



INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ

FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

31.03.2014 – 31.03.2017

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

**SŁOWA KLUCZOWE: KNF, PTE, OFE, PFE, IKE, IKZE, STOPA ZWROTU, AKTYWA NETTO,
SKŁADKI, CZŁONKOWIE, PORTFEL INWESTYCYJNY, RENTOWNOŚĆ.**

Spis treści

SYNTEZA.....	5
1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM	6
1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	6
1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH	8
1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH	11
1.4 RYNKI ZAGRANICZNE.....	13
2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA	15
2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	15
2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	17
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	17
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	18
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	20
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	23
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	23
3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE.....	24
3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE	24
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	29
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	30
4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH	31
4.1 STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH	31
4.1.1 <i>Otwarte fundusze emerytalne.....</i>	<i>31</i>
4.1.2 <i>Dobrowolne fundusze emerytalne</i>	<i>38</i>
4.1.4 <i>Pracownicze fundusze emerytalne</i>	<i>40</i>
4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH ..	41
4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	45
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	47

Synteza

Przyjęte pod koniec 2013 r. przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołują dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego, jak i dla sytuacji finansów publicznych. Zapowiadane kolejne zmiany w systemie emerytalnym zakładają przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne, zmianę charakteru środków zarządzanych przez OFE oraz przekazanie ich części na Fundusz Rezerwy Demograficznej.

Na koniec marca 2017 roku do 12 OFE należało blisko 16,4 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 167,6 mld zł. W tym czasie do 3 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 39,1 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 8 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 91,3 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 217,3 mln zł.

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku oraz od 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku członkowie OFE mieli czas na złożenie oświadczenia dotyczącego przekazywania ich składki emerytalnej do OFE części (2,92% podstawy wymiaru). Według danych ZUS, oświadczenia takie złożyło blisko 2,6 mln osób, czyli około 15,8% członków OFE. W ciągu ostatnich trzech lat do OFE trafiło 12,4 mld zł składek. W związku ze spadkiem liczby osób wnoszących składki i obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 8,2% do 17,4%. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 6,7% do 12,5%.

W wyniku systemowych zmian prawnych OFE stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Ustawowy zakaz inwestowania w skarbowe instrumenty dłużne i zwiększenie dostępności instrumentów notowanych na zagranicznych rynkach finansowych bez określenia bezpiecznego benchmarku postawił zarządzających portfelami w zupełnie nowej sytuacji. Prowadzenie działalności w zmienionym otoczeniu prawnym i rynkowym wymaga większej aktywności, ale też zwrócenia szczególnej uwagi na aspekt zarządzania ryzykiem rynkowym i operacyjnym.

Po przekazaniu aktywów z OFE do ZUS w lutym 2014 roku, inwestycje OFE koncentrowały się na instrumentach udziałowych. Na koniec marca 2017 r. udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 79%, część dłużna stanowiła 8%, depozyty bankowe 6%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe 7%.

OFE utrzymywały silną pozycję wśród uczestników GPW. Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec marca 2017 r. 10%, a udział we free float 15%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 20%, a udział we free float 41%.

Od 2014 roku otwarte fundusze stanęły po stronie podażowej na GPW, przy jednoczesnym zwiększaniu inwestycji poza granicami kraju. Ostatnie cztery kwartały analizowanego okresu to już jednak przewaga wartości transakcji kupna nad transakcjami sprzedaży realizowanymi na krajowym rynku kapitałowym. Średni dzienny udział OFE w obrotach GPW po stronie kupna był zbliżony do udziału w obrotach po stronie sprzedaży.

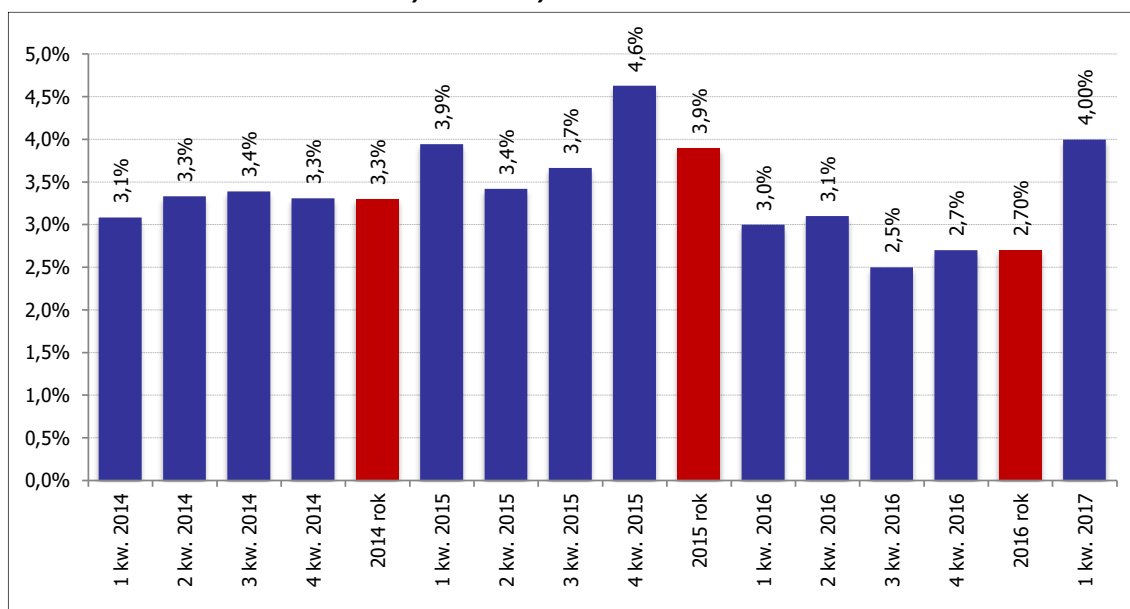
W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (53%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (35%). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (59%) i akcje notowane na GPW (32%).

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Po najniższym pokryzysowym roku 2013, kiedy to dynamika PKB spadła poniżej 2%, począwszy od I kwartału 2014, obserwujemy powrót na stabilną ścieżkę umiarkowanego wzrostu, na poziomie około 3,5%, co znalazło odzwierciedlenie również w innych wskaźnikach makroekonomicznych. Rok 2015 był bardzo podobny do dynamiki PKB odnotowanej w roku 2014, natomiast w 2016 dało się zaobserwować oznaki spowolnienia i średnioroczny wzrost wyniósł 2,7%. Od początku 2017 roku dało się zauważyć oznaki wyraźnego ożywienia, co przełożyło się na kwartalny wzrost na poziomie 4,0%, najwyższy od dwóch lat. Dobre perspektywy gospodarki zauważyły również agencje ratingowe, utrzymując ratingi na niezmiennym poziomie bądź polepszając perspektywę ratingową.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



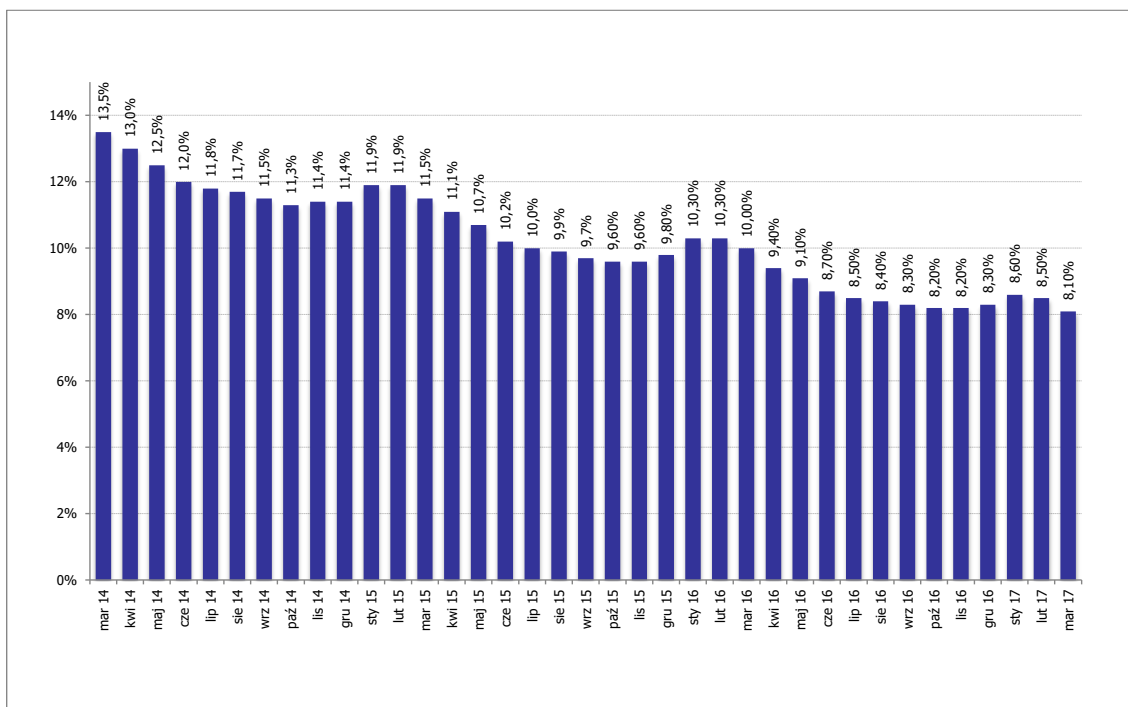
W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (ceny stałe)

Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano w marcu 2014 roku, kiedy to wynosił 13,5%. Stabilny wzrost gospodarczy, od początku 2014 roku, przekładał się na systematyczny spadek stopy bezrobocia, która na koniec marca 2017 roku wyniosła 8,1%, co jest najniższym poziomem od ćwierćwiecza. Pomimo lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2016, obserwujemy najwyższy wskaźnik zatrudnienia od czasu szokowej transformacji ustrojowej przeprowadzonej na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku.

Stopa bezrobocia w marcu 2017 spadła, do 8,1%, czyli najniższego poziomu od 1991 roku.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

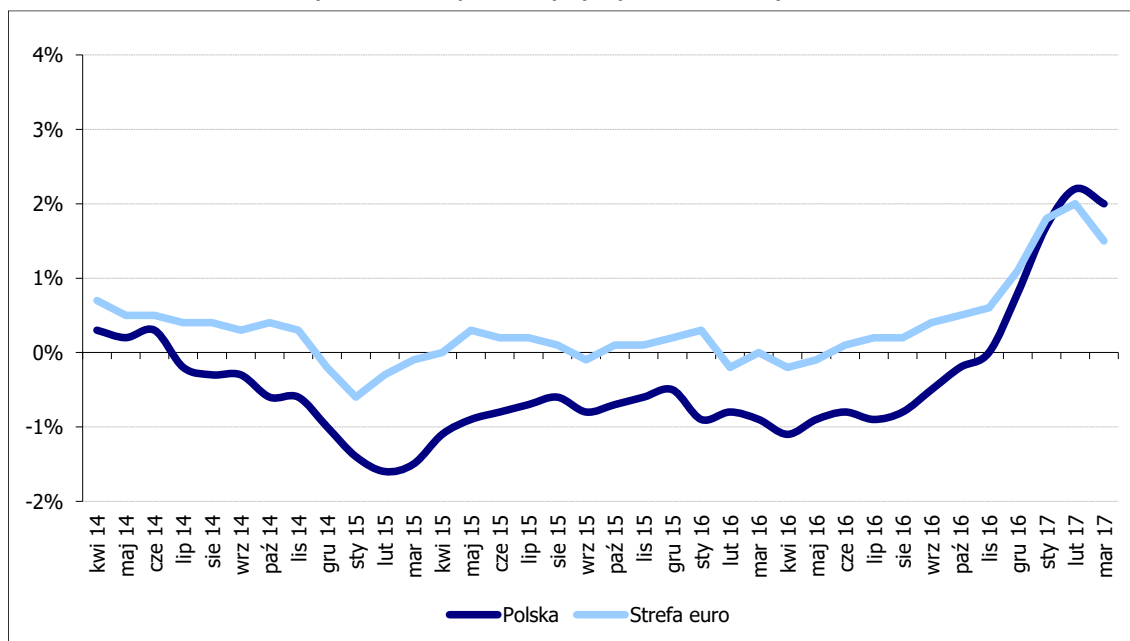


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (-1,6%) do 2,2%, przez większość czasu pozostając istotnie poniżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). W latach 2014-2016, zarówno deflacja w Polsce, jak i w strefie euro związana była ze spowolnieniem gospodarczym, przy czym inflacja w Polsce była niższa niż w strefie euro aż do pierwszego kwartału 2017, kiedy to wskaźniki wzrostu cen się zrównały. Pierwszy kwartał 2017 to gwałtowny wzrost inflacji zarówno w Polsce jak i strefie euro, związany z ożywieniem gospodarczym i innymi czynnikami.

W pierwszym kwartale 2017 roku inflacja w Polsce zrównała się z inflacją w strefie euro.

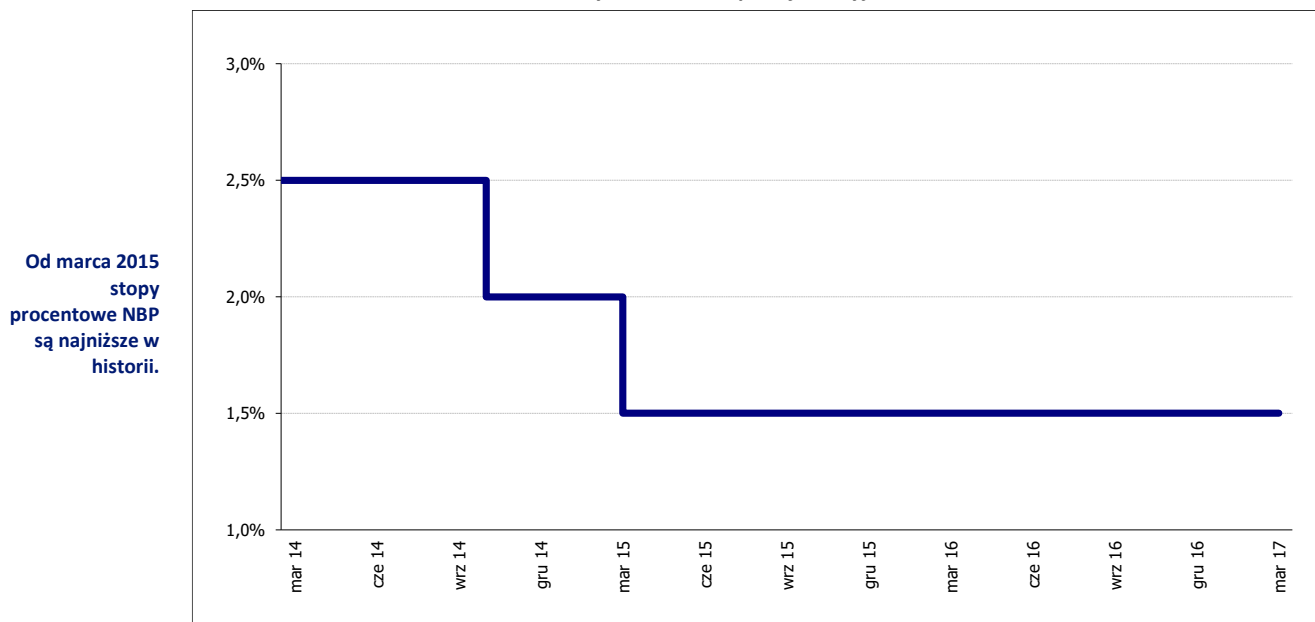
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny (analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100)

W ciągu analizowanych trzech lat Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych, każdorazowo o 50 punktów bazowych. Na koniec marca 2017 stopa referencyjna wynosiła 1,50% i była najniższa w historii, wciąż jednak pozostając powyżej rekordowo niskich, czasami nawet ujemnych stóp strefy euro. Dwa lata, od marca 2015, to również najdłuższy okres w historii bez zmiany stopy referencyjnej. Pomimo wyraźnego przyspieszenia inflacji, większość analityków nie przewiduje podniesienia stóp procentowych w 2017 roku.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



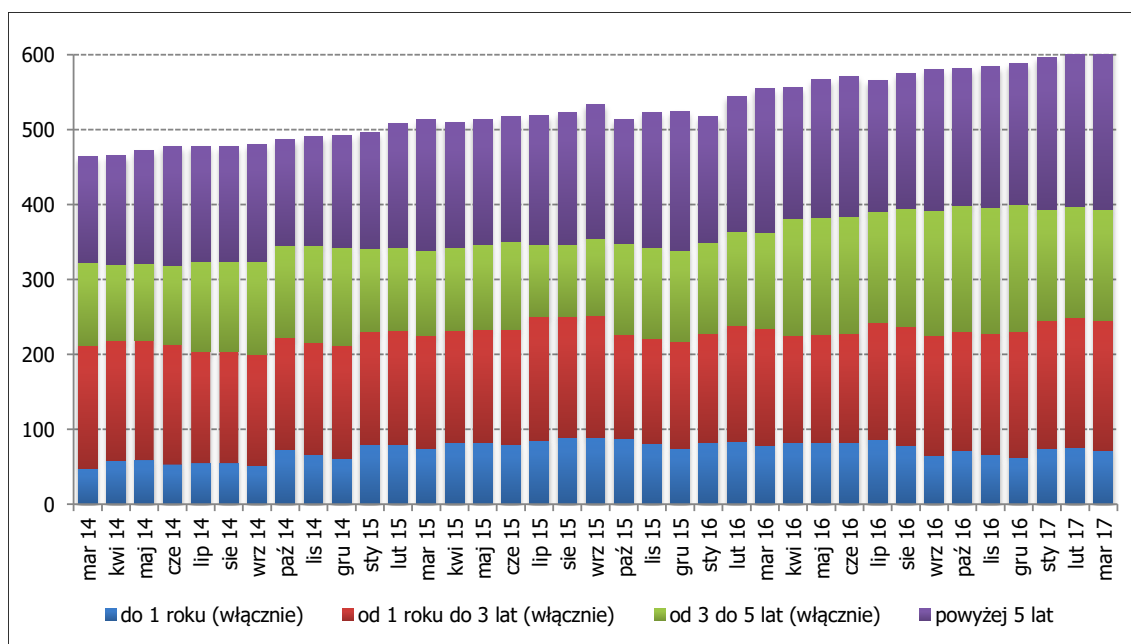
Źródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec marca 2017 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 941,4 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 27,5%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (639 mld zł), stanowiący 68% całkowitego zadłużenia SP. Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 228 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 302 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 15,3%. O ile w przypadku długu krajowego jego wzrost można tłumaczyć zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa, o tyle za wzrost nominalnego długu zagranicznego odpowiada również istotne osłabienie polskiej waluty w analizowanym okresie.

Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wynosił 941 mld zł.

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

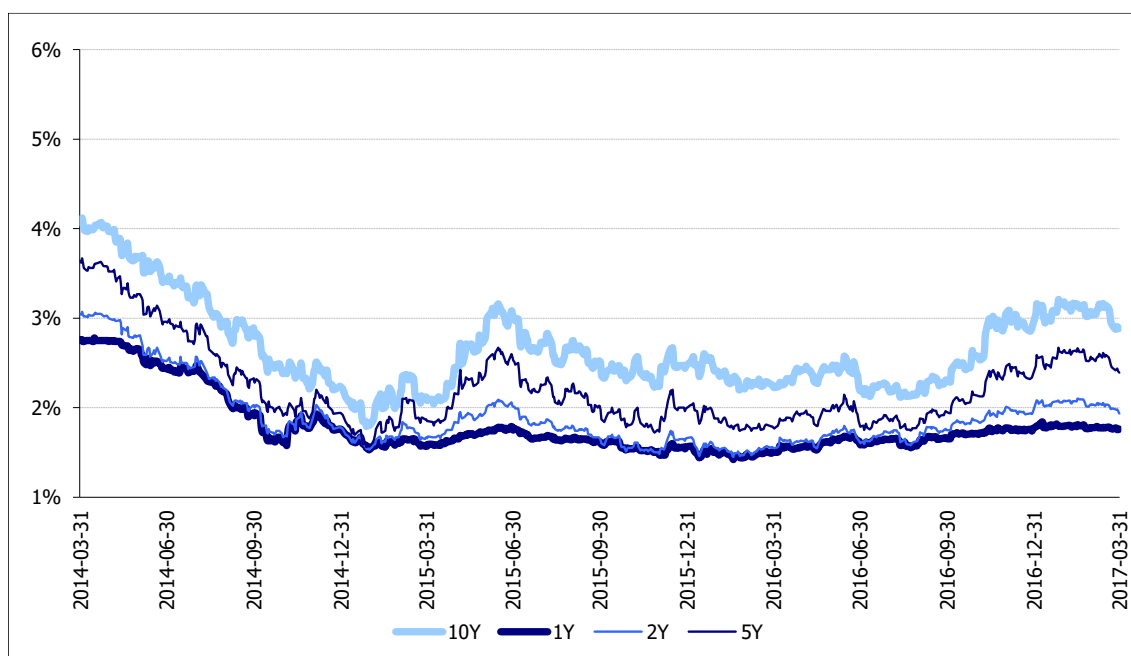


Źródło: Ministerstwo Finansów

Od czwartego kwartału 2016 rośnie rentowność instrumentów skarbowych.

W okresie od marca 2014 do września 2016 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją spadkową z poziomu około 4% do około 2%. Od czwartego kwartału 2016 obserwujemy wzrost rentowności, szczególnie papierów średnio i długoterminowych, co może być związane z wyższą niepewnością i zmieniającymi się oczekiwaniami inwestorów.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

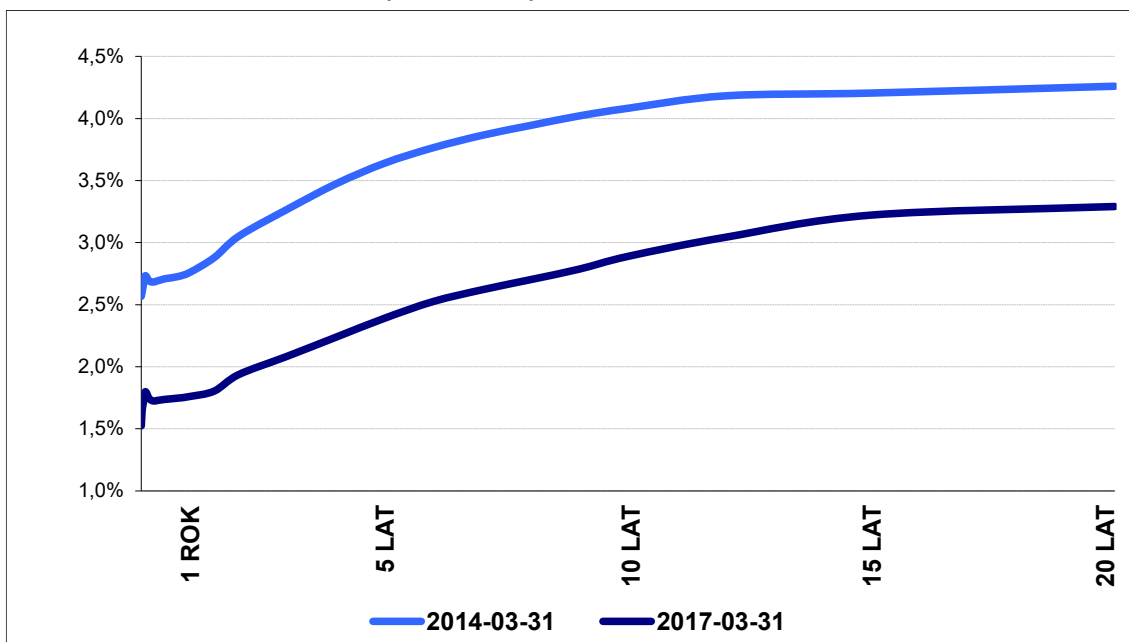


Źródło: Reuters

Terminowa struktura stóp procentowych w Polsce w 2017 roku jest zbliżona do klasycznego kształtu krzywej rentowności

W okresie objętym analizą nastąpiło znaczące przesunięcie krzywej zerokuponowej w dół na całej jej długości, w podobnym stopniu na wszystkich poziomach zapadalności. W marcu 2017 roku krzywa rentowności była zbliżona do klasycznego kształtu, choć jej koniec – dla najdłuższych rentowności, był niemalże linią poziomą.

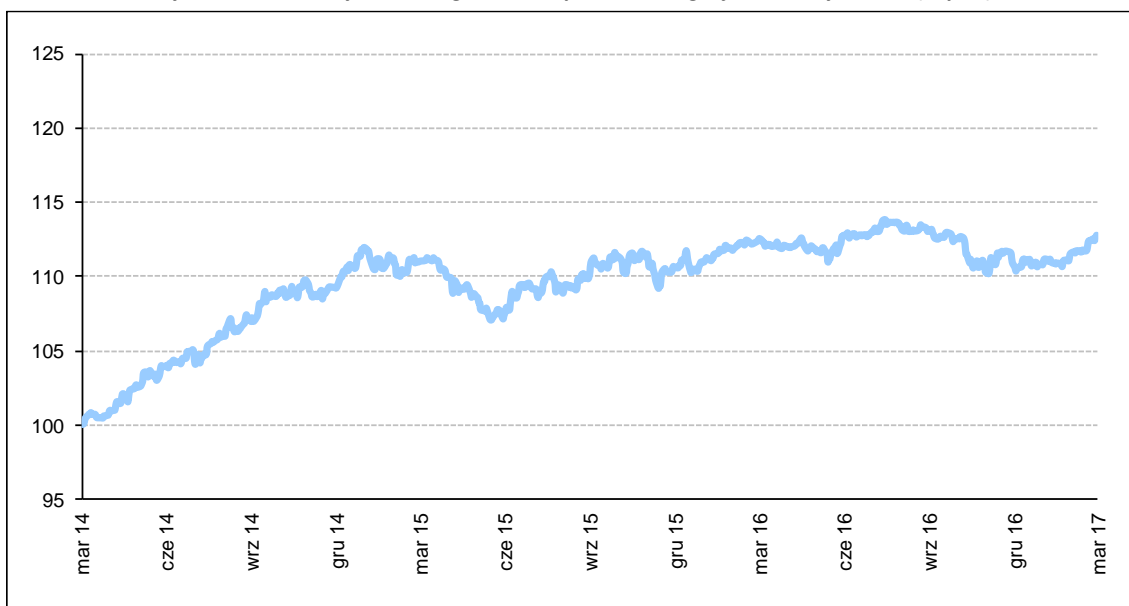
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 12,7%, co jest wartością wyraźnie niższą niż w poprzednich analizowanych trzyletnich interwałach. Indeks stabilizuje się wyraźnie od roku 2015, jako efekt rekordowo niskich stóp procentowych.

Wykres 1.8. Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)

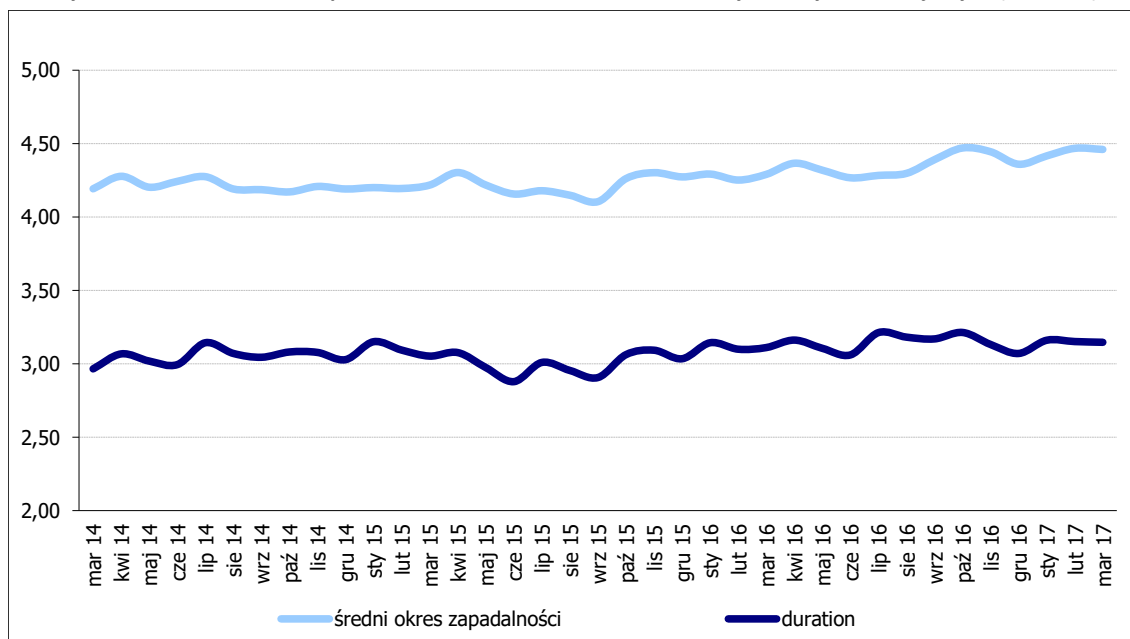


Wartość na dzień 31.03.2014 = 100

Źródło: Reuters (FTSE Poland Government Total Performance Index), obliczenia własne.

Średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów pozostawała stabilna, z lekkim trendem wzrostowym od trzeciego kwartału 2017. Na koniec marca 2017 wynosiła ona cztery i pół roku. Średnia duration skarbowych papierów wartościowych na początku okresu wynosiła niecałe trzy lata i wzrosła do poziomu 3,15 na koniec analizowanego okresu.

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



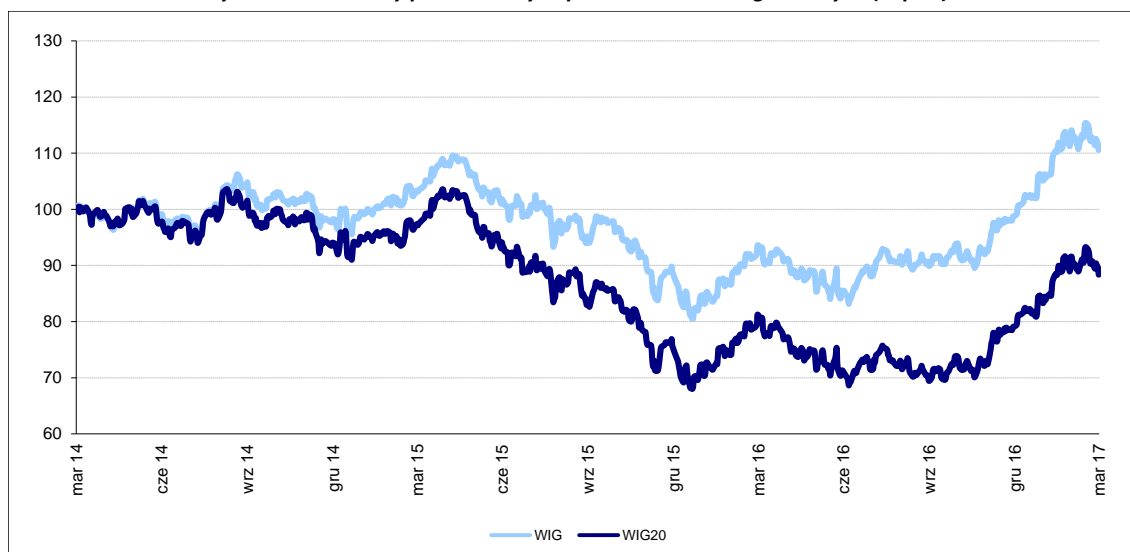
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od marca 2014 do marca 2017 na GPW można podzielić na cztery podokresy – pierwsze pięć kwartałów to trend boczny z umiarkowanymi wahaniami, kolejny rok to bardzo wyraźne spadki, kiedy indeksy traciły ponad 20% swej wartości. Rok 2016 to znowu trend boczny, ale przy dużych wahaniami, wreszcie pierwszy kwartał 2017 roku to bardzo wyraźne odbicie, w którym indeks WIG zniwelował spadki z poprzednich dwóch i pół roku. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 10,6% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 11,6%.

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 10,6%, a indeks WIG20 stracił 11,6%.

Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)



Wartość na dzień 31.03.2014 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. Rok 2014 to rok wahań, choć jeszcze bez oznak recesji, rok 2015 to wyraźne spadki najważniejszych indeksów, a rok 2016 zakończył się wyraźnymi wzrostami, szczególnie w segmencie średnich spółek. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahania odnotowywał indeks małych spółek WIG80. W pierwszym kwartale 2017 roku obserwujemy wyraźne i zaskakująco równomierne wzrosty wszystkich indeksów. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek była bardzo zbliżona do wartości rynkowej spółek zagranicznych.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

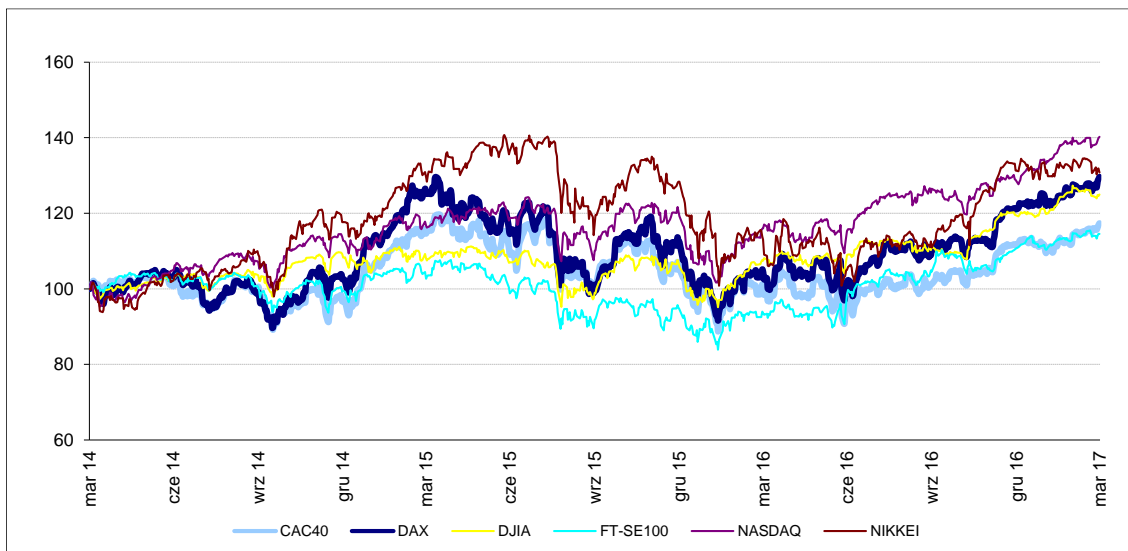
Rok	I-III 2017	2016	2015	2014
Liczba spółek	486	487	487	471
w tym zagraniczne	53	53	54	51
liczba debiutów	3	19	30	28
liczba wycofań	4	19	13	7
Wartości indeksów				
WIG30	2 516	2 243	2 076	2 488
WIG20	2 176	1 948	1 859	2 316
mWIG40	4 744	4 216	3 567	3 483
sWIG80	16 382	14 259	13 211	12 108
WIG	57 911	51 754	46 467	51 416
Stopy zwrotu indeksów				
WIG30 (%)	12,17%	8,08%	-16,56%	-1,97%
WIG20 (%)	11,71%	4,77%	-19,72%	-3,54%
mWIG40 (%)	12,53%	18,18%	2,40%	4,13%
sWIG80 (%)	14,89%	7,93%	9,11%	-15,55%
WIG (%)	11,90%	11,38%	-9,62%	0,26%
Kapitalizacja (w mln zł)				
Spółki łącznie	1 260 006	1 115 720	1 082 862	1 252 958
Krajowe	621 262	557 124	516 785	591 165
Zagraniczne	638 744	558 596	566 077	661 793
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	68 551	202 293	225 287	232 864
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	66 708	189 451	203 464	205 297

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych w omawianym okresie była korzystniejsza niż w Polsce, wszystkie najważniejsze indeksy zagraniczne odnotowały wzrosty. Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie najwyższą dynamikę wzrostu osiągnął indeks NASDAQ a najniższą FT-SE100, niemniej ostatnie trzy kwartały analizowanego okresu cechowała bardzo wysoka korelacja i trend wzrostowy wszystkich indeksów.

