobrej koniunktury na krajowym regulowanym rynku giełdowym, w okresie od marca 2005 do lipca 2007 roku (szczyt hossy na GPW), udział instrumentów udziałowych notowanych na GPW w portfelach OFE systematycznie rósł aż do poziomu 38% aktywów netto OFE. 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. Wskaźnik ten osiągnął swoje minimum 29,8% w styczniu 2008 roku głównie w wyniku gwałtownej przeceny akcji, jaka miała miejsce w tym miesiącu (indeks WIG spadł wówczas o 18,75%).
- W subportfelu papierów udziałowych OFE dominują instrumenty finansowe notowane na polskim rynku finansowym - średni udział tych papierów udziałowych w aktywach netto OFE w analizowanym okresie wyniósł blisko 33%.

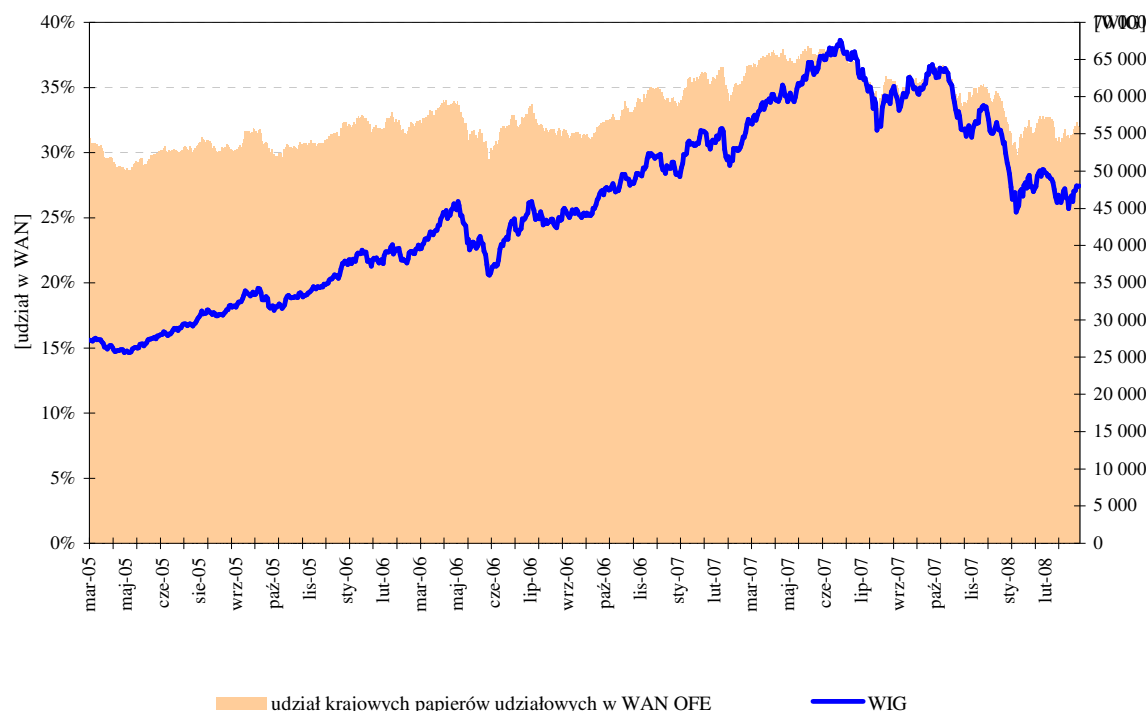
Wykres 4.5 Udział papierów udziałowych w aktywach netto OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

- W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, w okresie od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku, średnie zaangażowanie aktywów OFE w papiery udziałowe kształtowało się na poziomie niespełna 0,8% zagregowanych aktywów netto, nie przekraczając w tym okresie poziomu 1%.

