



Informacja o działalności inwestycyjnej
funduszy emerytalnych w okresie
31.03.2006 – 31.03.2009

Spis treści:

Wstęp.....	4
1. Sytuacja na rynku finansowym	5
a. Otoczenie makroekonomiczne	5
b. Krajowy rynek instrumentów dłużnych	7
c. Krajowy rynek instrumentów udziałowych	10
d. Rynki zagraniczne	12
2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa	14
a. Członkowie otwartych funduszy emerytalnych	14
b. Składki przekazane do OFE	15
c. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych.....	18
d. Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych.....	21
3. Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce	22
a. Otwarte fundusze emerytalne.....	22
b. Pracownicze fundusze emerytalne	26
4. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych	27
a. Zagregowany portfel funduszy emerytalnych.....	27
b. Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych	29
c. Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych..	33
d. Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych	38

Wstęp

W kwietniu br. Komisja Nadzoru Finansowego podała do publicznej wiadomości stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku. Był to jeden z najbardziej dynamicznych okresów w historii polskiego rynku finansowego. Na pierwszą połowę badanego okresu przypadł koniec długoletniej hossy oraz osiąganie kolejnych rekordów przez indeksy giełdowe, natomiast druga stała pod znakiem poważnej bessy będącej następstwem sytuacji w gospodarce amerykańskiej, a w szczególności załamania się tamtejszego rynku nieruchomości. W ciągu osiemnastu miesięcy główne indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie straciły ponad 60%.

Kryzys na rynkach finansowych pociągnął za sobą pogorszenie sytuacji w sferze realnej rozwiniętych gospodarek. W poszczególnych krajach spowolnienie gospodarcze objawiło z różnorodną dynamiką. W Polsce udało się utrzymać dodatni wzrost PKB, choć jego dynamika wyraźnie osłabła (z 7,4% w I kwartale 2007 r. do 2,9% w IV kwartale 2008 r.). Relatywnie dobra sytuacja na rynku pracy w badanym okresie: wzrost poziomu wynagrodzeń i spadek stopy bezrobocia (z lekkim odwróceniem trendu w I kwartale 2009 r.), znalazła swoje odzwierciedlenie w rosnącym tempie wartości składek napływających do OFE.

Głębokie spadki indeksów giełdowych wpłynęły na obniżenie wartości jednostek rachunkowych, a w konsekwencji po raz pierwszy w historii fundusze emerytalne odnotowały za okres trzyletni ujemne stopy zwrotu. Średnia ważona wyniosła -2,93%, a poszczególne fundusze osiągnęły wyniki od -0,045% do -5,544%. W tym czasie nastąpiła także znaczna zmiana w strukturach portfeli inwestycyjnych: spadło zaangażowanie w krajowe instrumenty udziałowe z 38,2% (czerwiec 2007 r.) do 20,6% (marzec 2009 r.), natomiast w tym samym czasie udział krajowych papierów dłużnych wzrósł z 60,6% do 78,8%.

Straty odnotowane przez fundusze emerytalne przyczyniły się do wzmożonej debaty na temat zwiększenia efektywności sektora, a w szczególności ochrony kapitału emerytalnego uczestników systemu przed skutkami dekonjunktury na rynku finansowym. Już na przełomie 2007 i 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego rozpatrywała dokumenty zawierające rekomendacje odnoszące się m.in. do takich obszarów jak: polityka inwestycyjna, opłaty na rzecz PTE, akwizycja czy adekwatność kapitałowa.

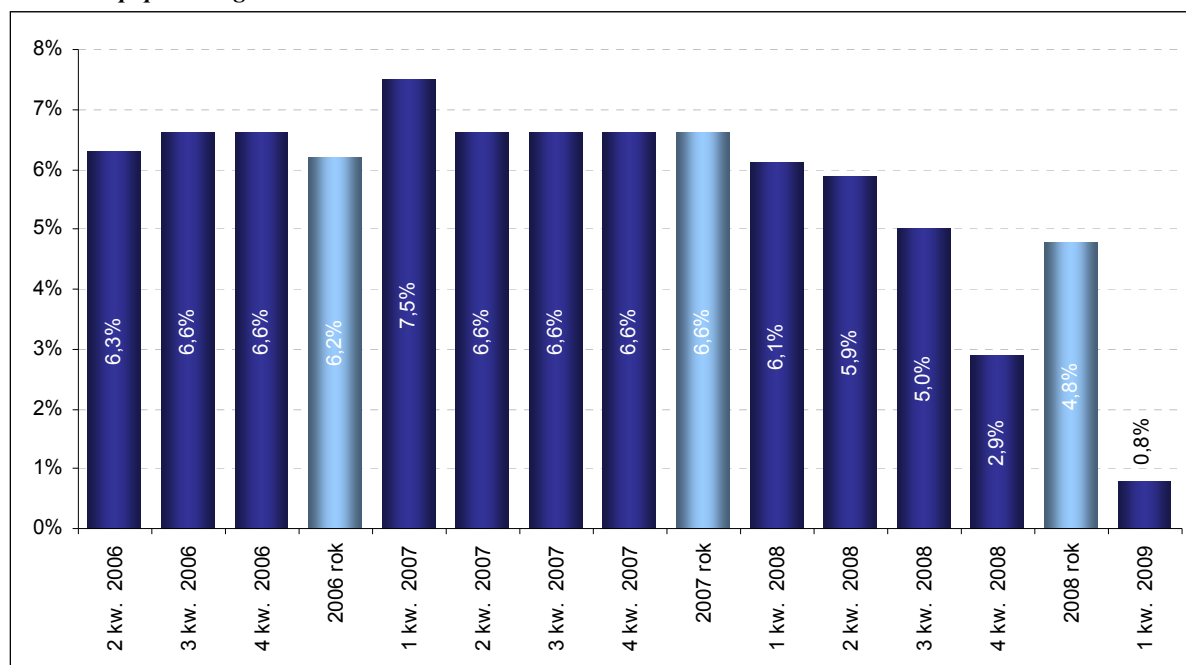
W chwili obecnej Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej przygotowuje założenia do nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. W pracach specjalnie powołanej grupy roboczej uczestniczą także przedstawiciele UKNF. Należy mieć nadzieję, że zostaną wypracowane szczegółowe rozwiązania, które przyczynią się do zwiększenia efektywności funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce.

1. Sytuacja na rynku finansowym

a. Otoczenie makroekonomiczne

Według danych GUS produkt krajowy brutto w Polsce w 2008 roku w porównaniu z 2007 rokiem był wyższy realnie o 4,8% (w 2007 roku o 6,6%). Koniunktura gospodarcza w Polsce była bardzo dobra, mimo pojawiających się coraz wyraźniejszych oznak spowolnienia a nawet recesji gospodarczej w wielu innych krajach. Tempo rozwoju polskiej gospodarki było istotnie wyższe niż w 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%. Jednak już w ostatnim kwartale 2008 roku gospodarka UE znajdowała się w recesji, prognozy wskazują, że stan taki utrzyma się w całym roku 2009.

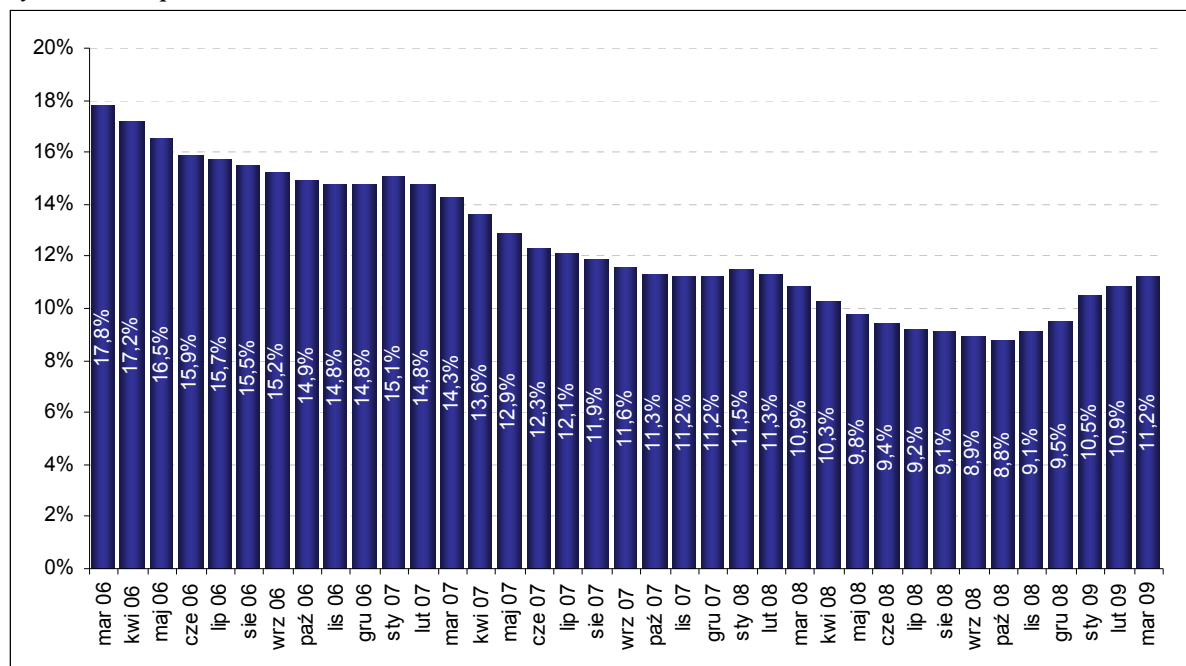
Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce w latach 2006-2009 w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Utrzymujący się wysoki wzrost gospodarczy przekładał się na sytuację na rynku pracy. Stopa bezrobocia systematycznie spadała przez większość analizowanego okresu (przejściowe wzrosty w okresie od grudnia do stycznia każdego roku mają charakter sezonowy). W październiku 2008 roku zanotowano najniższą stopę bezrobocia w Polsce w badanym okresie, która wyniosła 8,8%. W kolejnych miesiącach wskaźnik bezrobocia zaczął jednak wyraźnie wzrastać i w marcu 2009 roku osiągnął poziom 11,2%.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce w latach 2005-2009

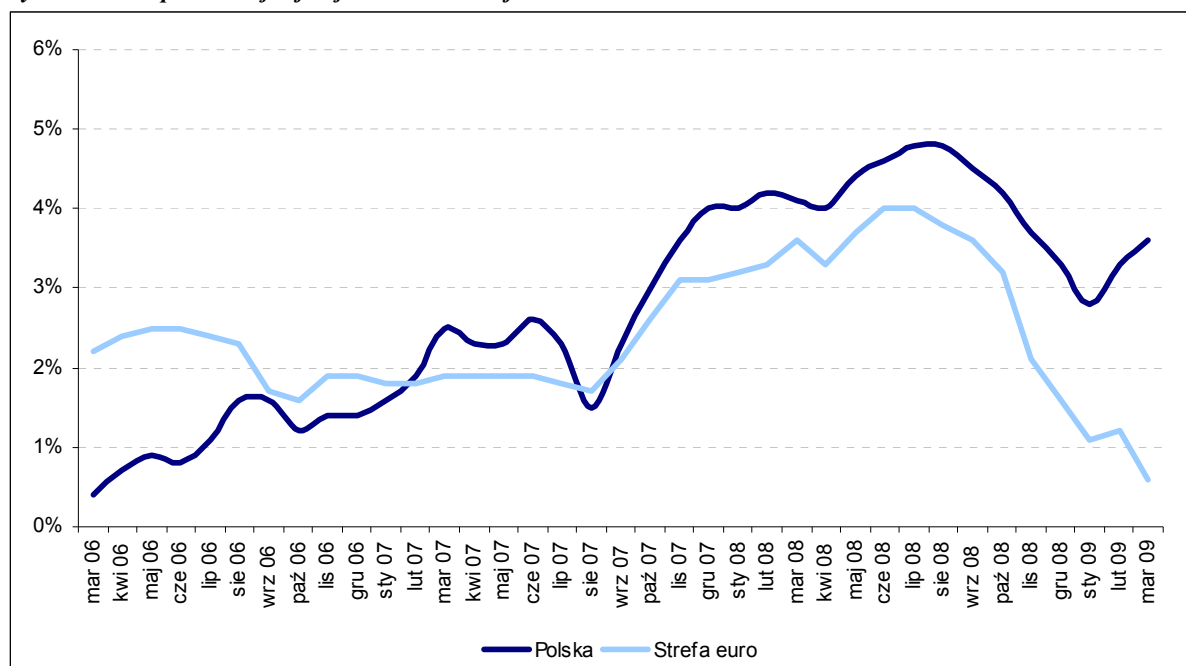


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie, roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych 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 Radę Polityki Pieniężnej (RPP) na poziomie 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.

W tym czasie inflacja w strefie euro pozostawała w przedziale 0,6% – 4%, w ostatnich miesiącach badanego okresu mieszcząc się w celu inflacyjnym EBC.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro w latach 2005-2009



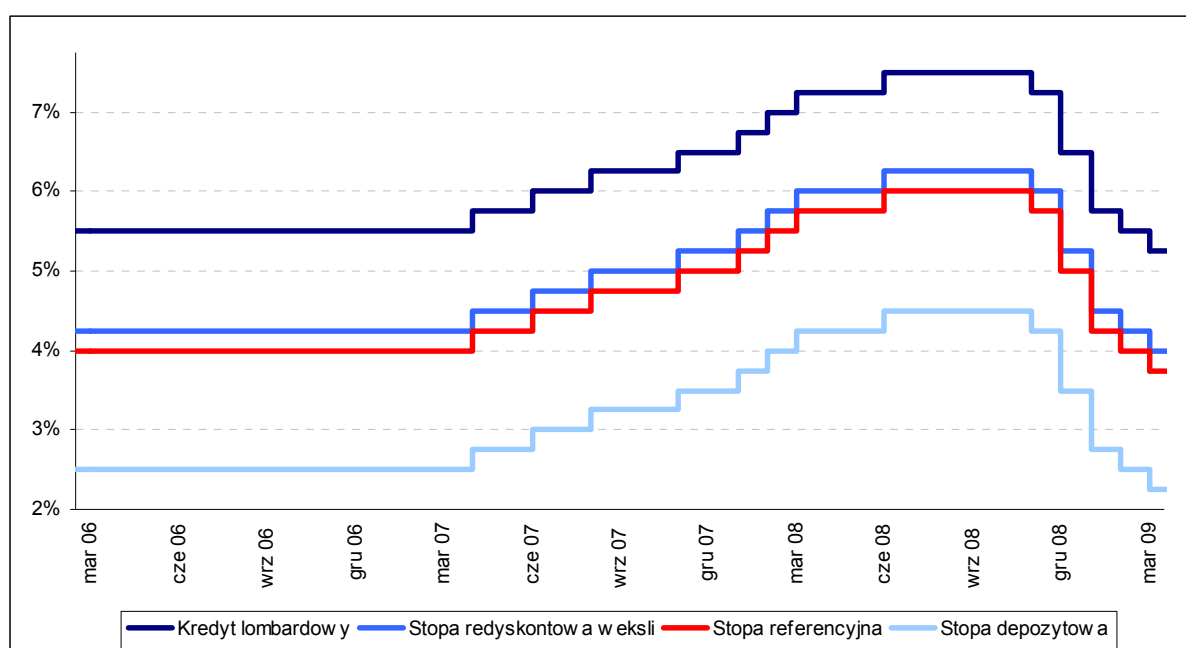
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny

W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku RPP trzynastokrotnie podejmowała decyzje o zmianie poziomu oficjalnych stóp procentowych NBP:

- ośmiokrotnie o podwyżce stóp procentowych, łącznie o 2 pkt proc.;
- następnie pięciokrotnie o obniżce stóp procentowych, łącznie o 2,25 pkt proc.

Na dzień 31 marca 2009 roku podstawowa stopa referencyjna NBP wynosiła 3,75%, stopa redyskonta weksli 4%, stopa lombardowa 5,25%, a stopa depozytowa NBP 2,25%. Jak wynika z komunikatów z posiedzeń RPP, ostatnie obniżki oficjalnych stóp procentowych w Polsce były konsekwencją narastającego spowolnienia gospodarczego, którego przyczyny leżą w pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej głównych partnerów gospodarczych Polski. Sygnalizowano także spadek presji inflacyjnej, nawet pomimo wyraźnej deprecjacji złotówki. Nie bez znaczenia były także zdecydowane posunięcia w zakresie polityki pieniężnej podjęte przez banki centralne najważniejszych gospodarek światowych.