Wykres 1.11. Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)



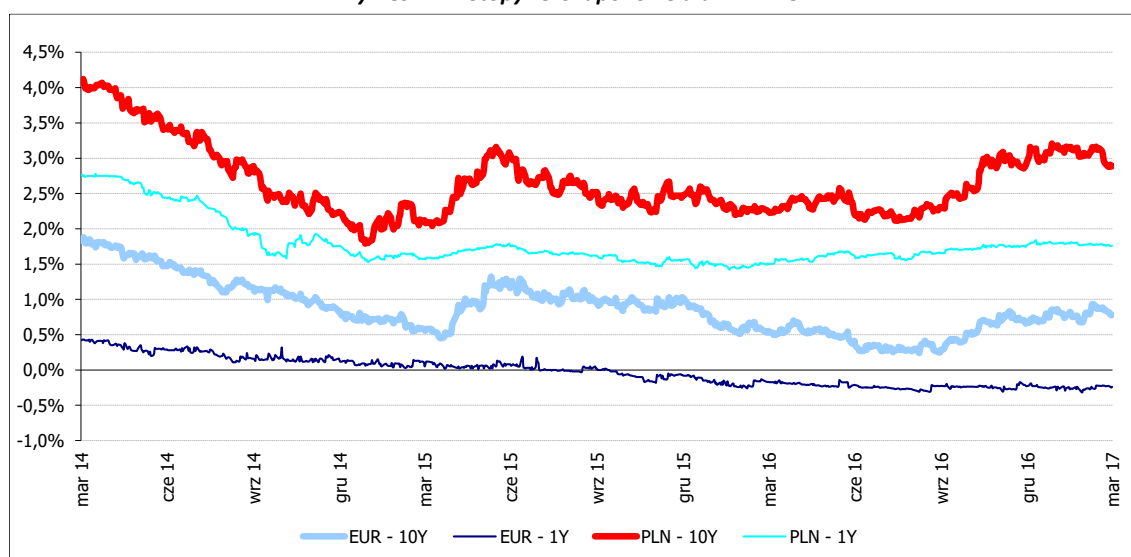
Wartość na dzień 31.03.2014 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym w obu przypadkach różnica między stopami instrumentów rocznych a dziesięcioletnich była mniejsza niż jeden punkt procentowy przez większą część okresu. Od czwartego kwartału 2016 roku obserwujemy wzrost rentowności polskich stóp. Na koniec pierwszego kwartału 2017 stopy były rekordowo niskie w strefie EURO, przy czym już od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa w strefie euro zeszła poniżej zera (do poziomu -0,2%).

W marcu 2017 roku roczna stopa zerokuponowa strefy euro wynosiła -0,24%.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

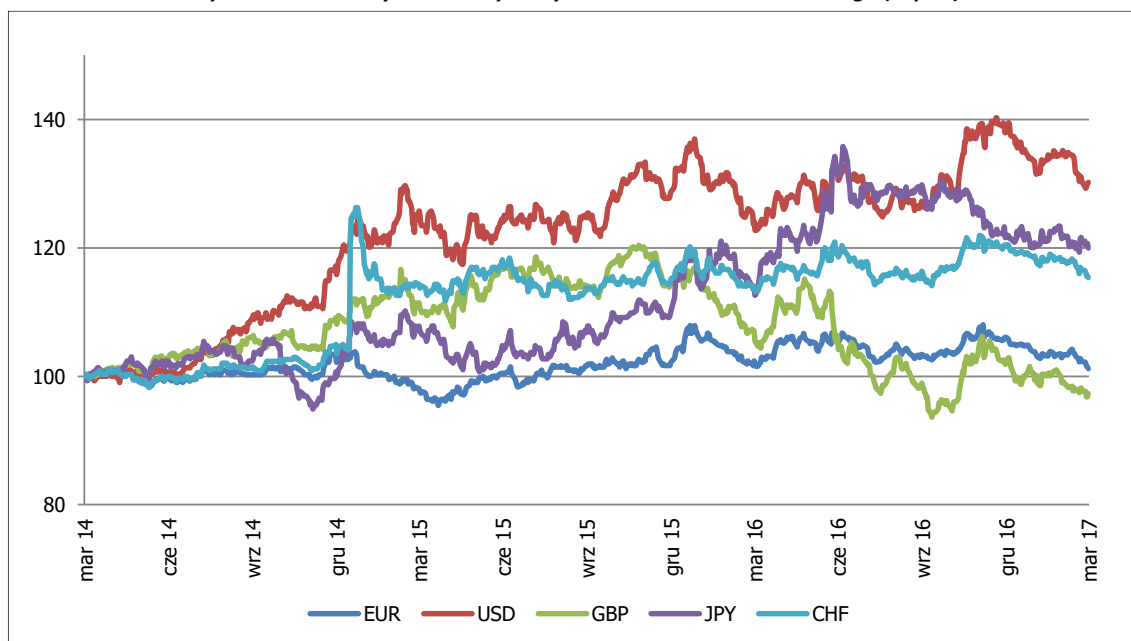


Źródło: Reuters

W analizowanym okresie, funt brytyjski osłabił się a dolar amerykański wyraźnie umocnił się względem złotego.

Okres od marca 2014 do marca 2017 roku to czas osłabienia kursu polskiej waluty. Początek roku 2015 to seria zawirowań na światowych rynkach walutowych – bardzo wyraźne umocnienie się dolara względem euro, powodujące zbliżenie się niemalże do psychologicznej granicy zrównania kursów. Decyzja Centralnego Banku Szwajcarii ze stycznia 2015 roku o rezygnacji z obrony kursu CHF zaowocowała bardzo gwałtownym umocnieniem franka, z ekstremalnym kilkunastoprocentowym skokiem kursu w ciągu jednego dnia. Wynik brytyjskiego referendum o wyjściu z UE w czerwcu 2016 roku zaowocował z kolei znacznym osłabieniem funta w kolejnych miesiącach. Wreszcie rozpoczęcie przez FED cyklu podwyżek stóp procentowych w USA to kolejne umocnienie się dolara względem reszty walut. W analizowanym okresie złotówka umocniła się tylko względem funta, pozostawała stabilna względem euro i znacząco osłabiła się względem dolara, jena i franka szwajcarskiego.

Wykres 1.13. Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)



Wartość na dzień 31.03.2014 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2017 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało blisko 16,4 mln członków, co oznacza, że w ciągu 36 miesięcy liczba członków spadła o 328 tys. W związku z wejściem w życie ustawy z dnia 6 grudnia 2013 r. „o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych” ZUS nie przeprowadza losowań do OFE osób wchodzących na rynek pracy oraz podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu i którzy samodzielnie nie przystąpili do żadnego OFE. Ostatnie takie losowanie miało miejsce w styczniu 2014. Od lutego 2014 roku obserwujemy powolny, ale systematyczny spadek liczby członków OFE. Prawie nikt spośród osób wchodzących na rynek pracy nie przystępuje samodzielnie do OFE, co skutkuje tym, że cała ich składka emerytalna jest przekazywana do ZUS.

Na koniec marca
2017 roku do
OFE należało
16,4 mln
członków.

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 11,5 tys. nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić osiągnięcie przez członka wieku emerytalnego, przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa. W ciągu ostatnich 3 lat tylko w jednym otwartym funduszu emerytalnym, Allianz Polska OFE, nastąpił przyrost liczby członków. Wzrost ten nastąpił jednak głównie w następstwie przejścia OFE WARTA.

Tabela 2.1. Zmiana liczby członków OFE

OFE	Liczba członków w dniu 31.03.2014	Saldo transferów	Umowy pierwszorazowe	Liczba członków w dniu 31.03.2017*
AEGON OFE	940 278	-5 091	51	891 801
Allianz Polska OFE	668 845	-1 059	461	1 070 780
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 680 916	-4 241	901	2 626 213
AXA OFE	1 163 841	-2 828	327	1 145 026
Generali OFE	1 010 624	-1 371	560	993 563
MetLife OFE	1 610 450	-3 169	530	1 578 770
Nationale-Nederlanden OFE	3 078 661	23 855	6 650	3 056 611
Nordea OFE	999 206	911	472	980 719
Pekao OFE	341 935	-1 184	45	332 180
PKO BP Bankowy OFE	956 657	-2 455	361	935 858
OFE Pocztylion	594 591	-3 080	23	581 503
OFE PZU "Złota Jesień"	2 239 447	-75	1 077	2 182 523
OFE WARTA	418 310	-288	0	-
Razem	16 703 761	0	11 458	16 375 547

*Zestawienie nie wyczerpuje wszystkich czynników wpływających na zmianę liczby członków w analizowanym okresie, np. zgonów członków, weryfikacji rejestrów bądź wyjścia członka z systemu OFE

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

W związku ze zniesieniem z dniem 1 lutego 2014 roku losowania jako formy uzyskania członkostwa w OFE, fundusze emerytalne pozyskiwały członków przede wszystkim na rynku wtórnym, czyli spośród członków OFE, którzy zdecydowali się zmienić fundusz w trakcie sesji transferowych. Trzeba pamiętać, że saldo każdej sesji transferowej na całym rynku OFE jest zerowe (pomijając inne czynniki wpływające na zmianę liczby członków OFE, w wyniku sesji transferowej łączna liczba członków OFE nie ulega zmianie). W analizowanym okresie tylko dwa fundusze odnotowały wzrost liczby członków w wyniku sesji transferowych, a największym ich beneficjentem był Nationale-Nederlanden OFE (dodatkowo saldo wyniosło 23,9 tys. osób).

Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Miało to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. Niewielki wzrost tej liczby nastąpił w okresie składania deklaracji o przekazywaniu składek do OFE.

Średnio w czasie sesji transferowej zmieniło fundusz 3,5 tys. osób.

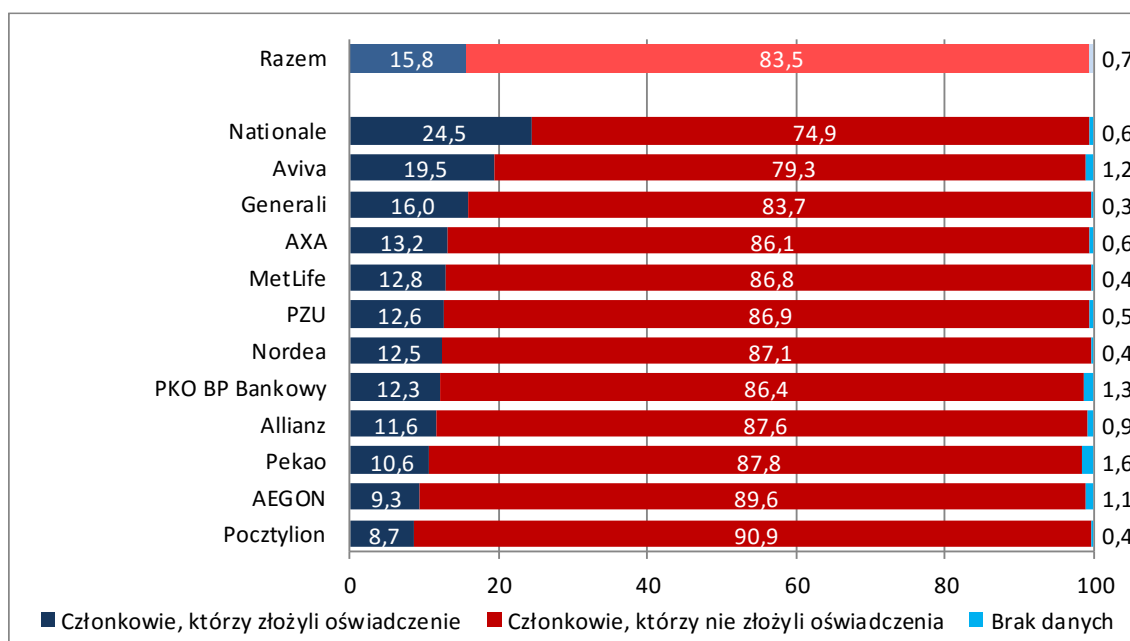
W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała 3,5 tys. osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 41,7 tys. członków, czyli więcej niż samodzielnie wybrało fundusz.

Na początku 2009 roku rozpoczęła się dekulacja środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Przed 1 lutego 2014 roku, OFE przekazywały środki z przeznaczeniem na wypłaty emerytur okresowych dokonywane przez ZUS. Przepisy pozwalały także na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej, co wiązało się z przekazaniem środków z OFE na dochody budżetu państwa. Nowelizacja przepisów prawa, która weszła w życie w lutym 2014 roku zmieniła zasady wypłaty emerytur w części kapitałowej. Obecnie, w przypadku uzyskania uprawnień emerytalnych całość kapitału emerytalnego zgromadzonego w OFE przekazywana jest do ZUS lub na dochody budżetu państwa, a wypłaty świadczeń realizowane są ze środków, którymi dysponuje ZUS.

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku każdy członek OFE miał możliwość złożenia do ZUS oświadczenia o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE po 1 lipca 2014 roku. Od 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku ubezpieczeni ponownie mogli podjąć decyzję o zmianie alokacji części składki emerytalnej między OFE i ZUS, przy czym jeżeli ubezpieczony nie chciał zmieniać decyzji podjętej w poprzednim okienku transferowym, to nie musiał składać żadnej deklaracji. Według stanu na koniec marca 2017 roku członkowie, którzy złożyli takie oświadczenie w pierwszym lub w drugim okienku transferowym, stanowili około 16% wszystkich członków OFE. W poszczególnych funduszach odsetek ten wahał się od 9% w OFE Pocztylion do 25% w Nationale-Nederlanden OFE. Osoby, które nie złożyły oświadczenia o przekazywaniu części składki do OFE nadal pozostają członkami OFE, a fundusze zarządzają ich aktywami zgromadzonymi przed 1 lipca 2014 roku i dlatego łączna liczba członków OFE nie uległa istotnej zmianie.

Tylko 15,8% członków OFE przekazuje część składki emerytalnej do OFE.

Wykres 2.1. Oświadczenia o przekazywaniu składki do OFE na 31.03.2017 (w %)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2017 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 39,1 tys. członków. W ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 33%. Było to konsekwencją zmian formy prowadzenia programów emerytalnych z funduszu emerytalnego na umowę z towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Do PFE należy
39,1 tys.
członków.

Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2014 r. nastąpiła zmiana formy i zarządzającego Pracowniczym Programem Emerytalnym „Słoneczna Jesień”. Program emerytalny prowadzony jest obecnie w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego.

W związku ze zmianą formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego, w I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA, również zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017
PFE NESTLE POLSKA	2 759	3 056	-	-
PFE "Nowy Świat"	7 394	7 134	6 908	6 657
PFE Orange Polska	32 014	31 419	30 654	28 930
PFE UNILEVER POLSKA	2 979	3 218	3 376	3 489
PFE Słoneczna Jesień	12 751	-	-	-
Razem	57 897	44 827	40 938	39 076

Źródło: Sprawozdania PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec marca 2017 roku na rynku działało osiem DFE, do których należało 91,3 tys. członków. Warto zauważyć, że w styczniu 2016 roku nastąpiło przejście zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej. Według danych na 31 marca 2017 roku konta IKZE w DFE posiadało 87,4 tys. ubezpieczonych, natomiast konta IKE 2,9 tys., a około 1 tys. posiadało zarówno konto IKE, jak i IKZE.

Do DFE
należy
91,3 tys.
członków.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017
Allianz DFE	467	700	799	927
Generali DFE	8	7	7	11
MetLife DFE	2 518	2 789	2 937	2 936
Nationale-Nederlanden DFE	577	1 190	3 025	5 221
Nordea DFE	121	466	44	-
DFE Pekao	6 434	10 673	12 270	14 140
PKO DFE	2 299	3 517	6 505	8 212
DFE Pocztylion Plus	2 973	3 076	3 115	3 100
DFE PZU	66 493	60 445	56 614	56 753
Razem	81 890	82 863	85 316	91 300

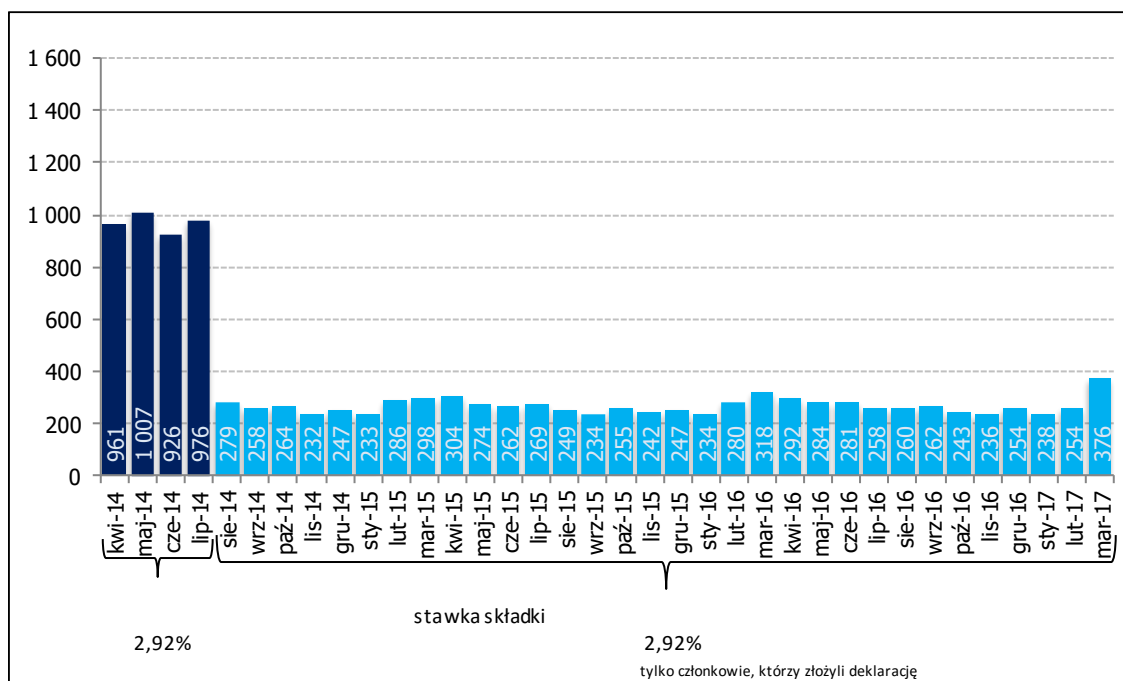
Źródło: Sprawozdania DFE

2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 12,4 mld zł składek.

W okresie od początku kwietnia 2014 roku do końca marca 2017 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 12,4 mld zł (łącznie z odsetkami z tytułu nieterminowego przekazania składek). Oznacza to, że średnio w miesiącu Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) przekazał do OFE składki w kwocie 340 mln zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w maju 2014 roku (1 mld zł), zaś najmniejsza w listopadzie 2014 roku (0,2 mld zł). Składka za dany miesiąc trafia do OFE w kolejnym miesiącu kalendarzowym, z tego względu ewentualne zmiany wysokości składek wpływają na wysokość przekazywanych kwot w kolejnym miesiącu po ich wprowadzeniu. Od lutego 2014 roku wskaźnik podstawy wymiaru składki wynosi 2,92%, z tym, że od lipca 2014 roku do OFE trafiają składki tylko tych członków, którzy w okresie od kwietnia do lipca 2014 roku lub od kwietnia do lipca 2016 roku złożyli w ZUS odpowiednie oświadczenie w tej kwestii.

