

KNF



**KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO**

**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE
30.09.2015 – 28.09.2018**

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
Warszawa 2019

Departament Funduszy Inwestycyjnych i Funduszy Emerytalnych

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

SPIS TREŚCI

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	16
2.1	CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	16
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.....	21
2.6	AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	23
2.7	AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	24
3	WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE	25
3.1	OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	25
3.2	PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE	30
3.3	DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE	31
4	PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	32
4.1	STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	32
4.1.1	<i>Otwarte fundusze emerytalne</i>	<i>32</i>
4.1.2	<i>Dobrowolne fundusze emerytalne</i>	<i>39</i>
4.1.4	<i>Pracownicze fundusze emerytalne.....</i>	<i>41</i>
4.2	PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	42
4.3	PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	47
4.4	POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	49

Synteza

Przyjęte pod koniec 2013 roku przez Parlament RP rozwiązania prawne, dotyczące przeniesienia ponad połowy aktywów z OFE do ZUS oraz zmieniające profil ryzyka OFE na fundusze akcyjne, radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołały dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego, jak i dla sytuacji finansów publicznych. W 2016 roku ogłoszone zostały również plany przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne przy równoczesnej zmianie statusu prawnego środków zarządzanych przez OFE i przekazaniu ich części na Fundusz Rezerwy Demograficznej. Decyzja dotycząca zmian w zakresie OFE została odłożona w czasie, przy czym na początku grudnia 2018 roku pojawiła się zapowiedź Ministra Finansów, iż w 2019 roku zostanie przedstawiona propozycja dotycząca przyszłości OFE.

Ponadto zakończył się proces legislacyjny dotyczący uchwalenia przepisów, na podstawie których od lipca 2019 roku mają być uruchomione powszechne, ale dobrowolne dla uczestników, pracownicze plany kapitałowe współfinansowane przez uczestników, pracodawców i państwo. Przyjęte przepisy przewidują, że powszechne towarzystwa emerytalne będą mogły zarządzać środkami w ramach PPK poprzez nowy typ dobrowolnych funduszy emerytalnych zdefiniowanej daty.

Na koniec września 2018 roku do 11 OFE należało prawie 16 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 164 mld zł. W tym czasie do 2 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 33,6 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 7 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 99 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 328 mln zł.

W związku ze spadkiem liczby osób wnoszących składki, obniżeniem wysokości składki i obniżeniem wieku emerytalnego wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. W ciągu ostatnich trzech lat do OFE trafiło 9,8 mld zł składek. Równocześnie, w związku z osiągnięciem przez część swoich członków wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego, OFE przekazały do ZUS kwotę 16,8 mld zł w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 16,8% do 21%, a oficjalna średnia stopa zwrotu wyniosła 18,8%. Pracownicze fundusze emerytalne wypracowały trzyletnie stopy zwrotu z przedziału od 9,3% do 9,7%.

W wyniku systemowych zmian prawnych OFE, z początkiem lutego 2014 roku, stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Ze względu na ograniczoną możliwość przebudowy portfeli OFE, warunkowaną w szczególności zakazem lokowania aktywów OFE w obligacje państwowe, ograniczoną podażą instrumentów z innych klas aktywów oraz znacznym dotychczasowym zaangażowaniem OFE w akcje notowane na GPW, utrzymuje się wymuszony reformą profil inwestycyjny OFE. Na koniec września 2018 roku udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 79%, część dłużna stanowiła zaledwie 8%, depozyty bankowe 6%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe 7%.

OFE utrzymały silną pozycję na GPW mierzoną zaangażowaniem w akcje notowane na giełdzie. Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec września 2018 roku 11%, a udział we free float 17%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 21%, a udział we free float 41,5%. Spadło znaczenie sektora OFE w zakresie możliwości absorpcji pojawiającej się na giełdzie podaży akcji. W trzyletnim okresie wartość transakcji sprzedaży przez OFE instrumentów udziałowych przewyższała o 1,2 mld zł wartość transakcji kupna tychże instrumentów.

W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (57%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (26%). W przypadku portfela pracowniczych

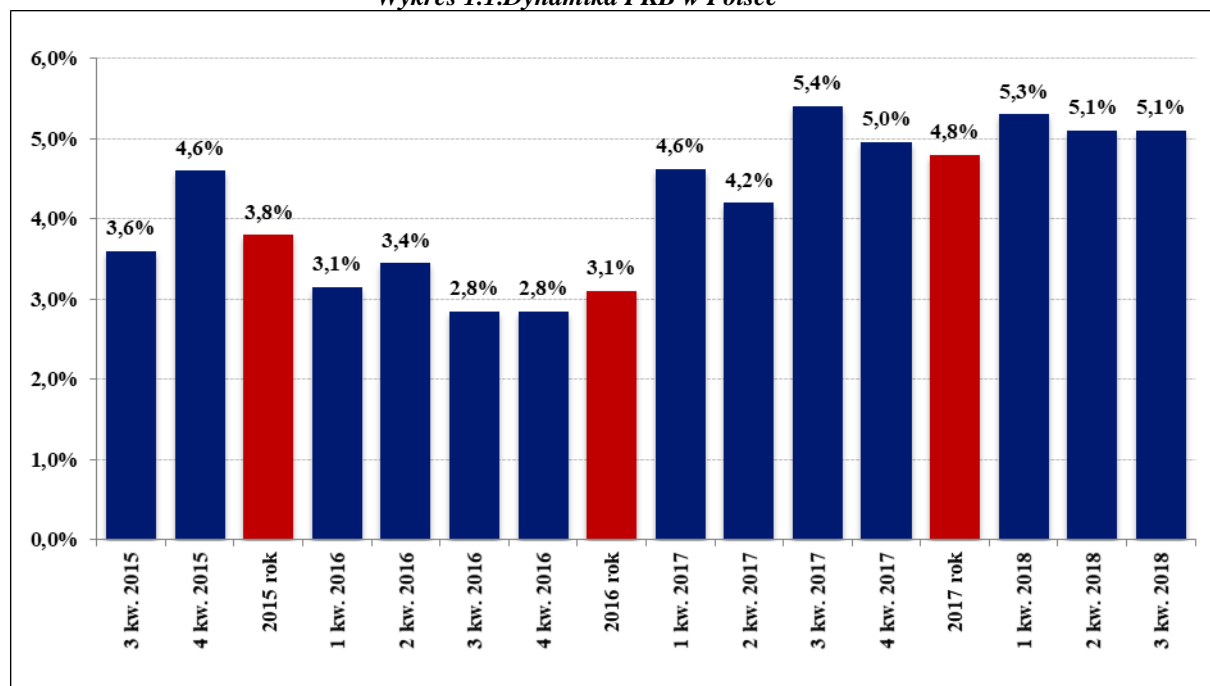
funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (62%) i akcje notowane na GPW (26%).

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

W roku 2016 nastąpiło spowolnienie rozwoju ekonomicznego w relacji do lat wcześniejszych i wzrost PKB wyniósł tylko 3,1%. Od początku 2017 roku dało się zauważyć oznaki wyraźnego ożywienia, co przełożyło się na roczny wzrost PKB na poziomie 4,8%. Dobre perspektywy gospodarki zauważyły również agencje ratingowe, utrzymując ratingi dla Polski na niezmienionym poziomie, bądź polepszając perspektywę ratingową¹. Pierwsze trzy kwartały 2018 to kontynuacja przyspieszenia gospodarczego, przy czym wzrost PKB w I kwartale 2018 r. na poziomie 5,3% był najwyższy od czasu kryzysu finansowego w 2008 roku.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (ceny stałe)

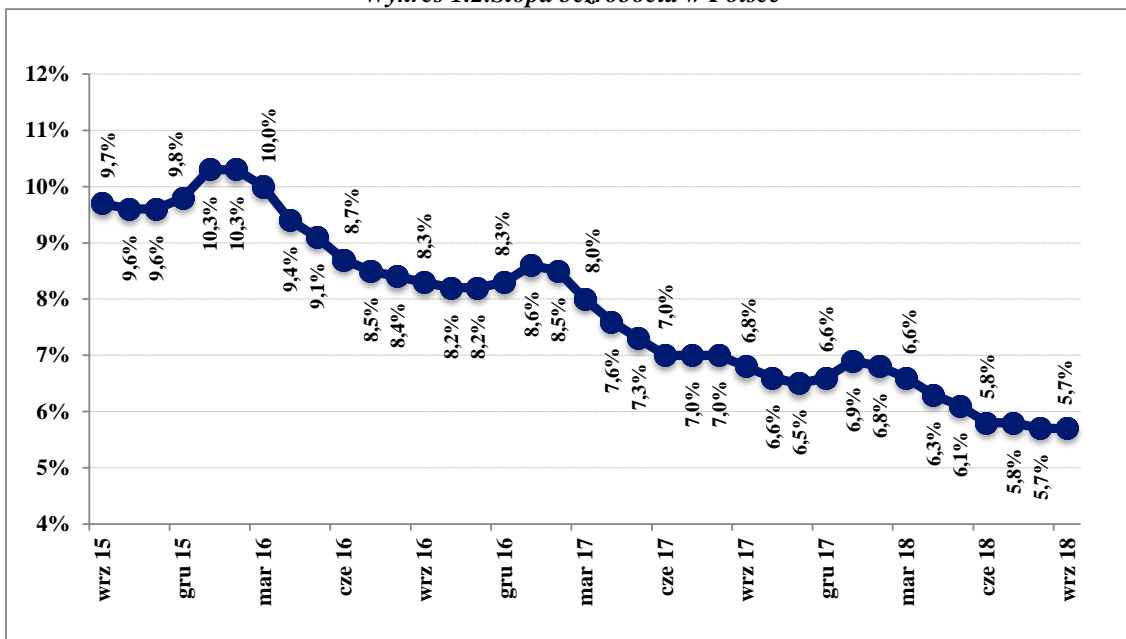
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniach sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika odnotowano blisko początku analizowanego okresu – w styczniu 2016 roku, kiedy to wyniósł 10,3%. Dobra sytuacja gospodarcza przełożyła się na spadek stopy bezrobocia, która na koniec września 2018 roku wyniosła 5,7%, co jest najniższym poziomem od ćwierćwiecza. Poziom bezrobocia w Polsce jest też obecnie znacząco niższy od średniej unijnej.

Stopa bezrobocia we wrześniu 2018 spadła, do 5,7%, czyli najniższego poziomu od 1991 roku.

¹ Aktualny długoterminowy rating Polski to BBB+ według agencji S&P, A2 według Moody's i A- według Fitch. W 2018 Agencja S&P podniosła perspektywę ratingową ze stabilnej na pozytywną.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

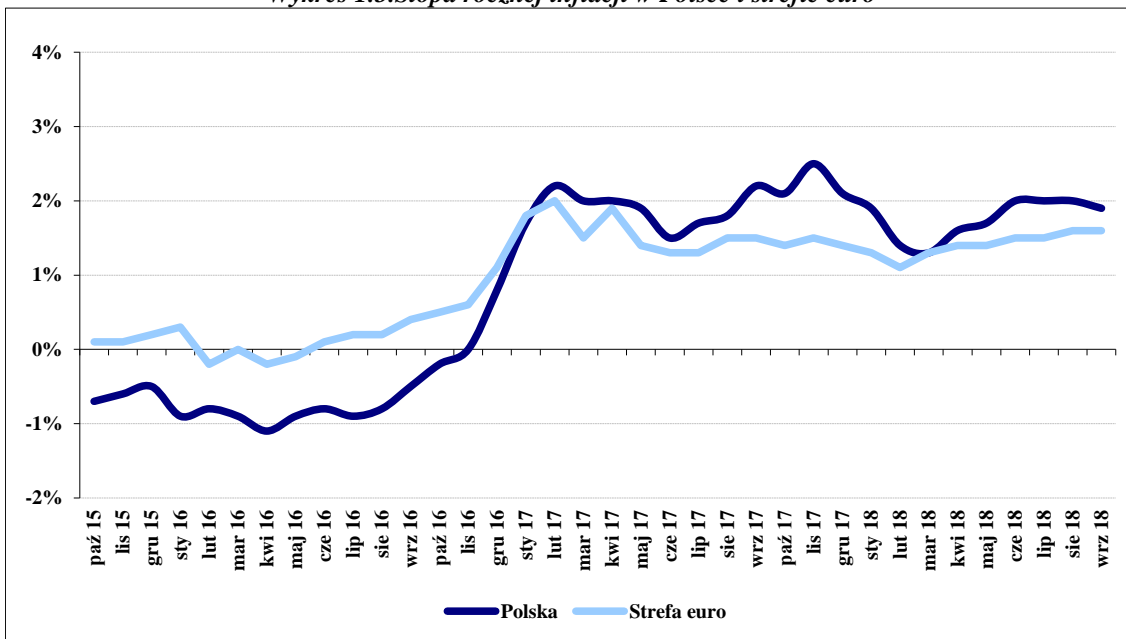


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (-1,1%) do 2,5%, przez większość czasu pozostając poniżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). W latach 2015-2016, deflacja zarówno 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 I kwartału 2017 roku. W 2017 roku nastąpił gwałtowny wzrost inflacji zarówno w Polsce jak i strefie euro, związany z ożywieniem gospodarczym i wzrostem światowych cen surowców energetycznych. Rok 2018 to stabilizacja inflacji na poziomie od 1,5% do 2,0%.