Wykres 1.4. Podstawowe stopy procentowe NBP



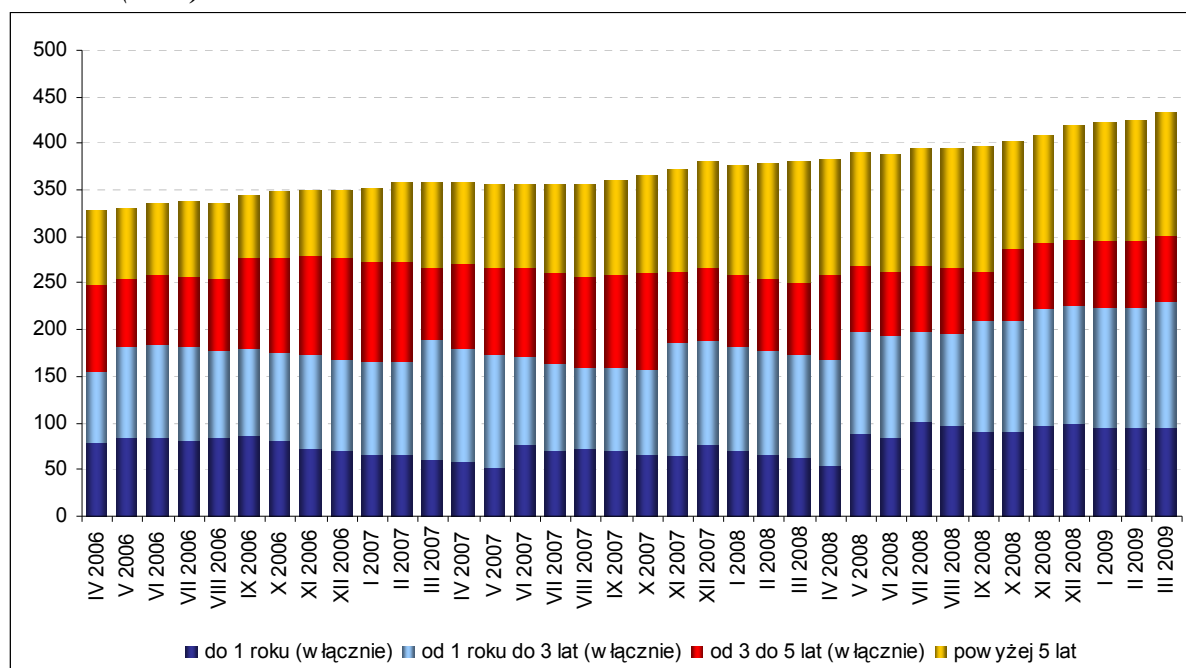
Źródło: Narodowy Bank Polski

b. Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec marca 2009 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 601,1 mld złotych, co oznacza, że od marca 2006 roku zadłużenie wzrosło o 29,3%. Był to najwyższy jak dotąd poziom zadłużenia w historii Polski. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (434,3 mld złotych), stanowiący na koniec marca 2009 roku 72,2% całkowitego zadłużenia SP. Poziom zadłużenia krajowego SP, którego prawie wyłącznym źródłem są wyemitowane skarbowe papiery wartościowe, wzrósł w ciągu ostatnich 3 lat o 31,6%.

W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 133,3 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 166,8 mld złotych, czyli w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 23,5%.

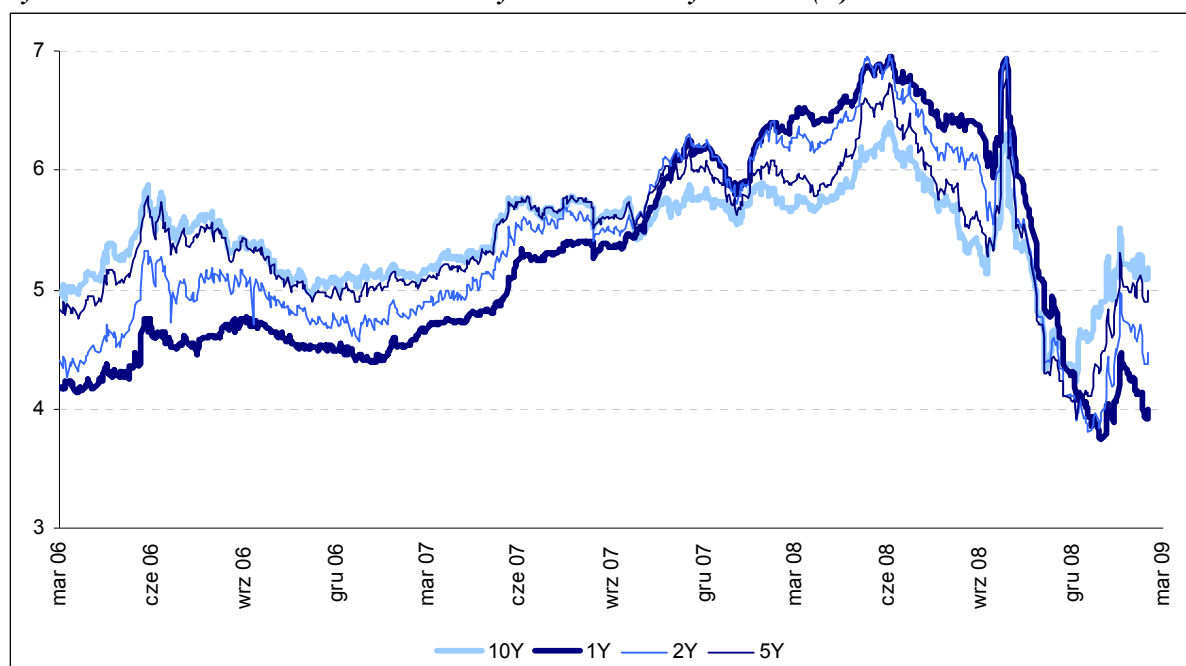
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynku krajowym wg terminów wykupu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

W analizowanym okresie rentowność polskich papierów skarbowych wahała się na całej krzywej dochodowości od marca 2006 roku do marca 2009 roku, gdy osiągnęła poziom nieco niższy od 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 roku nastąpił gwałtowny spadek poziomu rentowności instrumentów skarbowych, by w końcu I kwartału 2009 roku nieco wzrosnąć.

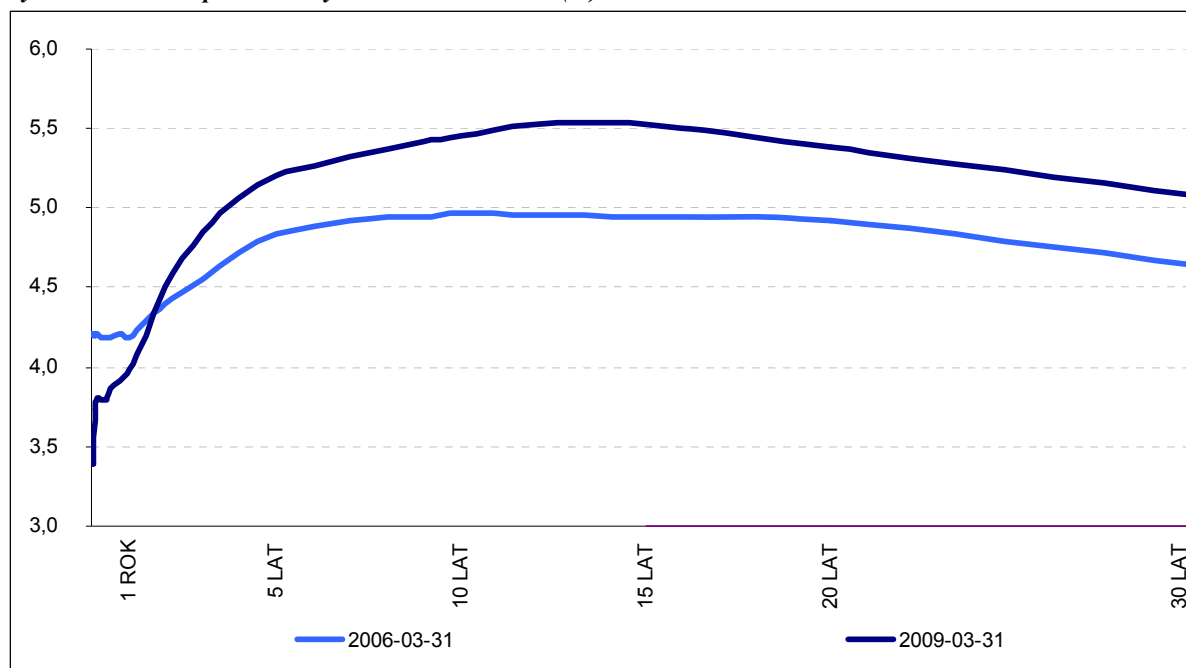
Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN (%)



Źródło: Reuters

W okresie od marca 2006 roku do marca 2009 roku istotnie zmieniło się nachylenie zerokuponowej krzywej rentowności na rynku polskim. Na początku okresu krzywa była niemalże płaska – stopy na całej długości oscylowały w przedziale 4 – 5%. W ciągu kolejnych 36 miesięcy nastąpiło przesunięcie długiego końca krzywej do góry o ok. 50 pkt. bazowych, natomiast na krótkim końcu rentowności spadały nawet o ponad 80 pkt. bazowych.

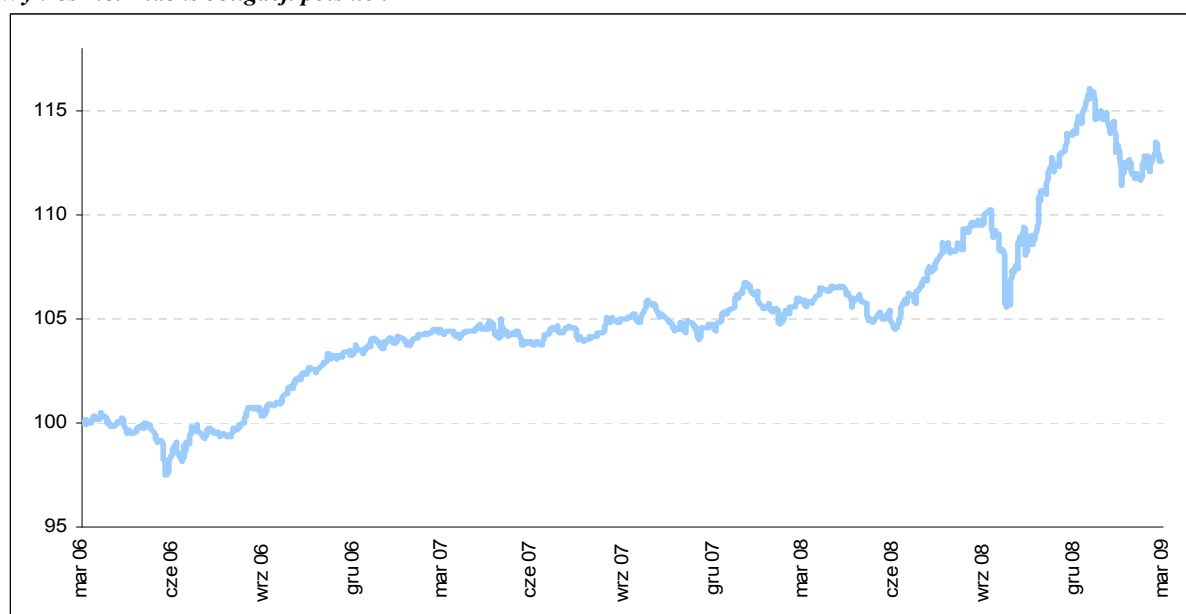
Wykres 1.7. Zerokuponowa krzywa rentowności PLN (%)



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu dla polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 12,6%.

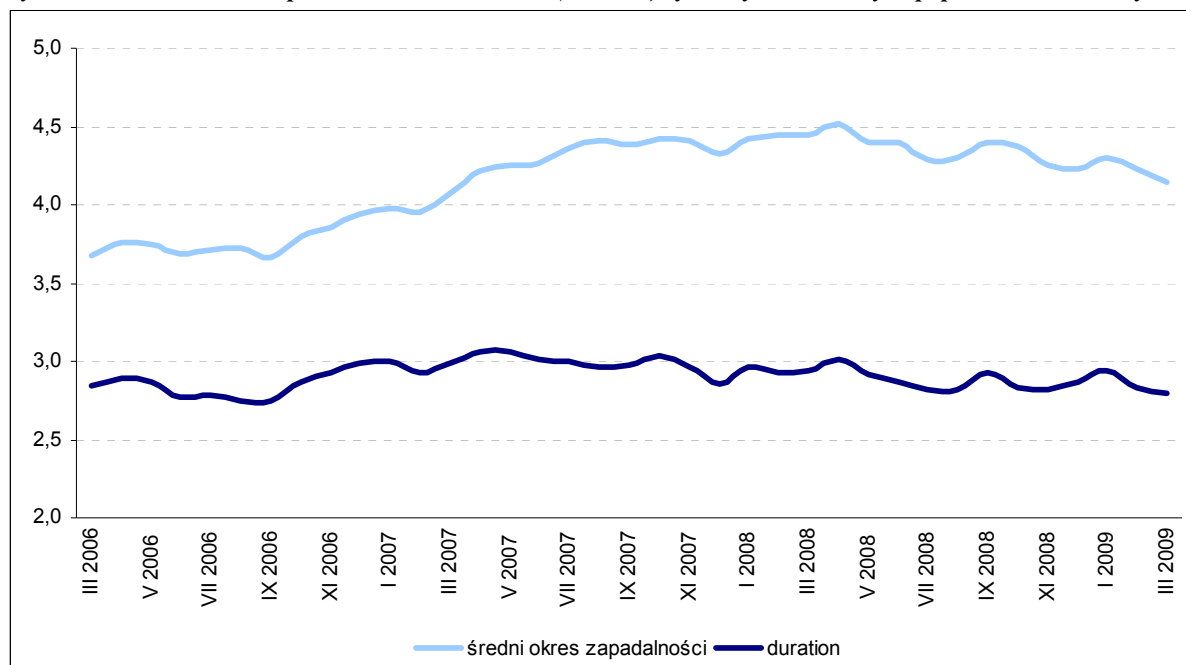
Wykres 1.8. Indeks obligacji polskich



Źródło: Reuters, 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 marca 2006 roku do marca 2009 roku średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych wzrosła o niespełna 6 miesięcy (do poziomu 4,14 roku).

Wykres 1.9. Średni okres zapadalności oraz duration (w latach) rynkowych skarbowych papierów wartościowych

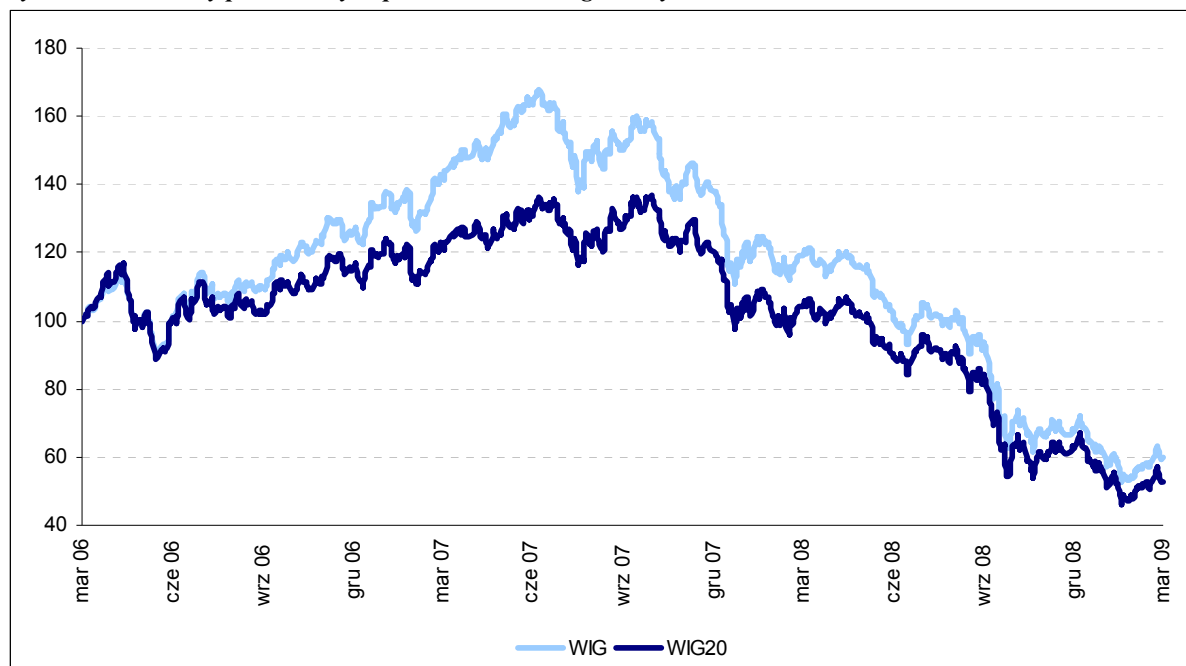


Źródło: Ministerstwo Finansów

c. Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od marca 2006 roku do marca 2009 roku to czas głębokich i dynamicznych zmian na rynku krajowych instrumentów udziałowych. Do połowy 2007 roku na GPW kontynuowany był silny trend wzrostowy. 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 wyraźne i dużo trwalsze pogorszenie koniunktury. Do marca 2009 roku indeksy traciły 40-50% w stosunku do marca 2006 roku.