Wykres 2.2. Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)

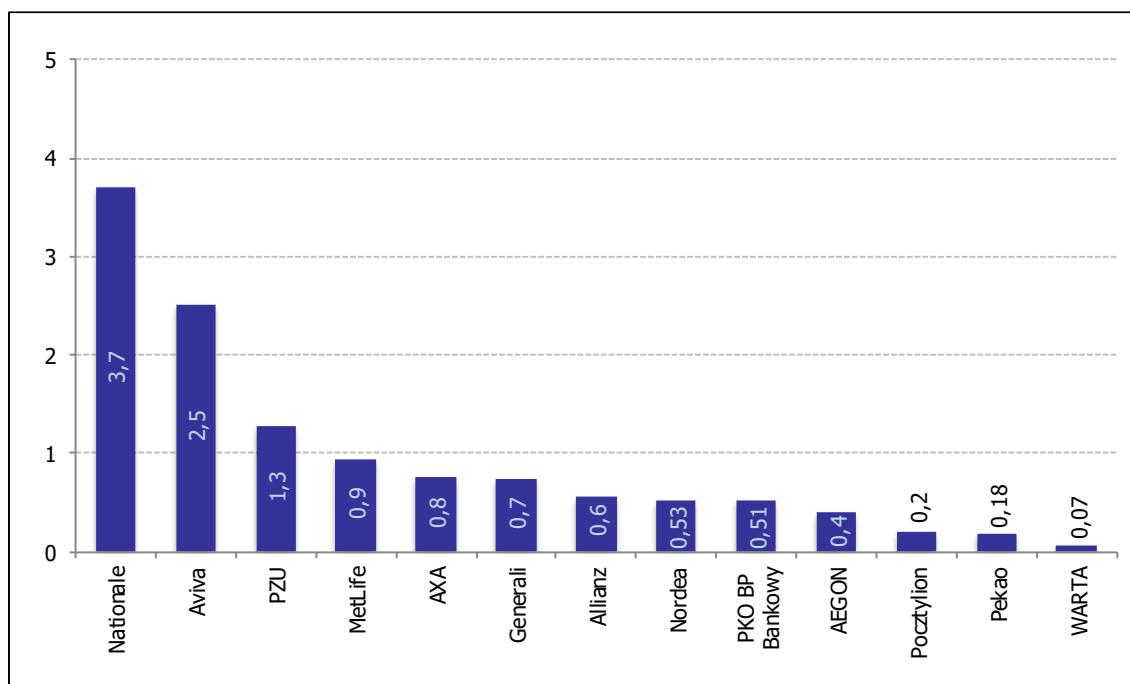


Źródło: Sprawozdania OFE

Połowa składek trafiła do Nationale-Nederlanden OFE oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK.

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Nationale-Nederlanden OFE (3,7 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (2,5 mld zł) – fundusze te otrzymały 50% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast OFE Pocztynion, Pekao OFE oraz OFE Warta (działający do września 2014 roku).

Wykres 2.3. Składki przekazane do OFE od 1.04.2014 do 31.03.2017 (mld zł)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

Od lutego 2014 roku obowiązują przepisy, zgodnie z którymi w okresie 10 lat poprzedzających osiągnięcie przez członka OFE wieku emerytalnego, zgromadzony przez niego kapitał jest przekazywany sukcesywnie do OFE. Od chwili rozpoczęcia tego procesu również całość jego bieżących składek emerytalnych przekazywana jest do ZUS. Mechanizm ten określany jest mianem suwaka bezpieczeństwa, gdyż jego głównym celem, wskazanym przez twórców, jest ochrona członków OFE przed tzw. ryzykiem złej daty, obciążającym ustalanie wartości całego kapitału emerytalnego według wyceny z jednego dnia, co może przełożyć się na znaczące obniżenie tej wartości w przypadku, gdy przeliczenie nastąpi w niesprzyjających warunkach rynkowych, np. chwilowego, ale znaczącego spadku cen instrumentów finansowych.

Tabela 2.4 Umożenia w ramach suwaka bezpieczeństwa (mln zł)

Nazwa OFE	2014	2015	2016	I kwartał 2017	Razem
AEGON	148,8	161,8	141,0	39,8	491,4
Allianz	148,4	164,8	145,3	41,0	499,5
Aviva	841,3	929,8	809,9	232,6	2 813,6
AXA	186,6	206,7	183,8	52,8	630,0
Generali	183,5	198,8	169,1	48,5	599,9
MetLife	389,6	423,8	359,6	101,9	1 274,9
Nationale -Niederlanden	776,4	847,2	729,5	209,3	2 562,4
Nordea	128,5	142,8	126,8	36,6	434,7
Pekao	54,7	58,6	49,3	14,0	176,6
PKO BP Bankowy	136,8	156,0	139,2	40,3	472,3
Pocztynion	88,1	94,4	80,3	22,5	285,3
PZU	597,7	671,1	579,7	166,1	2 014,6
Razem	3 680,4	4 055,7	3 513,7	1 005,6	12 255,3

Źródło: Sprawozdania OFE

Pierwsze przekazanie środków w ramach suwaka nastąpiło w IV kwartale 2014 roku i obejmowało okres od lutego 2014 roku. Łącznie OFE przekazały wówczas do ZUS kwotę 3,7 mld zł, co stanowiło 2,3% wartości aktywów netto OFE wg stanu na koniec września 2014 roku. Wystąpiło znaczące zróżnicowanie w zakresie wielkości środków przekazanych do ZUS przez poszczególne OFE, tak w ujęciu nominalnym jak i względnym. W 2015 roku OFE przekazały w

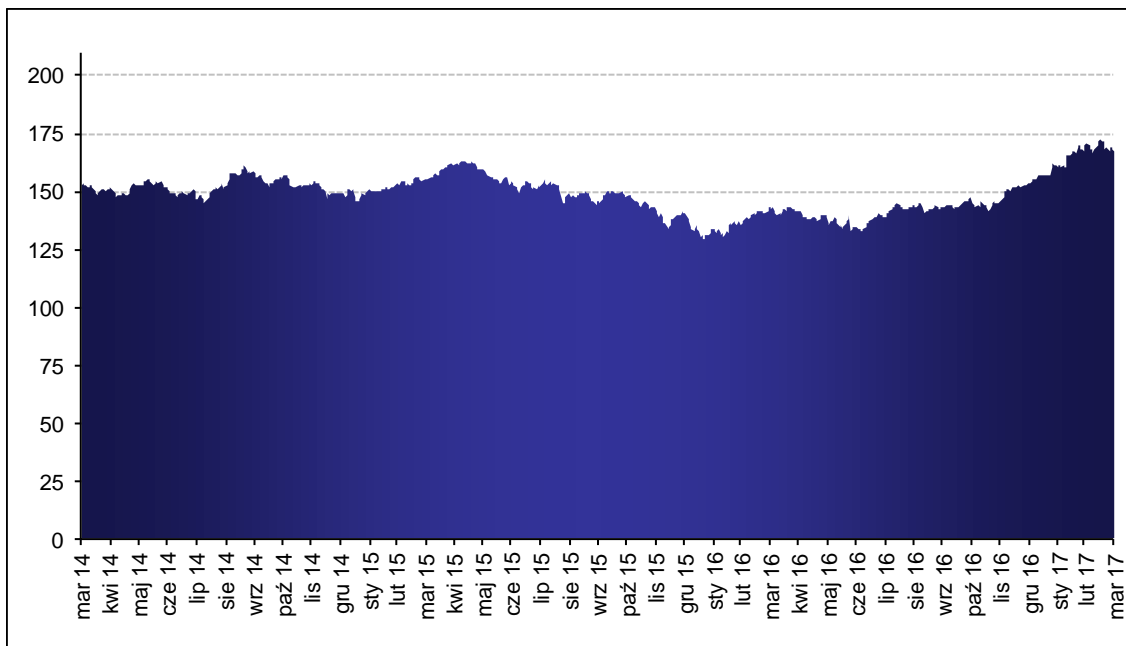
ramach suwaka ponad 4 mld zł, w 2016 roku było to 3,5 mld zł, a w pierwszym kwartale 2017 roku ponad 1 mld zł.

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca
2017 roku OFE
miały 167,6 mld zł
aktywów netto.

Na koniec marca 2017 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 167,6 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 15,7 mld zł.

Wykres 2.4. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Największe aktywa zgromadziły Nationale-Nederlanden OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec marca 2017 roku wyniósł 59,6%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o około 0,2 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły Allianz Polska OFE oraz Nationale-Nederlanden OFE (odpowiednio: 1,4 i 0,6 pkt. proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE zanotowały natomiast OFE PZU „Złota Jesień” oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (odpowiednio: 0,46 i 0,32 pkt. proc.).

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE

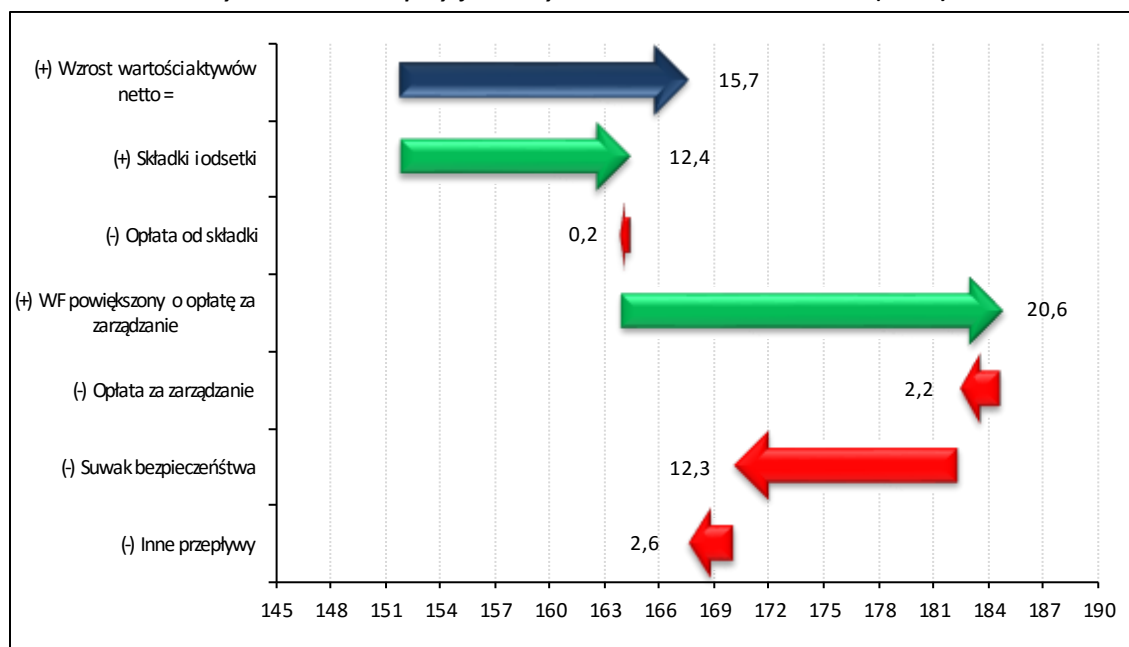
Nazwa OFE	31.03.2014		31.03.2017	
	wartość (mld zł)	udział w rynku	wartość (mld zł)	udział w rynku
AEGON OFE	6,4	4,2%	6,7	4,0%
Allianz Polska OFE	4,7	3,1%	7,5	4,5%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	33,8	22,3%	36,8	22,0%
AXA OFE	9,5	6,2%	10,8	6,4%
Generali OFE	7,6	5,0%	8,2	4,9%
MetLife OFE	12,1	8,0%	13,5	8,0%
Nationale-Nederlanden OFE	36,6	24,1%	41,4	24,7%
Nordea OFE	6,9	4,5%	7,8	4,7%
Pekao OFE	2,3	1,5%	2,5	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	6,7	4,4%	7,6	4,5%
OFE Pocztylion	2,9	1,9%	3,1	1,8%
OFE PZU "Złota Jesień"	20,4	13,4%	21,8	13,0%
OFE WARTA	2,0	1,3%	-	-
Razem	151,9	100,0%	167,6	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Wzrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 15,7 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 12,4 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 18,4 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota blisko 20,6 mld zł).

Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata za zarządzanie (wartość na poziomie 2,2 mld zł) oraz opłata od składki (0,2 mld zł).

Wykres 2.5. Dekompozycja zmiany WAN w ostatnich trzech latach (mld zł)



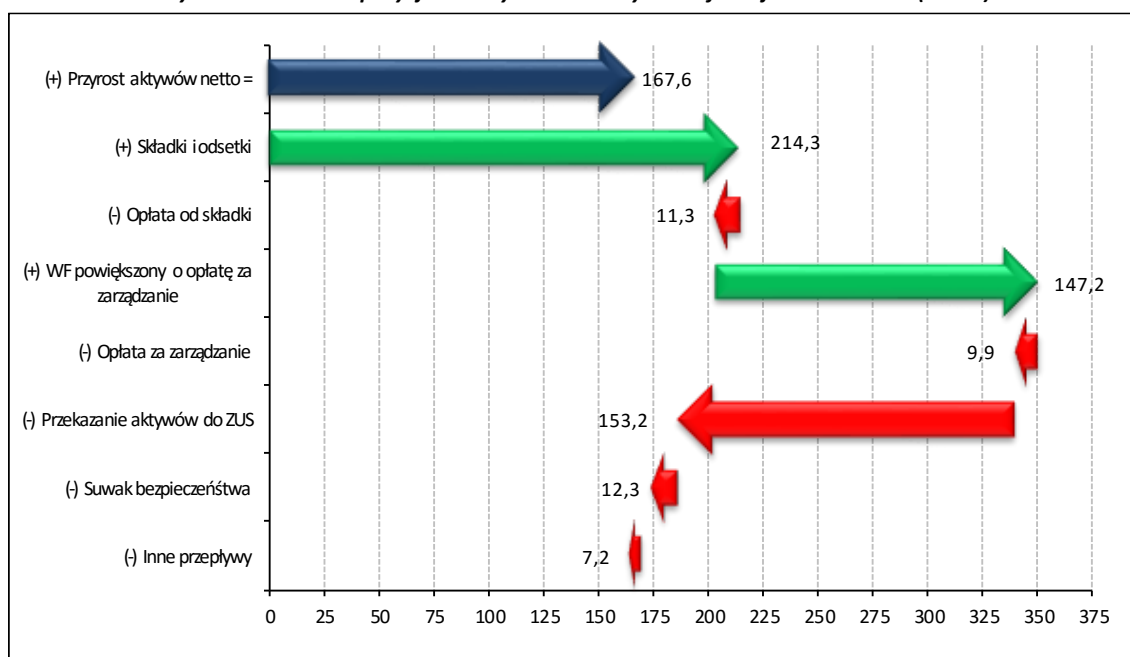
Źródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

W latach 2014-2016 oraz w pierwszym kwartale 2017 roku OFE przekazały do ZUS 12,3 mld zł, w związku z osiągnięciem przez część swoich członków wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego (tzw. suwak bezpieczeństwa).

W bilansach funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE i powodujące ich spadek o 2,6 mld zł. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań i umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE. Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w roku 2014 na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości blisko 1 mld zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE. Dodatkowo, w związku z tym, że wypłaty emerytur okresowych realizowane były przez ZUS, całość kapitałów emerytalnych tych osób została przekazana z OFE do ZUS, co także przekładało się na spadek wartości aktywów OFE.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2017 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (214,3 mld zł). Kolejne przepływy to aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) zmniejszające poziom aktywów oraz wynik finansowy netto (137,3 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie, jest to kwota 147,2 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,3 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (9,9 mld zł).

Wykres 2.6. Dekompozycja zmiany WAN za cały okres funkcjonowania OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, ZUS, obliczenia własne

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec marca 2017 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł. Oznacza to spadek w okresie trzech lat o blisko 12%. Jedną z przyczyn tego spadku było wycofanie się z rynku dwóch podmiotów na skutek zmiany formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego.

Na koniec marca 2017 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,8 mld zł.

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec marca 2017 roku 1,1% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych.

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Orange Polska S.A. Na koniec marca 2017 roku dysponował on aktywami o wartości 1,3 mld zł, co dawało mu 71,6% udziału w rynku.

Tabela 2.6. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)

PFE	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017
PFE NESTLE POLSKA	45 665,6	54 206,9	-	-
PFE "Nowy Świat"	397 868,0	421 159,3	416 703,7	441 274,2
PFE "Słoneczna Jesień"	395 244,0	-	-	-
PFE Orange Polska	1 193 868,6	1 301 589,2	1 287 902,5	1 318 882,4
PFE UNILEVER Polska	54 298,4	64 991,5	71 608,2	82 433,0
Razem	2 086 944,5	1 841 946,9	1 776 214,4	1 842 589,6

Źródło: Sprawozdania PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na dzień 31 marca 2017 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało osiem podmiotów. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 217,3 mln zł.

Na koniec marca 2017 roku aktywa netto DFE wyniosły 217,3 mln zł.

Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017
Allianz DFE	2 197,8	4 163,6	5 916,6	9 135,2
Generali DFE	49,2	66,5	101,0	197,9
MetLife DFE	15 088,3	22 268,3	24 361,0	29 967,9
Nationale-Nederlanden DFE	2 997,7	7 074,3	17 990,7	45 533,7
Nordea DFE	565,6	2 432,9	125,5	0,0
DFE Pekao	3 567,3	15 672,6	31 924,4	60 210,8
PKO DFE	3 112,6	7 227,1	20 089,0	39 003,5
DFE Pocztylion Plus	369,3	581,8	833,4	1 137,4
DFE PZU	6 595,2	10 845,8	18 121,8	32 111,0
Razem	34 543,1	70 332,9	119 463,3	217 297,4

Źródło: Sprawozdania DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 12,9% w okresie trzech lat.

W dniu 11 kwietnia 2017 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2014 roku do 31 marca 2017 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z października 2016 roku, wyniki wszystkich funduszy zdecydowanie się polepszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 12,921%. Było to dwudzieste szóste ustalenie przez organ nadzoru średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres obejmujący 3 lata dokonywane w okresach półrocznych. Należy również odnotować fakt, iż w wyniku zmian prawnych organ nadzoru nie ustala już wysokości minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 9,2 pkt. proc.