W II i III kwartale 2018 inflacja w Polsce była wyższa od inflacji UE od 0,3% od 0,5%.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro

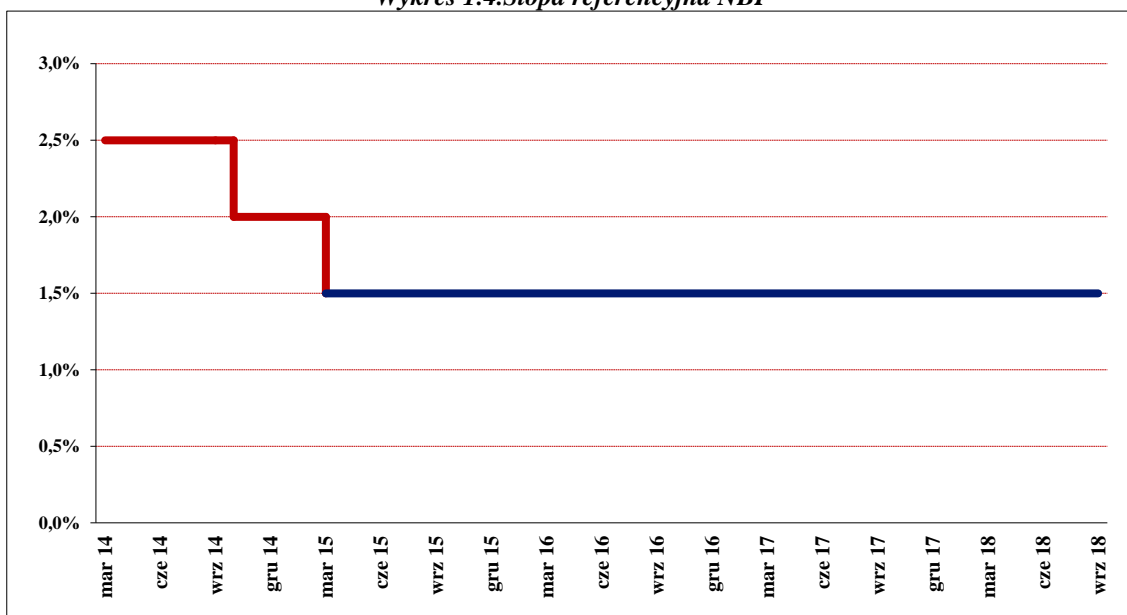


Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny (analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100)

Ostatnia zmiana stóp procentowych NBP miała miejsce jeszcze przed początkiem analizowanego okresu, tj. 15 marca 2015 r., kiedy Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 0,5 punktu procentowego. W okresie analizowanych trzech lat stopa referencyjna pozostawała na niezmiennym poziomie 1,5%. Była to najniższa wartość

stopy referencyjnej w historii, tym niemniej wciąż pozostająca powyżej rekordowo niskich, czasami nawet ujemnych stóp strefy euro.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Od marca 2015 stopy procentowe NBP pozostają niezmiennie na najniższym poziomie w historii.

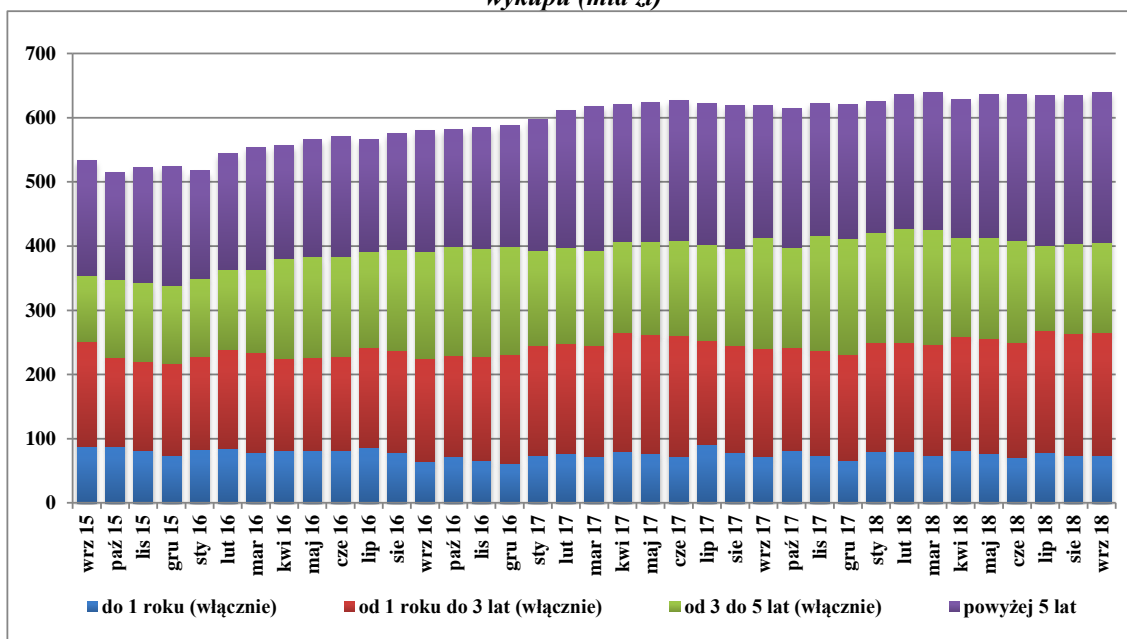
Zródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec września 2018 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 949,7 mld zł, co oznacza, że w okresie trzech lat wzrosło o 13,4%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (666 mld zł), stanowiący 70% całkowitego zadłużenia SP. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 283 mld zł – nominalnie tyle samo, co na początku analizowanego okresu. Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 212 mld zł.

Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wyniósł 949,7 mld zł.

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

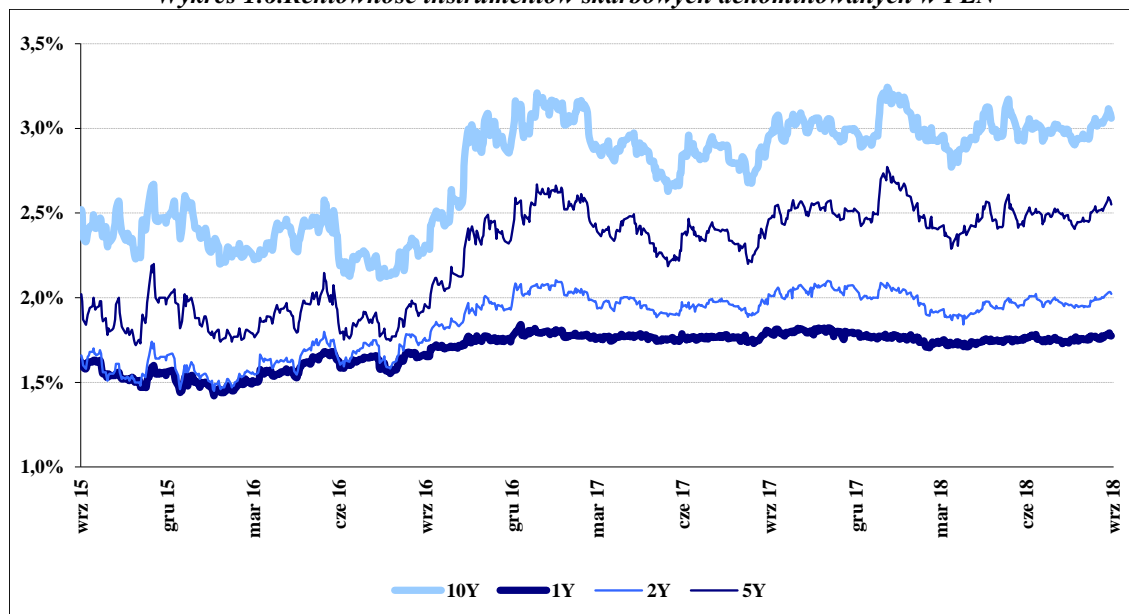


Zródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2015 do września 2018 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami dla papierów długoterminowych i wysoką stabilnością dla papierów krótkoterminowych. W IV kwartale 2016 roku rentowność papierów średnio i długoterminowych wyraźnie wzrosła i od tego czasu oscyluje około poziomu odpowiednio 2,5% oraz 3%, co może być związane z wyższą niepewnością i zmieniającymi się oczekiwaniami inwestorów.

Od IV kwartału 2016 roku wzrosła rentowność instrumentów skarbowych.

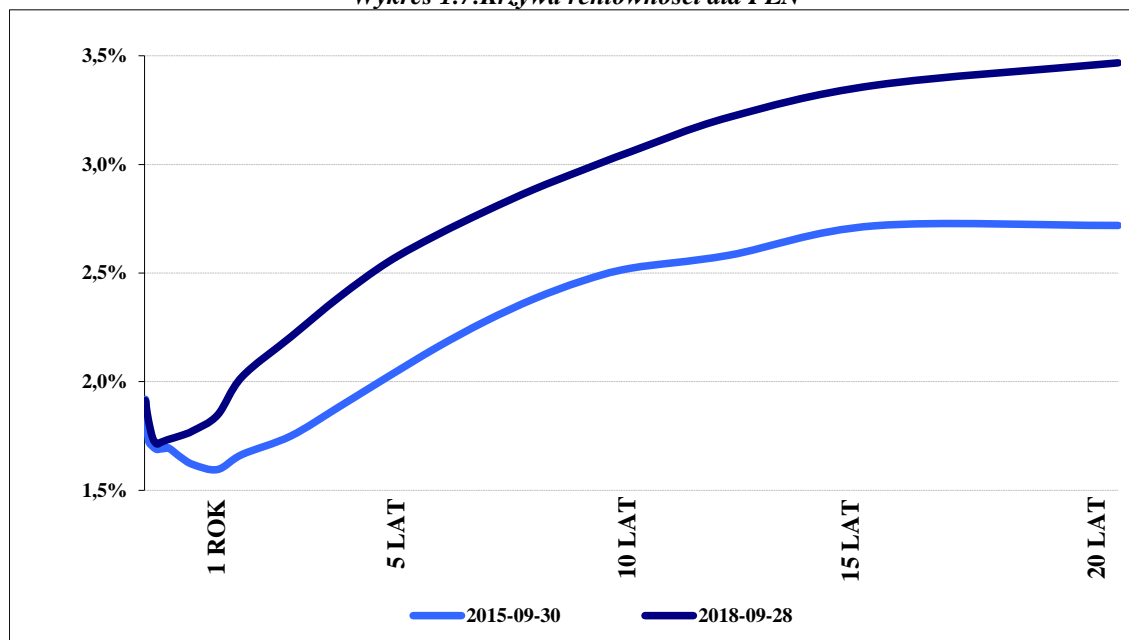
Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN



Źródło: Reuters

W okresie objętym analizą nastąpiło nieznaczne przesunięcie krzywej zerokuponowej w górę na niemal całej jej długości, czyli nastąpił wzrost rentowności dla wszystkich terminów zapadalności. We wrześniu 2018 roku krzywa rentowności była zbliżona do klasycznego kształtu obserwowanego na rozwiniętych rynkach finansowych.

Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN

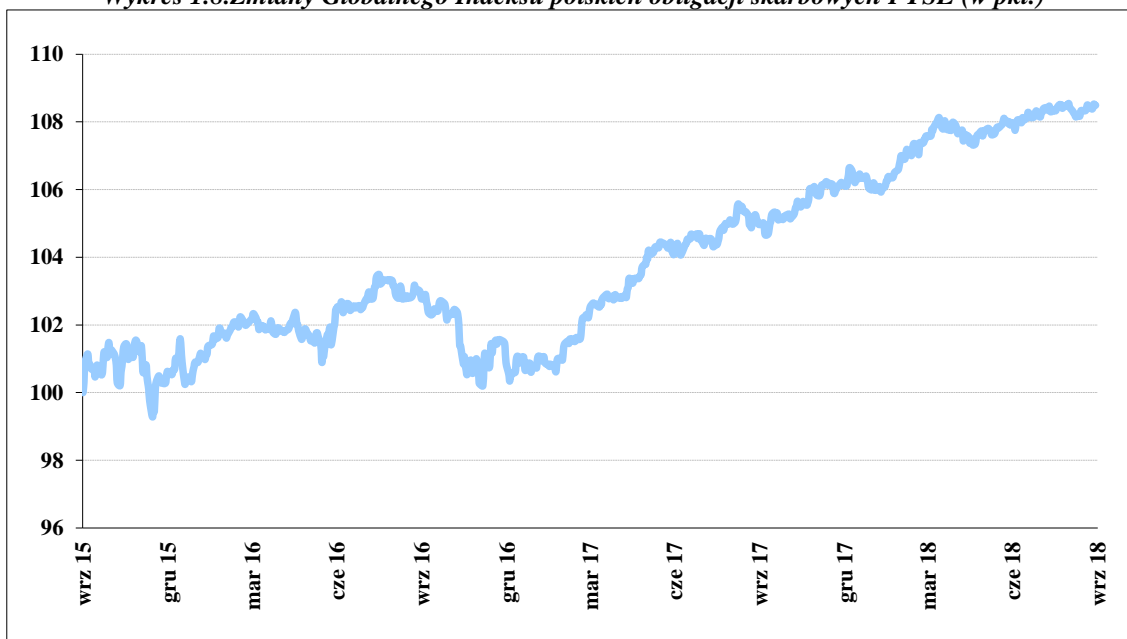


Źródło: Reuters (krzywa zerokuponowa dla PLN)

Terminowa struktura stóp procentowych w Polsce w 2018 roku jest zbliżona do klasycznego kształtu krzywej rentowności.