Wykres 4.6 *Udział polskich papierów udziałowych w aktywach netto OFE*



Źródło: GPW, dzienne sprawozdania finansowe OFE

- W analizowanym okresie nastąpił wzrost liczby spółek notowanych na krajowym regulowanym rynku giełdowym oraz wzrost kapitalizacji GPW w Warszawie (o prawie 192% do poziomu 915,2 mld złotych). W tym samym czasie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła o ponad 111%, do poziomu ponad 43,75 mld złotych.
- W IV kwartale 2007 roku i w I kwartale 2008 roku OFE per saldo dokupowały akcje na GPW stanowiąc tym samym znaczącą siłę popytową na rynku i wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym swoich członków. W tym samym czasie fundusze inwestycyjne na skutek wzmożonego procesu wycofywania zainwestowanych środków przez ich uczestników istotnie redukowały swoje zaangażowanie w akcje notowane na GPW.

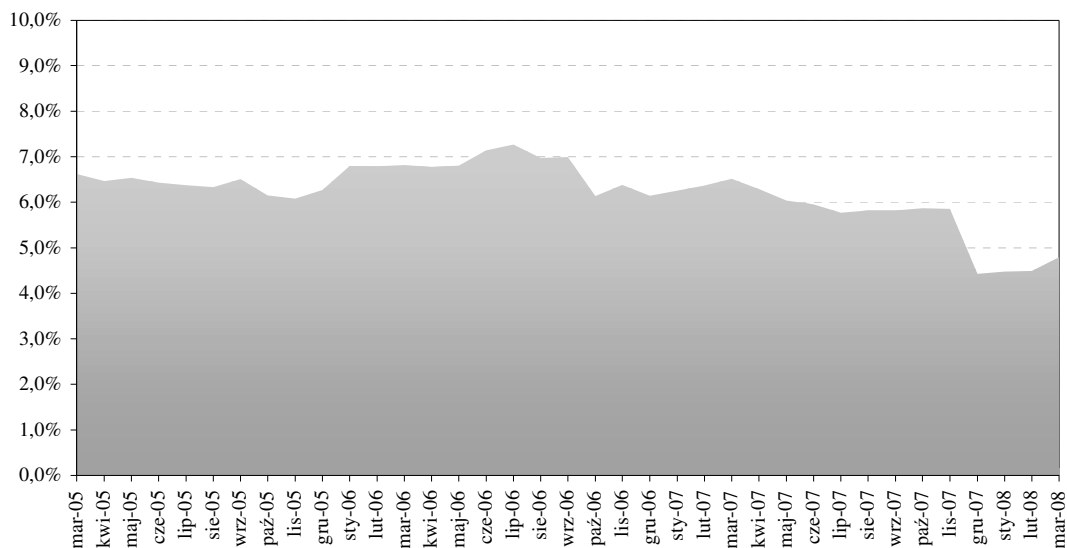
Tabela 4.10 *Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych*

Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki w mln zł	Saldo wartości transakcji OFE na GPW w mln zł (sprzedaż - kupno)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych w mln zł (sprzedaż - kupno)
II kwartał 2005 r.	3 029,6	-77,9	-591,4
III kwartał 2005 r.	3 506,5	895,8	313,9
IV kwartał 2005 r.	3 178,0	-107,9	-200,9
I kwartał 2006 r.	4 108,3	-123,1	-257,9
II kwartał 2006 r.	3 511,2	-656,5	-732,2
III kwartał 2006 r.	3 518,1	1 545,3	1 342,5
IV kwartał 2006 r.	4 079,0	-607,1	-1 158,0
I kwartał 2007 r.	3 981,5	-994,9	-1 272,5
II kwartał 2007 r.	3 968,5	1 752,7	753,2
III kwartał 2007 r.	4 310,5	-561,7	-835,2
IV kwartał 2007 r.	4 422,2	-2 218,2	-2 637,2
I kwartał 2008 r.	4 715,4	-4 071,9	-4 231,5
<b>SUMA</b>	<b>41 613,4</b>	<b>-5 225,4</b>	<b>-9 507,2</b>
<b>średnia kwartalna</b>	<b>3 783,0</b>	<b>-435,4</b>	<b>-792,3</b>

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

- Na koniec marca 2008 roku udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie kształtował się na poziomie 4,8% - oznacza to spadek w okresie ostatnich 3 lat, o ponad 1,8 pkt proc. (z poziomu 6,6%), w tym 1 pkt proc. w okresie ostatniego półrocza.
- 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 krajowego potentata w sektorze gazowym (PGNiG S.A.).