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych



Wartość na dzień 31.03.2006 = 100

Źródło: Reuters

Zmiany koniunktury na rynku giełdowym dobrze obrazują podstawowe statystyki GPW. W 2008 roku i w I kwartale 2009 roku wszystkie indeksy odnotowały spadki (tylko sWIG80 minimalnie zyskał w I kwartale), w ślad za tym spadała kapitalizacja rynku. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek wyraźnie przewyższała wartość rynkową spółek zagranicznych, podczas gdy jeszcze w roku 2007 było odwrotnie.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Miara \ Rok	2006	2007	2008	I kwartał 2009
Liczba notowanych instrumentów				
Spółki	284	351	374	373
w tym zagraniczne	12	23	25	25
liczba debiutów	38	81	33	3
liczba wycofań	9	14	10	4
Obligacje	65	57	51	49
w tym zagraniczne	4	4	3	3
Kontrakty terminowe	48	42	40	39
Opcje	154	98	138	134
Wartości indeksów				
WIG20	3 285,49	3 456,05	1 789,73	1 511,85
mWIG40	3 733,26	4 028,37	1 511,27	1 381,68
sWIG80	12 716,59	15 917,92	6 852,79	6 971,77
WIG	50 411,82	55 648,54	27 228,64	24 036,12
WIG-PL	50 361,39	55 011,93	27 167,25	23 817,16
Stopy zwrotu indeksów				
WIG20 (%)	23,75	5,19	-48,21	-15,53
mWIG40 (%)	69,1	7,9	-62,48	-8,57
sWIG80 (%)	132,42	25,17	-56,95	1,74
WIG (%)	41,6	10,39	-51,07	-11,72
WIG-PL (%)	42,76	9,23	-50,62	-12,33
Kapitalizacja				
Spółki krajowe (mln zł)	437 719	509 887	267 359	236 083
Spółki zagraniczne (mln zł)	198 190	570 370	197 756	181 745
Obligacje krajowe (mln zł)	323 556	348 535	362 357	367 498
Obligacje zagraniczne (mln zł)	720	719	586	586

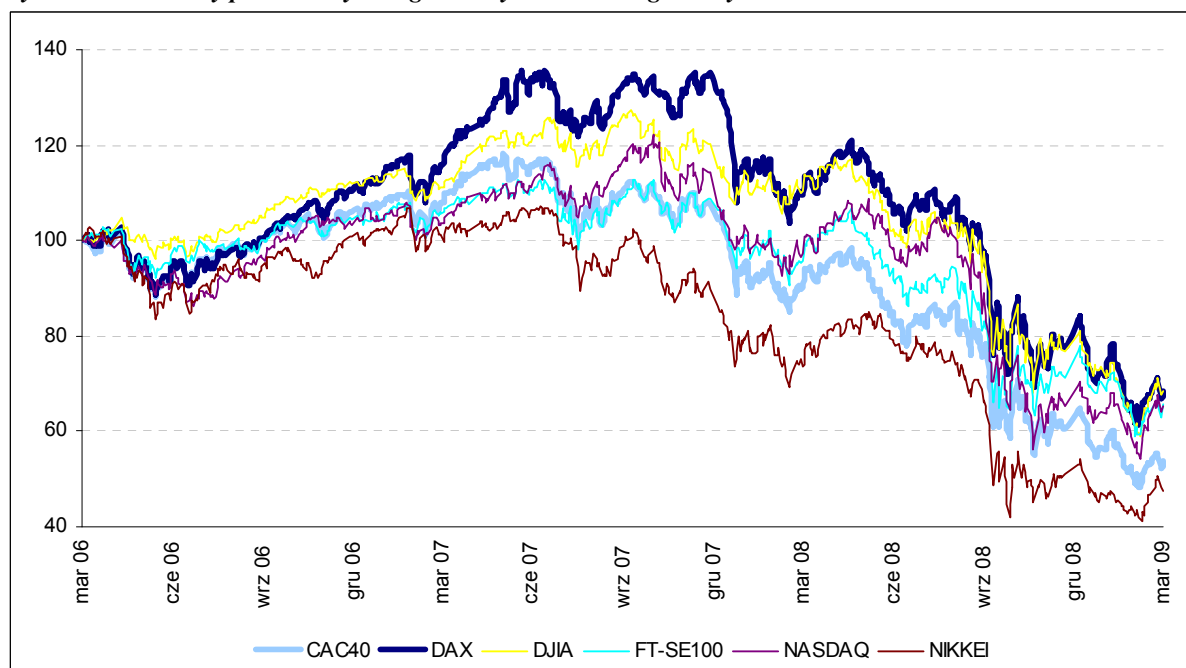
Miara \ Rok	2006	2007	2008	I kwartał 2009
Akcje				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	338 696	479 480	331 316	65 654
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	323 920	461 917	320 715	63 886
Liczba transakcji na sesję	44 979	60 820	38 211	45 996
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	14 776	17 563	10 601	1 768
Liczba transakcji pakietowych	1 409	2 509	2 464	623

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

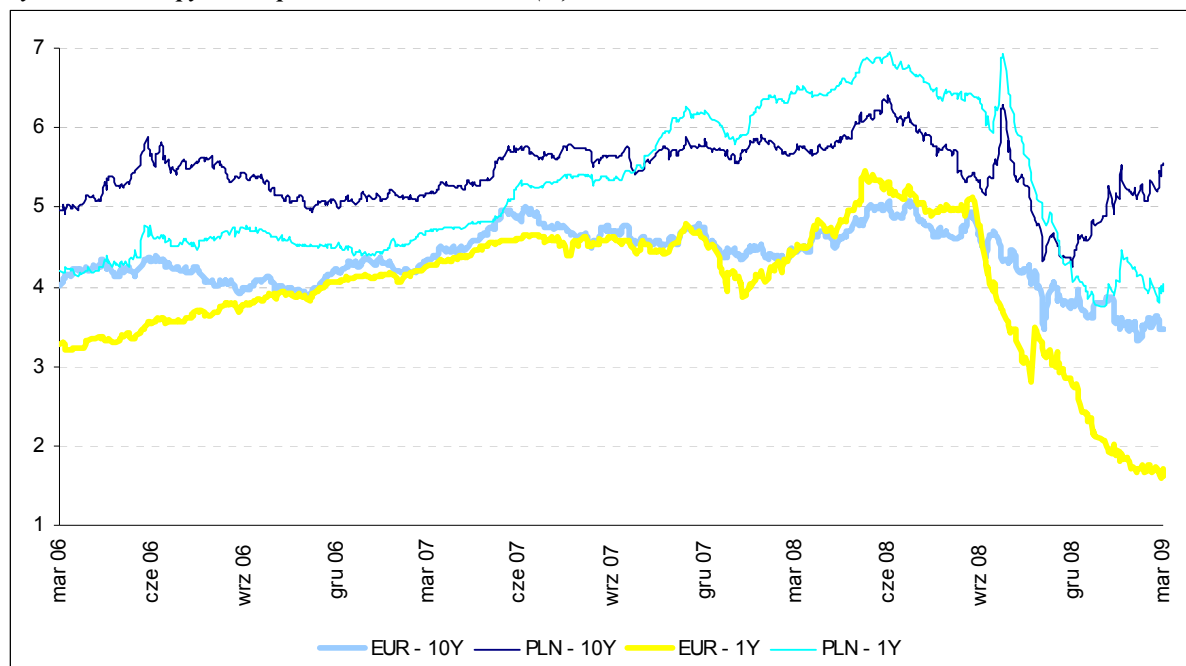


Wartość na dzień 31.03.2006 = 100.

Źródło: Reuters

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, jednak dysparytet ten ulegał zmniejszeniu aż do końca III kwartału 2008 roku. W kolejnych miesiącach wyraźnie wzrosła różnica między stopami w Polsce i strefie euro, co wynikało w dużej mierze z wolniejszego tempa obniżek stóp procentowych w Polsce w porównaniu do strefy euro.

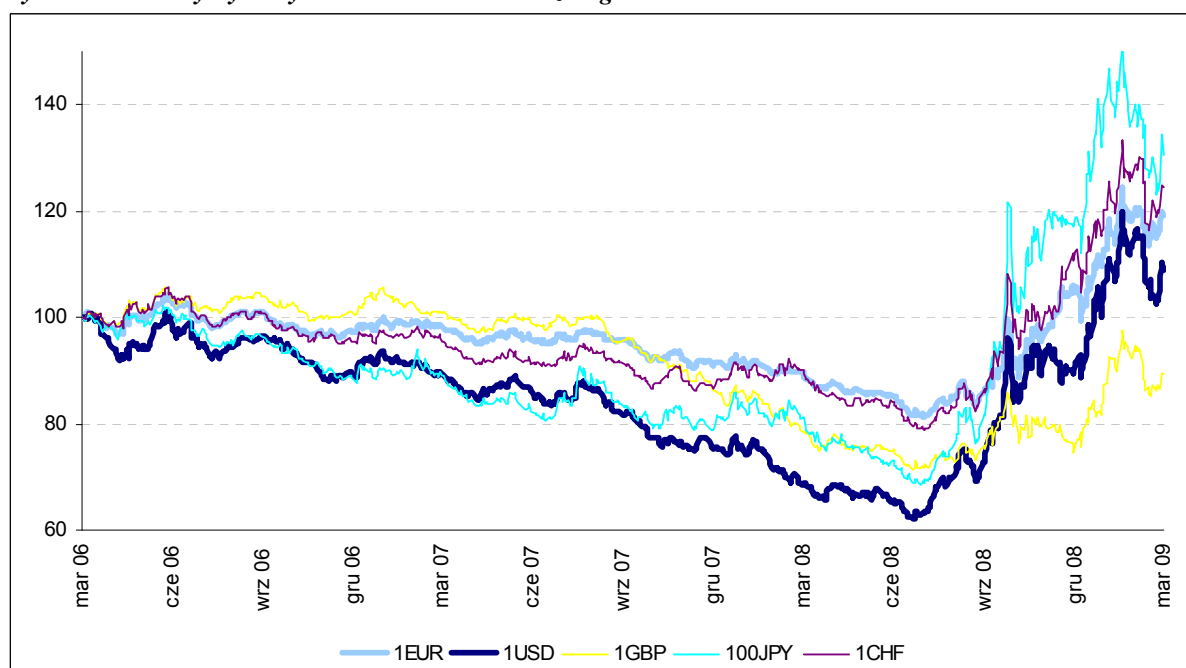
Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR (%)



Źródło: Reuters

W okresie od marca 2006 roku do połowy 2008 roku następowała systematyczna aprecjacja złotego w relacji do walut podstawowych gospodarek światowych. Występujące w tym czasie korekty były krótkotrwałe i nie przynosiły odwrócenia długoterminowego trendu. Znaczące i jak na razie trwałe osłabienie złotego rozpoczęło się w III kwartale 2008 roku. Szczególnie mocno traciła złotówka w porównaniu do dolara i jena. Sytuacja polskiej waluty była podobna do walut innych krajów tzw. rynków wschodzących, do których jak dotąd zaliczana jest Polska.

Wykres 1.13. Kursy wybranych walut w stosunku do złotego



Wartość na dzień 31.03.2006 = 100.

Źródło: Reuters

2. Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

a. Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2009 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 14,1 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 2,1 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w 13 otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a tylko w przypadku jednego OFE liczba członków zmniejszyła się.

Największe przyrosty członków odnotował ING OFE (578 tys.). Przyrostami przekraczającymi 200 tys. członków wykazały się także: Commercial Union OFE BPH CU WBK oraz AXA OFE (odpowiednio: 322 tys., 220 tys.). O 391 tys. wzrosła liczba członków w Aegon OFE, ale było to skutkiem połączenia z OFE.

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 1,9 mln członków. Fundusze wykazują zróżnicowaną aktywność w zakresie pozyskiwania członków z rynku pierwotnego. Najwięcej członków w tym trybie pozyskał ING OFE (530 tys.) i Commercial Union OFE BPH CU WBK (365 tys.). Najmniej członków z rynku pierwotnego trafiło w analizowanym okresie do OFE Polsat (7,5 tys.).

Tabela 2.1. Członkowie OFE w okresie od 31 marca 2006 do 31 marca 2009 roku

OFE	Liczba członków w dniu 2006-03-31	Saldo transferów od okresie IV 2006 – III 2009	Losowania od okresie IV 2006 – III 2009	Umowy pierwszorazowe w okresie IV 2006 – III 2009	Liczba członków w dniu 2009-03-31*
AEGON	375 325	-47 884	0	46 883	766 078
AIG	998 501	-100 798	112 000	79 779	1 117 424
Allianz	295 315	16 240	0	67 142	363 406
AXA	484 595	151 593	18 800	94 668	704 999
Bankowy	435 729	-14 259	0	28 811	432 915
Commercial Union	2 572 652	-66 417	0	364 547	2 895 118
Generali	434 950	21 758	111 999	45 364	633 901
ING	2 277 092	125 067	0	530 465	2 855 170
Nordea	647 125	-1 835	0	182 874	787 485
Pekao	242 572	-12 527	88 813	51 977	346 553
Pocztylion	356 843	-41 224	49 953	88 908	463 897
Polsat	249 783	-21 887	111 998	7 479	336 696
PZU	1 846 403	18 497	0	231 101	2 039 554
Skarbiec-Emerytura	453 547	-19 899		30 545	-
WARTA	257 147	-6 425	60 550	14 800	312 539
Razem	11 927 579	0	554 113	1 865 343	14 055 735

*W listopadzie 2008 roku liczba OFE zmniejszyła się do 14 w związku z połączeniem Aegon OFE i OFE Skarbiec-Emerytura
Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 1,2 mln członków. Oznacza to, że średnio sesja transferowa obejmowała 101 tys. osób.

Najwięcej osób zmieniło fundusz emerytalny w sierpniu 2008 roku (128 572), zaś najmniej w sierpniu 2006 roku (80 708).

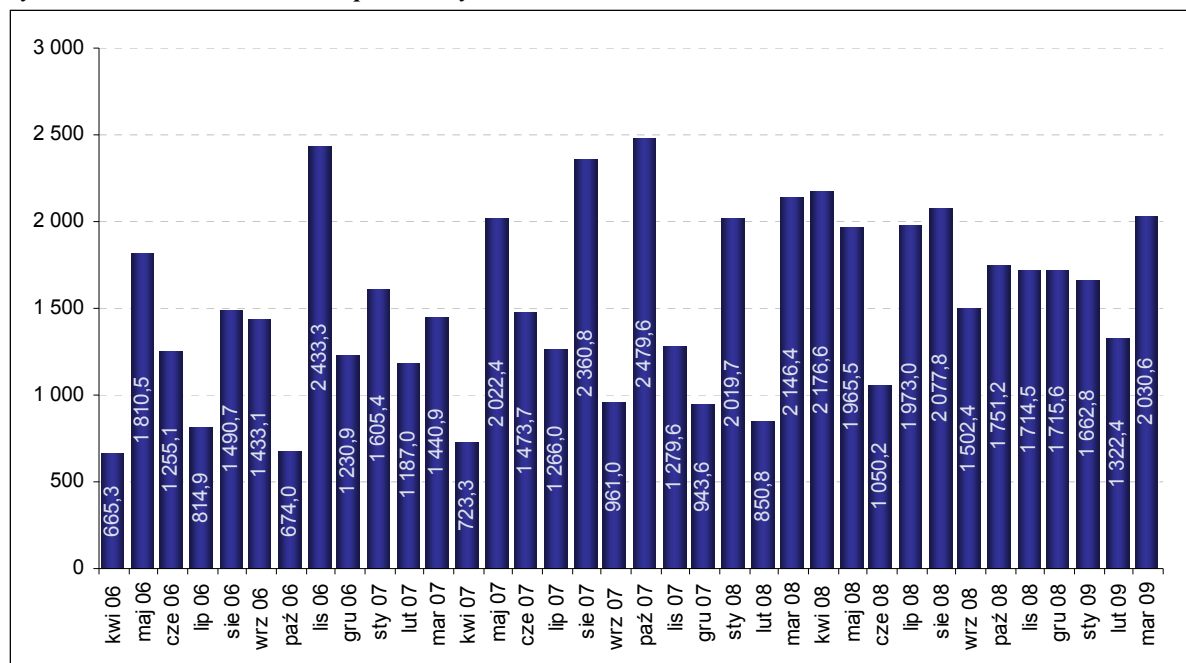
W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku miało miejsce 6 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 554 tys. osób (średnio 92,4 tys. osób w losowaniu). Najwięcej osób trafiło do OFE Polsat, Generali OFE oraz AIG OFE (łącznie 62,1% osób uczestniczących w losowaniu).