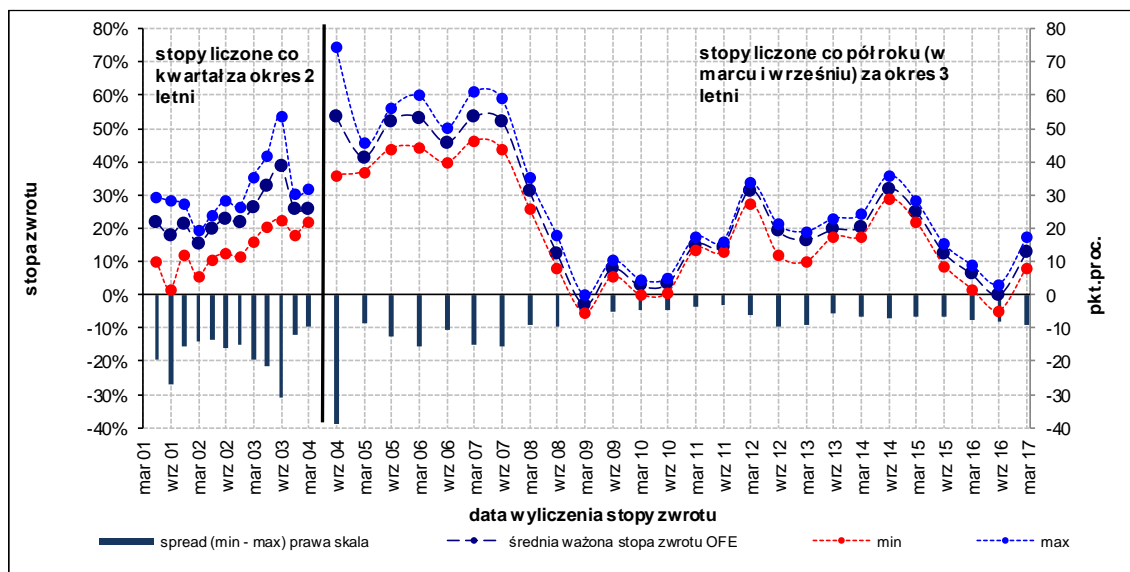
W analizowanym wszystkie OFE osiągnęły dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 17,38% uzyskał MetLife OFE, a najniższą 8,17% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 9,2 pkt. proc. i była większa o ok. 1 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	31.03.2014	31.03.2017	
MetLife OFE	36,37	42,69	17,377%
PKO BP Bankowy OFE	36,34	42,27	16,318%
AXA OFE	36,71	42,06	14,574%
Nordea OFE	39,21	44,64	13,849%
OFE PZU „Złota Jesień”	37,51	42,59	13,543%
OFE Pocztylion	34,00	38,60	13,529%
Allianz Polska OFE	35,65	40,13	12,567%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	36,80	41,24	12,065%
Pekao OFE	35,28	39,28	11,338%
Nationale-Nederlanden OFE	40,53	44,90	10,782%
AEGON OFE	36,02	39,46	9,550%
Generali OFE	38,33	41,46	8,166%
Średnia ważona stopa zwrotu OFE			12,921%
Zmiana wartości indeksu WIG			10,574%
Zmiana wartości indeksu WIG20			-11,635%
Zmiana wartości indeksu WIG20TR			-1,960%
Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government			12,742%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. 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 mają wpływ na podział rachunków premiovych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premiovym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premiovego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE, jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczany i podawany przez GUS za ten okres. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premiovego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premiovym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premiovym i procentowego wskaźnika premiovego. Procentowy wskaźnik premiovych oblicza się jako iloraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który uzyskał najniższą stopę zwrotu oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusze o najwyższej i najniższej stopie zwrotu.

Tabela 3.2. Podział rachunku premiowego od 31.03.2014 do 31.03.2017 (w mln zł)

Nazwa OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	23,4	43,2	66,6
Aviva OFE Aviva BZ WBK	29,2	31,4	60,7
OFE PZU "Złota Jesień"	19,0	17,1	36,1
MetLife OFE	20,7	1,4	22,1
AXA OFE	11,8	5,8	17,6
Generali OFE	0,0	13,6	13,6
Nordea OFE	10,9	1,7	12,6
AEGON OFE	4,1	7,3	11,4
PKO BP Bankowy OFE	10,9	1,4	12,4
Allianz Polska OFE	8,1	4,2	12,3
OFE Pocztylion	2,4	2,7	5,1
Pekao OFE	1,1	3,0	4,1
Razem OFE	141,8	132,9	274,6

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

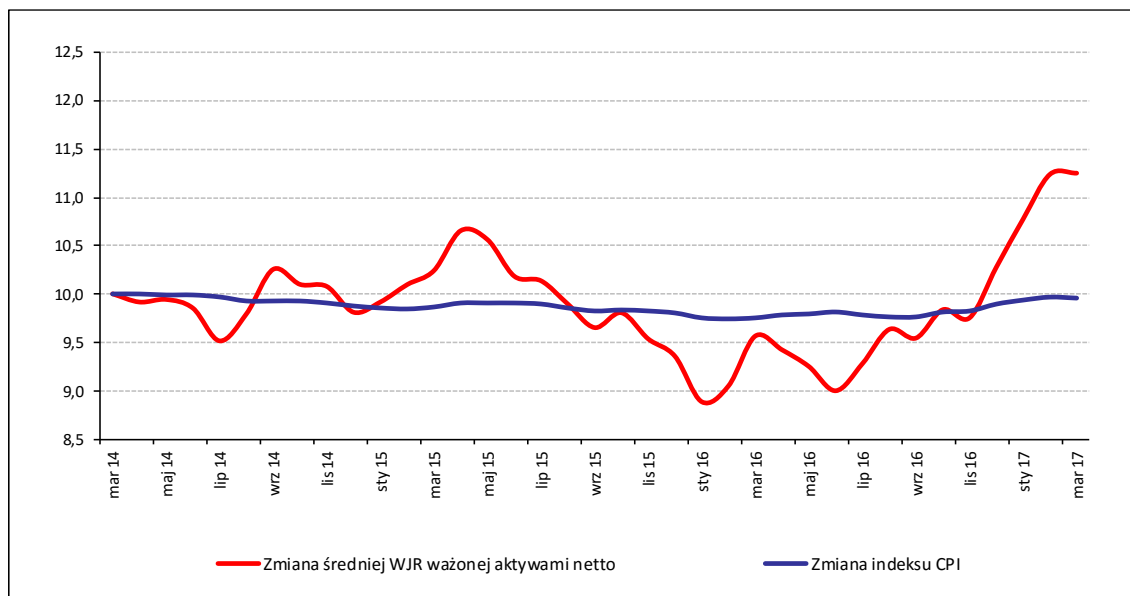
W badanym okresie 52% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 31 marca 2014 do 31 marca 2017 roku, wyniosła blisko 275 mln zł, z czego 142 mln zł zostało przeniesione na rachunki rezerwowe, a 133 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Na taki podział środków z rachunku premiowego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągnięte przez największe OFE. Wyniki inwestycyjne tych podmiotów sprawiły, że podział środków ustalił się w następujących proporcjach: 52% środków przekazano do PTE, 48% powróciło do OFE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 12,95%.

Nominalna stopa zwrotu ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto od początku badanego okresu do września 2014 roku, była wyższa od zmiany wartości wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index, CPI*). Zapoczątkowana w sierpniu 2014 roku poprawa wyników inwestycyjnych OFE sprawiła, że nominalna stopa zwrotu OFE od września 2014 roku do listopada 2014 roku była wyższa niż zmiana wskaźnika CPI. Pogorszenie koniunktury na krajowej giełdzie papierów wartościowych w grudniu 2014 roku przełożyło się na spadek nominalnej stopy zwrotu OFE poniżej zmiany wartości wskaźnika CPI w tym miesiącu. W pierwszej połowie 2015 roku OFE, dzięki lepszym wynikom inwestycyjnym i przy jednocześnie utrzymującej się stabilności wskaźnika CPI, odrobiły stratę z końca 2014 roku. Niekorzystna koniunktura na krajowej giełdzie papierów wartościowych, która pojawiła się w trzecim kwartale 2015 roku i utrzymywała się przez następne miesiące przyczyniła się do słabszych wyników OFE i w konsekwencji do ponownego spadku nominalnej stopy zwrotu OFE poniżej zmiany wartości wskaźnika CPI. W drugiej połowie 2016 roku na krajowej giełdzie papierów wartościowych nastąpiła zmiana koniunktury. Dzięki tej korzystnej koniunkturze OFE zaczęły odrabiać straty z poprzednich miesięcy i na koniec analizowanego okresu realna stopa zwrotu OFE wyniosła 12,95% przy utrzymującej się od III kwartału 2014 r. deflacji.

Wykres 3.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle zmiany indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



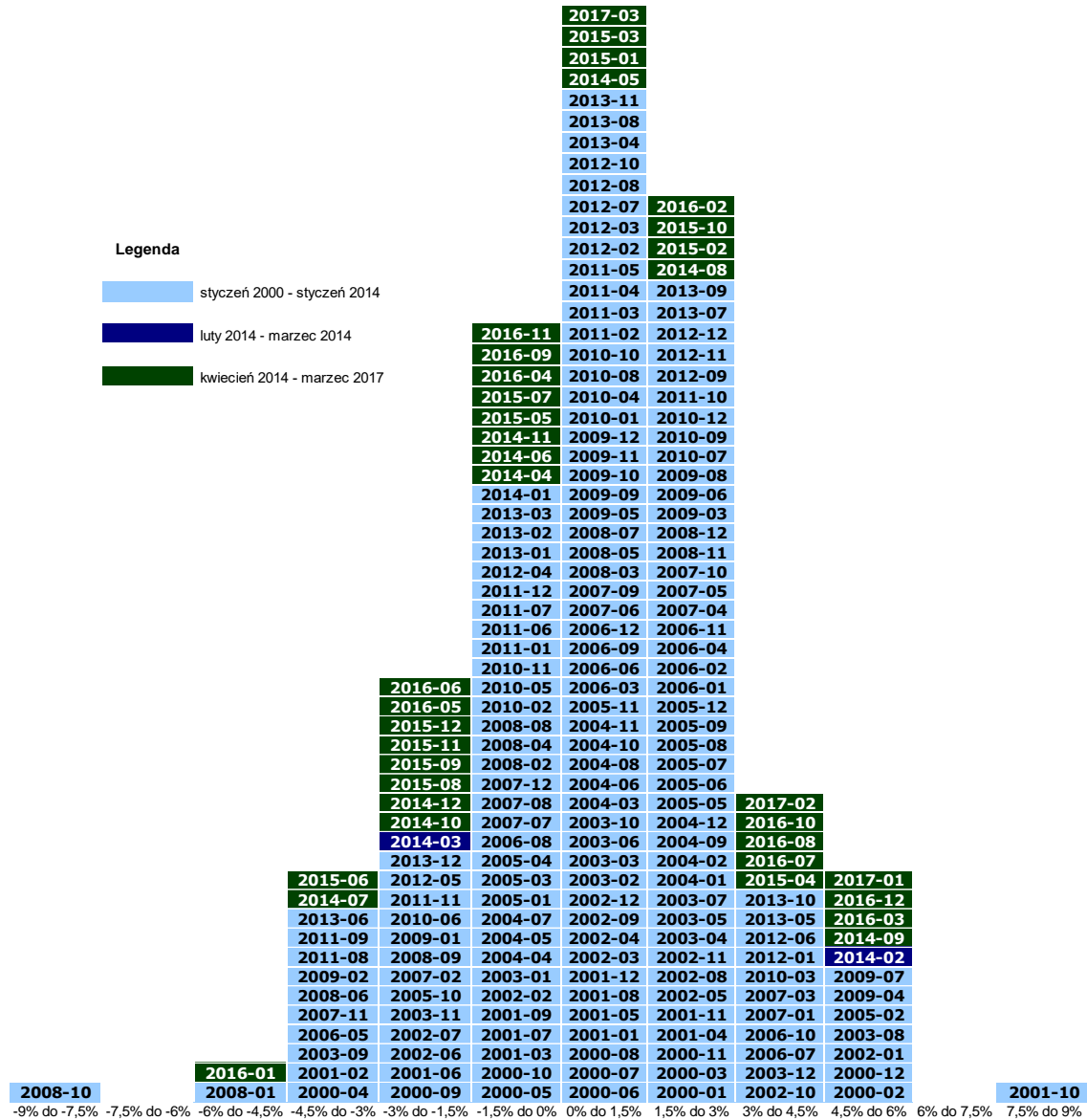
31.03.2014=10

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do marca 2017 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Należy podkreślić tutaj fakt, iż obserwowane wartości stóp zwrotu OFE są skupione wokół swojej średniej, a sam histogram posiada wysmukły kształt.

Stopy zwrotu z okresu od lutego 2014 roku do marca 2014 roku oznaczono kolorem granatowym – pierwsze dwa miesiące po przekazaniu do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE, a z okresu od kwietnia 2014 roku do marca 2017 roku kolorem ciemnozielonym. Analizowany w niniejszym raporcie trzyletni okres od 31 marca 2014 roku do 31 marca 2017 roku znalazł się po raz pierwszy w pełnym wymiarze po przekazaniu do ZUS w lutym 2014 roku aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE. Analizując histogram, warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Był to najgorszy miesiąc w historii OFE. Stopa na poziomie –8,3% odchyła się o 3,2 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2016 roku, stopa zwrotu –5,1%). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2% pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 38 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – marzec 2017) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 10,7 pkt. proc.), pomimo braku na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na taki kształt histogramu miało upodobnienie się OFE do funduszy akcyjnych, których wyniki inwestycyjne są silnie zależne od koniunktury na giełdzie. Zmiana profilu ryzyka OFE nastąpiła w wyniku zmian prawnych polegających m.in. na przekazaniu do ZUS 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE głównie w formie instrumentów skarbowych, wprowadzeniu zakazu inwestycji w instrumenty skarbowe oraz obowiązku utrzymywania przez OFE w 2014 roku co najmniej 75% swoich aktywów w akcjach, w roku 2015 co najmniej 55%, w 2016 roku co najmniej 35%, a w 2017 roku odpowiednio 15%.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE



Inwestycje w spółki PKN ORLEN, AMREST HOLDINGS i GRUPA KĘTY pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek PKO BP, Getin Noble Bank, MBANK oraz PEKAO (wszystkie z sektora bankowego).

Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 1.04.2014 do 31.03.2017

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	9 494
AMREST HOLDINGS	akcje	1 900
GRUPA KĘTY	akcje	1 485
PGNIG	akcje	1 357
ING BANK ŚLĄSKI	akcje	1 324
CCC	akcje	1 284
KRUK	akcje	1 224
CD PROJEKT	akcje	1 205
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	1 008
BUDIMEX	akcje	903
INTEGER.PL	akcje	-603
BANK MILLENNIUM	akcje	-620
ORANGE POLSKA	akcje	-655
LW BOGDANKA	akcje	-999
LPP	akcje	-1 058
PGE	akcje	-1 088
PEKAO	akcje	-1 204
MBANK	akcje	-1 243
GETIN NOBLE BANK	akcje	-1 871
PKO BP	akcje	-2 936

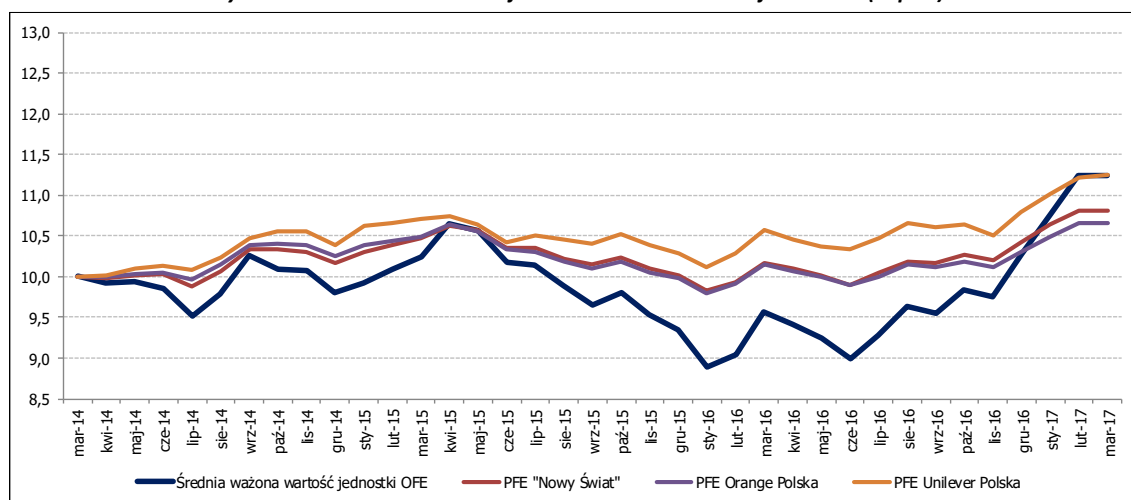
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 6,7% (PFE Orange Polska) do 12,5% (PFE UNILEVER POLSKA). W badanym okresie tylko PFE UNILEVER POLSKA osiągnął wynik zbliżony do średniej stopy zwrotu na rynku OFE. Średnia stopa zwrotu ważona aktywami netto PFE wyniosła 7,3% w okresie trzyletnim.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 6,7% do 12,5%.

Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.)



Wartość na dzień 31.03.2014 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

Na koniec marca 2017 roku na rynku działało osiem dobrowolnych funduszy emerytalnych. Okres, w jakim działają DFE jest jeszcze dosyć krótki, a ich aktywa niewielkie, stąd uzyskane i prezentowane stopy zwrotu są wskaźnikiem stosunkowo mało miarodajnym, aby na ich podstawie oceniać długoterminową efektywność inwestycyjną DFE.

Wartym zauważenia jest fakt, iż na początku stycznia 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania funduszem Nordea DFE przez Powszechne Towarzystwo Emerytalne PZU S.A., a w maju 2016 roku Nordea DFE został zlikwidowany.