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, wzrosła o 8,5%.

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

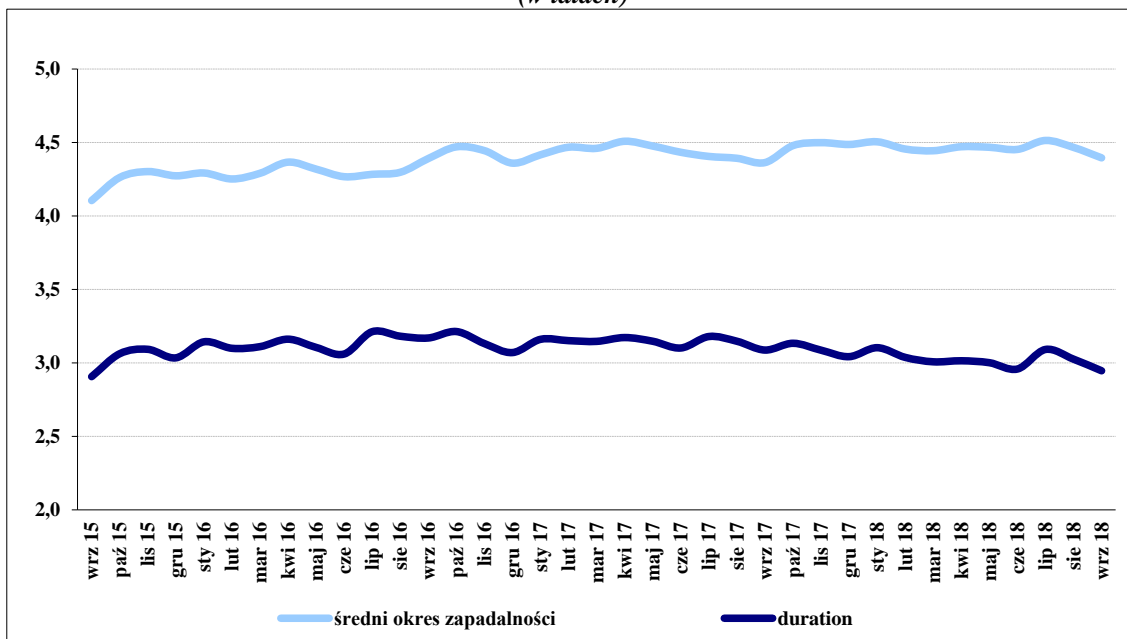


Wartość na dzień 30.09.2015 = 100

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

Średnia zapadalność krajowych rynkowych papierów skarbowych pozostawała na stabilnym poziomie. Na koniec analizowanego okresu wynosiła ona cztery lata i cztery miesiące. Średnia duration skarbowych papierów wartościowych wynosiła dwa lata i jeden miesiąc na początku i trzy lata na końcu analizowanego okresu.

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



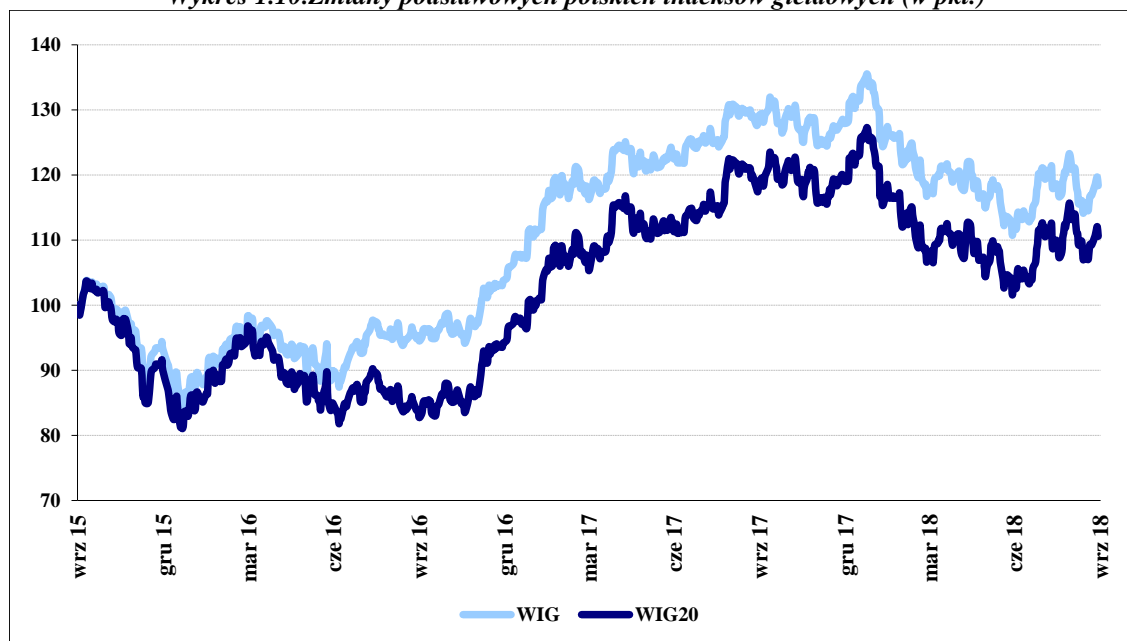
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Pod względem zarysowanych trendów na GPW okres od września 2015 roku do września 2018 roku można podzielić na cztery podokresy. Przez pięć pierwszych kwartałów dominował trend spadkowy, a indeksy straciły blisko 20% swej wartości. W roku 2017 obserwujemy silny trend wzrostowy, który sprawił, że indeksy zniwelowały w ciągu kwartału spadki z poprzedniego roku. Pierwszy kwartał 2018 roku to jednak znaczne spadki po historycznym rekordzie notowań WIG, który 23 stycznia 2018 roku wyniósł 67 772,91 punktów. Od tego czasu obserwujemy trend boczny z silną amplitudą wahań. W okresie analizowanych trzech lat indeks WIG zyskał 18,4%, a indeks WIG20 10,6%.

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 18,4%, a indeks WIG20 10,6%.

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



Wartość na dzień 30.09.2015 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W roku 2015 obserwowano wyraźne spadki najważniejszych indeksów. Rok 2016 zakończył się wyraźnymi wzrostami, zaś w roku 2017 wzrosty były wręcz spektakularne. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahania odnotowywał indeks średnich spółek WIG40. W 2018 największe spadki odnotował indeksy dużych spółek sWIG80, a jednocześnie WIG20 był jedynym indeksem, który zanotował w tym roku wzrost. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja spółek zagranicznych notowanych na GPW była o kilka procent wyższa od wartości rynkowej spółek krajowych. Zarówno w roku 2017, jak i w pierwszych trzech kwartałach 2018 roku liczba spółek wycofanych z obrotu giełdowego przewyższała liczbę debiutów. Zmniejszanie się liczby spółek notowanych na GPW jest oznaką spowolnienia rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i świadczy o relatywnym spadku atrakcyjności finansowania działalności gospodarczej poprzez emisję akcji na rzecz innych form pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorców.

Tabela 1.1.Podstawowe statystyki GPW

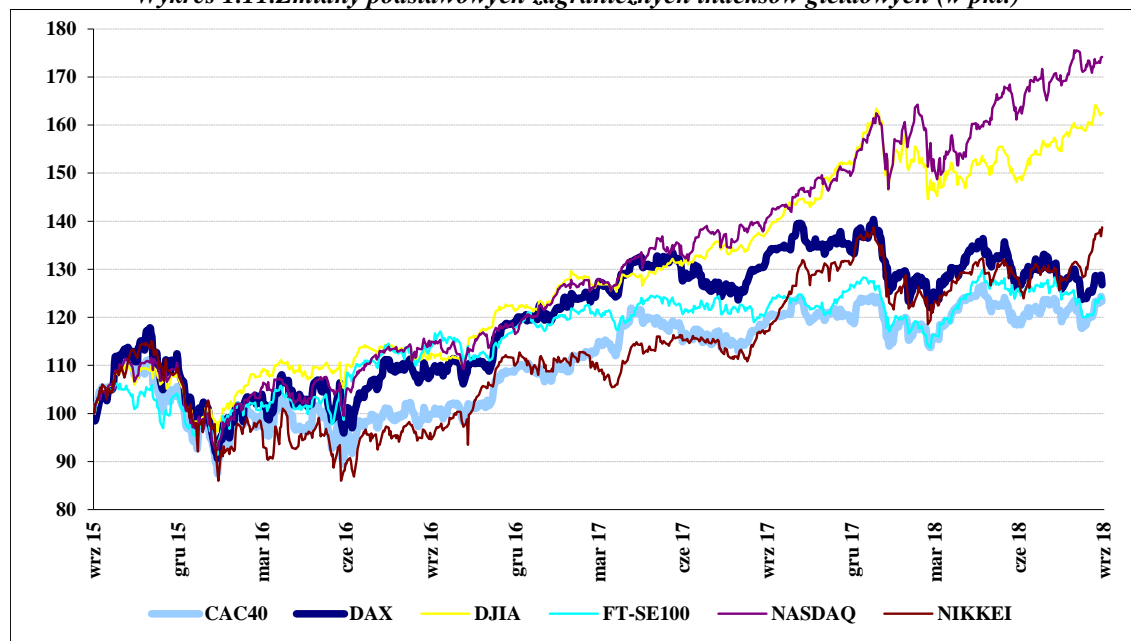
Rok	I-III 2018	2017	2016	2015
Liczba spółek	470	482	487	487
w tym zagraniczne	49	50	53	54
liczba debiutów	7	15	19	30
liczba wycofań	19	20	19	13
Wartości indeksów				
WIG30	2 557	2 825	2 243	2 076
WIG20	2 602	2 461	1 948	1 859
mWIG40	5 265	5 932	4 216	3 567
sWIG80	13 767	16 895	14 259	13 211
WIG	58 975	63 746	51 754	46 467
Stopy zwrotu indeksów				
WIG30 (%)	-9,5%	25,9%	8,1%	-16,6%
WIG20 (%)	5,7%	26,4%	4,8%	-19,7%
mWIG40 (%)	-11,2%	40,7%	18,2%	2,4%
sWIG80 (%)	-18,5%	18,5%	7,9%	9,1%
WIG (%)	-7,5%	23,2%	11,4%	-9,6%
Kapitalizacja (w mln zł)				
Spółki łącznie	1 198 619	1 379 858	1 115 720	1 082 862
Krajowe	587 310	670 976	557 124	516 785
Zagraniczne	611 309	708 882	558 596	566 077
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	162 206	260 978	202 293	225 287
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	155 268	236 437	189 451	203 464

Zródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na głównych rynkach kapitałowych na świecie była w omawianym okresie korzystniejsza niż w Polsce. Wszystkie najważniejsze indeksy zagraniczne odnotowały wzrosty, przy czym zdecydowanym liderem spośród dużych indeksów był amerykański NASDAQ, z trzyletnim wzrostem na poziomie 74,3%. Dużo niższe wzrosty, na poziomie odpowiednio 23,3% i 23,9%, odnotowały: francuski index CAC 40 i brytyjski FT-SE100.

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



Wartość na dzień 30.09.2015 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

Tabela 1.2. Indeksy GPW na tle indeksów światowych

Indeks	Rynek	30.09.2015	28.09.2018	Zmiana
BUX	Budapest Stock Exchange	20894	37171	77,9%
BOVESPA	B3 Brasil Bolsa Balcao	45059	79342	76,1%
NASDAQ	New York Stock Exchange	4620	8046	74,2%
DJIA	New York Stock Exchange	16285	26458	62,5%
AMEX_MAJ	NYSE & NYSE Arca	1662	2604	56,7%
RUSSEL	Small capitalization composite	1101	1697	54,1%
SP500	NYSE & NASDAQ	1920	2914	51,8%
DJTA	New York Stock Exchange	7786	11379	46,2%
NIKKEI	Tokyo Stock Exchange	17388	24120	38,7%
BIST 100	Borsa Istanbul	74205	99957	34,7%
HANGSENG	The Stock Exchange of Hong Kong Ltd.	20846	27789	33,3%
EOE	Euronext Amsterdam	421	550	30,5%
TOPIX	Tokyo Stock Exchange	1411	1817	28,8%
DAX	Deutsche Börse Frankfurt	9660	12247	26,8%
DJUA	New York Stock Exchange	577	721	24,9%
FT-SE100	London Stock Exchange	6062	7510	23,9%
CAC40	Euronext Paris	4455	5493	23,3%
TSE-300	Toronto Stock Exchange	13307	16073	20,8%
BUCHAREST SE BET	Bucharest Stock Exchange	6982	8413	20,5%
WIG	GPW w Warszawie	49825	58975	18,4%
WIG20	GPW w Warszawie	2066	2285	10,6%
SMI	SIX Swiss Exchange	8513	9088	6,8%
FTSE MIB	Borsa italiana Milan	21295	20712	-2,7%
B-SHARES	Shanghai Stock Exchange	310	290	-6,3%