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

b. Składki przekazane do OFE

W okresie od 31 marca 2006 do 31 marca 2009 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie ponad 55,5 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 ponad 1,5 mld złotych. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w październiku 2007 roku (2,48 mld zł), zaś najmniejsza w kwietniu 2006 roku (0,67 mld zł).

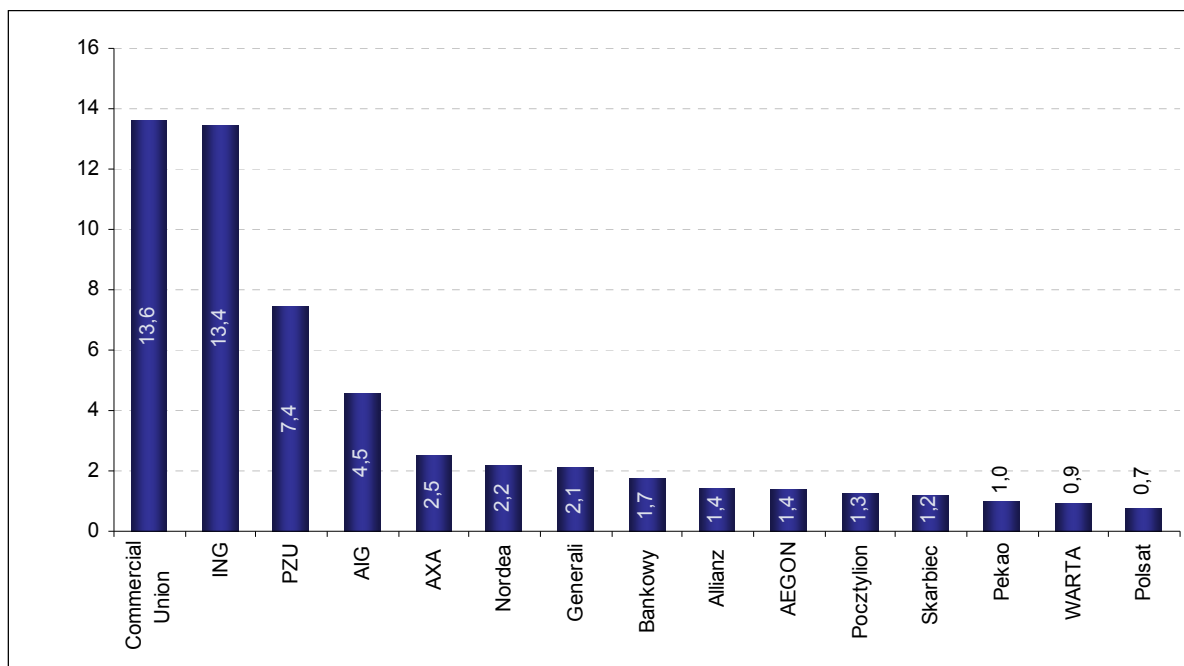
Wykres 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE w mln zł.



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Commercial Union OFE BPH CU WBK (13,6 mld zł) oraz ING OFE (13,4 mld zł) – fundusze te otrzymały prawie 49% wszystkich składek przekazanych przez ZUS do OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast: OFE Warta oraz OFE Polsat – odpowiednio: 0,93 mld zł oraz 0,75 mld zł.

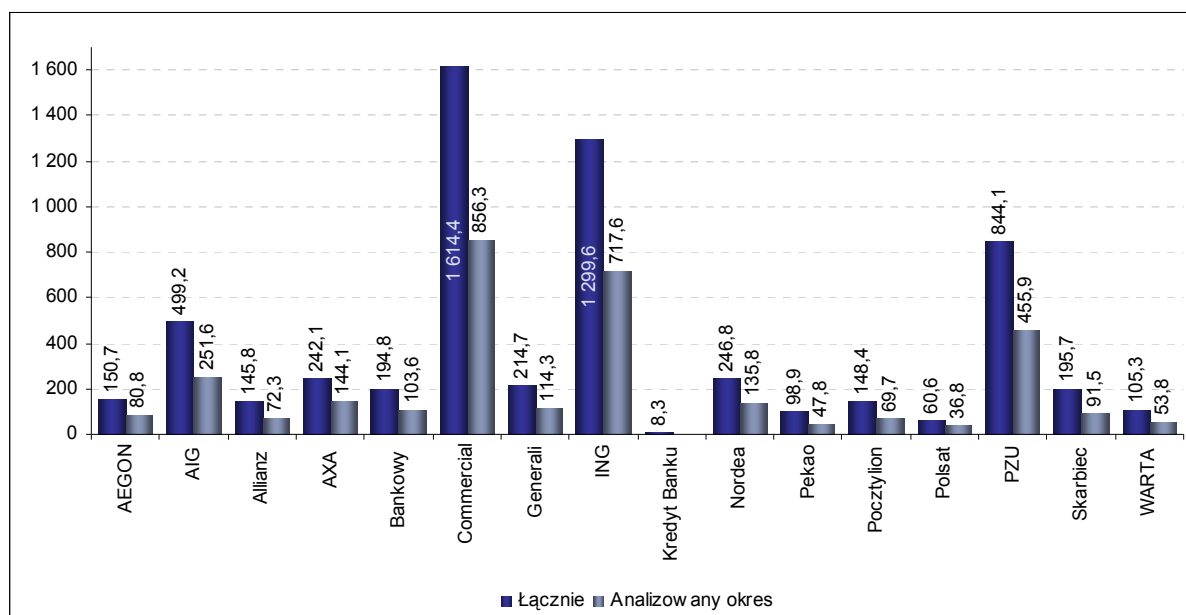
Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do poszczególnych OFE w okresie od 31 marca 2006 do 31 marca 2009 roku w mld zł.



Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Część składek ZUS przekazywał 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, w 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 3,2 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 1,5 mld złotych (47% wszystkich ww. obligacji przekazanych do OFE w analizowanym okresie). Otrzymane obligacje wchodziły do portfeli OFE po cenie stanowiącej 99,5% ich wartości nominalnej. Regulowanie zobowiązań ZUS w formie obligacji rozpoczęło się w listopadzie 2003 roku a zakończyło w grudniu 2008 roku – w tym czasie do OFE trafiły obligacje o wartości nominalnej 6,1 mld zł.

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



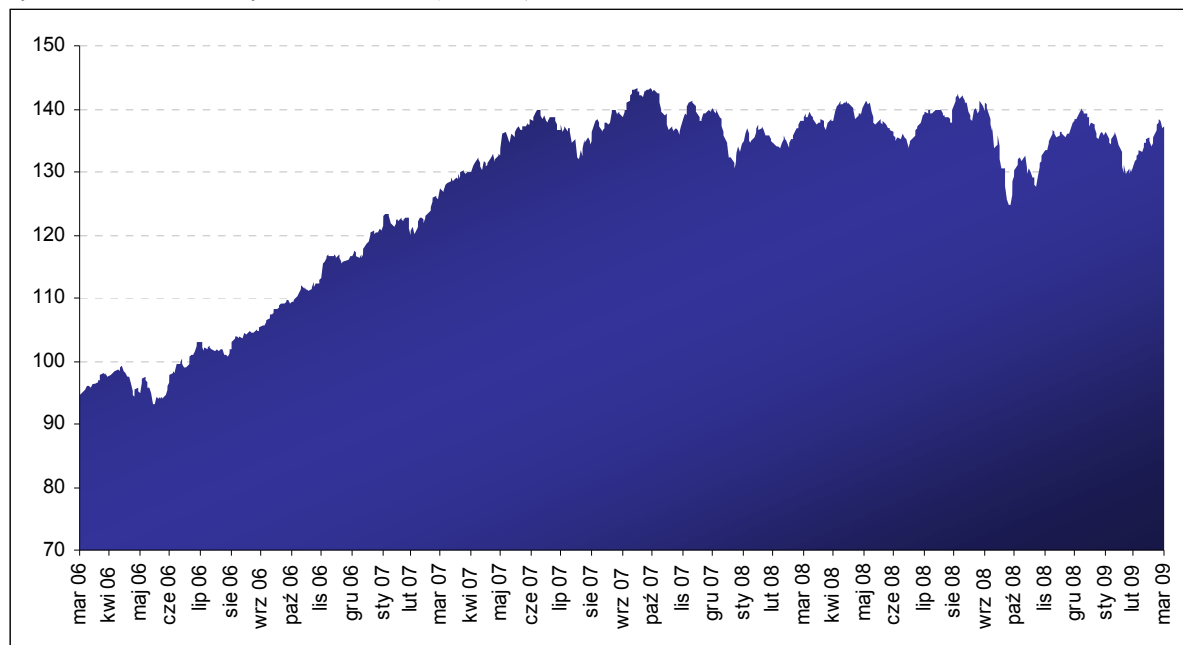
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Z początkiem 2009 roku otwarte fundusze emerytalne zaczęły przekazywać środki na wypłatę emerytur. W okresie od 1 stycznia do 31 marca 2009 roku pobieranie emerytury (w części z II filara) rozpoczęło 13 kobiet, na rzecz których przekazano z OFE 1 246,35 zł.

c. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2009 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 137,2 mld złotych, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o 42,4 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.

Wykres 2.4. Wartość aktywów netto OFE (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe 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 marca 2009 roku wyniósł 63,4%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,3 pkt proc.

Tabela 3.3. Wartość aktywów netto OFE (w mln zł)

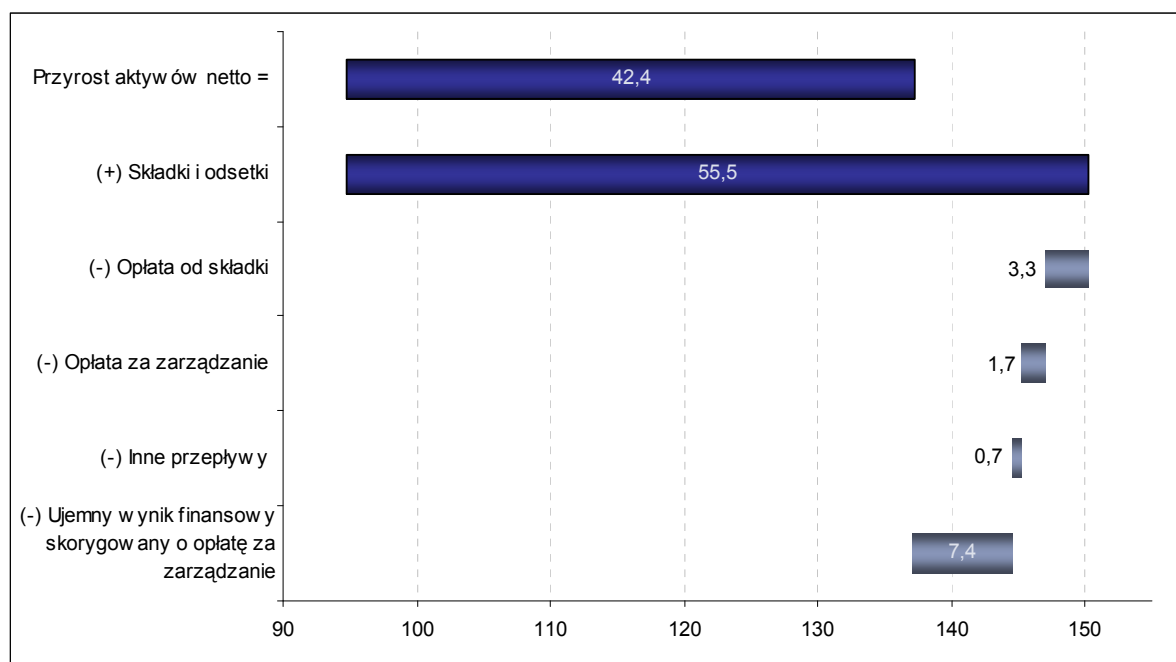
	2006-03-31		2009-03-31	
	WAN w mln zł	Udział w rynku w %	WAN w mln zł	Udział w rynku w %
AEGON	2 237,4	2,4	5 830,4	4,2
AIG	7 989,4	8,4	10 945,0	8,0
Allianz	2 401,0	2,5	3 720,4	2,7
AXA	3 681,0	3,9	6 672,9	4,9
Bankowy	2 999,3	3,2	3 984,0	2,9
Commercial Union	25 611,0	27,0	35 426,0	25,8
Generali	3 246,3	3,4	5 599,6	4,1
ING	21 799,1	23,0	32 877,7	24,0
Nordea	3 462,2	3,7	5 180,2	3,8
Pekao	1 508,0	1,6	2 219,2	1,6
Pocztalion	1 939,4	2,0	2 764,7	2,0
Polsat	838,7	0,9	1 283,3	0,9
PZU	12 945,6	13,7	18 661,1	13,6
Skarbiec	2 623,8	2,8	-	-
WARTA	1 488,8	1,6	2 034,3	1,5
Razem	94 771,1	100,0	137 198,7	100,0

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększył OFE Aegon (1,9 pkt. proc., ale to głównie za sprawą połączenia z OFE Skarbiec-Emerytura). Istotny wzrost udziału w rynku zanotowano jeszcze w AXA OFE oraz ING OFE (oba podmioty o 1,0 pkt. proc.), co było skutkiem wysokiego dodatniego salda transferowego w tych funduszach, a także skuteczności w pozyskiwaniu członków na rynku pierwotnym. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Commercial Union OFE BPH CU WBK (1,2 pkt. proc.).

Dekompozycja przyrostu aktywów netto OFE w okresie od 31 marca 2006 do 31 marca 2009 roku wykazuje, że OFE wygenerowały stratę na poziomie 9,1 mld złotych (po uwzględnieniu opłaty za zarządzanie była to kwota 7,4 mld zł). W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 55,5 mld zł. Dla członków największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w OFE pozostają: opłata od składki (wartość na poziomie 3,3 mld złotych) oraz opłata za zarządzanie (1,7 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. 0,7 mld zł.

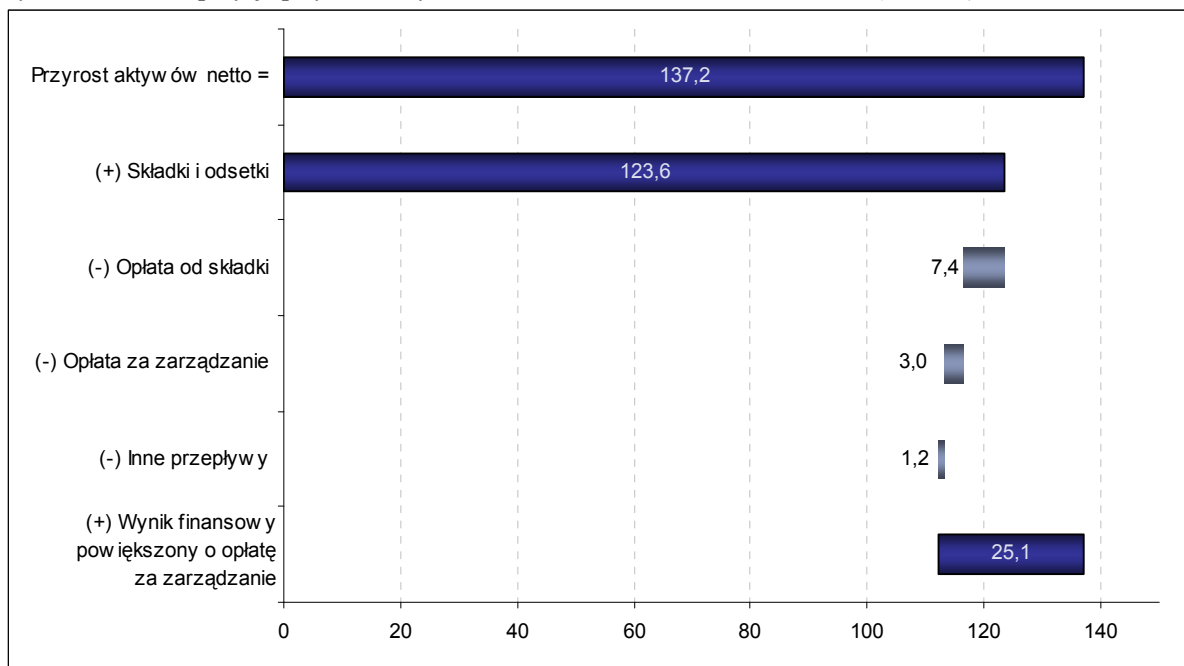
Wykres 2.5. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie 31 marca 2006 - 31 marca 2009 roku (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2009 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą zagregowaną wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (123,6 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (22,2 mld zł, po powiększeniu o opłatę za zarządzanie jest to kwota 25,1 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki 7,4 mld zł (tj. 5,97% przekazanych składek) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (3,0 mld złotych).