Tabela 3.5. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	31.03.2014	31.03.2017	
Allianz DFE*	11,95	13,92	16,49%
DFE Pekao	11,89	13,79	15,98%
DFE Pocztylion Plus	10,67	11,48	7,59%
DFE PZU	20,39	28,78	41,15%
Generali DFE	10,54	14,32	35,86%
MetLife DFE	22,20	24,30	9,46%
Nationale-Nederlanden DFE	17,28	23,12	33,80%
PKO DFE	13,46	14,86	10,40%

*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I
Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

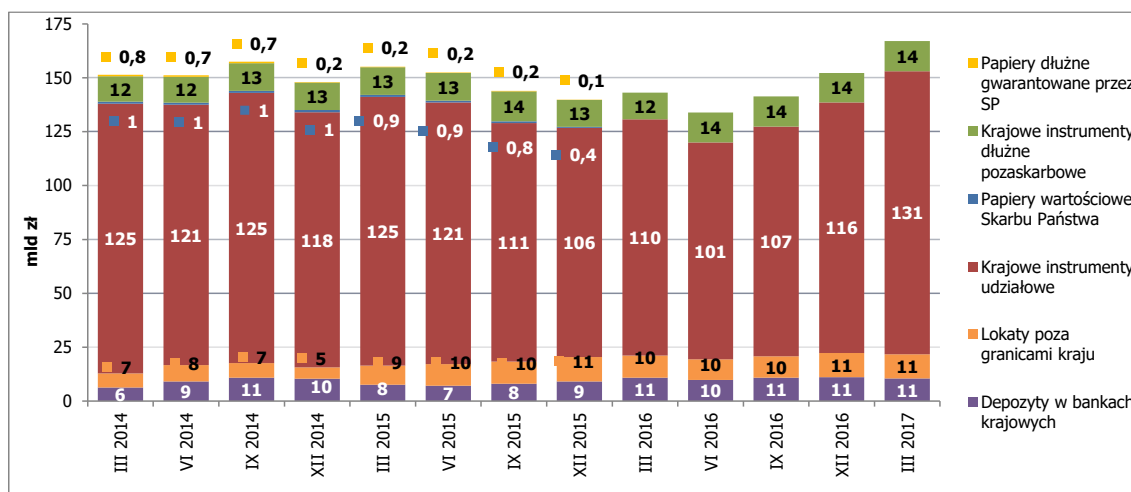
4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

W analizowanym okresie największy wpływ na politykę inwestycyjną i strukturę portfeli OFE miały następujące czynniki:

- zmiana reguł kapitałowego systemu emerytalnego oraz zasad polityki lokacyjnej OFE dokonana na mocy ustawy z dnia 6 grudnia 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, w szczególności przekazanie 3 lutego 2014 roku przez OFE do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE, a tym samym zmiana profilu ryzyka OFE na fundusze typowo akcyjne,
- zmienna koniunktura na rynku kapitałowym i finansowym oraz poprawa sytuacji na polskiej GPW utrzymująca się od IV kwartału 2016 roku, po długim okresie relatywnie gorszych stóp zwrotu osiąganych z inwestycji w akcje w Warszawie na tle innych rynków,
- zmiany w poziomie składek emerytalnych przekazywanych do OFE oraz przekazywanie środków do ZUS w ramach tzw. „suwaka”.

W wyniku zmian prawnych 1 lutego 2014 roku OFE zmieniły swój profil ryzyka.

Wykres 4.1. Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe, bankowe papiery wartościowe jako papiery dłużne

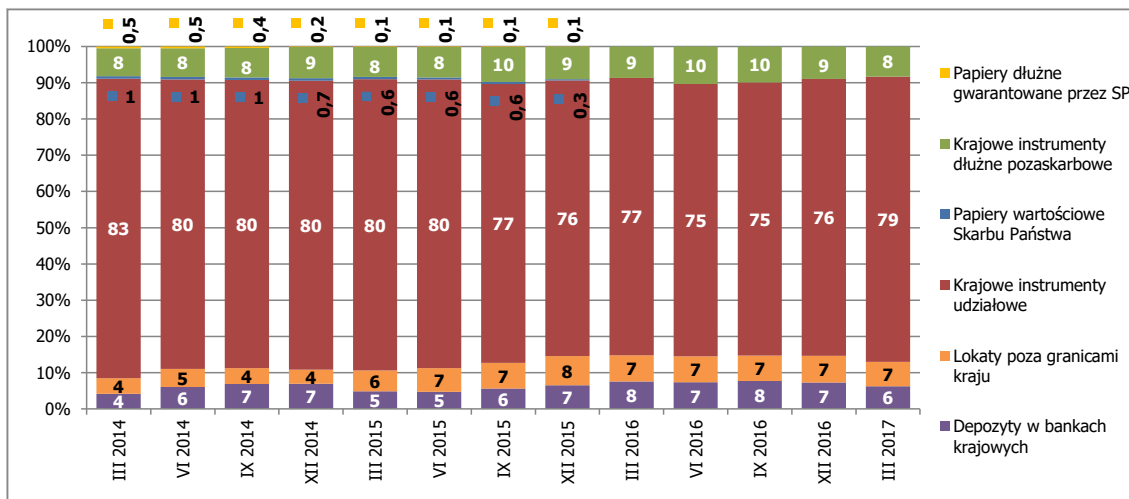
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Z dniem 3 lutego 2014 roku otwarte fundusze emerytalne zmieniły radykalnie swój profil ryzyka. Do tej pory porównywane z funduszami inwestycyjnymi stabilnego wzrostu stały się funduszami o profilu akcyjnym, co wiąże się ze znaczącym wzrostem ekspozycji na ryzyko rynkowe. Przekazanie aktywów do ZUS oraz ograniczenie części dłużnej portfela *de facto* do obligacji korporacyjnych i samorządowych¹ spowodowało całkowite odwrócenie proporcji w portfelach OFE.

¹ OFE w okresie przejściowym (do 4 lutego 2016 r.) mogły posiadać także obligacje Skarbu Państwa i gwarantowane przez Skarb Państwa, jeżeli nie podlegały one przekazaniu do ZUS i były nabyte przed 4 lutego 2014 r.

Kolejnym czynnikiem kształtującym alokację aktywów OFE w analizowanym okresie były zmiany wysokości składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. Od lutego 2014 roku było to 2,92% podstawy wymiaru składki, przy czym od 1 lipca 2014 roku składki do OFE są przekazywane tylko dla osób, które złożyły oświadczenie w tej sprawie (około 16% wszystkich członków OFE).

Wykres 4.2. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe, bankowe papiery wartościowe jako papiery dłużne

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych powyżej zjawisk to zredukowanie części dłużnej portfela do 10%, a z drugiej strony zwiększenie udziału akcji (krajowych i zagranicznych) do ponad 85% na koniec analizowanego okresu.

Od lutego 2016 roku OFE nie posiadają papierów wartościowych Skarbu Państwa w swoich portfelach, które to instrumenty do stycznia 2014 roku były najważniejszą kategorią lokat i stanowiły ponad 40% wartości portfela otwartych funduszy.

Jednocześnie nastąpił wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju do 11,2 mld zł. W marcu 2014 roku stanowiły one 4% wartości portfela OFE, a na koniec marca 2017 roku już 7%.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 31.03.2017

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	131 147,8	78,54%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	11 015,2	6,60%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	10 478,8	6,28%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	6 206,2	3,72%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	1 574,5	0,94%
Hipoteczne listy zastawne	1 309,3	0,78%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	1 140,0	0,68%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	621,5	0,37%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	613,6	0,37%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	519,2	0,31%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	510,2	0,31%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	428,5	0,26%

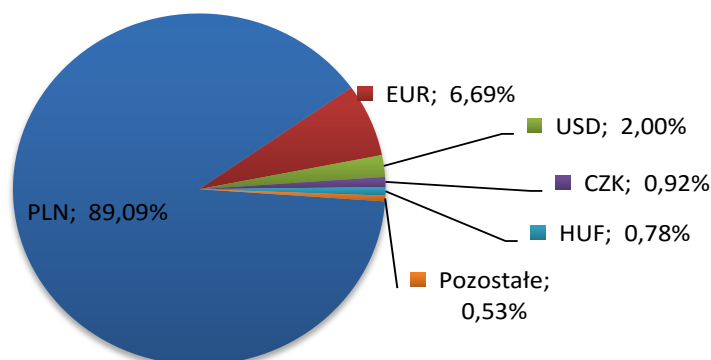
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	373,7	0,22%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	300,3	0,18%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	242,3	0,15%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	127,1	0,08%
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	96,1	0,06%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	74,9	0,04%
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	69,0	0,04%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	35,4	0,02%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	30,2	0,02%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	27,5	0,02%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	19,5	0,01%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	14,3	0,01%
Prawa poboru notowane na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	1,4	0,00%
Zabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, emitowane przez inne podmioty niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	1,1	0,001%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	1,1	0,001%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,4	0,0002%
Suma	166 979,1	100,00%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 31 marca 2017 roku OFE ulokowały 89% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W ciągu trzech lat nastąpił wzrost wartości i udziału w portfelu lokat denominowanych w walutach obcych. Wynikało to z większego zainteresowania zarządzających aktywami OFE zagranicznymi rynkami kapitałowymi po zmianach w systemie emerytalnym w 2014 roku. Na koniec marca 2017 roku wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, w następnej kolejności w dolarach amerykańskich, czeskiej koronie lub węgierskim forincie, w mniejszym stopniu w innych walutach. Do tej kategorii lokat zaliczają się również instrumenty finansowe notowane w ramach *dual listingu* i nabywane przez OFE w Polsce, których wartość na koniec marca 2017 roku wynosiła 7 mld zł, co stanowiło 4% portfela OFE.

89% lokat OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 31.03.2017

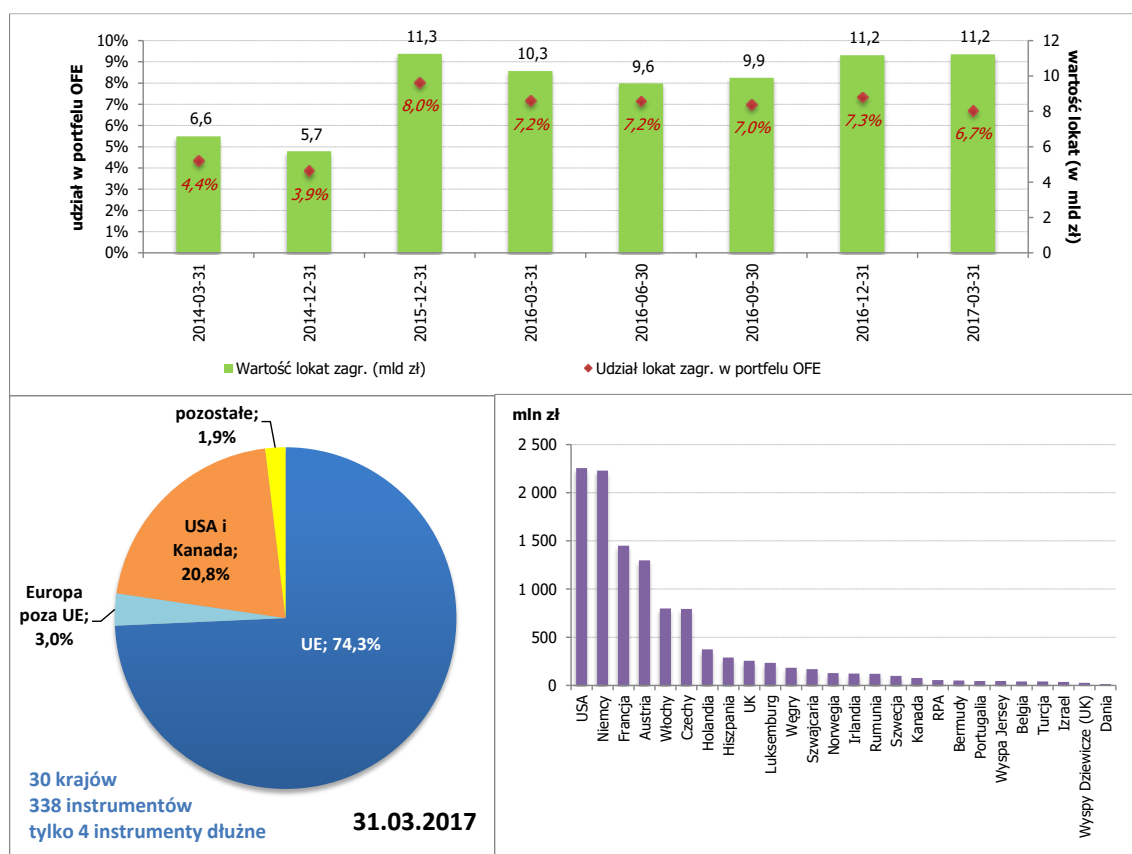


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 31 marca 2017 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości ponad 11 mld zł, co stanowiło prawie 7% wartości całego portfela. W tej kwocie 99% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 338 instrumentów finansowych emitentów z 30 krajów. Dla porównania 3 lata wcześniej takie inwestycje miały wartość 6,6 mld zł, stanowiły 4,4% wartości portfela i obejmowały 86 instrumentów z 18 krajów. Większa aktywność OFE poza granicami kraju jest konsekwencją diametralnej zmiany ich polityki inwestycyjnej dokonanej poprzez zmianę przepisów prawa oraz próbą dywersyfikacji portfeli przez zarządzających. Istotnym czynnikiem była również relatywnie lepsza koniunktura na giełdach zagranicznych utrzymująca się do III kwartału 2016 roku oraz większa płynność nabywanych tam instrumentów.

Na koniec marca 2017 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z USA i Niemiec (w sumie prawie 40%) oraz Francji i Austrii. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej (prawie ¾ portfela lokat poza granicami kraju).

Wykres 4.4. Inwestycje OFE poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Limity inwestycyjne

Z dniem 1 lutego 2014 roku nastąpiła radykalna zmiana w przepisach regulujących zasady polityki lokacyjnej OFE w zakresie limitów inwestycyjnych. Wprowadzono zakaz lokowania aktywów OFE w instrumenty skarbowe oraz określono minimalny limit udziału akcji w aktywach na poziomie 75%, który obowiązywał do 31 grudnia 2014 roku i w kolejnych latach uległ obniżeniu. Od 2017 roku limit ten wynosi 15%.

Do dnia 4 lutego 2015 roku OFE powinny były dostosować swoje lokaty do zmienionych limitów inwestycyjnych w zakresie lokat w depozyty bankowe, certyfikaty inwestycyjne i jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli w wyniku przekazania aktywów do ZUS

nie spełniały zmienionych ograniczeń lokacyjnych. Wszystkie OFE dostosowały swoje lokaty do tych limitów przed wskazanym terminem.

Ustawodawca, wdrażając zmiany, przewidział okres na dostosowanie portfeli OFE do nowych limitów inwestycyjnych. Do dnia 4 lutego 2016 roku OFE mogły posiadać w swoich aktywach skarbowe papiery wartościowe, obligacje na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i bankowe papiery wartościowe emitowane przez BGK gwarantowane przez Skarb Państwa, które zostały nabyte przed 4 lutego 2014 roku i nie zostały przekazane do ZUS.

Patrząc na wykorzystanie określonych w prawie limitów inwestycyjnych przez OFE widoczne jest ponad pięciokrotnie wyższe zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe. Ze względu na skalę zaangażowania na GPW, OFE nie mają możliwości szybkiego przebudowania swoich portfeli bez wpływu na poziom cen akcji. Zakaz inwestycji w papiery skarbowe, dostępność oraz charakterystyka emisji korporacyjnych i samorządowych papierów dłużnych uniemożliwiają budowę zrównoważonego subportfela dłużnego, a tym samym obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 31.03.2017

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
1. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	lokaty niedozwolone
2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	
3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
5. Depozyty bankowe w walucie polskiej	10 478,8	6,23%	
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	30,2	0,02%	20%
7. Akcje spółek notowanych na krajowym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	131 168,4	78,00%	nie mniej niż: 75% do 31.12.2014, 55% do 31.12.2015, 35% do 31.12.2016, 15% do 31.12.2017
8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym	35,4	0,02%	
9. Akcje spółek notowanych na zagranicznym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	11 016,6	6,55%	
10. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, nienotowane na rynku regulowanym	-	-	
11. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	123,6	0,07%	10%
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	15%
14. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	613,6	0,36%	40%
16. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	-	-	
17. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	1 382,3	0,82%	20%
18. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD	-	-	
19. Krajowe obligacje przychodowe	74,9	0,04%	20%
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	127,1	0,08%	
21. Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	621,5	0,37%	40%
23. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw	1,1	0,00%	
22. Inne niż będące przedmiotem krajowej oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, mające siedzibę w kraju, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	519,2	0,31%	10%
24. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw	-	-	
25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22	6 934,9	4,12%	10%
28. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 23 i 24	-	-	
26. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, inne niż papiery wartościowe w pkt. 15 i 21	373,7	0,22%	5%
27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23	14,3	0,0%	
29. Krajowe listy zastawne	1 309,3	0,78%	40%
30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym	-	-	10%
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	69,0	0,04%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	-	-	lokaty niedozwolone jeśli są

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK***	2 084,6	1,24%	gwarantowane przez Skarb Państwa
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0%
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	0,4	0,00%	-
Pozostałe składniki aktywów	1 186,4	0,7%	-
Aktywa	168 165,6	100,0%	-

*Zgodnie z art. 142 ust. 1 pkt 1 nie więcej niż 5 % wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednym banku lub jednej instytucji kredytowej albo w dwóch lub większej liczbie banków lub instytucji kredytowych będących podmiotami związanymi, przy czym w przypadku jednego dowolnie wybranego banku lub instytucji kredytowej albo grupy banków lub instytucji kredytowych będących podmiotami związanymi limit ten może wynosić 7,5 %.

Pozostałe limity inwestycyjne nieprzypisane do konkretnych kategorii lokat:

- 10% aktywów w lokaty denominowane w walucie innej niż krajowa do 31.12.2014, 20% do 31.12.2015, 30% od 2016r.
- 10% aktywów na papiery jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi,
- 2% aktywów na certyfikaty inwestycyjne emitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty i nie więcej niż 35% emisji
- 5% aktywów w niepubliczne certyfikaty emitowane przez FIZ i 1 % na lokaty emitowane przez jeden FIZ,
- 5% aktywów na jednostki uczestnictwa emitowane przez jeden FIO lub SFIO i 15% we wszystkich FIO lub SFIO zarządzanych przez jedno TFI,
- 5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,
- 10% lub 20% tożsamych w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż akcje spółek notowanych na rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji,

**Do dnia 4 lutego 2016 r. otwarte fundusze emerytalne mogły posiadać w swoich aktywach instrumenty finansowe, o których mowa w pkt 1–4 oraz w pkt 33 i 34 (jeżeli są gwarantowane przez Skarb Państwa), a które zostały nabyte przed dniem 4 lutego 2014 r. i nie zostały przekazane do ZUS.