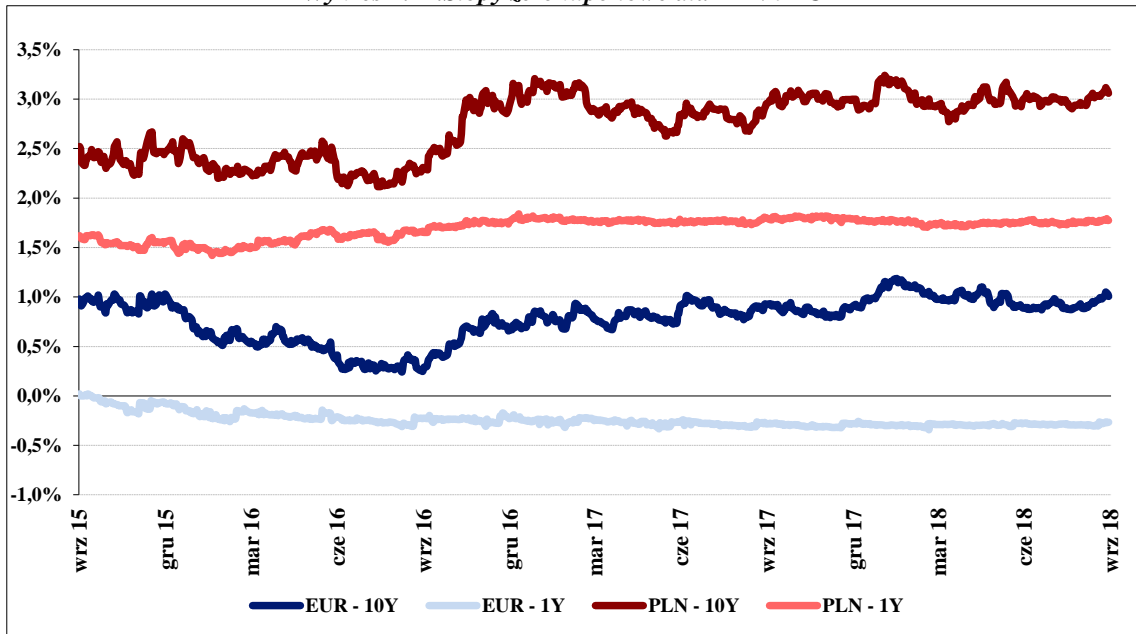
Źródło: Reuters, obliczenia własne

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

We wrześniu 2018 r. roczna stopa zerokuponowa strefy euro wynosiła -0,3%.

rocznych a dziesięcioletnich była zbliżona do jednego punktu procentowego przez większą część okresu. Od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa instrumentów rocznych w strefie euro utrzymywała się poniżej zera. Na koniec analizowanego okresu krótkookresowe stopy w strefie EURO, na poziomie -0,3%, były rekordowo niskie.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

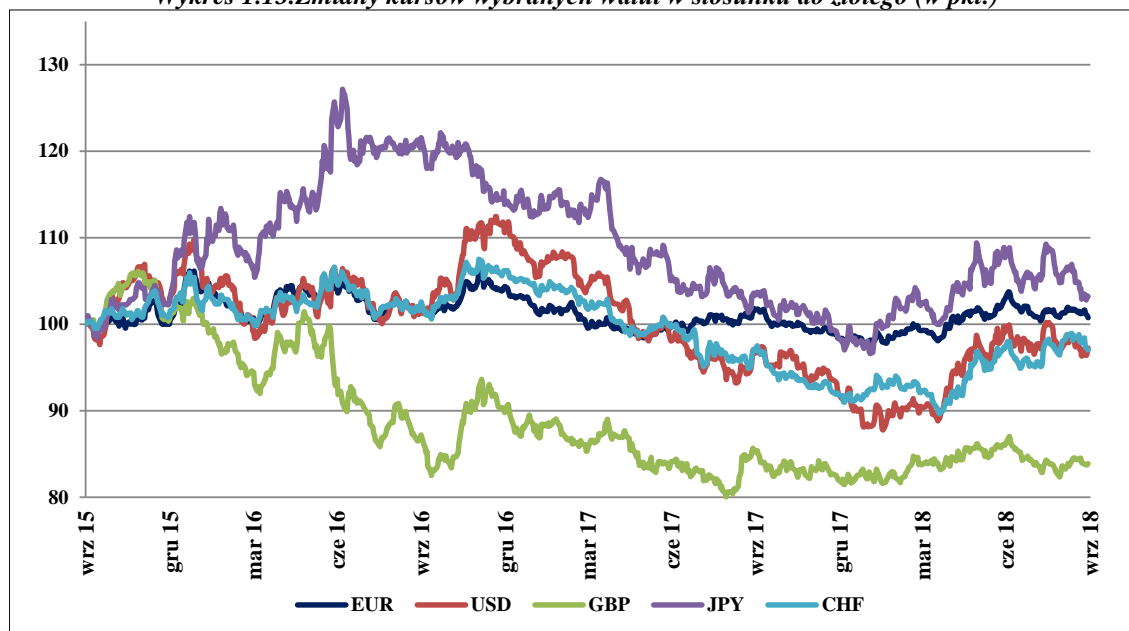


Źródło: Reuters

Okres od września 2015 do września 2018 roku charakteryzował się dużymi wahaniami kursu polskiej waluty. Wynik brytyjskiego referendum w czerwcu 2016 roku o wyjściu z UE, zaowocował znacznym osłabieniem funta w kolejnych miesiącach, lecz od połowy 2017 roku kurs brytyjskiej waluty pozostaje stabilny. Rozpoczęcie przez FED cyklu podwyżek stóp procentowych w USA spowodowało umocnienie się dolara względem innych walut. Od początku 2017 roku obserwowano wyraźne umacnianie się polskiej waluty, szczególnie względem walut pozaeuropejskich, jednak trend ten wyhamował w pierwszym kwartale 2018 roku. W całym analizowanym okresie złotówka umocniła się wyraźnie względem funta i pozostawała stabilna względem euro. W stosunku do dolara, jena i franka szwajcarskiego wartość naszej waluty podlegała fluktuacjom by na koniec okresu wrócić do poziomu zbliżonego do tego sprzed trzech lat.

Funt brytyjski był walutą, która najbardziej osłabiła się względem złotego.

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



Wartość na dzień 30.09.2015 = 100
 Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2018 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało blisko 16 mln członków. W związku ze zmianami prawnymi z 2014 roku, osoby wchodzące na rynek pracy i podlegające obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu mogą podjąć decyzję o przystąpieniu do OFE. W ostatnim czasie taką decyzję podejmuje znikomy odsetek pracujących. Od lutego 2014 roku widoczny jest powolny, ale systematyczny spadek liczby członków OFE ze względu na przewagę osób wychodzących z tego systemu.

Do OFE należy prawie 16 mln członków.

Tabela 2.1. Zmiana liczby członków OFE

OFE	Liczba członków w dniu 30.09.2015	Saldo transferów	Umowy pierwszorazowe	Liczba członków w dniu 29.09.2018*
AEGON OFE	923 418	-463	34	1 810 740
Allianz Polska OFE	1 078 455	-65	230	1 053 052
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 655 022	-387	516	2 548 547
AXA OFE	1 153 885	-11	208	1 121 986
Generali OFE	1 002 198	-191	302	972 829
MetLife OFE	1 594 754	113	454	1 540 456
Nationale-Nederlanden OFE	3 082 963	1 070	2 427	2 989 241
Nordea OFE**	991 798	-2	172	-
Pekao OFE***	336 480	-131	31	324 316
PKO BP Bankowy OFE	944 983	224	277	915 116
OFE Pocztylion	586 524	-327	10	568 867
OFE PZU "Złota Jesień"	2 214 173	170	634	2 105 624
Razem	16 564 653	0	5 295	15 950 774

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

**W dniu 17 listopada 2017 roku aktywa Nordea OFE zostały przeniesione do AEGON OFE

***W dniu 12 października 2018 roku zakończyła się likwidacja Pekao OFE

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, OFE, obliczenia własne

W okresie analizowanych 36 miesięcy liczba członków spadła o 614 tys. Wśród głównych przyczyn tej zmiany należy wymienić osiągnięcie wieku emerytalnego, przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa. W ciągu ostatnich trzech lat we wszystkich otwartych funduszach emerytalnych, z wyjątkiem AEGON OFE, nastąpił spadek liczby członków. Wzrost liczby członków AEGON OFE miał związek z przejęciem zarządzania funduszem Nordea OFE, który został zlikwidowany z dniem 17 listopada 2017 roku. Największy spadek liczby członków odnotował OFE PZU „Złota Jesień” - liczba członków funduszu zmniejszyła się o 109 tys. czyli o 5%.

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 należących do innych OFE. W analizowanym okresie tylko w dwóch funduszach saldo zmiany liczby członków w wyniku sesji transferowych było dodatnie. Największym beneficjentem był Nationale-Nederlanden OFE, w którym liczba członków wzrosła z tego tytułu o 1,1 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. Ma to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Konsekwencją jest istotny spadek liczby transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE.

W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała 317 osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 3,8 tys. członków.

Średnio w czasie sesji transferowej fundusz zmieniło 317 osób.

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2018 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 33,6 tys. członków. W ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 25%. Było to konsekwencją dwóch przypadków zmiany formy prowadzenia programów emerytalnych z funduszu emerytalnego na umowę z towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Do PFE należy 33,6 tys. członków.

W związku ze zmianą formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego, w I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE Nestle Polska zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego. Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego, z dniem 11 kwietnia 2017 roku, nastąpiło zakończenie procesu likwidacji PFE NESTLE POLSKA.

W trzecim kwartale 2017 roku nastąpiło utworzenie przez spółkę UNILEVER POLSKA S.A. pracowniczego programu emerytalnego w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego. Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego, z dniem 19 lipca 2017 roku, nastąpiło wpisanie nowego programu emerytalnego do rejestru PPE, a następnie po spieniężeniu aktywów PFE UNILEVER POLSKA przetransferowano środki finansowe do funduszu inwestycyjnego lub wypłacono uprawnionym.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	30.09.2015	30.09.2016	29.09.2017	28.09.2018
PFE NESTLE POLSKA	3 208	0	-	-
PFE "Nowy Świat"	7 013	6 767	6 609	5 748
PFE Orange Polska	31 115	30 150	28 464	27 822
PFE UNILEVER POLSKA	3 290	3 418	229	0
Razem	44 626	40 335	35 302	33 570

Źródło: Sprawozdania PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2018 roku na rynku działało siedem DFE, do których należało ponad 99 tys. członków.

Do DFE należy 99 tys. członków.

W okresie analizowanych 36 miesięcy miały miejsce dwa procesy przejęcia zarządzania na rynku DFE. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU SA, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Natomiast w maju 2018 roku nastąpiło przejęcie zarządzania DFE Pekao przez PTE PZU SA, a fundusz Pekao DFE został zlikwidowany we wrześniu 2018 roku.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	30.09.2015	30.09.2016	29.09.2017	28.09.2018
Allianz DFE	735	837	957	1 012
DFE Pekao*	11 269	13 230	14 978	-
DFE Pocztylion Plus	3 110	3 109	3 199	7 463
DFE PZU	56 301	56 448	57 001	70 313
Generali DFE	7	7	11	18
MetLife DFE	2 861	2 933	2 913	2 871
Nationale DFE	1 360	3 835	5 980	8 904
Nordea DFE**	477	-	-	-
PKO DFE	3 825	7 095	8 272	8 502
Razem	79 945	87 494	93 311	99 083

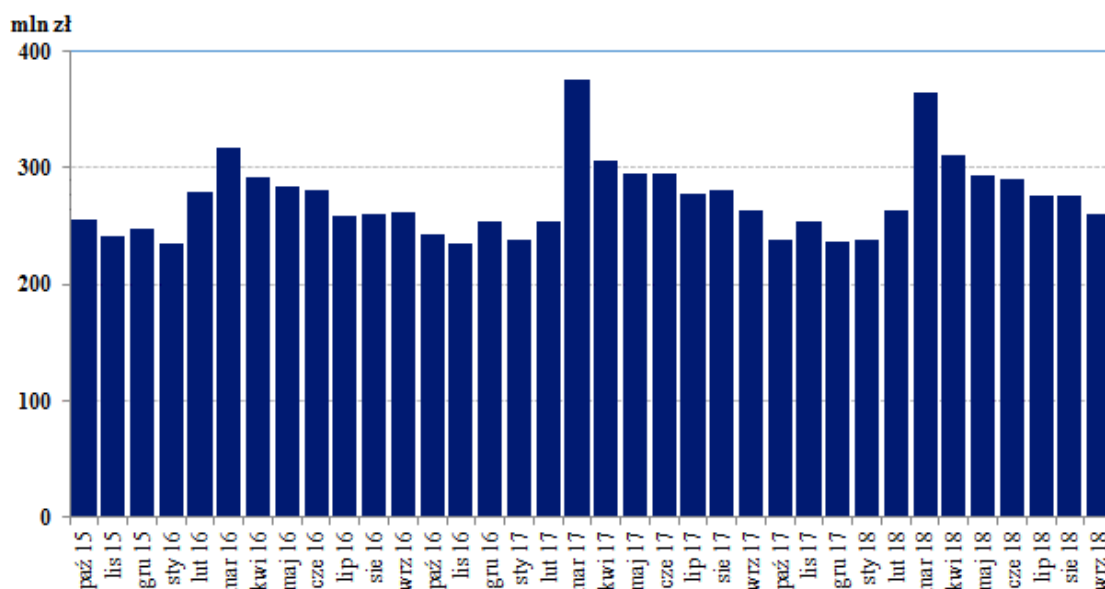
*We wrześniu 2018 roku zakończyła się likwidacja DFE Pekao, którego aktywa zostały przeniesione do DFE PZU

Większość członków DFE wybiera indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), dające możliwość skorzystania z ulgi podatkowej i odliczenia wpłat od podstawy opodatkowania. Według danych na 28 września 2018 roku konta IKZE w DFE posiadało 94 tys. osób, natomiast konta IKE (indywidualne konta emerytalne) 4 tys., a około 1,3 tys. posiadało zarówno konto IKE i IKZE.