Wykres 2.6. Dekompozycja przyrostu aktywów netto w okresie V 1999 - III 2009 rok (w mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

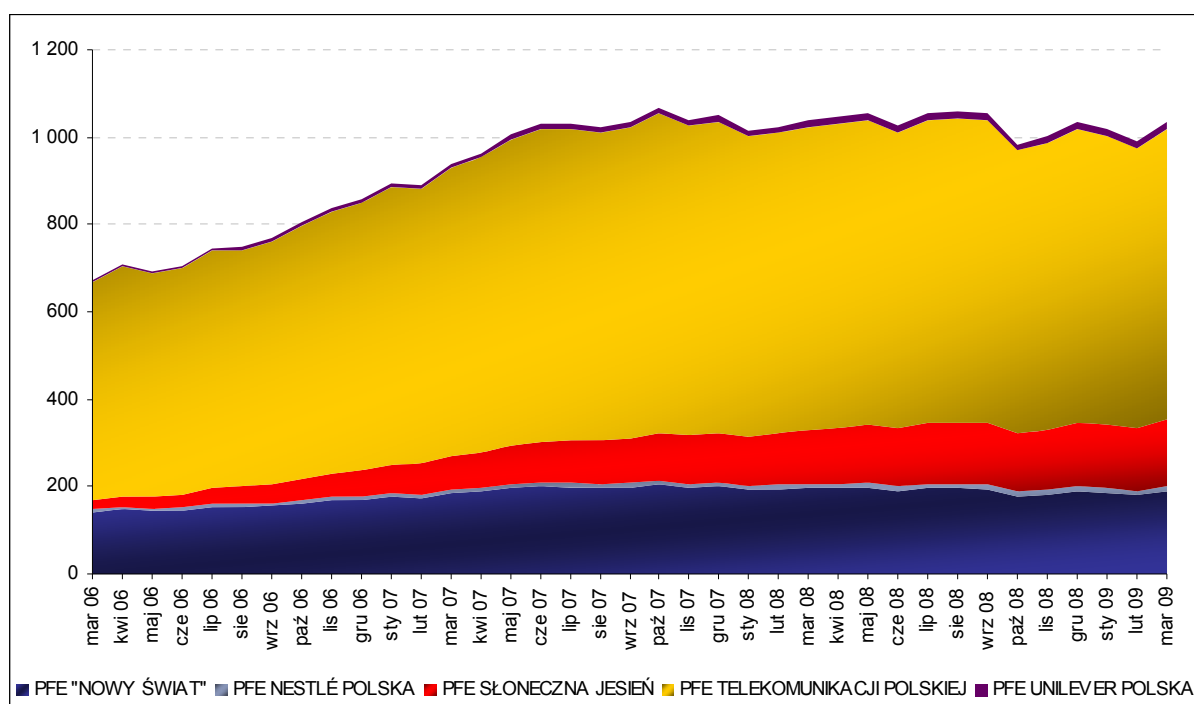
d. Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Na dzień 31 marca 2009 roku rynek pracowniczych funduszy emerytalnych (PFE) składał się z 5 podmiotów (Telekomunikacja Polska, Nowy Świat, Nestle Polska, Unilever Polska, PZU „Słoneczna Jesień”).

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec marca 2009 roku kształtowała się na poziomie 1,03 mld złotych (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 53,2%). Aktywa zgromadzone w tej formie pracowniczych programów emerytalnych stanowiły na koniec marca 2009 roku 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. Dysponował on aktywami o wartości 0,66 mld zł, co dawało mu 64,2% udziału w rynku.

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 8 kwietnia 2009 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku. Jak inne podmioty rynku finansowego, fundusze emerytalne silnie odczuły skutki globalnego kryzysu i po raz pierwszy w historii średnia ważona stopa zwrotu wszystkich OFE była ujemna i wyniosła -2,93%, zaś minimalna wymagana stopa zwrotu -6,93%. Wszystkie OFE osiągnęły minimalną wymaganą stopę zwrotu.

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

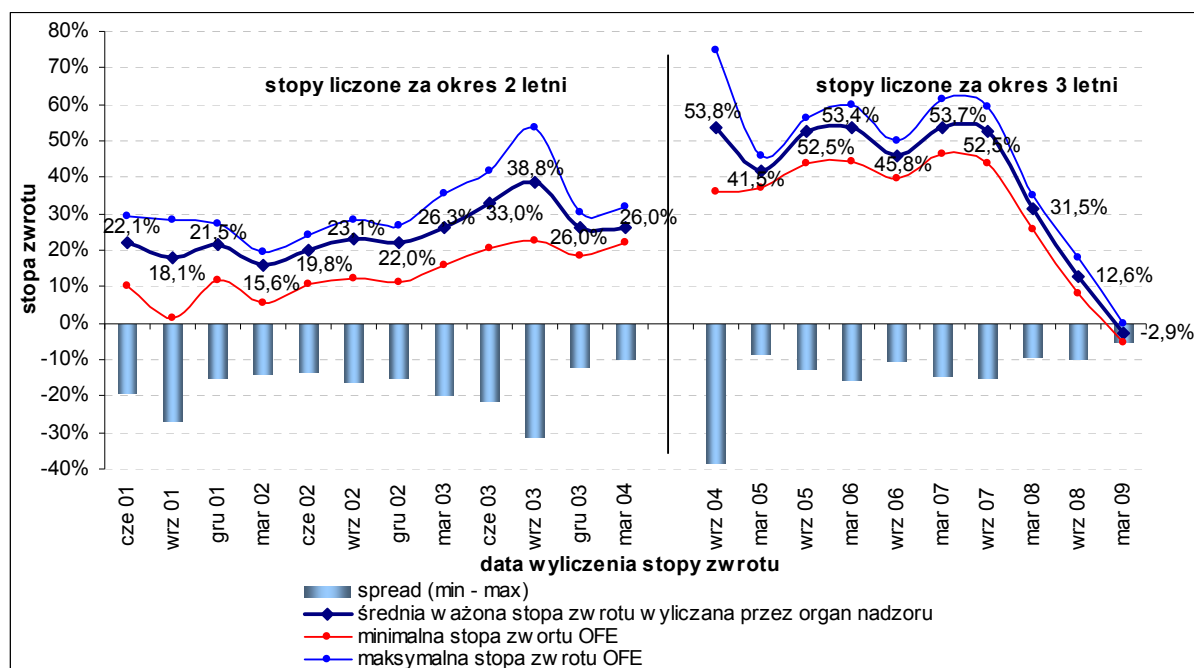
W analizowanym okresie wszystkie OFE miały ujemną stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu osiągnął OFE Allianz (-0,045%), zaś najniższą OFE WARTA (-5,544%). Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE była więc relatywnie niska i wynosiła zaledwie 5,5 pkt proc. (pół roku wcześniej wynosiła ona 9,5 pkt proc.).

Tabela 3.4. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE w okresie 31.03.2006–31.03.2009

Nazwa OFE	WJR		Stopa zwrotu w okresie
	31 mar 06	31 mar 09	
Allianz Polska	22,22	22,21	-0,045%
Generali	24,53	24,47	-0,245%
Pekao	22,52	22,35	-0,755%
AXA	23,59	23,34	-1,060%
AIG	22,77	22,33	-1,932%
Nordea	24,52	23,98	-2,202%
AEGON	23,80	23,27	-2,227%
Pocztalion	22,63	21,99	-2,828%
PZU „Złota Jesień”	24,05	23,35	-2,911%
Polsat	25,98	24,92	-4,080%
Bankowy	23,49	22,49	-4,257%
ING	25,93	24,73	-4,628%
Commercial Union BPH CU WBK	24,13	22,98	-4,766%
WARTA	25,07	23,68	-5,544%
Średnia ważona stopa zwrotu	-2,930%		
Minimalna stopa zwrotu	-6,930%		

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 premiovych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiovych OFE w półroczu poprzedzającym wyliczenie 3-letnich stóp zwrotu OFE na dzień 31 marca 2009 roku, wyniosła 40,9 mln zł, z czego ponad 25,3 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 15,6 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wynik finansowy funduszu.

Tabela 3.5. Podział środków zgromadzonych na rachunku premiovym otwartych funduszy emerytalnych w okresie (31.03.2006 - 31.03.2009)

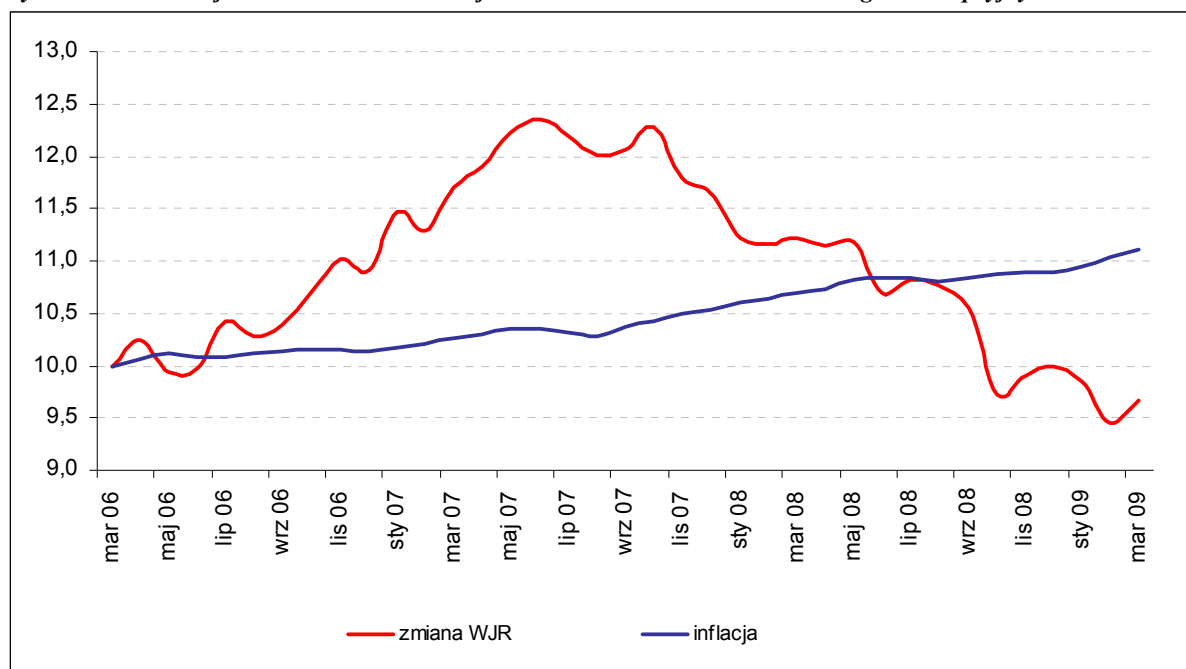
OFE	Kwota na rachunek rezerwowy	Kwota do funduszu	Łącznie
Commercial Union BPH CU WBK	30,2	38,0	68,2
ING	30,3	29,7	60,1
PZU Złota Jesień	18,8	16,2	35,0
AIG	15,0	6,2	21,2
AXA	6,5	4,5	11,1
Generali	7,6	1,9	9,5
Nordea	3,1	6,1	9,3
BANKOWY	1,1	6,7	7,9
AEGON	2,7	3,8	6,5
Allianz Polska	2,2	4,3	6,5
Skarbiec-Emerytura	3,4	2,2	5,6
Pocztylion	3,1	2,1	5,2
PEKAO	3,8	0,4	4,1
DOM	1,7	1,8	3,5
POLSAT	1,9	0,4	2,4
Razem OFE	131,5	124,4	255,9

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

W całym analizowanym okresie w ramach rachunku premiowego zostało zgromadzone łącznie 255,9 mln zł, z czego prawie 124,4 mln zł zostało przekazane do OFE, a 131,5 mln zł zostało przekazane na rachunek rezerwy do wycofania przez PTE, jako wynagrodzenie za zarządzanie zależne od wyników funduszu.

Bardzo wyraźnym efektem kryzysu ekonomicznego była sytuacja, gdy w analizowanym okresie środki finansowe zgromadzone w OFE znacząco straciły realnie na wartości, średnia wartość jednostki rozrachunkowej OFE (ważona aktywami netto) spadła nominalnie o 3,3%, co oznacza realny spadek wartości aż o 13%.

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



* średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 31.03.2006=10

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, obliczenia własne

W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego była nieco lepsza od zmiany indeksu WIG (OFE: -37,86% i WIG: -40,24%) i istotnie wyższa niż zmiana indeksu WIG20 (o niemal 9,4 pkt proc.) Wysoki pozostaje *spread* między skrajnymi wynikami osiągniętymi na tym subportfelu inwestycyjnym przez OFE – kształtuje się on na poziomie 22,6 pkt proc., choć jest nieco niższy niż ten sprzed pół roku (29,9%).

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych była wyższa o 0,2 pkt proc. niż zmiana globalnego indeksu polskich obligacji skarbowych kalkulowanego przez FTSE group (*FTSE Global Bond Index*). Większość OFE miało lepszy wynik subportfela części dłużnej niż zwrot z indeksu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtuje się na poziomie 3,1 pkt proc.

Tabela 3.6. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego za okres od 31.03.2006 do 31.03.2009.

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Średnia na rynku OFE	-37,86%	12,82%
Mediana na rynku OFE	-38,34%	12,88%
Minimalna na rynku OFE	-45,19%	10,76%
Maksymalna na rynku OFE	-23,76%	13,83%
Indeks WIG	-40,24%	
Indeks WIG20	-47,23%	
Indeks obligacji		12,64%

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, Reuters.

Na skutek znacznego spadku indeksów giełdowych łączny wynik osiągnięty na portfelu inwestycyjnym był ujemny i wyniósł w analizowanym okresie -7,25 mld zł (uwzględniając wynik OFE Skarbiec Emerytura). Dla porównania, w poprzednim analizowanym okresie (wrzesień 2005 – wrzesień 2008 roku) OFE osiągnęły wyniki na portfelu inwestycyjnym 10,1 mld zł.

Nominalnie najwyższe zyski zostały osiągnięte przez OFE na inwestycjach w obligacje. Żaden z papierów udziałowych nie przyniósł zysku kwalifikującego się do pierwszej dziesiątki najlepszych instrumentów. Relatywnie bardzo duże straty (ponad 700 mln zł) OFE odnotowały na akcjach dużych banków i spółki PKN ORLEN.

Tabela 3.7. Zestawienie papierów wartościowych na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w analizowanym okresie.