**Wykres 4.7 Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW**



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

- W największych spółkach (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł) na dzień 31 marca 2008 roku ulokowane było ponad 40% subportfela akcji GPW otwartych funduszy, a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 2,7%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 34,5% subportfela akcji w OFE, a udział OFE w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 12,9%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.
- Udział OFE we free float na GPW na dzień 31 marca 2008 roku wyniósł niespełna 10%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 10 mld zł – wynosił ponad 23%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – blisko 2%.
- Analizując zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW (na dzień 31 marca 2008 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła niespełna 49% 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 31 marca 2008 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wyniósł 9,4% oraz 23% we free float.

**Tabela 4.11 Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2008 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 subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we free float spółek GPW* <sup>5</sup>
<50	51	7	1 553,45	15,36	0,04%	0,99%	1,84%
50 - 100	53	29	3 977,11	152,51	0,35%	3,83%	8,94%
100 - 500	132	90	31 115,16	2 209,79	5,05%	7,10%	14,87%
500 - 1 000	31	27	21 736,10	2 848,85	6,51%	13,11%	23,26%
1 000 – 5 000	59	52	117 363,19	15 105,44	34,54%	12,87%	30,02%
5 000 – 10 000	9	9	61 946,26	5 156,84	11,79%	8,32%	23,47%
>=10 000	14	12	674 520,61	18 238,77	41,71%	2,70%	5,40%
<b>Razem</b>	<b>349</b>	<b>226</b>	<b>912 211,88</b>	<b>43 727,56</b>	<b>100,00%</b>	<b>4,79%</b>	<b>9,94%</b>

\* dotyczy wszystkich spółek notowanych na GPW

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

**Tabela 4.12 Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2008 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 subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we free float spółek GPW*
<50	51	7	1 553,45	15,36	0,04%	0,99%	1,84%
50 - 100	53	29	3 977,11	152,51	0,36%	3,83%	8,94%
100 - 500	126	87	29 523,74	2 151,51	5,14%	7,29%	15,28%
500 - 1 000	26	23	18 254,00	2 716,40	6,49%	14,88%	26,30%
1 000 – 5 000	52	47	104 576,62	14 372,37	34,34%	13,74%	32,38%
5 000 – 10 000	8	8	56 940,07	5 107,62	12,21%	8,97%	27,92%
>=10 000	9	9	228 997,61	17 332,38	41,42%	7,57%	18,97%
<b>Razem</b>	<b>325</b>	<b>210</b>	<b>443 822,60</b>	<b>41 848,15</b>	<b>100,00%</b>	<b>9,43%</b>	<b>23,12%</b>

\* dotyczy wszystkich polskich spółek notowanych na GPW

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe OFE, 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 19,85%, wykazując jednocześnie wyraźną tendencję spadkową (z poziomu prawie 22% na koniec marca 2005 roku do 17,35% na koniec marca 2008 roku). Na koniec marca 2008 roku wartość przedmiotowych akcji w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła blisko 24 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o ponad 9,1 mld zł).
- Udział OFE w kapitalizacji giełdowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 kształtował się na poziomie 5% (na dzień 31 marca 2008 roku).

<sup>5</sup> zgodnie z metodologią przyjętą przez GPW wskaźnik akcji w wolnym obrocie (free float) jest to iloraz sumy akcji w wolnym obrocie do całej emisji akcji spółki. Liczba akcji w wolnym obrocie jest ustalana na podstawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych, raportach bieżących i okresowych oraz innych ogólnie dostępnych informacji dotyczących akcjonariuszy spółek giełdowych.