2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2015 roku do końca września 2018 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 9,8 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 273 mln zł. Najwyższa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2017 roku (376 mln zł), zaś najniższa w styczniu 2016 roku (234 mln zł). 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 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)



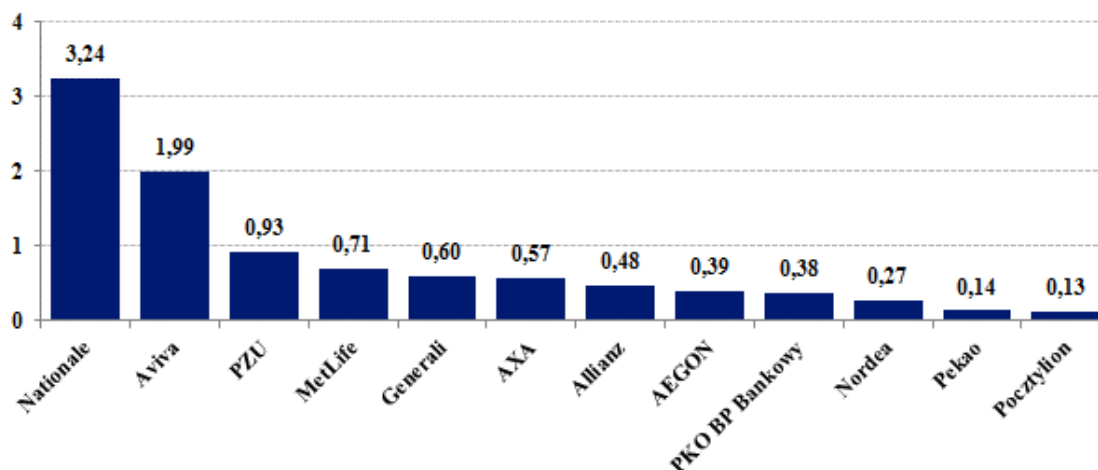
Źródło: Sprawozdania OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Nationale-Nederlanden OFE (3,2 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (2 mld zł) – fundusze te otrzymały ponad połowę trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków (poniżej 140 mln zł) otrzymały Pekao OFE oraz OFE Pocztylion.

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 9,8 mld zł składek.

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

Wykres 2.2. Składki brutto przekazane do OFE od 01.10.2015 do 30.09.2018 (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 ZUS. Od chwili rozpoczęcia tego procesu również całość jego bieżących składek emerytalnych przekazywana jest do ZUS. Potocznie 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.

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 według stanu na koniec września 2014 roku. W 2015 roku OFE przekazały w ramach suwaka prawie 4,1 mld zł, co stanowiło 2,7% średniej wartości aktywów netto OFE według stanu na koniec poszczególnych miesięcy, w 2016 roku było to odpowiednio 3,5 mld zł i 2,5%, a w 2017 roku odpowiednio 6,1 mld zł i 3,6%. W pierwszych trzech kwartałach 2018 roku OFE przekazały do ZUS środki o wartości 6,2 mld zł, czyli średnio 3,7% swoich aktywów netto. Wystąpiło znaczące zróżnicowanie w zakresie wielkości środków przekazanych do ZUS przez poszczególne OFE w porównaniu do zarządzanych przez nie aktywów, w związku ze zróżnicowaną strukturą wiekową członków poszczególnych funduszy.

Tabela 2.4. Umorzenia w ramach suwaka bezpieczeństwa (mln zł)

Nazwa OFE	2014	2015	2016	2017	I-III Q 2018	Razem
AEGON	148,8	161,8	141,0	267,3	468,3	1 187,2
Allianz	148,4	164,8	145,3	248,8	249,2	956,5
Aviva	841,3	929,8	809,9	1 431,6	1 466,8	5 479,4
AXA	186,6	206,7	183,8	314,5	351,1	1 242,7
Generali	183,5	198,8	169,1	296,9	299,8	1 148,1
MetLife	389,6	423,8	359,6	624,0	590,2	2 387,2
Nationale-Nederlanden	776,4	847,2	729,5	1 288,4	1 307,3	4 948,8
Nordea	128,5	142,8	126,8	195,0	0,0	593,1
Pekao	54,7	58,6	49,3	85,4	82,2	330,2
PKO BP Bankowy	136,8	156,0	139,2	246,0	247,4	925,4
Pocztylion	88,1	94,4	80,3	137,6	130,5	530,9
PZU	597,7	671,1	579,7	1 012,7	979,3	3 840,5
Razem	3 680,4	4 055,7	3 513,7	6 148,3	6 172,3	23 570,4

Zródło: Sprawozdania OFE

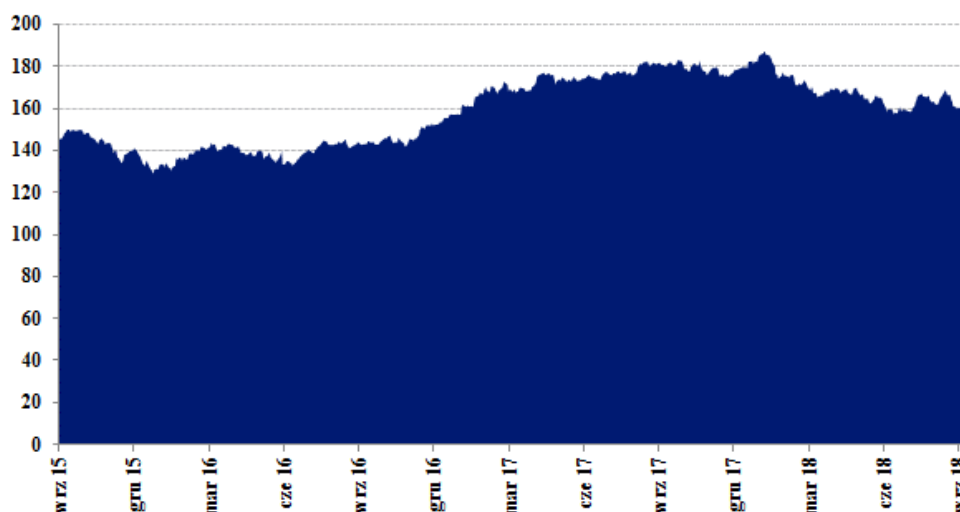
W wyniku obniżenia, od 1 października 2017 roku, wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn, niewielka część członków OFE natychmiast osiągnęła wiek emerytalny, a kilka roczników zostało dodatkowo objętych mechanizmem suwaka bezpieczeństwa. Zaowocowało to z jednej strony spadkiem składek odprowadzanych do OFE, a z drugiej przyspieszeniem dekapulacji aktywów funduszy przez mechanizm suwaka. Dostosowanie mechanizmu suwaka polegające na objęciu nowych kohort członków, przyspieszeniu tempa dekapulacji kapitału emerytalnego i przekazaniu całości kapitałów niektórych członków do ZUS, to jednorazowe umorzenie dodatkowego miliarda zł z aktywów OFE oraz zwiększenie kwot suwaka w następnych latach - wartość środków umarżanych w ramach suwaka będzie nawet dwukrotnie większa niż suma składek wpływających do OFE.

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2018 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 164,1 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 18,7 mld zł.

Aktywa OFE to 164,1 mld zł.

Wykres 2.3. 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 września 2018 roku wyniósł 59,8% i nie zmieniał się znacząco w okresie analizowanych trzech lat.

W wyniku przejęcia NORDEA OFE, fundusz AEGON OFE zwiększył swoje aktywa i stał się czwartym co do wielkości aktywów funduszem na rynku (dla porównania trzy lata wcześniej AEGON OFE zajmował dziesiąte miejsce). Udział w rynku mierzony wielkością aktywów w przypadku AEGON OFE wzrósł o 4,6 punktu procentowego i na koniec września 2018 roku wyniósł 8,7%. Oprócz AEGON OFE wzrost udziału w rynku miał miejsce jedynie w Nationale-Nederlanden OFE, Generali OFE oraz Allianz Polska OFE. Pozostałe fundusze zmniejszyły swój udział w rynku. Największy spadek zanotowały OFE PZU „Złota Jesień” (-0,4 pkt. proc.) i Aviva OFE Aviva BZ WBK (-0,35 pkt. proc.).

Trzy największe OFE posiadają 60% udział rynku pod względem aktywów.

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE

Nazwa OFE	30.09.2015		28.09.2018	
	wartość (mld zł)	udział w rynku	wartość (mld zł)	udział w rynku
AEGON	6,0	4,1%	14,2	8,7%
Allianz	6,5	4,5%	7,6	4,6%
Aviva	32,3	22,2%	35,8	21,8%
AXA	9,4	6,4%	10,5	6,4%
Generali	7,2	4,9%	8,2	5,0%
MetLife	11,6	8,0%	12,9	7,9%
Nationale-Nederlanden	35,3	24,3%	41,3	25,2%
Nordea	6,7	4,6%	-	-
Pekao	2,1	1,5%	2,4	1,5%
PKO BP Bankowy	6,5	4,5%	7,3	4,5%
Pocztynion	2,7	1,9%	2,9	1,8%
PZU	19,1	13,1%	20,9	12,7%
Razem	145,4	100,0%	164,1	100,0%

Zródło: Dzielne sprawozdania OFE

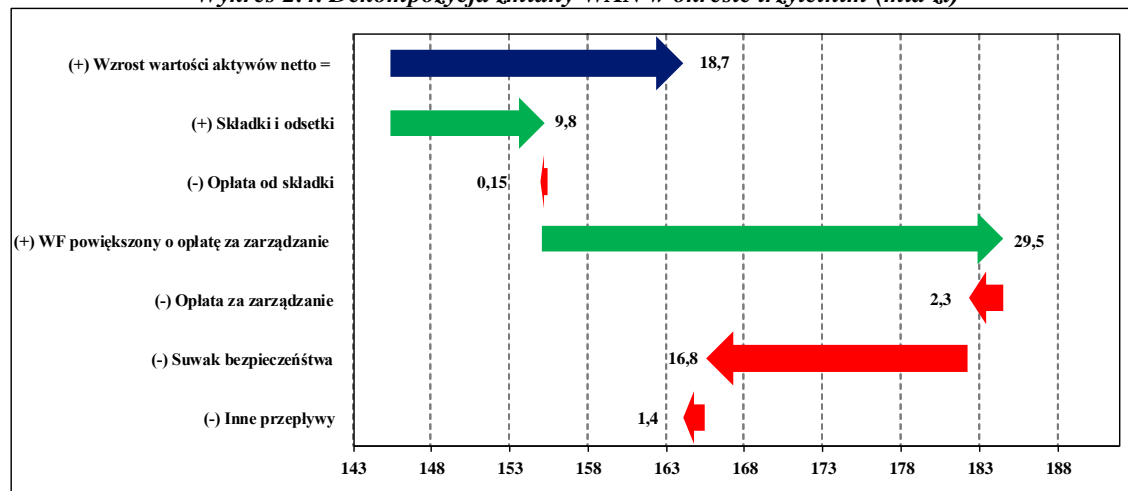
Wzrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 18,7 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 9,8 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 27,2 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota blisko 29,5 mld zł).

Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata za zarządzanie (wartość na poziomie 2,3 mld zł) oraz opłata od składki (0,15 mld zł).

W okresie od października 2015 roku do końca września 2018 roku OFE przekazały do ZUS 16,8 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 1,4 mld zł. Były to przede wszystkim umorzenia jednostek dokonane w trybie art.111a ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z tytułu ustalenia prawa do emerytury, wyboru przez członka otwartego funduszu renty rolniczej z tytułu niezdolności do pracy albo renty rodzinnej z ubezpieczenia lub przejścia sędziego w stan spoczynku z prawem do uposażenia, oraz umorzenia dokonane na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE.

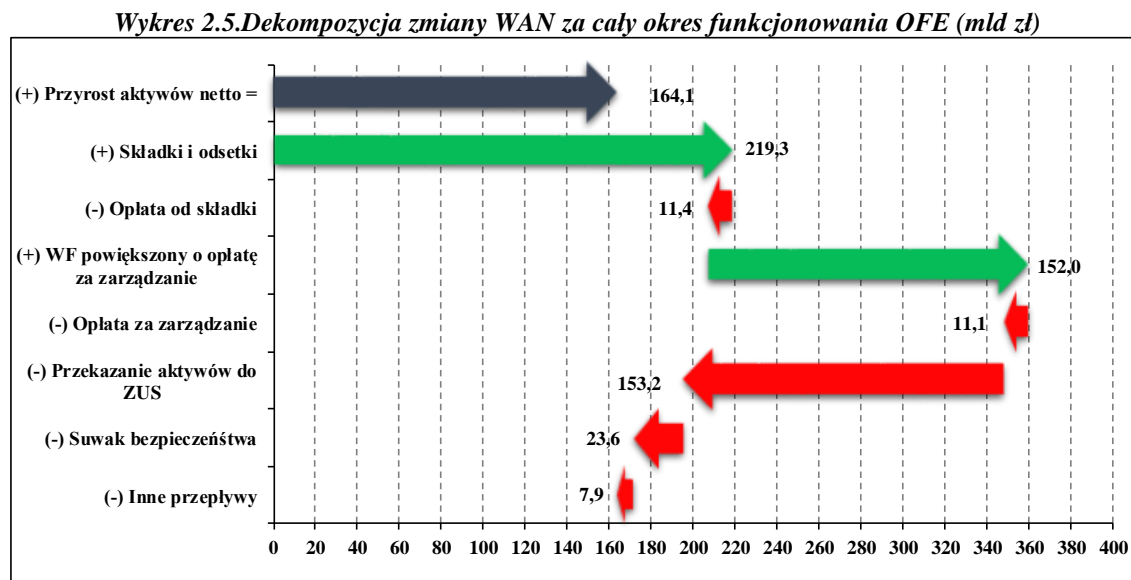
Wykres 2.4. Dekompozycja zmiany WAN w okresie trzyletnim (mld zł)



Zródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2018 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (219,3 mld zł).