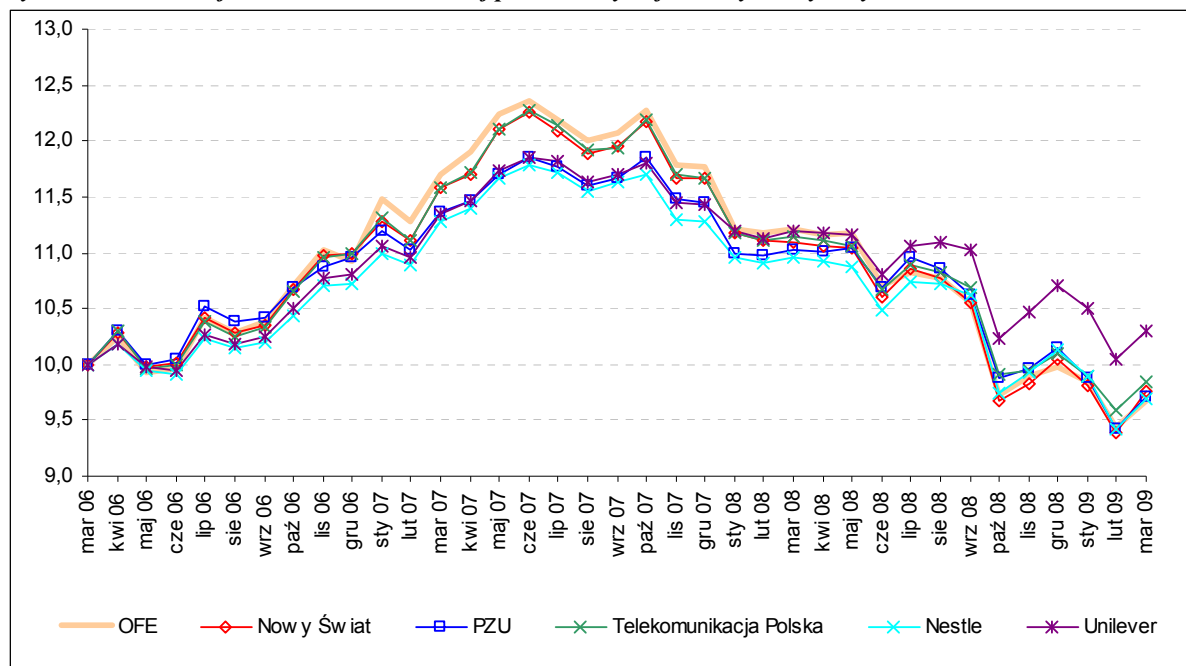
Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PL0000103735	obligacje	1 296
PL0000101937	obligacje	931
PL0000104287	obligacje	822
PL0000101259	obligacje	809
PL0000104659	obligacje	744
PL0000103222	obligacje	514
PL0000102869	obligacje	510
PL0000102836	obligacje	508
PL0000103602	obligacje	501
PL0000104543	obligacje	423
IMMOEAST	akcje	-490
GETIN	akcje	-624
BRE BANK	akcje	-641
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-651
ECHO INVESTMENT	akcje	-662
BANK MILLENNIUM	akcje	-722
PKO BANK POLSKI	akcje	-833
BANK PEKAO	akcje	-1 010
BANK BPH	akcje	-1 193
PKN ORLEN	akcje	-2 157

Zródło: 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 -2,5% (PFE Nowy Świat) do 3% (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

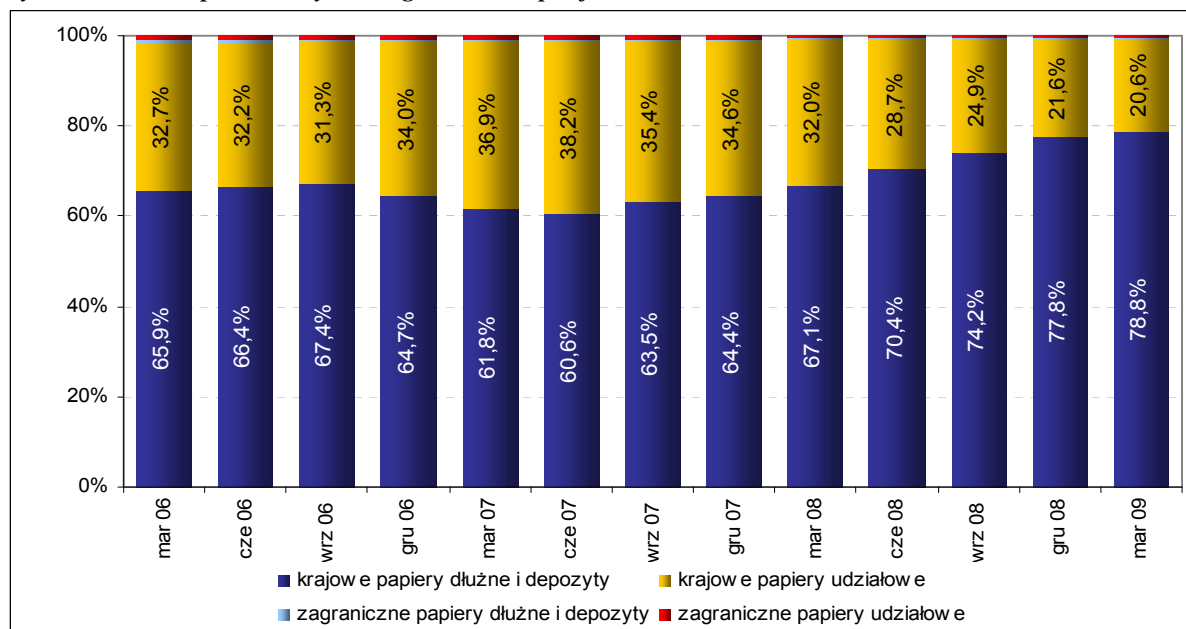
a. Zagregowany portfel funduszy emerytalnych

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 w portfelach OFE wynosił 63,2% (w tym obligacji o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych 54,7%), zaś akcji notowanych na rynku krajowym 31,1%. Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe maksymalnie stanowiły 1,45% portfela całego rynku OFE, przy średniej w analizowanym okresie na poziomie 1,1%.

Na analizowany 3-letni okres składa się pięć kwartałów hossy i ponad 1,5 roku bessy, co wpłynęło na wyniki OFE i strukturę ich portfeli. Najważniejszą zmianą w portfelach otwartych funduszy było wyraźne zmniejszenie części akcyjnej z prawie 39% wartości portfela w czerwcu 2007 roku do niespełna 21% na koniec marca 2009 roku. W tym samym czasie udział papierów dłużnych i depozytów w portfelu zwiększył się o 18 pkt proc. do ponad 79%. Tak znaczące zmiany w strukturze portfela to przede wszystkim wynik dynamicznej przeceny akcji na giełdach światowych, która nie ominęła również GPW w Warszawie.

W całym analizowanym okresie widoczny jest stopniowy spadek udziału inwestycji zagranicznych w portfelu otwartych funduszy emerytalnych.

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE



* obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Na koniec badanego okresu, w porównaniu do marca 2006 roku, w ramach najistotniejszych kategorii lokat zmniejszyło się zaangażowanie OFE w akcje notowane na GPW i obligacje zerokuponowe, najbardziej wzrosły natomiast inwestycje w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu i w zdecydowanie mniejszym stopniu w obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

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

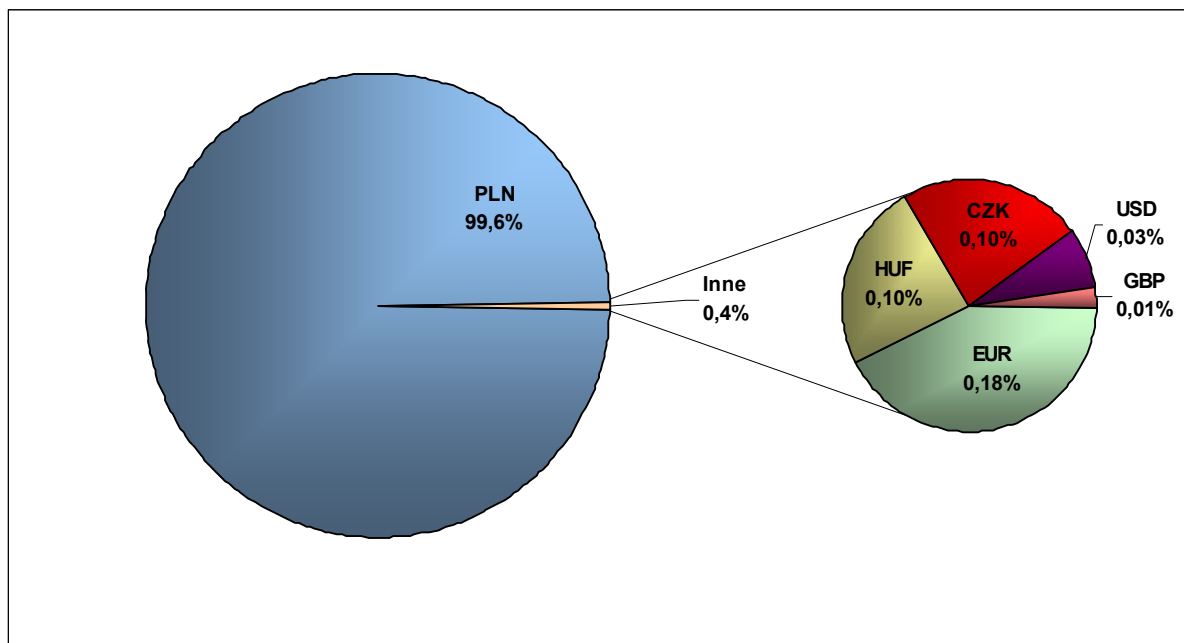
Kategoria lokat	2006-03-31	2009-03-31	zmiana w pkt proc.
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	45,03%	61,22%	16,2
Akcje notowane na rynku podstawowym GPW	32,23%	20,22%	-12,0
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	5,56%	8,29%	2,7
Obligacje skarbowe zerokuponowe	11,91%	3,92%	-8,0
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu spółek publicznych	0,03%	1,78%	1,8
Depozyty w bankach krajowych	2,09%	1,73%	-0,4
Bony skarbowe	0,42%	0,70%	0,3
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	0,03%	0,46%	0,4
Zdematerializowane hipoteczne listy zastawne	0,12%	0,30%	0,2
Bankowe papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki zagraniczne	0,32%	0,29%	-0,0
Akcje spółek notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,89%	0,27%	-0,6
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	0,13%	0,13%	-0,0
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	0,01%	0,11%	0,1
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte	0,16%	0,10%	-0,1
Zdematerializowane publiczne listy zastawne	-	0,08%	0,1
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez EBRD, EIB, IBRD	0,40%	0,08%	-0,3
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	0,04%	0,07%	0,0
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	0,05%	0,06%	0,0
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki zagraniczne	0,06%	0,05%	-0,0
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe	0,09%	0,04%	-0,1
Zdematerializowane obligacje komunalne o zmiennym oprocentowaniu	0,03%	0,03%	0,0
Bankowe papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu emitowane przez banki krajowe	-	0,03%	0,03
Zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie krótkoterminowe papiery dyskontowe spółek niepublicznych	-	0,02%	0,02
Bankowe papiery wartościowe dyskontowe emitowane przez banki krajowe	-	0,02%	0,02
Zagraniczne obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	-	0,01%	0,01
Akcje notowane na rynku równoległym GPW	-	0,01%	0,01
Zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,01%	0,003%	-0,0
Prawa do akcji notowane na rynku podstawowym GPW	0,12%	0,003%	-0,1
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu	0,02%	0,000%	-0,0
Prawa poboru zdematerializowane, nienotowane na krajowym rynku regulowanym	0,01%	0,000%	-0,0
Akcje notowane na krajowym rynku regulowanym innym niż GPW	0,03%	-	-0,03
Akcje spółek notowanych w elektronicznych systemach kwotowań poza granicami kraju	0,03%	-	-0,03
Inne niż zdematerializowane nie zabezpieczone całkowicie obligacje o stałym oprocentowaniu spółek publicznych	0,02%	-	-0,02
Inne niż zdematerializowane zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu	0,04%	-	-0,04
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, nienotowane na GPW	0,01%	-	-0,01
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,01%	-	-0,01
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku podstawowym, notowane na GPW	0,00%	-	0,00
Obligacje zerokuponowe emitowane przez zagraniczne spółki giełdowe	0,10%	-	-0,1
Obligacje zerokuponowe gwarantowane lub poręczone przez SP	0,01%	-	-0,01

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

OFE lokowały prawie całość swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Na koniec marca 2009 roku osiem OFE posiadało w portfelach inwestycyjnych instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych, w większości w euro, węgierskim forincie i czeskiej koronie, a ich udział wynosił jedynie 0,4% zagregowanej

wartości portfela. Warto zwrócić uwagę, że w okresie ostatniego pół roku pozycje w walutach obcych zamknęły dwa OFE. Można to wiązać z silnym osłabieniem złotego w tym czasie. W okresie analizowanych 3 lat średni udział ww. papierów wartościowych kształtował się na poziomie 0,85% zagregowanego portfela OFE.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu wg stanu na dzień 31.03.2009 r.



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Najważniejszą pozycją zagregowanego portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 marca 2008 roku były jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (prawie 62% 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 (23%) oraz instrumenty udziałowe (10,2%).

Tabela 4.2. Struktura portfela inwestycyjnego pracowniczych funduszy emerytalnych według stanu na dzień 31.03.2009 roku w tys. zł.

Kategoria lokat	Wartość	Udział w portfelu
Inwestycje krajowe	1 028 260,90	100,00%
Obligacje Skarbu Państwa	236 959,73	23,04%
Depozyty bankowe, bankowe papiery wartościowe, listy zastawne	48 623,96	4,73%
Obligacje komercyjne i komunalne	3 297,38	0,32%
Akcje, PDA, i prawa poboru	104 895,49	10,20%
Jednostki uczestnictwa SFIO	634 484,34	61,70%
Inwestycje zagraniczne	0,00	0,00%
Razem	1 028 260,90	100,00%

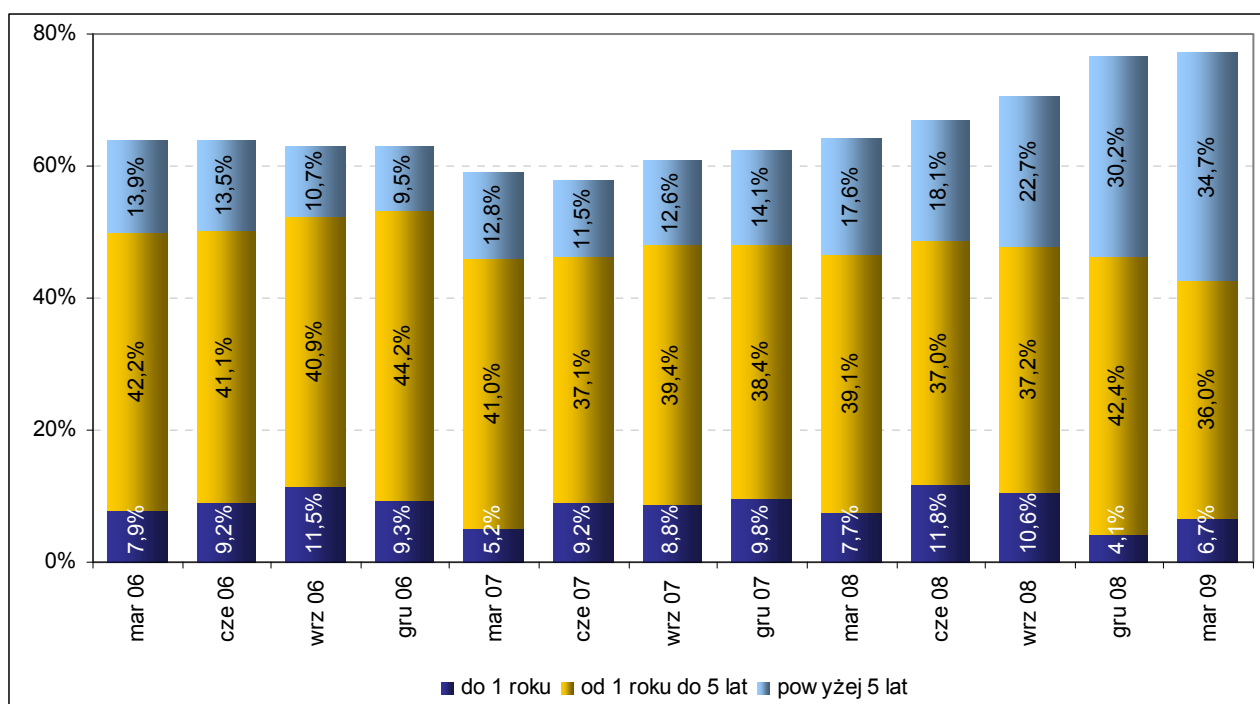
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE.

b. Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wyniosło 65% portfela, kształtując się w przedziale 56,5%-80,2%, przy czym najniższe wartości osiągało w II kwartale 2007 roku, a najwyższe w I kwartale 2009 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 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 lipcu 2008 roku powyżej 70%, a w styczniu i lutym 2009 roku powyżej 80%. Dodatkowo zwiększaniu zaangażowania w instrumenty dłużne sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku obligacji w II połowie 2008 roku.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

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

- emitowanych przez Skarb Państwa (średnio 97% udział w subportfelu dłużnym),
- denominowanych w złotych (średnio 99,8% udział w subportfelu dłużnym),
- o stałym oprocentowaniu i zerokuponowych (średnio 84% udział w subportfelu dłużnym),
- o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat (średnio 62% udział w subportfelu dłużnym).