Liczbę akcji spółki w wolnym obrocie stanowi liczba akcji spółki zarejestrowanych w KRS pomniejszona o:

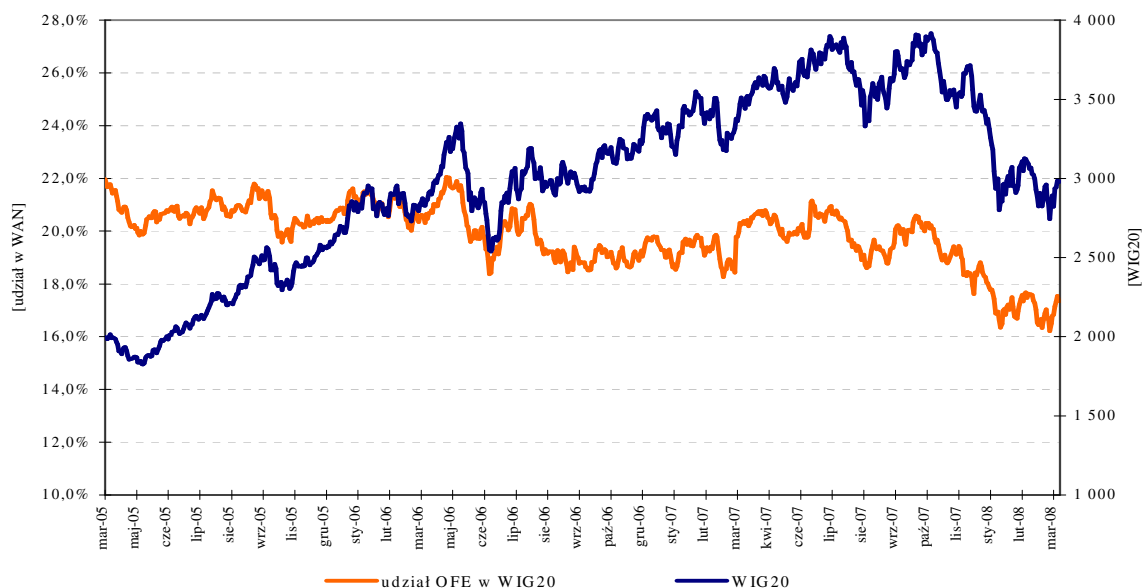
- liczbę akcji będących w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy osobno lub łącznie z powiązanymi akcjonariuszami posiada więcej niż 5% tych akcji,
- liczbę akcji będących w posiadaniu Skarbu Państwa,
- liczbę akcji własnych spółki przeznaczonych do umorzenia.

Za akcje w wolnym obrocie zawsze uznaje się akcje spółki:

- będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i emerytalnych,
- będące w posiadaniu instytucji finansowych zarządzających aktywami,
- objęte programami emisji kwitów depozytowych.

Dla spółek zagranicznych, których akcje są notowane na GPW, akcje w wolnym obrocie stanowią medianę liczby akcji, zdeponowanych w KDPW, liczonych każdego dnia sesyjnego w okresie ostatnich 3 miesięcy.