Kolejne czynniki wpływające istotnie na wartość aktywów OFE to przekazanie ponad połowy wartości aktywów netto OFE do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) oraz dodatni wynik finansowy netto (140,9 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie jest to kwota 152 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,4 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (11,1 mld zł). Pozostałe przepływy pomniejszające aktywa OFE wyniosły 7,9 mld zł.



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, ZUS, obliczenia własne

Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w 2014 roku 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. Ponadto, w związku z faktem, że wypłaty emerytur okresowych realizowane były przez ZUS, całość kapitałów w OFE należąca do osób, którym wypłacano te emerytury została uprzednio przekazana z OFE do ZUS, przyczyniając się także do spadku wartości aktywów OFE.

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2018 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł i nie zmieniała się znacząco w okresie trzech lat. Napływ nowych składek oraz wyniki inwestycyjne zrównoważyły wycofanie się z rynku funduszy emerytalnych dwóch najmniejszych funduszy PFE Nestle Polska z powodu zmiany formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego oraz PFE UNILEVER Polska, którego aktywa zostały prawie w całości przetransferowane do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym.

Aktywa netto PFE wyniosły 1,8 mld zł.

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

PFE	30.09.2015	30.09.2016	29.09.2017	28.09.2018
PFE NESTLE POLSKA	54 748,0	0,0	-	-
PFE "Nowy Świat"	412 748,3	415 872,3	464 406,5	411 245,8
PFE Orange Polska	1 273 716,6	1 299 522,6	1 386 118,7	1 399 560,5
PFE UNILEVER Polska	66 444,3	74 680,5	2 510,7	0,0
Razem	1 807 657,2	1 790 075,3	1 853 035,9	1 810 806,2

Źródło: Sprawozdania PFE

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec września 2018 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. Na koniec września 2018 roku zarządzał on aktywami o wartości 1,4 mld zł, co dawało mu 77% udziału w rynku.

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

**Aktywa netto
DFE
wyniosły
328 mln zł.**

Na koniec września 2018 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało siedem podmiotów. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU SA, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. W maju 2018 roku nastąpiło przejęcie zarządzania DFE Pekao przez PTE PZU SA, a fundusz DFE Pekao został zlikwidowany we wrześniu 2018 roku. Łączna wartość aktywów netto DFE na koniec analizowanego okresu kształtowała się na poziomie 328 mln zł.

Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	30.09.2015	30.09.2016	29.09.2017	28.09.2018
Allianz DFE	4 578,7	6 701,7	10 424,3	12 837,0
DFE Pekao	19 655,4	38 831,7	70 602,4	-
DFE Pocztylion Plus	674,0	939,3	1 188,0	1 855,1
DFE PZU	12 112,4	21 802,9	37 846,1	137 252,3
Generali DFE	64,6	115,2	195,4	408,7
MetLife DFE	22 171,0	25 880,7	31 384,3	29 499,4
Nationale DFE	8 600,8	25 078,4	56 123,0	86 852,3
Nordea DFE	2 539,9	-	-	-
PKO DFE	8 443,1	24 727,7	44 622,3	59 565,3
Razem	78 839,9	144 077,5	252 385,8	328 270,2

Zródło: Sprawozdania DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 11 października 2018 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2015 roku do 28 września 2018 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2018 roku, wyniki wszystkich funduszy zdecydowanie się polepszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 18,826%. Było to już dwudzieste dziewiąte 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 od 2014 roku wysokości minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 20,98% uzyskał OFE PZU „Złota Jesień”, a najniższą 16,79% AXA OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 4,2 pkt. proc. i była niższa o ok. 3 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF trzyletnich stóp zwrotu.

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 18,8% w okresie trzech lat.

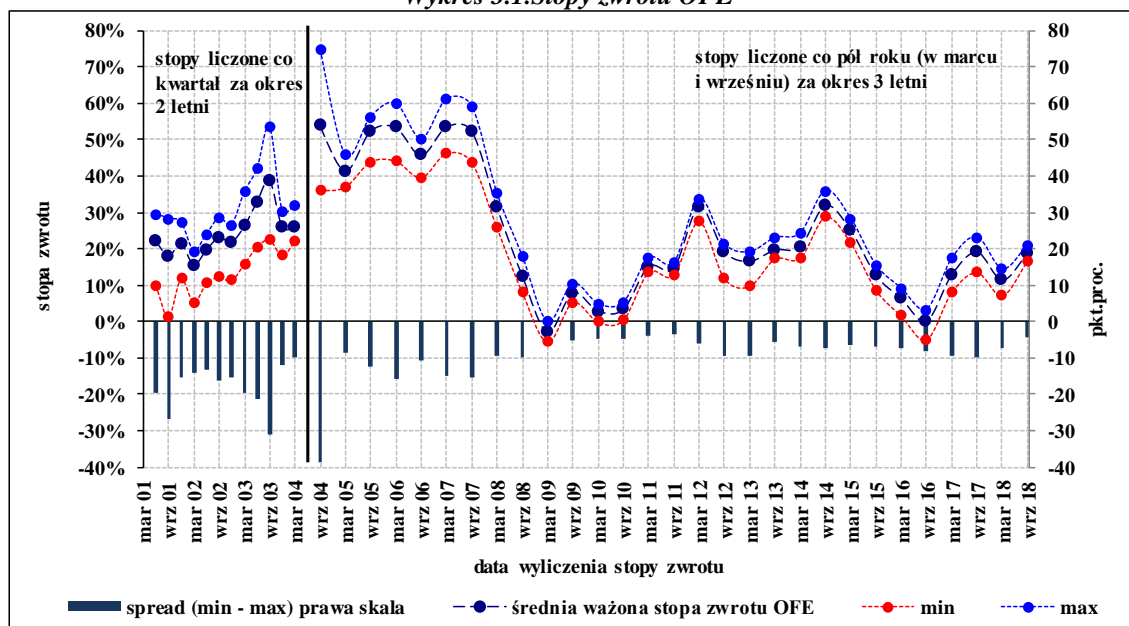
Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 4,2 pkt. proc.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2015	28.09.2018	
OFE PZU "Złota Jesień"	36,18	43,77	20,978%
MetLife OFE	35,95	43,47	20,918%
Allianz Polska OFE	34,71	41,59	19,821%
PKO BP Bankowy OFE	35,69	42,42	18,857%
Nationale-Nederlanden OFE	38,57	45,73	18,564%
OFE Pocztylion	32,80	38,84	18,415%
Pekao OFE	33,23	39,34	18,387%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	35,70	42,09	17,899%
Generali OFE	36,28	42,69	17,668%
AEGON OFE	34,47	40,36	17,087%
AXA OFE	36,39	42,50	16,790%
Średnia ważona stopa zwrotu OFE			18,826%
Zmiana wartości indeksu WIG			18,365%
Zmiana wartości indeksu WIG20			10,586%
Zmiana wartości indeksu WIG20TR			18,758%
Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government			8,493%

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 trzyletnie 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 OFE zarządzany przez to towarzystwo 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 premiovu 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 30.09.2015 do 28.09.2018 (w mln zł)

Nazwa OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	Łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	29,3	41,9	71,2
Aviva OFE Aviva BZ WBK	27,6	35,9	63,5
OFE PZU "Złota Jesień"	29,9	7,7	37,6
MetLife OFE	22,8	0,3	23,1
AXA OFE	11,2	7,5	18,6
Generali OFE	0,8	13,4	14,2
Nordea OFE	6,3	2,5	8,8
AEGON OFE	2,5	13,7	16,2
PKO BP Bankowy OFE	10,6	2,4	13,1
Allianz Polska OFE	8,5	4,6	13,1
OFE Pocztylion	3,0	2,3	5,3
Pekao OFE	1,4	2,8	4,2
Razem OFE	153,9	134,9	288,9

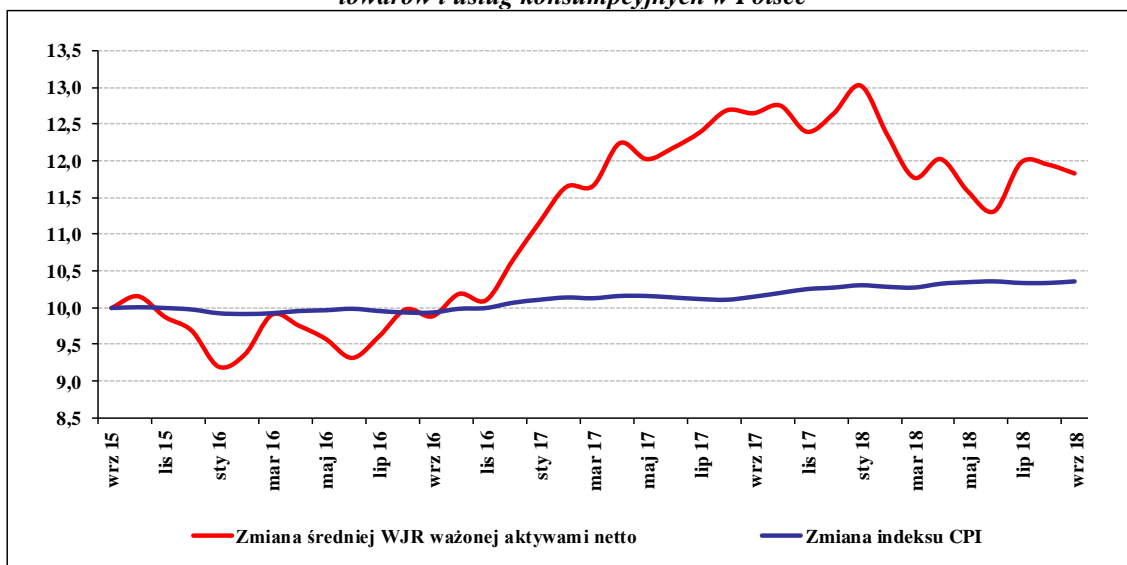
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 30 września 2015 roku do 28 września 2018 roku, wyniosła blisko 289 mln zł, z czego 154 mln zł zostało przeniesione na rachunki rezerwowe, a 135 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 ustalili się w następujących proporcjach: 53% środków przekazano do PTE, 47% powróciło do OFE.

W badanym okresie 53% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Nominalna trzyletnia stopa zwrotu ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto na początku badanego okresu, do listopada 2015 roku, była wyższa od zmiany wartości wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index, CPI*). Niekorzystna koniunktura na krajowej giełdzie papierów wartościowych, która pojawiła się w pod koniec 2015 roku i utrzymywała się przez następne miesiące przyczyniła się do słabszych wyników OFE i w konsekwencji do spadku nominalnej stopy zwrotu OFE poniżej zmiany wartości wskaźnika CPI. W końcu 2016 roku na krajowej giełdzie papierów wartościowych można było zaobserwować hossę, która utrzymywała się również w 2017 roku i w styczniu 2018 roku. Dzięki wzrostom kursów akcji na GPW w tym okresie OFE zaczęły odrabiać straty z poprzednich miesięcy i na koniec analizowanego okresu realna stopa zwrotu OFE ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto wyniosła 14,2%.