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

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Krótkotermin. papiery dyskontowe	Inne	Razem
2006-03-31	45,09%	6,10%	12,11%	0,48%	0,12%	63,91%
2006-06-30	44,59%	6,74%	11,81%	0,53%	0,11%	63,79%
2006-09-29	43,04%	6,52%	11,60%	1,83%	0,11%	63,10%
2006-12-31	42,59%	6,48%	11,77%	2,03%	0,10%	62,97%
2007-03-30	41,67%	7,34%	9,27%	0,57%	0,11%	58,95%
2007-06-29	41,31%	8,34%	7,26%	0,84%	0,10%	57,86%
2007-09-28	44,18%	9,43%	6,21%	0,85%	0,12%	60,80%
2007-12-31	43,64%	10,58%	5,96%	1,90%	0,24%	62,32%
2008-03-31	47,89%	10,63%	4,79%	0,75%	0,33%	64,39%
2008-06-30	47,56%	11,40%	4,67%	2,92%	0,39%	66,95%
2008-09-30	53,66%	11,78%	2,62%	2,07%	0,39%	70,52%
2008-12-31	60,99%	11,88%	2,95%	0,49%	0,37%	76,68%
2009-03-31	61,26%	10,98%	3,96%	0,78%	0,38%	77,35%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Inwestycje OFE w papiery dłużne koncentrowały się przede wszystkim na polskich skarbowych obligacjach o stałym oprocentowaniu, w mniejszym stopniu na skarbowych obligacjach o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacjach zerokuponowych. W całym analizowanym okresie widoczne jest trwale zmniejszenie inwestycji OFE w obligacje zerokuponowe oraz zwiększanie zaangażowania w obligacje o zmiennym oprocentowaniu. W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu w okresie od lipca 2007 roku nastąpiła widoczna zmiana struktury portfela instrumentów dłużnych: systematycznie i znacząco zwiększał się udział obligacji o stałym oprocentowaniu z poziomu około 40% do ponad 60% wartości portfela. Jednocześnie można zaobserwować wydłużanie zapadalności portfela i zwiększanie zaangażowania przez OFE w obligacje o okresie do wykupu dłuższym niż 5 lat oraz zredukowanie krótkoterminowych pozycji obligacji o wykupie do 1 roku. Taka zmiana przyniosła pozytywne efekty w postaci stóp zwrotu z subportfela obligacji, szczególnie w II połowie 2008 roku. Portfel instrumentów dłużnych był zależny od bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej, dokonywanych zmian stóp procentowych banku centralnego, zmian rynkowych stóp procentowych i sytuacji na rynku akcji.

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

Data	Skarb Państwa	Banki krajowe	Samorząd terytorialny	Zagranica	inne
2006-03-31	62,92%	0,15%	0,03%	0,49%	0,32%
2006-06-30	62,86%	0,14%	0,03%	0,46%	0,30%
2006-09-29	62,21%	0,13%	0,03%	0,43%	0,30%
2006-12-31	62,05%	0,12%	0,04%	0,47%	0,29%
2007-03-30	57,83%	0,24%	0,04%	0,45%	0,40%
2007-06-29	56,31%	0,28%	0,03%	0,46%	0,78%
2007-09-28	59,02%	0,43%	0,03%	0,44%	0,89%
2007-12-31	59,88%	0,54%	0,03%	0,38%	1,48%
2008-03-31	61,89%	0,65%	0,03%	0,32%	1,50%
2008-06-30	63,85%	0,76%	0,03%	0,43%	1,88%
2008-09-30	67,19%	0,91%	0,03%	0,50%	1,88%
2008-12-31	73,45%	0,90%	0,03%	0,34%	1,96%
2009-03-31	74,13%	0,88%	0,03%	0,34%	1,97%

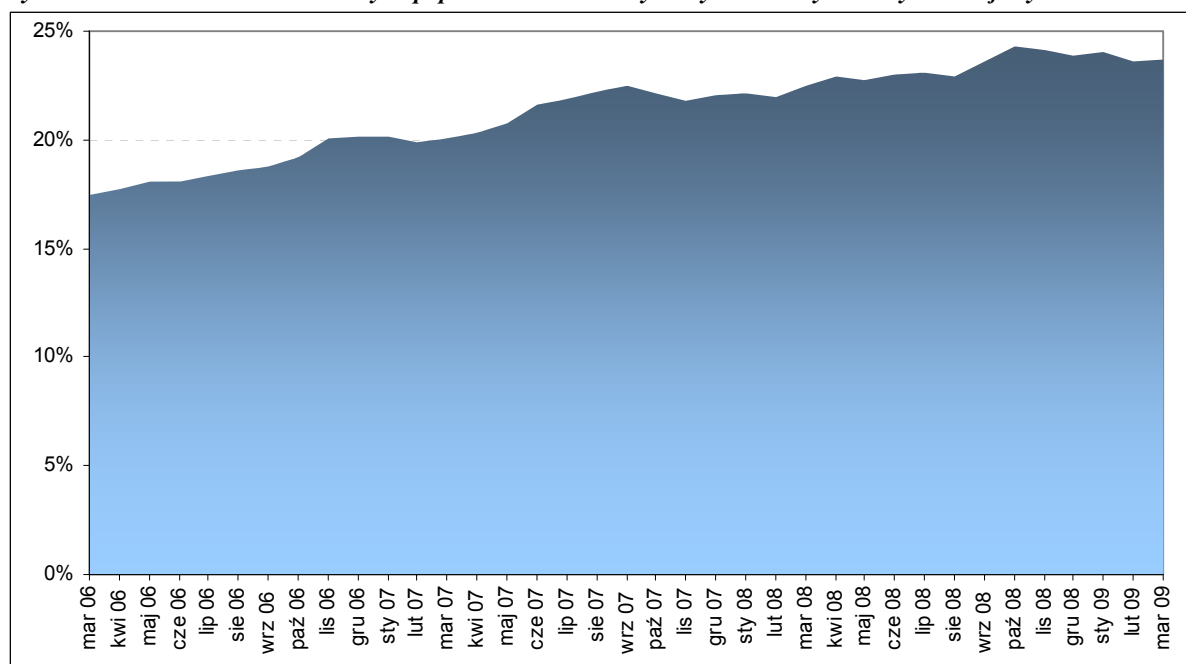
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

Na przestrzeni analizowanego okresu w największym stopniu wzrosło zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez Skarbu Państwa. Pozostałe kategorie instrumentów dłużnych nie przekraczały 3,5% wartości portfela.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na relatywnie niskim poziomie oscylując w przedziale od 0,3% – 0,5% wartości portfela.

Niski udział w portfelach OFE miały także dłużne papiery wartościowe emitowane przez samorząd terytorialny, krajowe spółki prawa handlowego, banki krajowe, przy czym należy zwrócić uwagę na systematyczny wzrost udziału tych inwestycji w portfelach OFE z 0,5% do 2,9%.

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 OFE¹ w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa² wzrósł o 6,7 pkt proc. osiągając w marcu 2009 roku poziom 23,7%.

¹ wg wartości nominalnej SPW znajdujących się w portfelach inwestycyjnych OFE

² dług Skarbu Państwa z wyłączeniem nierynkowych SPW

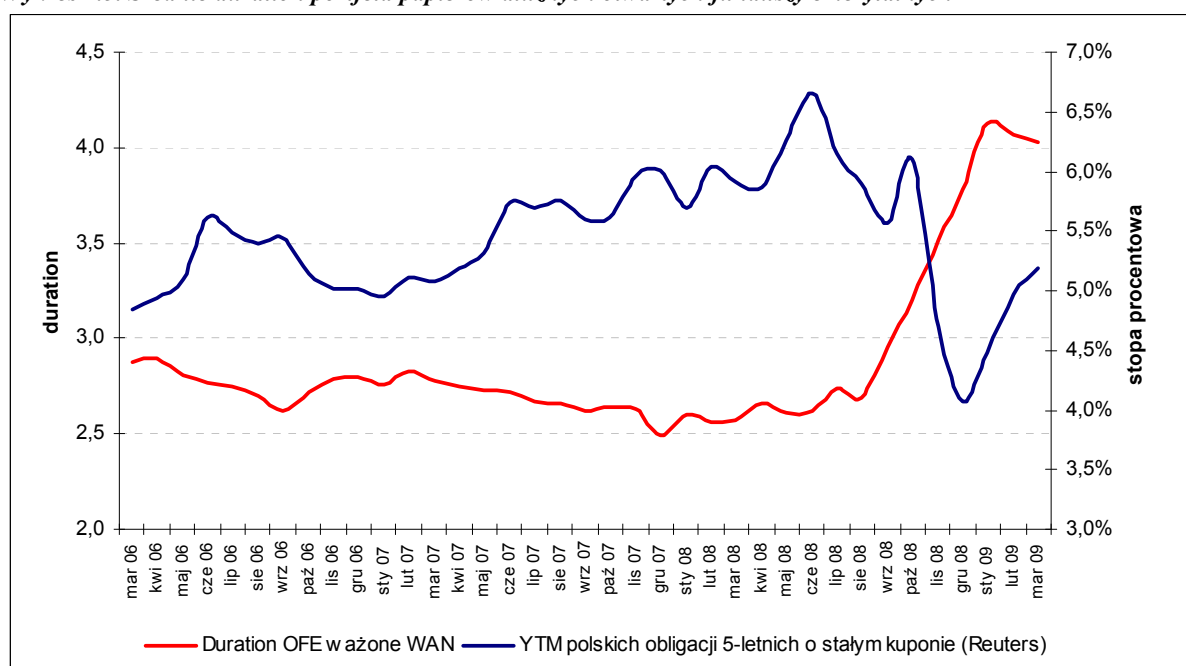
Tabela 4.5. Duration części dłużnej portfeli inwestycyjnych OFE (skarbowe papiery wartościowe) na koniec kwartałów analizowanego okresu

Kwartał	Średnia dla rynku OFE	Mediana dla rynku OFE	Minimum na rynku OFE	Maksimum na rynku OFE	YTM 5-letnich SPW o stałym kuponie
I kw. 2006	2,75	2,72	2,16	3,36	4,84%
II kw. 2006	2,62	2,68	1,79	3,11	5,61%
III kw. 2006	2,53	2,55	1,70	2,98	5,44%
IV kw. 2006	2,74	2,79	2,26	3,12	5,02%
I kw. 2007	2,66	2,69	1,86	3,29	5,07%
II kw. 2007	2,57	2,63	1,80	3,19	5,74%
III kw. 2007	2,49	2,57	1,70	2,90	5,60%
IV kw. 2007	2,42	2,49	1,89	2,81	6,01%
I kw. 2008	2,53	2,45	1,75	3,08	5,91%
II kw. 2008	2,52	2,40	1,75	3,33	6,66%
III kw. 2008	2,85	2,86	2,37	3,37	5,57%
IV kw. 2008	3,45	3,33	2,67	4,76	4,06%
I kw. 2009	3,91	3,83	3,35	4,72	5,20%

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 do września 2008 roku, oscylując w przedziale 2,5 – 2,85 roku. Od września 2008 roku nastąpił dynamiczny wzrost tego wskaźnika przy spadających rynkowych stopach procentowych. W roku 2008, szczególnie od IV kwartału, *duration* subportfeli OFE ważone wartością aktywów netto również wyraźnie wzrosło do poziomu ponad 4. Należy jednak zwrócić uwagę, iż w tym czasie rynkowe stopy procentowe charakteryzowały się dużą zmiennością.

Wykres 4.5. Średnie duration portfela papierów dłużnych otwartych funduszy emerytalnych



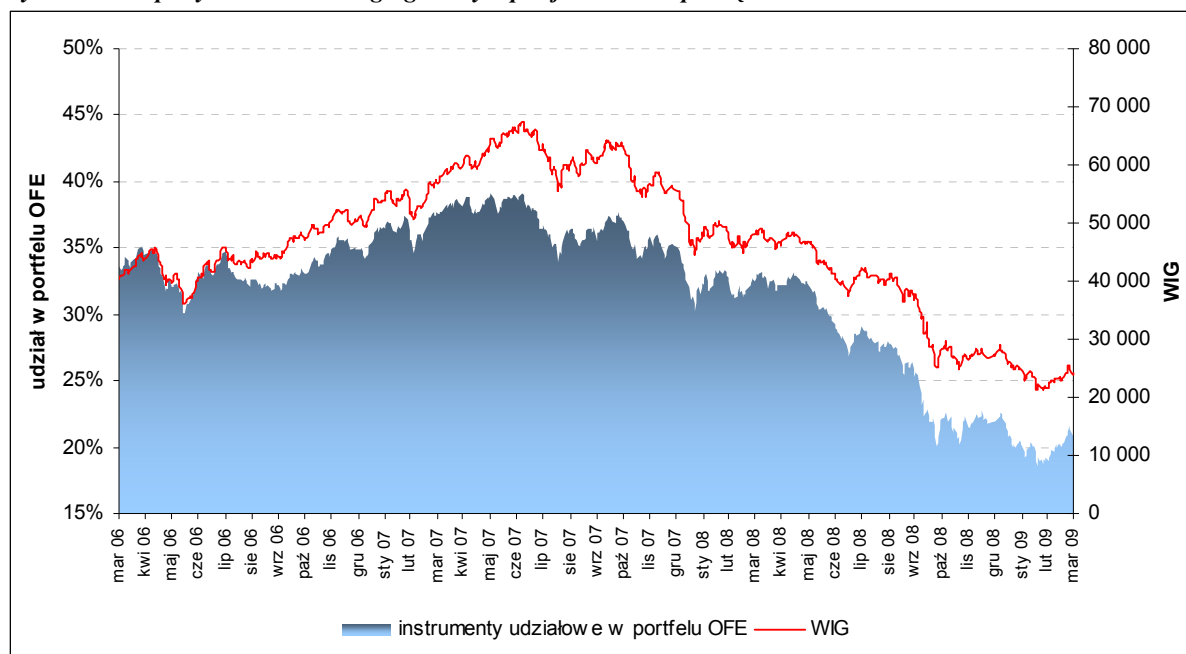
Źródło: Reuters, dzielnne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne.

c. Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 31,8% wartości portfela, kształtując się w przedziale 18,5% – 39,2%. W okresie do końca czerwca 2007 roku, na rosnącym rynku, udział instrumentów udziałowych (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE

systematycznie się zwiększała. 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 portfelu OFE, który po odwróceniu trendu wzrostowego na rynku akcji osiągnął swoje minimum w lutym 2009 roku, a na koniec analizowanego okresu wyniósł 20,8%.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW.

W analizowanym okresie, w subportfelu udziałowym OFE dominowały instrumenty finansowe notowane na polskim rynku finansowym i stanowiły one prawie 98% wszystkich inwestycji w instrumenty udziałowe. W przypadku papierów udziałowych notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych, średnie zaangażowanie OFE kształtowało się na poziomie 0,67% zagregowanego portfela, nie przekraczając poziomu 1%.