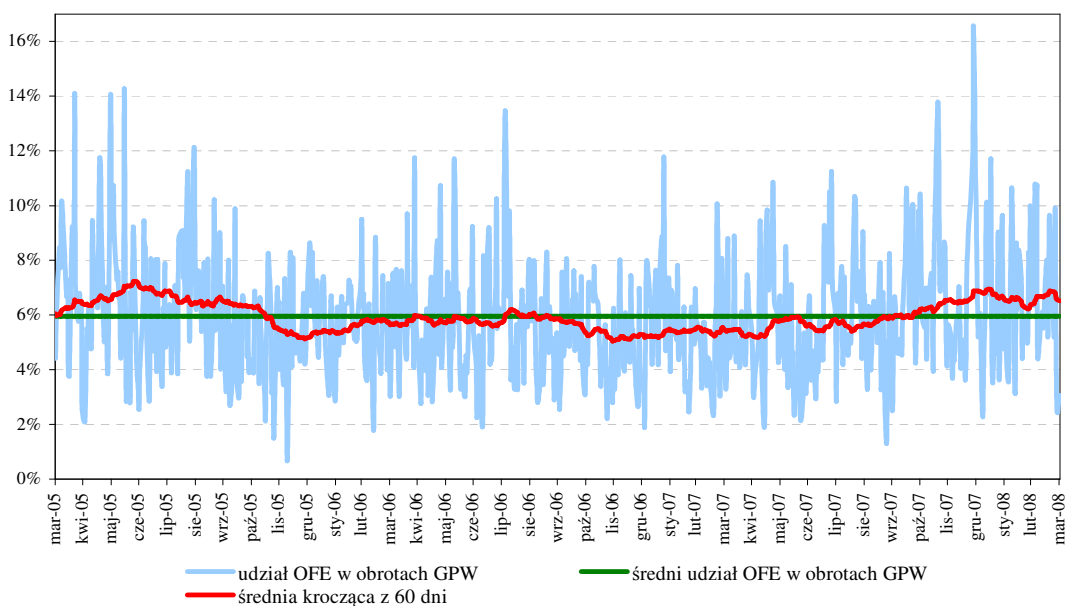
**Wykres 4.8** *Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanych aktywach netto OFE a wartość indeksu WIG20*



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

- W ostatnich 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,0%. Średnia krocząca (z 60 kolejnych sesji) udziału OFE w obrotach GPW w Warszawie fluktuowała w przedziale 5%-7,2%, przy czym najwyższa była w 2005 i w 2008 roku. Jednocześnie w analizowanym okresie średnie dzienne obroty na rynku kasowym GPW wzrosły z 551 mln zł w II kwartale 2005 roku do 1,66 mld zł w I kwartale 2008 roku.

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



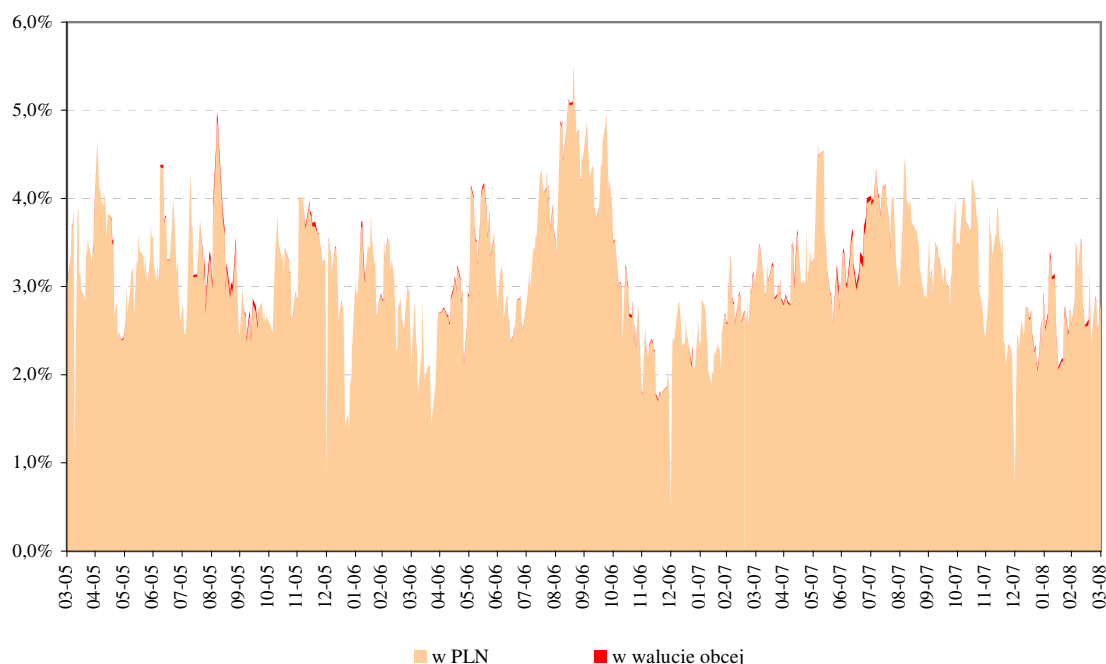
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne



#### 4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

- Poza inwestycjami w papiery dłużne oraz udziałowe, środki finansowe zgromadzone z OFE 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 OFE, w sytuacji stałego napływu składek członków do OFE, okresowych transferów oraz konieczności realokacji aktywów w sytuacji zmian uwarunkowań rynkowych.
- W okresie ostatnich 3 lat średni udział tego typu instrumentów w zagregowanych aktywach OFE kształtował się na poziomie 3,15% przy wartościach w przedziale 0,48% - 5,5%.
- W okresie od 31 marca 2005 roku do 31 marca 2008 roku depozyty bankowe oraz transakcje typu buy-sell-back były zawierane przez OFE przede wszystkim w walucie krajowej (średni udział w okresie na poziomie 3,14% zagregowanych aktywów netto OFE). Depozyty bankowe w walucie obcej stanowiły, w analizowanym okresie, średnio 0,02% aktywów netto OFE<sup>6</sup>.

Wykres 4.10 Udział depozytów bankowych oraz transakcji typu buy-sell-back w aktywach netto OFE (w podziale na walutę)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

- W badanym okresie łączna wartość początkowa depozytów oraz instrumentów finansowych nabytych w ramach transakcji typu buy-sell-back wyniosła ponad 1 507,6 mld złotych. Zarządzający OFE wolne środki częściej niż w depozyty lokowali dokonując operacji buy-sell-back (59% zagregowanej wartości początkowej depozytów i BSB). W analizowanym okresie tego typu transakcje charakteryzowały się nieznacznie wyższym średnim oprocentowaniem niż w przypadku klasycznych depozytów bankowych oraz miały z reguły dłuższy czas trwania.

<sup>6</sup> Taka sytuacja była determinowana obowiązującymi przepisami prawa polskiego, zgodnie z którymi aktywa OFE mogą być lokowane w depozytach bankowych i bankowych papierach wartościowych, w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji, z tym że waluty te mogą być nabywane wyłącznie w celu rozliczenia bieżących zobowiązań OFE.

**Tabela 4.13 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	617 557,27	42,14	4,15%
Buy-sell-back	2,8	890 022,51	106,67	4,47%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

## Spis tabel

Tabela 1.1	Podstawowe indeksy giełdowe w Polsce i na świecie .....	4
Tabela 1.2	Kursy walut obcych w relacji do złotego.....	7
Tabela 1.3	Wartości indeksu obligacji rządowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat .....	14
Tabela 2.1	Wartość nominalna obligacji DZ1111 (w tys. zł) przekazanych przez ZUS do OFE .....	17
Tabela 2.2	Saldo transferów OFE w okresie 1 kwietnia 2005 do 31 marca 2008 roku .....	17
Tabela 2.3	Liczba osób wylosowanych przez ZUS do OFE.....	18
Tabela 2.4	Wartość aktywów netto OFE (w mln zł) .....	19
Tabela 3.1	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 31.03.2005–31.03.2008 .....	23
Tabela 3.2	Podział rachunku premiowego w okresie 31.03.2005–31.03.2008 (dane w mln zł).....	25
Tabela 3.3	Stopa zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego.....	26
Tabela 3.4	Zestawienie papierów wartościowych, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.....	26
Tabela 4.1	Udział podstawowych kategorii lokat w aktywach netto OFE .....	28
Tabela 4.2	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu (wg stanu na dzień 31.03.2008 roku) .....	29
Tabela 4.3	Struktura zagregowanych aktywów netto OFE w podziale na podstawowe kategorie lokat .....	29
Tabela 4.4	Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 31.03.2008 roku (w tys. zł).....	31
Tabela 4.5	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na okres do wykupu.....	33
Tabela 4.6	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na typ papieru wartościowego .....	33
Tabela 4.7	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale na walutę, w której są denominowane .....	33
Tabela 4.8	Udział papierów dłużnych w WAN w podziale wg emitenta papierów wartościowych.....	34
Tabela 4.9	Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec wybranych kwartałów analizowanego okresu .....	35
Tabela 4.10	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych .....	37
Tabela 4.11	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2008 roku.....	39
Tabela 4.12	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2008 roku.....	39
Tabela 4.13	Podstawowe parametry inwestycji OFE w depozyty bankowe oraz transakcje typu buy-sell-back na SPW w walucie krajowej.....	42