***Lokaty, które nie są gwarantowane przez Skarb Państwa.

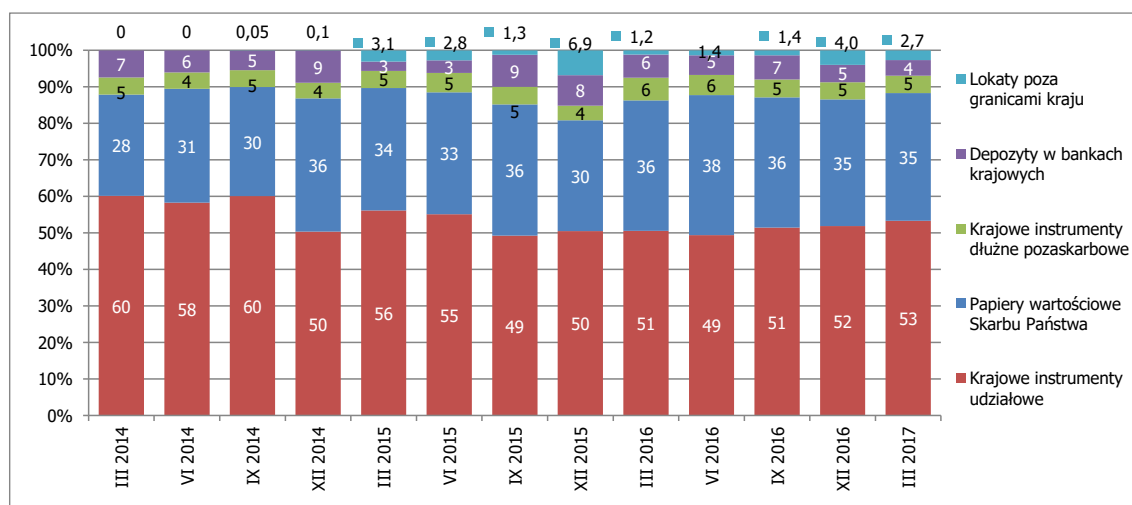
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

Od 2012 roku na rynku funkcjonują dobrowolne fundusze emerytalne, których członkowie mają możliwość gromadzenia środków na emeryturę w ramach tzw. III filara.

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec marca 2017 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 53% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 35%. Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE zbliżony udział miały obligacje skarbowe o stałym i zmiennym oprocentowaniu (odpowiednio 18% i 15% na koniec marca 2017 roku). W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne i samorządowe - 5% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane ponad 4% portfela DFE.

Wykres 4.5. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu DFE (w %)



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

W III kwartale 2014 roku w portfelach DFE pojawiły się lokaty poza granicami kraju. Poziom zaangażowania w tego rodzaju lokaty był relatywnie niski. Wyjątkiem był IV kwartał 2015 roku. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym. Na koniec analizowanego okresu stanowiły one 2,7% wartości portfela DFE.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 31.03.2017

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	114 671	53,3%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	38 574	17,9%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	33 083	15,4%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	9 270	4,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	6 143	2,9%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	5 804	2,7%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	3 527	1,6%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	1 372	0,6%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	719	0,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	713	0,3%

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	599	0,3%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	449	0,2%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	216	0,1%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	10	0,0%
Razem	215 149	100,0%

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na rynku DFE widoczne są znaczące różnice w realizowanej polityce inwestycyjnej w poszczególnych funduszach. Odmienna struktura portfeli powoduje, iż dobrowolne fundusze emerytalne zasadniczo różnią się profilem ryzyka, co skutkuje znacznymi różnicami w poziomie uzyskiwanych stóp zwrotu tych funduszy.

DFE różnią się realizowaną polityką inwestycyjną i profilem ryzyka.

Tabela 4.4. Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 31.03.2017

Rodzaj lokat	Udział w portfelu DFE		
	minimum	średnia	maksimum
Papiery wartościowe Skarbu Państwa	12,3%	34,6%	60,0%
Krajowe instrumenty udziałowe	35,8%	52,3%	72,1%
Krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe	0,0%	6,7%	40,2%
Krajowe depozyty bankowe	0,0%	3,4%	14,6%
Lokaty poza granicami kraju	0,0%	2,9%	10,8%

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 31 marca 2017 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 36% do 72% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 12% do 60%. Niektóre fundusze nie posiadały lokat w depozyty bankowe, dłużne instrumenty pozaskarbowe bądź lokat poza granicami kraju.

4.1.4 Pracownicze fundusze emerytalne

Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 marca 2017 roku były obligacje Skarbu Państwa (60%) i akcje notowane na GPW (32%).

Tabela 4.5. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2017 roku

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	676 481	36,9%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	578 870	31,6%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	325 597	17,7%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	109 402	6,0%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	88 145	4,8%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	43 969	2,4%
Hipoteczne listy zastawne	12 066	0,7%
Razem	1 834 530	100,0%

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

W 3 funkcjonujących pracowniczych funduszach emerytalnych profile ryzyka poszczególnych funduszy są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią około 1/3 wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. W przypadku PFE Nestle Polska aktywa na koniec analizowanego okresu były równe zero w związku ze zmianą instytucji zarządzającej w pracowniczych programach emerytalnych, wytransferowaniem środków do funduszy inwestycyjnych i kończącym się procesem likwidacji.

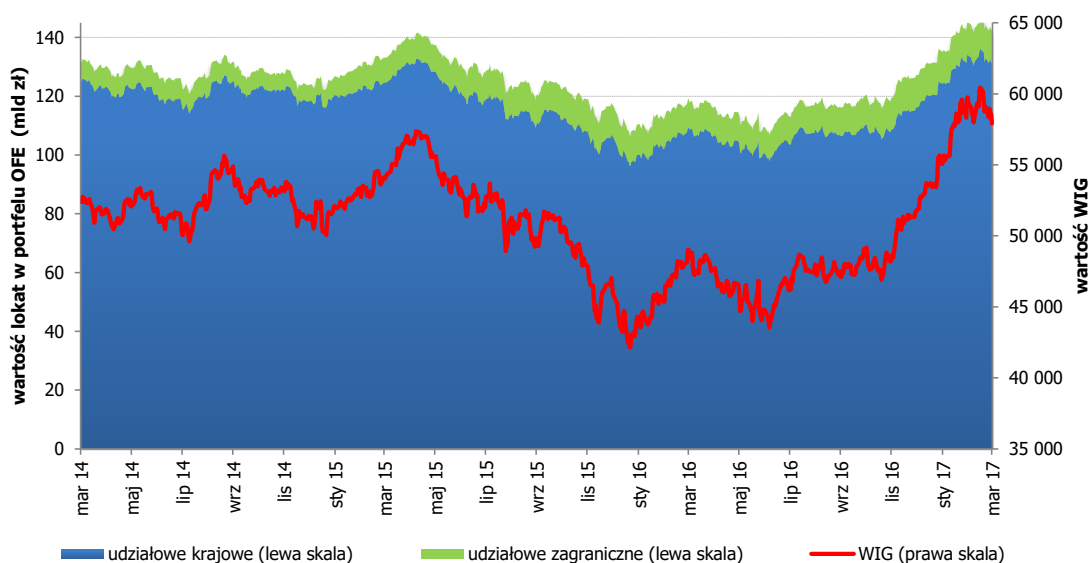
4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W analizowanym 3-letnim okresie wartość inwestycji OFE w krajowe i zagraniczne udziałowe papiery wartościowe kształtowała się w przedziale 107 do 147 mld zł. Systematyczny spadek wartości portfela akcji OFE od maja 2015 roku to przede wszystkim konsekwencja głębokiego spadku cen na rynku akcji. Dynamiczne wzrosty cen akcji spółek na GPW w Warszawie od listopada 2016 roku, a także zwiększony popyt na akcje ze strony OFE od III kwartału 2016 roku, spowodowały wzrost wartości tych lokat oraz zwiększenie ich udziału w portfelach OFE.

Papiery udziałowe stanowiły 85% portfela OFE.

Przeniesienie ponad połowy aktywów otwartych funduszy emerytalnych do ZUS w 2014 roku spowodowało skokowy wzrost udziału subportfela akcyjnego z 42% do 87% i radykalną zmianę profilu ryzyka OFE, które stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Do końca 2014 roku OFE miały obowiązek utrzymywać minimum 75% wartości aktywów w akcjach, prawach poboru i prawach do akcji. W 2015 roku limit ten zmniejszył się do 55%, w 2016 roku do 35%, a w 2017 roku wynosi 15%. Wobec zakazu inwestowania w obligacje skarbowe, pomimo obniżenia minimalnego limit zaangażowania, OFE nadal utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe. Na koniec marca 2017 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły ponad 85% wartości portfela OFE. Wynika to między innymi z wysokiego zaangażowania w spółki z GPW przy ograniczonych możliwościach zbycia dużych pakietów akcji, a także z ograniczonych alternatyw inwestycyjnych.

Wykres 4.6. Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE była notowana na GPW w Warszawie. Po przekazaniu ponad połowy aktywów OFE do ZUS, wyraźnie widoczne było zjawisko powiększania się udziału instrumentów udziałowych spoza GPW, szczególnie lokat poza granicami kraju. Potwierdza to również analiza sald obrotów transakcji kupna i sprzedaży.

Na koniec marca 2017 92% portfela udziałowego OFE stanowiły akcje notowane na rynku polskim.

W analizowanym 3-letnim okresie transakcje sprzedaży instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, przewyższały o 2,9 mld zł realizowane przez fundusze transakcje kupna. Otwarte fundusze stały się po stronie podaży na rynku krajowym, zwłaszcza II połowa 2015 roku wyróżniała się znacznym wolumenem sprzedaży. Jest to znacząca zmiana w porównaniu do wcześniejszego okresu, gdy fundusze emerytalne akumulowały papiery w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym i *per saldo* dokupowały akcje na GPW będąc źródłem stabilnego strumienia kapitału dla polskiego rynku kapitałowego

z długoterminową perspektywą inwestycyjną. Dopiero trzy ostatnie kwartały analizowanego okresu to przewaga wartości transakcji kupna akcji na GPW.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o 4,2 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Jedynie w pięciu kwartałach wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna.

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

Okres	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w okresie
II kwartał 2014 r.	2 844	308	45	-1 050	-0,8%
III kwartał 2014 r.	1 488	94	-120	646	5,7%
IV kwartał 2014 r.	731	-41	-100	1 103	-6,3%
I kwartał 2015 r.	805	-438	-441	-2 229	5,2%
II kwartał 2015 r.	827	1 260	906	-959	-1,4%
III kwartał 2015 r.	741	2 485	2 343	-1 270	-6,6%
IV kwartał 2015 r.	733	-500	-781	-538	-6,7%
I kwartał 2016 r.	819	612	612	264	5,5%
II kwartał 2016 r.	844	98	-595	81	-8,7%
III kwartał 2016 r.	768	-129	-181	-199	5,2%
IV kwartał 2016 r.	722	-249	-457	21	9,9%
I kwartał 2017 r.	855	-572	-584	-20	11,9%
Razem (3-lata)	12 176	2 927	648	-4 153	10,6%
średnia kwartalna	1 015	244	54	-346	0,8%

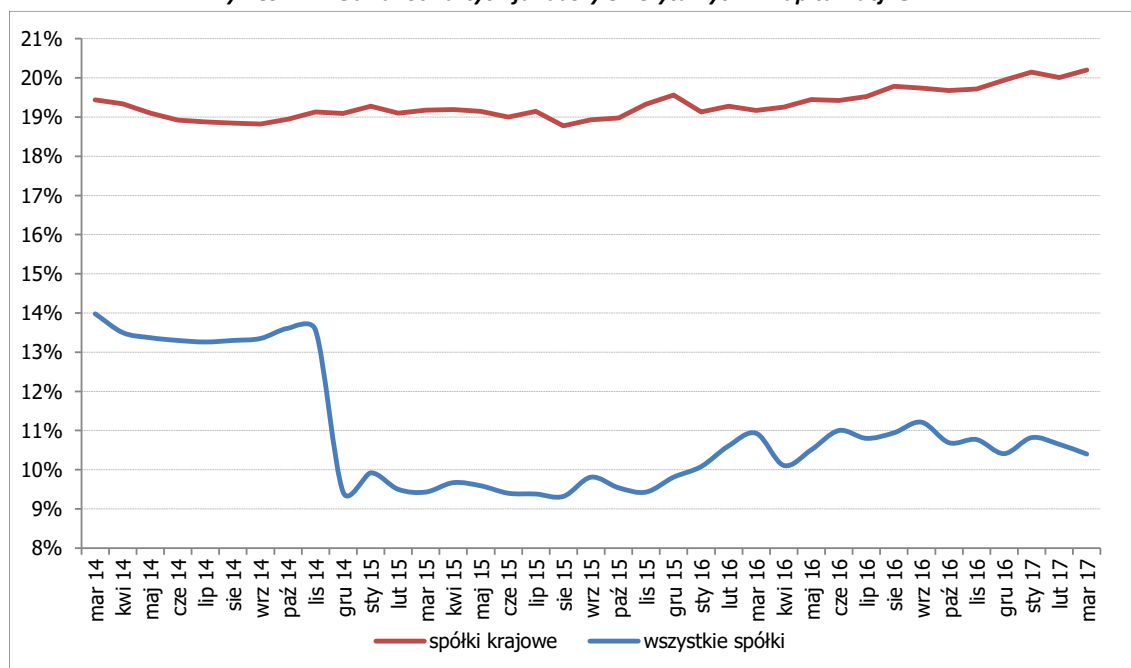
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

Różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji lub odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji.

W II kwartale 2014 roku różnica w saldach wynikała z nabywania przez OFE w subskrypcji akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. i Prime Car Management S.A. W III kwartale 2014 roku OFE nabywały akcje PGE S.A. z puli Skarbu Państwa i Polskich Inwestycji Rozwojowych. W IV kwartale 2014 OFE nabywały w subskrypcji akcje nowej emisji Grupy Lotos S.A. W maju 2015 roku OFE kupowały akcje debiutujących na GPW spółek Wirtualna Polska S.A. oraz Uniwheels AG. W IV kwartale 2015 roku OFE odpowiedziały na wezwanie do sprzedaży akcji LW Bogdanka i ACE oraz brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Globe Trade Center. W II kwartale 2016 OFE brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Alior Bank S.A. i odpowiadały na wezwanie do sprzedaży akcji kilku spółek wychodzących z GPW. W IV kwartale 2016 roku OFE nabywały akcje nowej emisji spółki Celon Pharma S.A. i uczestniczyły w IPO spółki Stelmet S.A.

W analizowanym okresie udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się w przedziale od 9,3% w sierpniu 2015 roku do 14% w marcu 2014 roku. W grudniu 2014 roku gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji GPW wynikał z debiutu na warszawskiej giełdzie spółki Banco Santander, która podniosła kapitalizację GPW o 380 mld zł czyli ponad 40%. Biorąc pod uwagę tylko spółki krajowe, udział OFE w ich kapitalizacji ulegał niewielkim zmianom oscylując około 19%-20%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoich portfelach akcje 298 spółek notowanych na GPW.

Ponad połowę wartości subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW stanowiły lokaty w największe spółki (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 8%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 21% subportfela akcji, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 20%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec marca 2017 roku znajdowały się akcje 21 takich spółek.

Ponad 56% portfela akcyjnego OFE ulokowane było w 19 największych spółkach notowanych na GPW.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 31 marca 2017 roku wyniósł 15,4%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 500 mln do 5 mld zł gdzie wynosił ponad 40%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 5,5%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 31.03.2017

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)*	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW*
<50 mln zł	117	21	2 436,8	53,4	0,2%	0,0%	2,2%	5,5%
50-100 mln zł	76	39	5 430,5	371,2	0,4%	0,3%	6,8%	16,6%
100-500 mln zł	150	110	34 163,0	4 043,1	2,7%	3,1%	11,8%	29,3%
500 mln - 1 mld zł	48	42	34 857,4	7 245,9	2,8%	5,5%	20,8%	45,3%
1-5 mld zł	60	51	135 953,4	26 954,9	10,8%	20,6%	19,8%	42,2%
5-10 mld zł	16	16	117 145,3	18 347,5	9,3%	14,0%	15,7%	27,4%
>10 mld zł	19	19	930 019,1	74 131,8	73,8%	56,5%	8,0%	10,7%
Razem	486	298	1 260 005,6	131 147,8	100,0%	100,0%	10,4%	15,4%

*nie obejmuje New Connect, dotyczy wszystkich spółek (nie tylko tych, które posiadają w swoich w portfelach OFE)

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wyniósł 10%, a udział we *free float* 15%.

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 31 marca 2017 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek

wynosił 20,2% oraz 41,4% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 49% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 31.03.2017

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50 mln zł	108	18	2 123,2	49,3	0,3%	0,0%	2,3%	5,8%
50-100 mln zł	72	38	5 163,3	366,0	0,8%	0,3%	7,1%	16,7%
100-500 mln zł	134	102	30 218,7	3 827,8	4,9%	3,1%	12,7%	31,0%
500 mln - 1 mld zł	42	41	30 255,5	7 144,4	4,9%	5,7%	23,6%	48,6%
1-5 mld zł	51	47	120 902,8	25 958,5	19,5%	20,7%	21,5%	45,8%
5-10 mld zł	12	12	86 087,7	17 100,0	13,9%	13,6%	19,9%	40,5%
>10 mld zł	14	14	346 510,8	70 902,3	55,8%	56,6%	20,5%	40,8%
Razem	433	272	621 262,0	125 348,4	100,0%	100,0%	20,2%	41,4%

*nie obejmuje New Connect, dotyczy wszystkich spółek (nie tylko tych, które posiadają w swoich w portfelach OFE)

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

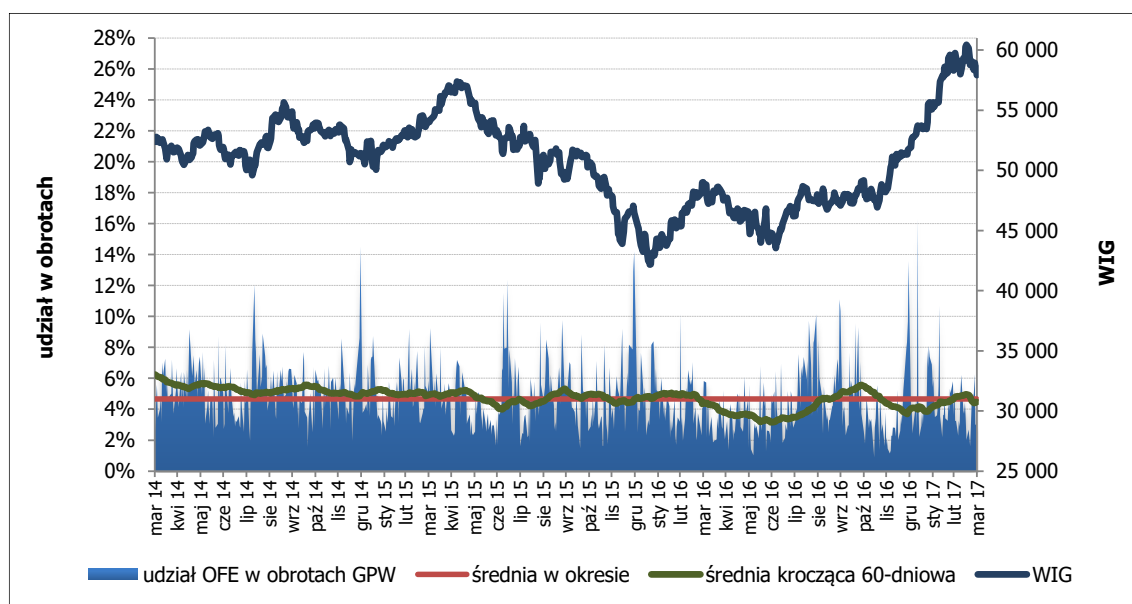
OFE posiadają ponad 20% kapitalizacji polskich z GPW, a udział w ich *free float* 41%.