W analizowanym okresie wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym spadła z 30,4 mld zł do 28 mld zł, przy czym 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
II kwartał 2006 r.	3 511,20	-656,45	-732,20	1,1%
III kwartał 2006 r.	3 518,10	1 424,48	1 221,67	8,4%
IV kwartał 2006 r.	4 079,00	-607,05	-1 158,00	14,4%
I kwartał 2007 r.	3 981,50	-994,91	-1 272,51	14,1%
II kwartał 2007 r.	3 968,50	1 752,72	753,17	14,9%
III kwartał 2007 r.	4 310,50	-561,74	-835,20	-8,6%
IV kwartał 2007 r.	4 422,20	-2 218,16	-2 637,18	-7,8%
I kwartał 2008 r.	4 715,40	-3 082,90	-3 242,56	-13,7%
II kwartał 2008 r.	4 880,40	-1 411,54	-1 859,79	-14,3%
III kwartał 2008 r.	5 217,60	-812,34	-822,95	-9,2%
IV kwartał 2008 r.	4 816,06	-3 924,62	-3 971,01	-27,1%
I kwartał 2009 r.	4 610,65	-2 846,30	-2 850,75	-11,7%
SUMA	52 031,11	-13 938,82	-17 407,31	-40,2%
średnia kwartalna	4 335,93	-1 161,57	-1 450,61	-3,3%

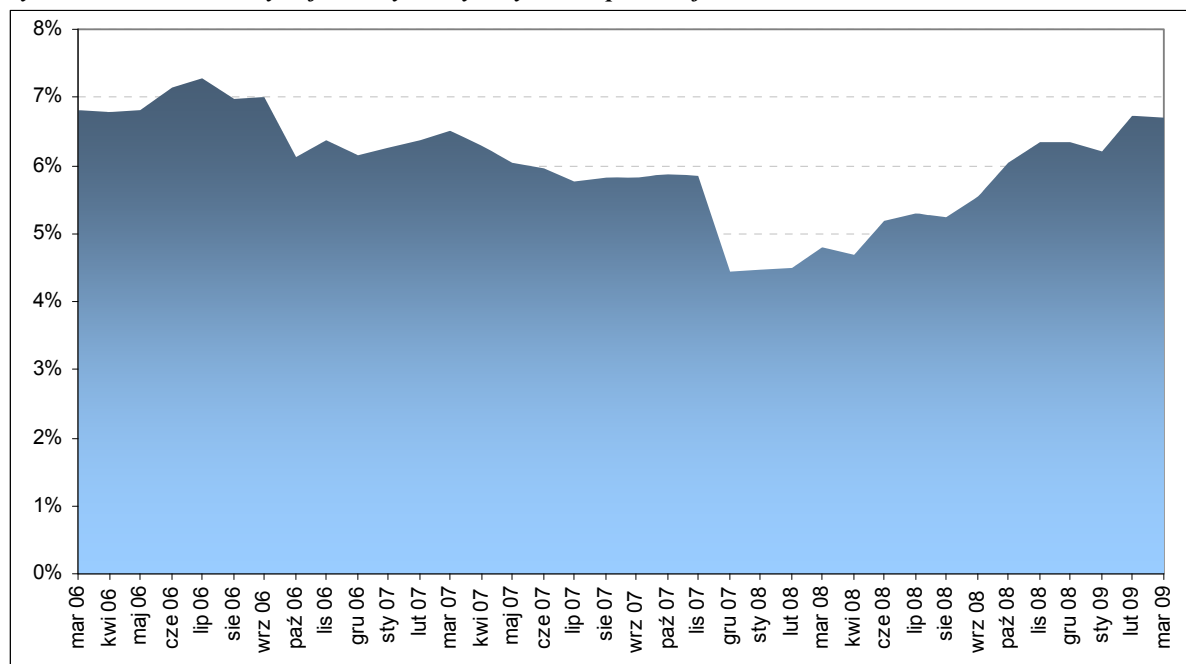
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne.

W analizowanym okresie tylko w dwóch kwartałach (w III kwartale 2006 roku i II kwartale 2007 roku) saldo wartości transakcji OFE na instrumentach udziałowych pokazuje, że wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna. Fundusze emerytalne, wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, per saldo dokupowały akcje na GPW. Dla porównania, w tym samym czasie fundusze inwestycyjne na skutek wzmoczonego procesu wycofywania środków przez ich uczestników istotnie redukowały swoje zaangażowanie w akcje notowane na GPW.

Na koniec marca 2009 roku udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie kształtował się na poziomie 6,7% i był to poziom zbliżony do początku analizowanego okresu. Maksymalny udział OFE w kapitalizacji GPW miał miejsce w połowie 2006 roku i wynosił ponad 7%. Hossa na GPW sprzyjała zmniejszaniu się omawianego wskaźnika. Skokowe zmniejszenie udziału OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie w grudniu 2007 roku było konsekwencją debiutu na krajowym regulowanym rynku giełdowym dużej spółki zagranicznej Unicredit.

Masowe, gwałtowne wycofywanie się inwestorów innych niż OFE z giełdy oraz zmniejszenie wartości kapitalizacji giełdy w wyniku spadków cen akcji spowodowały, że od 2008 roku udział OFE w kapitalizacji GPW zaczął się zwiększać.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



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

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2009 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	134	43	3 631,38	80,76	0,29%	2,22%	4,74%
50 - 100	68	45	4 865,44	278,25	0,99%	5,72%	11,87%
100 - 500	96	78	22 581,97	2 300,28	8,21%	10,19%	22,49%
500 - 1 000	26	23	18 986,71	2 921,07	10,42%	15,38%	36,07%
1 000 - 5 000	36	31	80 578,89	10 120,72	36,12%	12,56%	34,32%
5 000 - 10 000	3	3	21 533,74	1 373,33	4,90%	6,38%	24,02%
>=10 000	8	7	265 649,15	10 947,34	39,07%	4,12%	8,04%
Razem	371	230	417 827,28	28 021,74	100,00%	6,71%	14,46%

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

Na dzień 31 marca 2009 roku ponad 39% 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 4,1%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ponad 1/3 subportfela akcji w OFE, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 12,6%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 31 marca 2009 roku wyniósł niespełna 14,5%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 500 mln do 5 mld zł – wynosił ponad 34%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 4,7%.

W odniesieniu do poziomów powyższych wskaźników na koniec września 2008 roku widoczny jest dalszy wzrost zaangażowania OFE wyrażony większym udziałem w

kapitalizacji i *free float* spółek na GPW, odpowiednio wzrost tych wskaźników wyniósł 1,2 pkt proc. i 3,5 pkt proc.

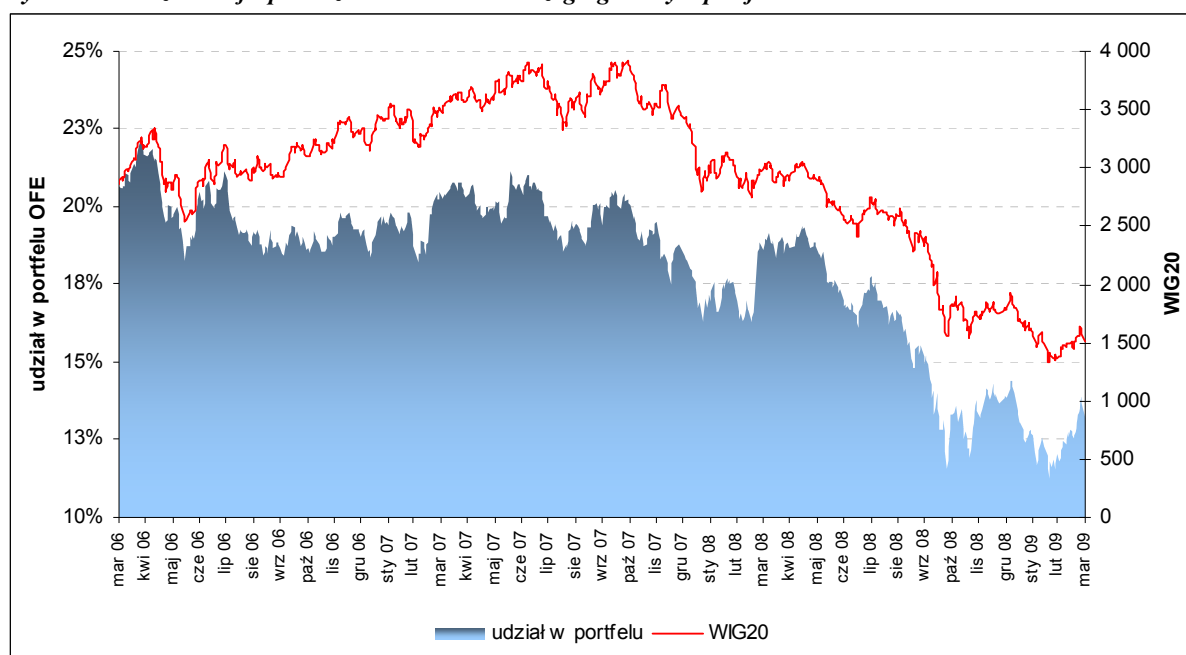
Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW i NewConnect w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 31.03.2009 roku

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 <i>free float</i> spółek GPW
<50	130	42	3 490,55	77,55	0,30%	2,22%	4,81%
50 - 100	66	43	4 742,44	273,49	1,05%	5,77%	11,90%
100 - 500	87	72	20 069,30	2 199,46	8,42%	10,96%	24,66%
500 - 1 000	23	20	16 657,63	2 481,75	9,50%	14,90%	35,25%
1 000 - 5 000	32	27	70 478,80	9 730,08	37,23%	13,81%	39,04%
5 000 - 10 000	3	3	21 533,74	1 373,33	5,25%	6,38%	24,02%
>=10 000	5	5	99 110,17	9 998,48	38,26%	10,09%	26,39%
Razem	346	212	236 082,63	26 134,14	100,00%	11,07%	29,57%

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

Analizując zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW (na dzień 31 marca 2009 roku kapitalizacja polskich spółek stanowiła 56,5% 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 i sytuacja ta nie zmieniła się w porównaniu do poprzednich analizowanych okresów. Na dzień 31 marca 2009 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 11% oraz prawie 30% we *free float* i zwiększył się w porównaniu do września 2009 roku.

Wykres 4.8. Udział akcji spółek z indeksu WIG20 w zagregowanym portfelu OFE a wartość indeksu WIG20



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

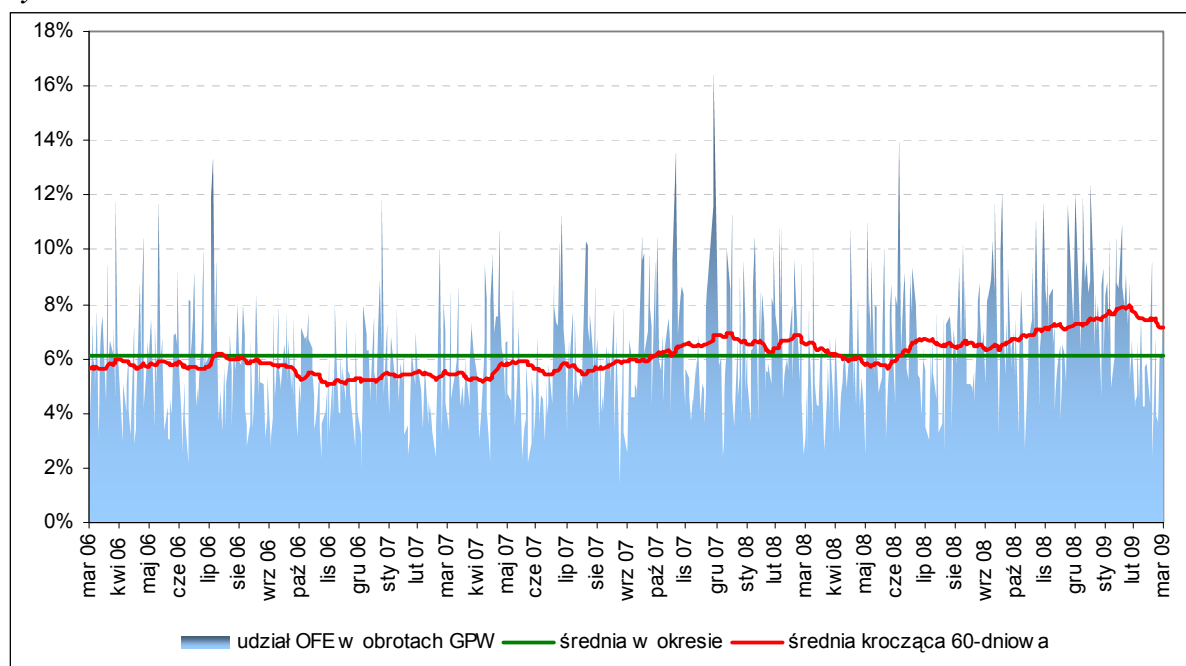
W strukturze subportfela akcyjnego OFE nadal istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W analizowanym okresie średni udział akcji spółek z tego indeksu w zagregowanym portfelu OFE wyniósł 18%, wykazując jednocześnie wyraźną tendencję spadkową wraz ze spadkiem ogólnego udziału akcji w portfelu (z maksymalnego poziomu 22% w kwietniu 2006 roku do niespełna 12% w lutym 2009 roku). Na koniec marca

2009 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła blisko 18,2 mld zł (spadek w okresie 3 lat o ponad 1,2 mld zł).

Akcje z indeksu WIG20 w prawie całym analizowanym okresie stanowiły ponad połowę subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 47,5% do 66,4%. Najniższy udział akcji z indeksu WIG20, poniżej 50% wartości instrumentów udziałowych, występował w I kwartale 2008 roku. Najwyższy wskaźnik, ponad 60%, pojawił się na początku i końcu analizowanego okresu.

Na dzień 31 marca 2009 roku udział OFE w kapitalizacji giełdowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 kształtował się na poziomie 8,7%, a we *free float* tych spółek 23,1%.

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



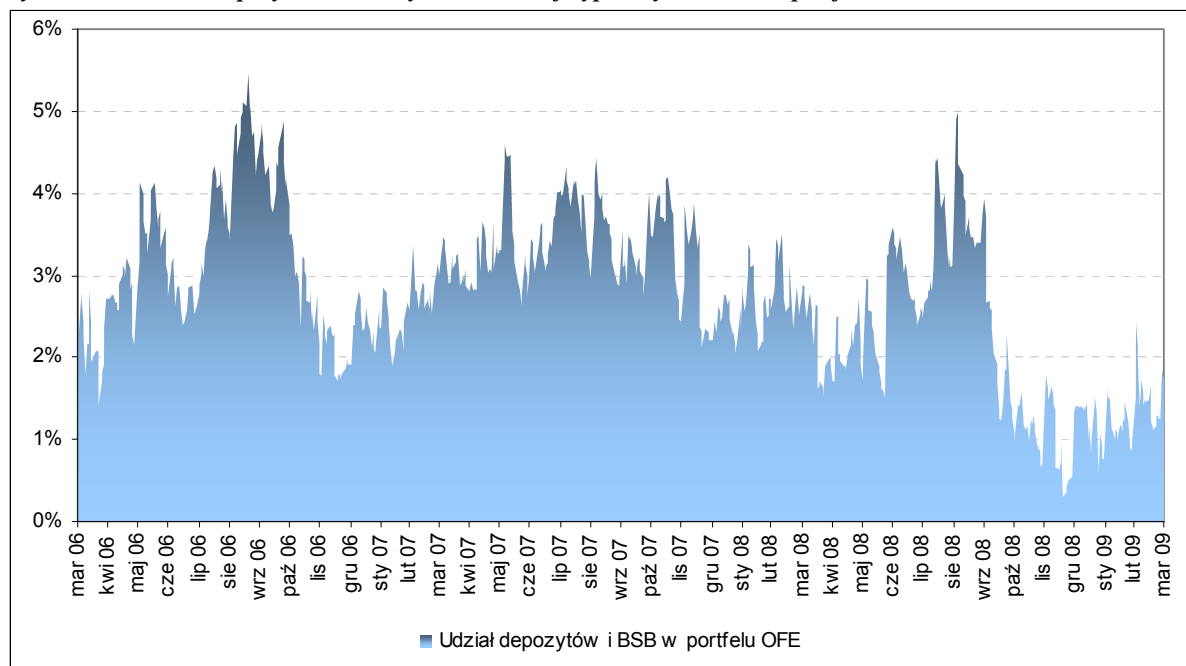
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6,1%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW w Warszawie z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przeważającym okresie w przedziale 5% – 7%, przy czym najwyższa była na przełomie 2007 i 2008 roku oraz w III-IV kwartale 2008 i na początku 2009 roku, czyli w okresie największych spadków na rynku.

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 (BSB). Celem tych transakcji jest przede wszystkim zarządzanie płynnością portfela inwestycyjnego ze względu na systematyczny napływ składek członków do funduszy oraz okresowe transfery zarówno wchodzące jak i wychodzące. Tego rodzaju inwestycje są pomocne również w przeprowadzaniu zmian w alokacji aktywów dostosowujących portfele OFE do uwarunkowań rynkowych.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE.

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 3,07% przy wartościach w przedziale 0,3% – 5,45%. Na uwagę zasługuje ostatnie półrocze, w którym udział depozytów i transakcji BSB w portfelu OFE wyraźnie się zmniejszył, co mogło wynikać z sytuacji braku zaufania na rynku międzybankowym oraz bardzo korzystnych warunków na rynku obligacji skarbowych.

W okresie od 31 marca 2006 roku do 31 marca 2009 roku depozyty bankowe oraz transakcje typu buy sell back były zawierane przez OFE przede wszystkim w walucie krajowej. Depozyty bankowe w walucie obcej stanowiły średnio zaledwie 0,01% portfela 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	1,80	708 521,06	46,39	4,42%
Buy sell back	2,97	827 678,55	116,05	4,60%

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 1,5 mld złotych. Zarządzający OFE częściej lokowali wolne środki dokonując operacji buy sell back niż zakładając depozyty: inwestycje te stanowiły odpowiednio 54% i 46% 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.