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



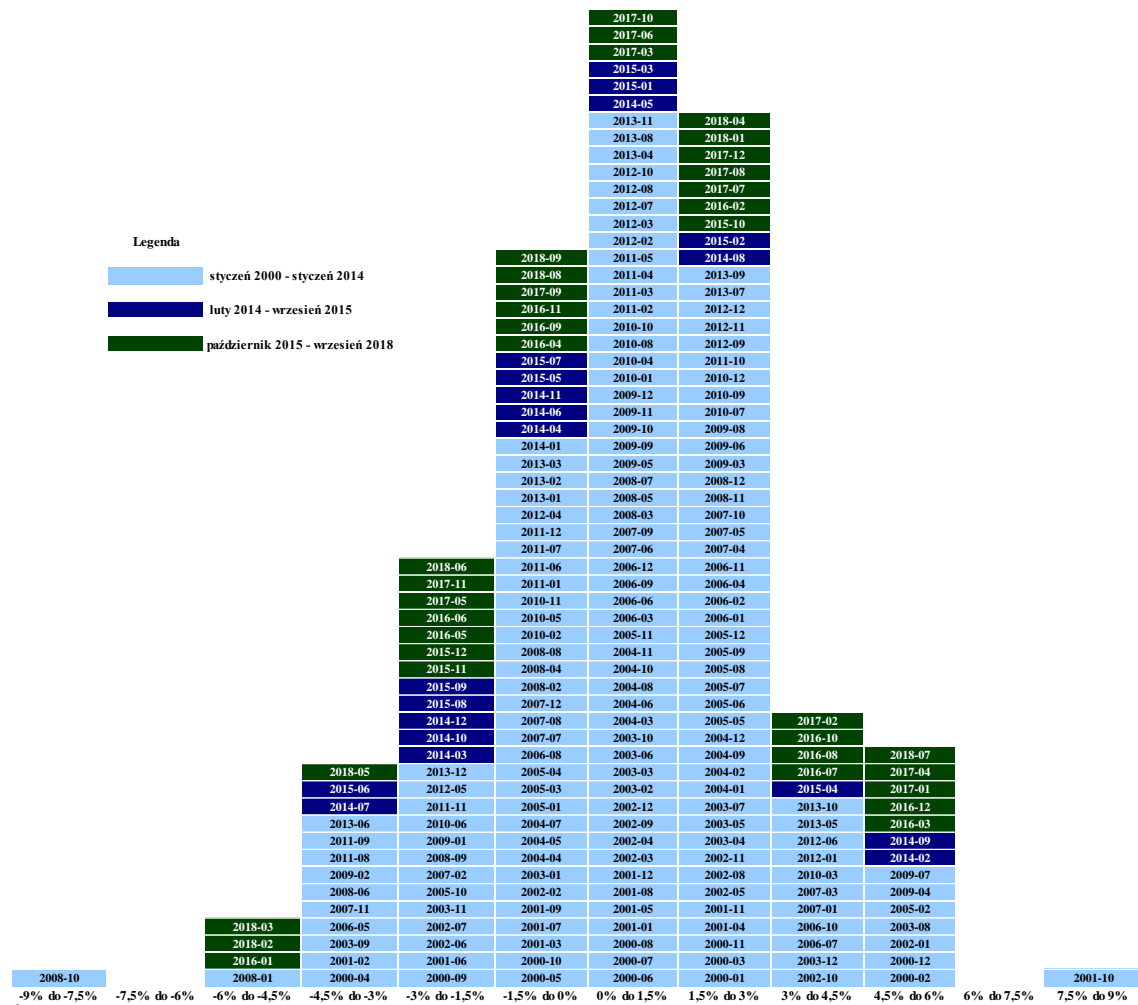
30.09.2015=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2018 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale przeważają 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 września 2015 roku oznaczono kolorem granatowym – pierwsze dwadzieścia miesięcy po przekazaniu do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE, ale nie wchodzących już do analizowanego okresu. Natomiast z okresu od października 2015 roku do września 2018 roku kolorem ciemnozielonym. 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 i luty 2018 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 56 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – wrzesień 2018) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 11 pkt. proc.), pomimo braku na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na taki kształt histogramu miał fakt, że OFE stały się funduszami akcyjnymi, 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 2015 roku 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, PKO BP i CD PROJEKT pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Największe straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek GRUPA AZOTY (sektor chemii podstawowej), PGE (sektor energetyczny) oraz PEKAO (sektor bankowy).

Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty od 1.10.2015 do 28.09.2018

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	5 776
PKO BP	akcje	5 385
CD PROJEKT	akcje	3 138
ING BANK ŚLĄSKI	akcje	1 767
SANTANDER BANK POLSKA	akcje	1 685
GRUPA LOTOS	akcje	1 487
AMREST HOLDINGS	akcje	1 399
GRUPA KĘTY	akcje	1 164
BANK MILLENNIUM	akcje	1 131
PZU	akcje	1 012
PLAY	akcje	-330
GETIN NOBLE BANK	akcje	-356
EUROCASH	akcje	-360
TAURON	akcje	-373
ORANGE POLSKA	akcje	-453
ENEA	akcje	-453
BUDIMEX	akcje	-493
PEKAO	akcje	-881
PGE	akcje	-902
GRUPA AZOTY	akcje	-1 007

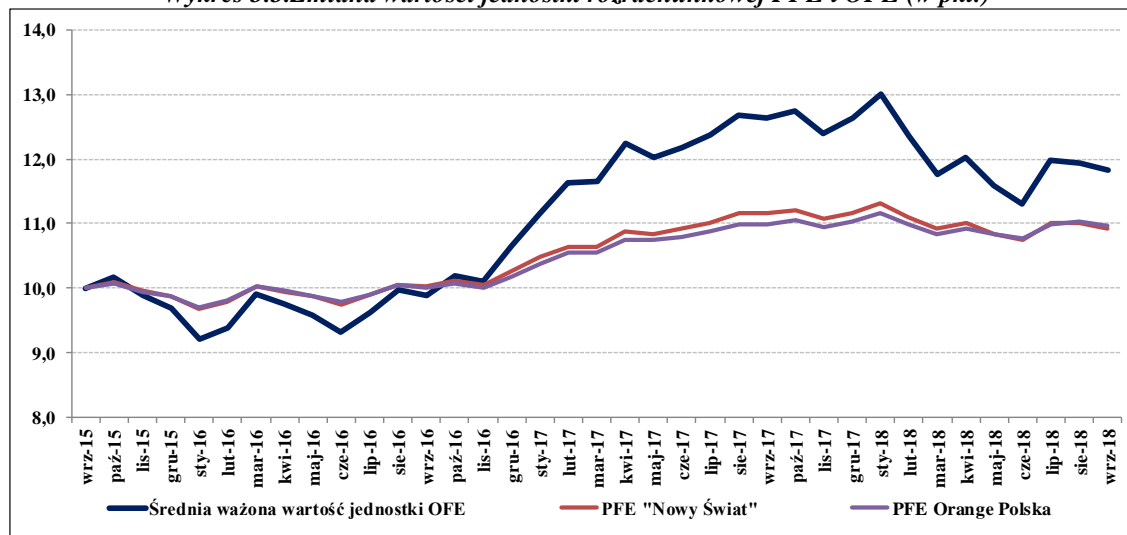
Zródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

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 9,3% (PFE „NOWY ŚWIAT”) do 9,7% (PFE ORANGE POLSKA”). Oba PFE w badanym okresie uzyskały wyniki niższe niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE. Średnia stopa zwrotu ważona aktywami netto PFE wyniosła 9,6% w okresie trzyletnim. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż w trakcie analizowanego okresu PFE UNILEVER POLSKA zmieniło formę swojej działalności. Aktywa i składki członków PFE UNILEVER POLSKA zostały przeniesione w drugiej połowie 2017 roku do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym. We wrześniu 2018 roku Pracownicze Towarzystwo Emerytalne Unilever Polska S.A. poinformowało organ nadzoru o podjęciu uchwały o rozwiązaniu Pracowniczego Towarzystwo Emerytalne Unilever Polska S.A. i postawieniu go w stan likwidacji. Obecnie trwa postępowanie administracyjne w przedmiocie cofnięcia zezwolenia na utworzenie Pracowniczego Towarzystwa Emerytalnego Unilever Polska S.A., którego następstwem będzie likwidacja PFE UNILEVER POLSKA.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 9,3% do 9,7%.

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



Wartość na dzień 30.09.2015 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

Na koniec września 2018 roku na rynku działało siedem dobrowolnych funduszy emerytalnych. Warto odnotować, iż w maju 2018 roku nastąpiło przejście zarządzania funduszem DFE Pekao przez Powszechne Towarzystwo Emerytalne PZU SA, a we wrześniu 2018 roku DFE Pekao został zlikwidowany.

W analizowanym okresie wyniki osiągnięte przez DFE były bardzo zróżnicowane pomiędzy podmiotami. Cztery fundusze uzyskały stopę zwrotu w przedziale od 17% do 21%, z kolei dwa fundusze zakończyły analizowany trzyletni okres ujemną stopą zwrotu. Różnice te wynikały z odmiennej alokacji aktywów funduszu.

Tabela 3.4. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2015	28.09.2018	
Allianz Polska DFE*	12,41	14,71	18,53%
DFE Pocztylion Plus	10,77	10,67	-0,93%
DFE PZU	22,87	27,67	20,99%
Generali DFE	10,90	12,98	19,08%
MetLife DFE	22,92	21,37	-6,76%
Nationale-Nederlanden DFE	19,02	22,37	17,61%
PKO DFE	13,69	14,73	7,60%
Zmiana wartości indeksu WIG			18,36%
Zmiana wartości indeksu WIG20			10,59%
Zmiana wartości indeksu WIG20TR			18,76%
Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government			8,49%

*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

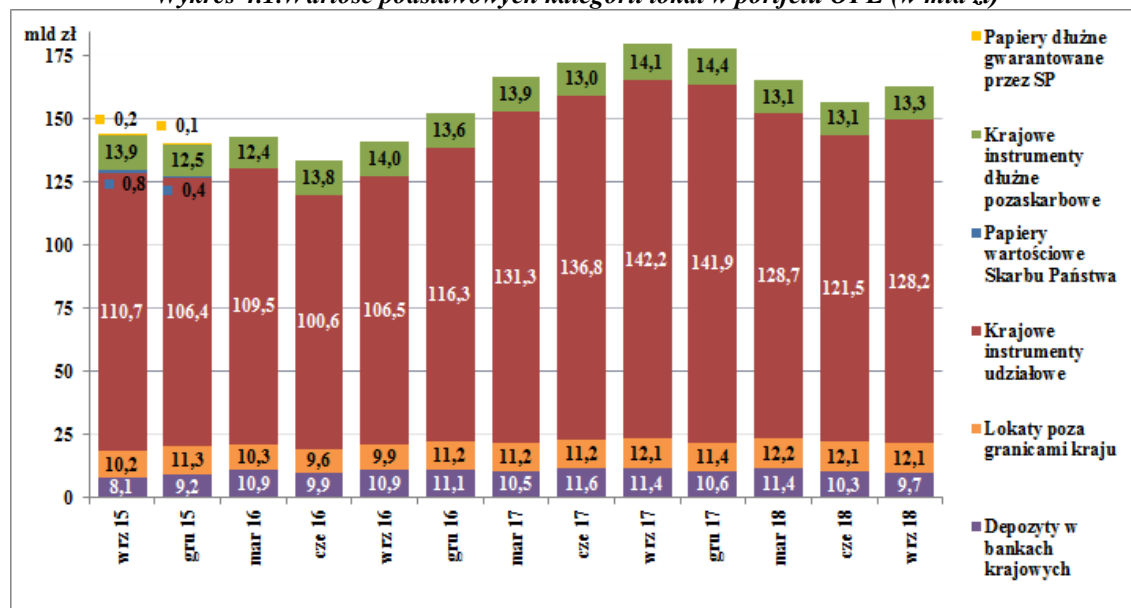
4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

W analizowanym okresie struktura portfeli inwestycyjnych OFE nie zmieniała się znacząco. Krajowe instrumenty udziałowe stanowiły największą część portfela inwestycyjnego OFE, co jest konsekwencją zmian prawnych w systemie emerytalnym z 2014 roku. Otwarte fundusze emerytalne stały się funduszami o profilu akcyjnym, co wiąże się ze znaczącym wzrostem ekspozycji na ryzyko rynkowe.

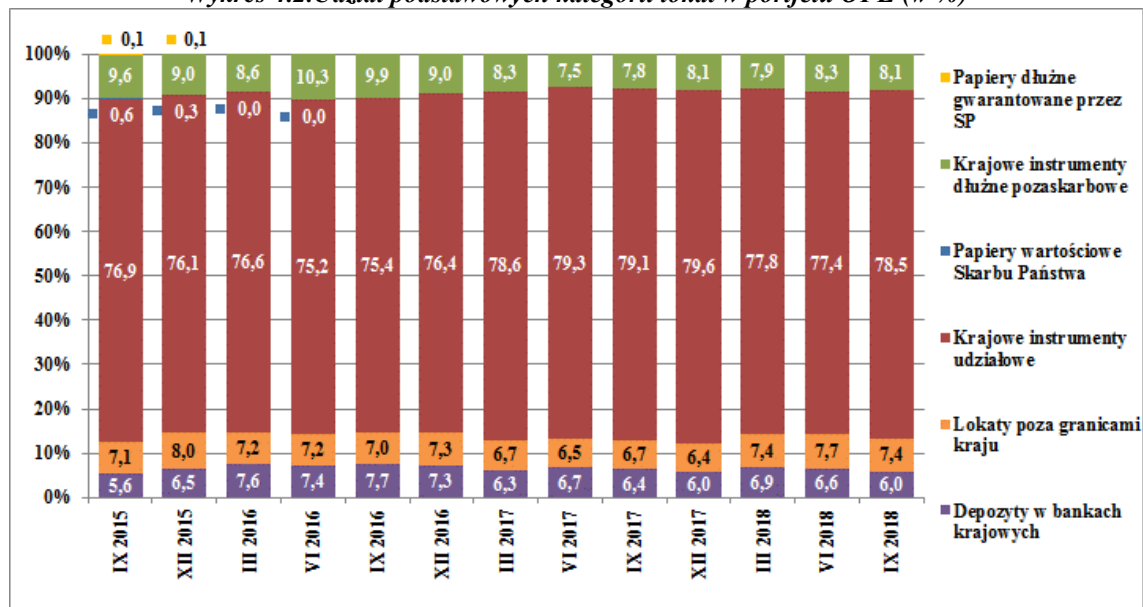
Wykres 4.1. Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)



Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe, bankowe papiery wartościowe jako papiery dłużne
 Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Poprawa koniunktury na GPW w Warszawie od połowy 2016 roku, spowodowała dynamiczny wzrost wyceny akcji w portfelach OFE, a tym samym znaczące zwiększenie wartości portfela do prawie 180 mld zł na koniec września 2017 roku. Korekta cen akcji w I półroczu 2018 roku, a także przewaga podaży akcji ze strony OFE w IV kwartale 2017 roku i w I kwartale 2018 roku, spowodowała spadek wyceny części akcyjnej portfeli 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

W analizowanym trzyletnim okresie w strukturze lokat OFE dominowały krajowe instrumenty udziałowe, które stanowiły około 80% wartości portfela. Część dłużna stanowiła poniżej 10%, depozyty około 7%. Wartość lokat OFE poza granicami kraju oscylowała około poziomu 11 mld zł i 7% udziału wartości portfela OFE.