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 45% portfela akcyjnego OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wynika to oczywiście z kapitalizacji spółek wchodzących w skład tego indeksu oraz ich płynności. Na koniec marca 2017 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 75,3 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 2 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w analizowanym okresie stanowiły od 41% do 48% subportfela udziałowego OFE.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie 4,7%.

Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



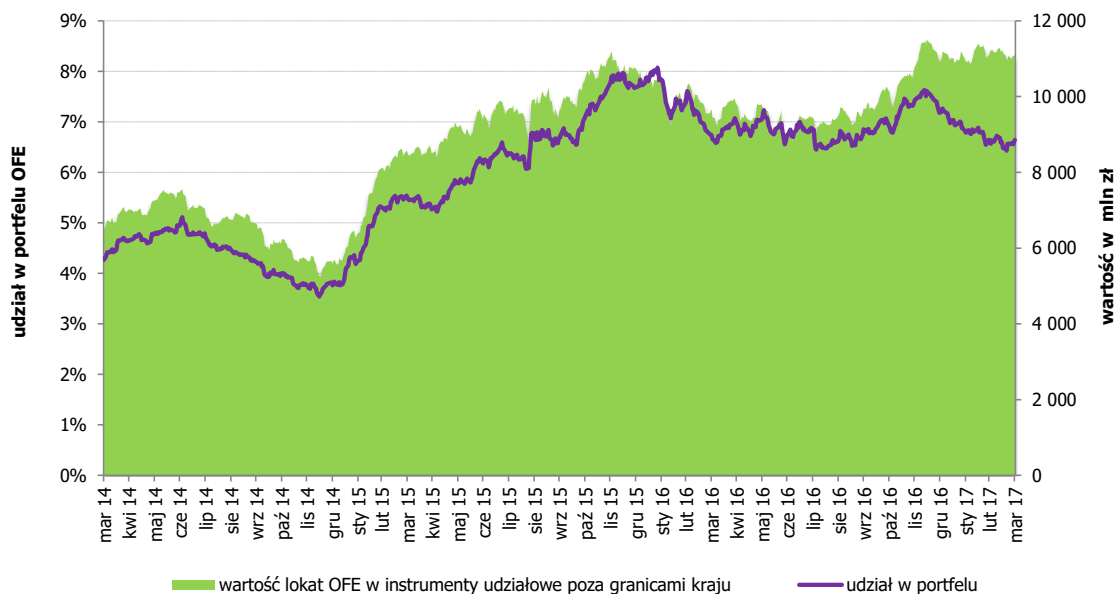
Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 4,7%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W okresie 3 lat wartość lokat OFE w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wzrosła do 11 mld zł.

Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 5% portfela, kształtując się w przedziale 3,5% – 8%. Do końca stycznia 2016 roku udział lokat zagranicznych w portfelu systematycznie rósł. Wartość zagranicznego portfela akcyjnego wzrosła 1,5-krotnie z 6,5 mld zł w marcu 2014 roku do 11,1 mld zł na koniec marca 2017 roku. Od listopada 2016 roku udział lokat poza granicami kraju w portfelu OFE spadał przy wzroście ich wartości, co było konsekwencją dynamicznego wzrostu cen akcji na GPW w Warszawie.

Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Wzrost zaangażowania poza granicami kraju można interpretować jako próbę geograficznej dywersyfikacji oraz zwiększenia płynności portfela akcyjnego w odpowiedzi na zmiany prawne w zakresie polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych.

4.3 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie ostatnich 3 lat, wartość inwestycji otwartych funduszy w papiery dłużne utrzymywała się na poziomie około 14 mld zł. Na koniec marca 2017 roku subportfel dłużny stanowił 8,4% wartości całego portfela OFE. Wartość tego rodzaju lokat utrzymywał się na stabilnym poziomie, przy czym wraz ze wzrostem wycen akcji w ostatnim półroczu ich udział w całym portfelu się zmniejszył.

Udział instrumentów dłużnych w portfelu OFE wynosił poniżej 9%.

Po przekazaniu obligacji skarbowych do ZUS w portfelu dłużnym OFE najistotniejszą kategorią stały się papiery dłużne wyemitowane przez banki krajowe oraz obligacje spółek publicznych i niepublicznych. Spośród obligacji korporacyjnych najwięcej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze paliwowym, deweloperskim, energetycznym i medialnym. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne wynosił około 3,5% przy wartościach lokat około 5 mld zł.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez banki krajowe utrzymywał się na poziomie pomiędzy 3%-4% portfela. Wartość inwestycji w obligacje samorządowe wynosiła około 1 mld zł i nie przekroczyła 1% wartości całego portfela. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie.

Od lutego 2016 roku, w związku z zakończeniem okresu przejściowego związanego z zakazem lokat w obligacje skarbowe, OFE nie posiadają takich papierów w swoich portfelach.

W portfelu OFE dominowały obligacje banków.

Tabela 4.9. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta

Data	Skarb Państwa	BGK	Banki krajowe inne niż BGK	EBI	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	Emitenci zagr.	RAZEM	Wartość subportfela dłużnego (w mld zł)
2014-03-31	0,7%	1,5%	2,4%	-	3,4%	0,6%	0,3%	9,0%	13,6
2014-06-30	0,7%	1,2%	3,2%	-	3,2%	0,7%	0,2%	9,2%	13,9
2014-09-30	0,6%	1,1%	3,6%	-	3,0%	0,6%	0,2%	9,3%	14,7
2014-12-31	0,7%	0,9%	3,7%	-	3,3%	0,7%	0,2%	9,5%	14,2
2015-03-31	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,1%	0,7%	0,4%	9,2%	14,3
2015-06-30	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,2%	0,7%	0,5%	9,5%	14,4
2015-09-30	0,6%	1,1%	4,0%	-	3,7%	0,9%	0,6%	10,8%	15,5
2015-12-31	0,3%	1,1%	3,2%	-	3,8%	0,8%	0,5%	9,7%	13,6
2016-03-31	-	1,0%	3,1%	-	3,6%	0,8%	0,6%	9,1%	13,0
2016-06-30	-	1,5%	3,8%	0,4%	3,7%	0,8%	0,6%	10,8%	14,4
2016-09-30	-	1,4%	3,4%	0,7%	3,5%	0,8%	0,3%	10,1%	14,2
2016-12-31	-	1,4%	3,2%	0,4%	3,3%	0,6%	0,3%	9,1%	13,9
2017-03-31	-	1,3%	2,8%	0,7%	3,0%	0,6%	0,2%	8,4%	14,1

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W portfelu dłużnym OFE w analizowanym okresie dominowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez spółki publiczne i niepubliczne oraz banki. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

W portfelu OFE większość obligacji miała zmienne oprocentowanie.

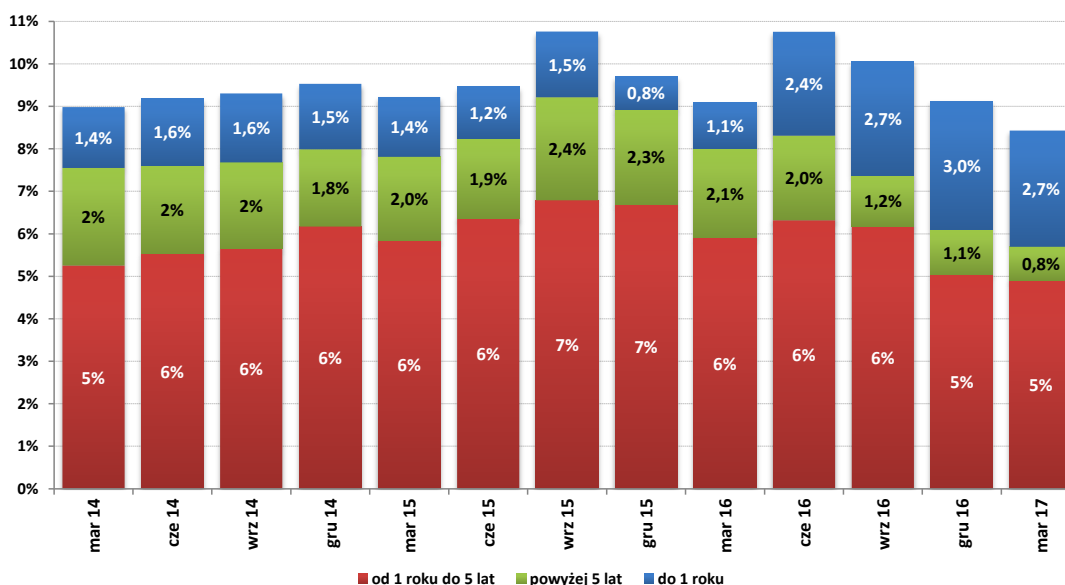
Tabela 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zerokuponowe	Listy zastawne	Razem
2014-03-31	1,1 %	7,3 %	-	0,6 %	9,0 %
2014-06-30	1,5 %	6,9 %	-	0,6 %	9,0 %
2014-09-30	1,6 %	6,9 %	-	0,6 %	9,1 %
2014-12-31	1,0 %	7,6 %	0,3 %	0,7 %	9,5 %
2015-03-31	1,1 %	7,3 %	0,2 %	0,7 %	9,2 %
2015-06-30	1,2 %	7,5 %	0,1 %	0,7 %	9,5 %
2015-09-30	1,4 %	8,4 %	0,1 %	0,8 %	10,8 %
2015-12-31	1,0 %	7,9 %	-	0,8 %	9,7 %
2016-03-31	1,0 %	7,3 %	0,0 %	0,8 %	9,1 %
2016-06-30	1,8 %	7,5 %	0,3 %	1,1 %	10,8 %
2016-09-30	1,6 %	7,1 %	0,4 %	1,0 %	10,1 %
2016-12-31	1,2 %	6,6 %	0,4 %	0,9 %	9,1 %
2017-03-31	1,6 %	5,8 %	0,3 %	0,8 %	8,4 %

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Biorąc pod uwagę okres do wykupu w portfelach OFE dominowały papiery dłużne o okresie do wykupu od 1 roku do 5 lat. Najmniejszą część na koniec analizowanego okresu stanowiły papiery o terminie zapadalności powyżej 5 lat, chociaż do końca pierwsze.

Wykres 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



W portfelu OFE większość obligacji miała okres wykupu od 1 do 5 lat.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

Środki finansowe zgromadzone w OFE, poza inwestycjami w papiery dłużne oraz udziałowe, były lokowane w krótkoterminowych depozytach bankowych. Należy zwrócić uwagę, iż od 1 lutego 2014 roku OFE nie mogą zawierać transakcji BSB, których przedmiotem kupna i sprzedaży byłyby papiery wartościowe Skarbu Państwa i takie transakcje nie były po tej dacie zawierane.

Na koniec marca 2017 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 10,5 mld zł, co stanowiło 6,3% wartości portfela. Ponad 99% stanowiły depozyty w PLN. W 3 spośród 9 banków OFE ulokowały prawie 60% wartości swoich depozytów. Największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A.

Udział depozytów w portfelach OFE wyniósł ponad 6%.

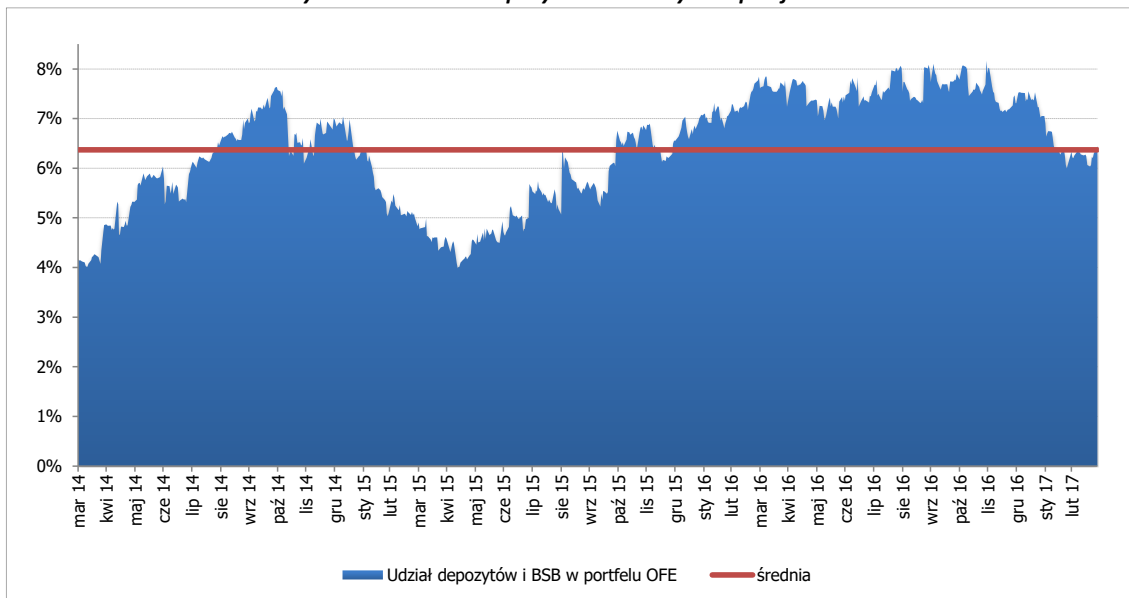
Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 31.03.2017

Lp.	Nazwa banku	Wartość depozytów (w mln zł)	Udział w portfelu OFE	Udział banku w portfelu depozytów
1	BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	3 356	2,0%	31,9%
2	BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	1 465	0,9%	13,9%
3	PKO BANK POLSKI S.A.	1 261	0,8%	12,0%
4	BANK ZACHODNI WBK S.A.	999	0,6%	9,5%
5	BANK MILLENNIUM S.A.	897	0,5%	8,5%
6	DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	824	0,5%	7,8%
7	BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	713	0,4%	6,8%
8	MBANK S.A.	710	0,4%	6,8%
9	RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	284	0,2%	2,7%
	Razem	10 509	6,3%	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie udział depozytów w portfelu OFE kształtował się w przedziale od 4% do 8%. Lokaty w depozyty bankowe są istotnym elementem zarządzania płynnością funduszu, szczególnie w kontekście zmniejszenia strumienia nowych składek i jednocześnie realizowaniem wypłat środków w ramach tzw. „suwaka bezpieczeństwa”. W listopadzie 2014 roku pierwsza, skumulowana wypłata z tego tytułu wyniosła 3,3 mld zł, a w późniejszym okresie oscylowała w przedziale 280-360 mln zł miesięcznie.

Wykres 4.11. Udział depozytów bankowych w portfelu OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce.....	6
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce	7
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro	7
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP.....	8
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł).....	9
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN	9
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN	10
Wykres 1.8.	Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)	10
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)	11
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)	11
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	12
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)	13
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	13
Wykres 1.13.	Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)	14
Tabela 2.1.	Zmiana liczby członków OFE	15
Wykres 2.1.	Oświadczenia o przekazywaniu składki do OFE na 31.03.2017 (w %).....	16
Tabela 2.2.	Liczba członków PFE	17
Tabela 2.3.	Liczba członków DFE	17
Wykres 2.2.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)	18
Wykres 2.3.	Składki przekazane do OFE od 1.04.2014 do 31.03.2017 (mld zł).....	19
Tabela 2.4	Umorzenia w ramach suwaka bezpieczeństwa (mln zł)	19
Wykres 2.4.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł)	20
Tabela 2.5.	Aktywa netto OFE	21
Wykres 2.5.	Dekompozycja zmiany WAN w ostatnich trzech latach (mld zł)	21
Wykres 2.6.	Dekompozycja zmiany WAN za cały okres funkcjonowania OFE (mld zł)	22
Tabela 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)	23
Tabela 2.7.	Aktywa netto DFE (tys. zł).....	23
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE	24
Wykres 3.1.	Stopy zwrotu OFE*	25
Tabela 3.2.	Podział rachunku premiewego od 31.03.2014 do 31.03.2017 (w mln zł)	26
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle zmiany indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce.....	27
Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE	28
Tabela 3.3.	Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 1.04.2014 do 31.03.2017.....	29
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.).....	29
Tabela 3.5.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE	30
Wykres 4.1.	Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)	31
Wykres 4.2.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)	32
Tabela 4.1.	Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 31.03.2017	32
Wykres 4.3.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 31.03.2017	33
Wykres 4.4.	Inwestycje OFE poza granicami kraju	34
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 31.03.2017	35

Tabela 4.3.	Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 31.03.2017	38
Tabela 4.4.	Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 31.03.2017	39
Tabela 4.5.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2017 roku	40
Wykres 4.6.	Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG	41
Tabela 4.6.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	42
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	43
Tabela 4.7.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 31.03.2017	43
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 31.03.2017	44
Wykres 4.8.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	44
Wykres 4.9.	Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju.....	45
Tabela 4.9.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	46
Tabela 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru	46
Wykres 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu	47
Tabela 4.11.	Depozyty w portfelu OFE na 31.03.2017.....	47
Wykres 4.11.	Udział depozytów bankowych w portfelu OFE.....	48



URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO
Plac Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa

tel. (+48 22) 262-50-00
fax (+48 22) 262-51-11 (95)
e-mail: knf@knf.gov.pl

www.knf.gov.pl