## Spis wykresów

Wykres 1.1	Dynamika podstawowych polskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100).....	5
Wykres 1.2	Dynamika wybranych polskich i europejskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100).....	5
Wykres 1.3	Dynamika wybranych polskich i amerykańskich indeksów giełdowych (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100).....	6
Wykres 1.4	Kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego.....	7
Wykres 1.5	Dynamika kursu złotego względem wybranych walut (wartość początkowa na dzień 31.05.2005 = 100).....	8
Wykres 1.6	Kursy wybranych walut światowych.....	8
Wykres 1.7	Kurs EUR / USD.....	9
Wykres 1.8	Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach NBP*.....	10
Wykres 1.9	Zadłużenie Skarbu Państwa wg nominalu (w mld zł).....	10
Wykres 1.10	Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu.....	11
Wykres 1.11	Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych.....	11
Wykres 1.12	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN.....	12
Wykres 1.13	Rentowność instrumentów skarbowych w strefie euro.....	12
Wykres 1.14	Krzywa zerokuponowa PLN i EURO.....	13
Wykres 1.15	Dynamika wartości indeksów obligacji rządowych o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 1-10 lat (wartość początkowa na 31.03.2005 = 100).....	14
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 kwietnia 2005 do 31 marca 2008 roku (w mln zł).....	16
Wykres 2.3	Wartość nominalna obligacji przekazanych przez ZUS do OFE.....	16
Wykres 2.4	Wartość aktywów netto OFE.....	18
Wykres 2.5	Udział poszczególnych OFE w rynku wg wartości aktywów netto na dzień 31.03.2008 roku.....	19
Wykres 2.6	Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - III 2008 rok (w mld zł).....	20
Wykres 2.7	Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 31.03.2005 - 31.03.2008 rok (w mld zł).....	20
Wykres 2.8	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych.....	21
Wykres 2.9	Udział poszczególnych PFE w rynku wg wartości aktywów netto na dzień 31 marca 2008 roku.....	22
Wykres 3.1	Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyliczana przez organ nadzoru oraz minimalne i maksymalne stopy zwrotu OFE.....	24
Wykres 3.2	Dynamika wartości jednostki rozrachunkowej* OFE a zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (wartość początkowa na 31.03.2005=10).....	25
Wykres 3.3	Wartość jednostki rozrachunkowej pracowniczych funduszy emerytalnych.....	27
Wykres 3.4	Dynamika wartości jednostki rozrachunkowej* OFE a zmiana wartości jednostek rozrachunkowych PFE (wartość początkowa na 31.12.2005=100).....	27
Wykres 4.1	Udział składników portfela inwestycyjnego w zagregowanych aktywach netto OFE.....	29
Wykres 4.2	Udział papierów dłużnych w aktywach netto OFE.....	32
Wykres 4.3	Udział OFE w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynek krajowy.....	34
Wykres 4.4	Średnie duration portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych.....	35
Wykres 4.5	Udział papierów udziałowych w aktywach netto OFE.....	36
Wykres 4.6	Udział polskich papierów udziałowych w aktywach netto OFE.....	37
Wykres 4.7	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	38
Wykres 4.8	Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanych aktywach netto OFE a wartość indeksu WIG20.....	40
Wykres 4.9	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie S.A.....	40
Wykres 4.10	Udział depozytów bankowych oraz transakcji typu buy-sell-back w aktywach netto OFE (w podziale na walutę).....	41