Od lutego 2016 roku, zgodnie z wymogami prawa, OFE nie posiadają papierów wartościowych Skarbu Państwa w swoich portfelach.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 28.09.2018

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	128 131,7	78,5%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	11 989,0	7,3%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	9 731,4	6,0%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	3 907,5	2,4%
Hipoteczne listy zastawne	2 965,3	1,8%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	2 095,4	1,3%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	1 465,9	0,9%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	715,4	0,4%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	519,1	0,3%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	468,1	0,3%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	361,9	0,2%
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	284,7	0,2%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	189,6	0,1%
Publiczne listy zastawne	105,2	0,06%

Podstawę inwestycji OFE stanowią akcje notowane na GPW.

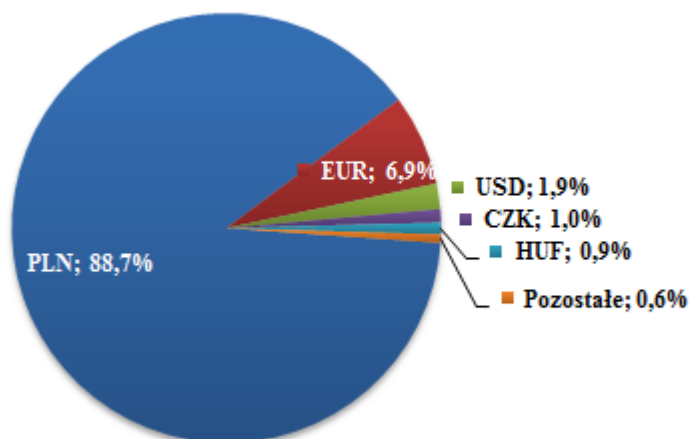
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	100,9	0,06%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	62,2	0,04%
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	58,1	0,04%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	13,9	0,01%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	6,9	0,00%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	5,3	0,00%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	4,8	0,00%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	0,6	0,00%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,0	0,0000%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	0,0	0,0000%
Suma	163 183,1	100,00%

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 28 września 2018 roku OFE ulokowały prawie 89% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. 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 na warszawskiej GPW w ramach tzw. *dual listingu*, których wartość na koniec września 2018 roku wynosiła 6,4 mld zł, co stanowiło 3,9% portfela OFE.

89% lokat OFE denominowanych jest w walucie krajowej.

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 28.09.2018



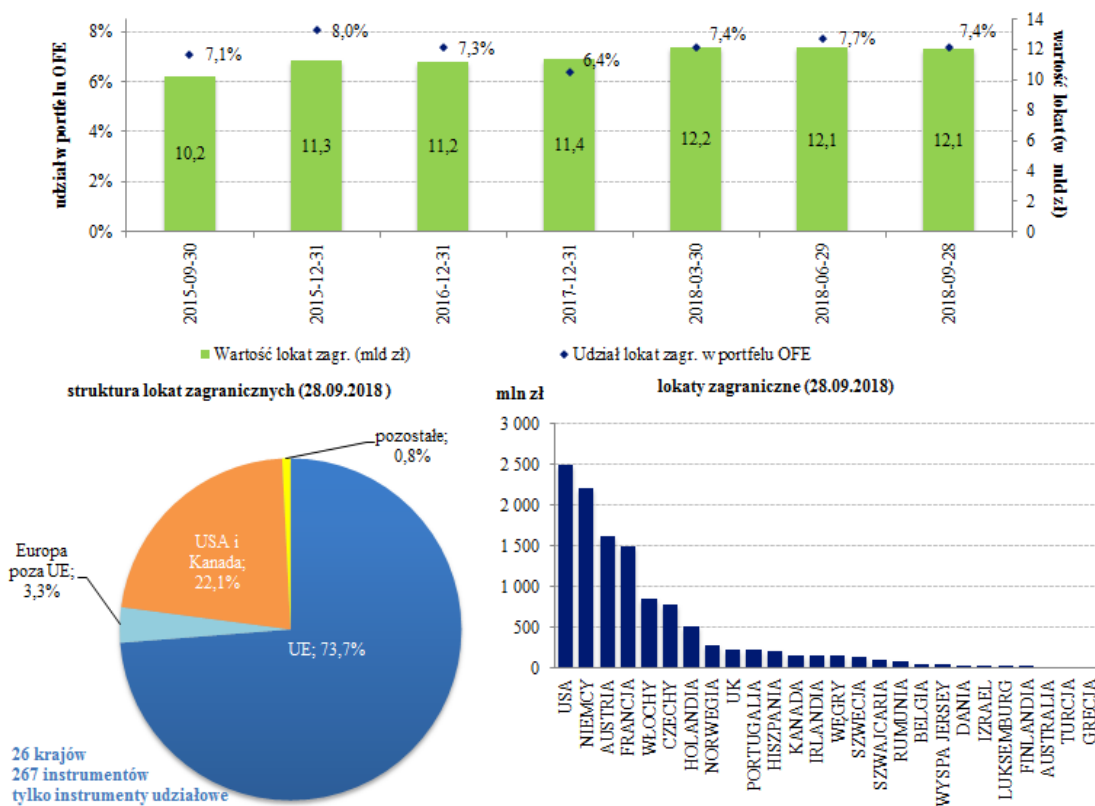
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 28 września 2018 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości ponad 12 mld zł, co stanowiło prawie 7,5% wartości całego portfela i w jego skład wchodziły tylko instrumenty udziałowe notowane na rynkach regulowanych, charakteryzujące się wysoką płynnością. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 267 instrumentów finansowych emitentów z 26 krajów.

Od marca 2018 roku liczba tego rodzaju instrumentów w portfelach OFE zmalała o prawie 20%, przy czym wartość tego subportfela nie uległa zmianie. W analizowanym okresie instrumenty dłużne stanowiły marginalną część portfela lokat zagranicznych OFE.

OFE ulokowały prawie ¾ portfela lokat poza granicami kraju w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej. Na koniec września 2018 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z USA i Niemiec (w sumie 36%) oraz Austrii i Francji.

Wykres 4.4. Inwestycje OFE poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Limity inwestycyjne

Od lutego 2014 roku obowiązuje zakaz lokowania aktywów OFE w instrumenty skarbowe. 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. Wszystkie OFE dostosowały swoje lokaty do zmian w przepisach prawa.

Od 1 stycznia 2018 roku nie obowiązuje limit zaangażowania 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. Ponadto, zakaz inwestycji w papiery skarbowe, relatywnie słaba podaż emisji instrumentów dłużnych emitowanych przez spółki oraz jednostki samorządu terytorialnego oraz mało płynny rynek wtórny na te instrumenty, utrudniają budowę subportfela dłużnego, który umożliwiłby obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego funduszu.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 28.09.2018

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	9 731,4	5,93%	20%
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	0,6	0,00%	
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	128 137,1	78,03%	nie mniej niż: 75% do 31.12.2014, 55% do 31.12.2015, 35% do 31.12.2016, 15% do 31.12.2017, od 1.01.2018 – brak limitu
8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym	13,9	0,01%	
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	11 989,0	7,30%	
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	4,8	0,00%	
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	10%
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	-	-	
15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	468,1	0,29%	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	1 827,8	1,11%	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	62,2	0,04%	20%
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
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	189,6	0,12%	40%

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
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	-	-	
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	715,4	0,44%	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	4 015,2	2,45%	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	284,7	0,17%	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	-	-	
29. Krajowe listy zastawne	3 070,5	1,87%	
30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	40%
31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym	-	-	10%
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	58,1	0,04%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	-	-	lokaty niedozwolone jeśli są gwarantowane przez Skarb Państwa
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK	2 614,5	1,59%	
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0%
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	0,0	0,00%	-
Pozostałe składniki aktywów	1 032,8	0,6%	-
Aktywa	164 215,8	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 2016 r.

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% tożsamyh 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

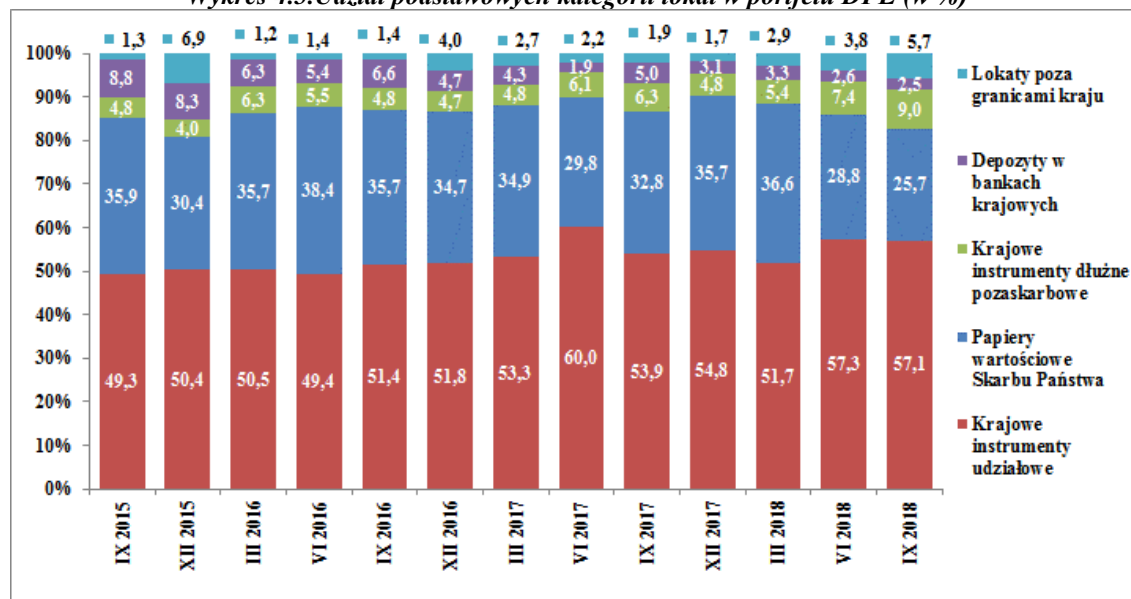
4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

Od 2012 roku na rynku funkcjonują dobrowolne fundusze emerytalne, których członkowie mają możliwość gromadzenia środków na emeryturę w ramach tzw. III filara. Na koniec września 2018 roku wartość portfela DFE osiągnęła ponad 340 mln zł.

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec analizowanego okresu krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 57% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 26%. Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE dominowały obligacje o stałym oprocentowaniu (17% wartości całego portfela DFE), o połowę mniejszy był portfel obligacji o zmiennym oprocentowaniu. W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne – prawie 7% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane 3% portfela DFE.

Inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach notowanych na GPW i skarbowych papierach wartościowych.

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



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Poziom zaangażowania DFE w lokaty poza granicami kraju był relatywnie niski, przy czym w ostatnim roku widocznie się zwiększył. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym. Na koniec września 2018 roku okresu stanowiły one 5,7% wartości portfela DFE.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 28.09.2018

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	193 706	56,6%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	57 569	16,8%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	26 326	7,7%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	22 490	6,6%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	19 612	5,7%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	8 633	2,5%
Hipoteczne listy zastawne	6 061	1,8%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	3 990	1,2%
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	1 886	0,6%

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	1 498	0,4%
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	141	0,0%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	26	0,0%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	25	0,0%
Suma	341 964	100,0%

Zródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na rynku DFE widoczne są znaczące różnice w polityce inwestycyjnej realizowanej 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.

Tabela 4.4. Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 28.09.2018

Rodzaj lokat	Udział w portfelu DFE		
	minimum	średnia	maksimum
Papiery wartościowe Skarbu Państwa	3,4%	32,2%	56,2%
Krajowe instrumenty udziałowe	37,7%	51,9%	68,5%
Krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe	0,0%	9,1%	37,9%
Krajowe depozyty bankowe	0,0%	3,4%	9,9%
Zagraniczne instrumenty udziałowe	0,0%	3,5%	11,9%

Zródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 28 września 2018 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 38% do 69% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 3% do 56%. Niektóre fundusze nie posiadały lokat w depozyty bankowe, dłużne instrumenty pozaskarbowe bądź lokat poza granicami kraju.

DFE różnią się realizowaną polityką inwestycyjną i profilem ryzyka.

4.1.4 Pracownicze fundusze emerytalne

Na dzień 28 września 2018 roku wartość portfela pracowniczych funduszy emerytalnych wynosiła 1,8 mld zł. Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych były obligacje Skarbu Państwa (54%) i akcje notowane na GPW (26%).

Dominującymi pozycjami w portfelu PFE są obligacje skarbowe i akcje notowane na GPW.

Tabela 4.5. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 28.09.2018 roku

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	987,0	54,3%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	476,1	26,2%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	97,9	5,4%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	96,1	5,3%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	95,4	5,3%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	41,4	2,3%
Hipoteczne listy zastawne	15,1	0,8%
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	5,9	0,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	2,0	0,1%
Suma:	1 817,0	100,00%

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

Profile ryzyka inwestycyjnego 2 działających pracowniczych funduszy emerytalnych są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią około 1/3 wartości portfela PFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa ponad 60%, pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. Różnice występują w pozostałych kategoriach lokat. Jeden fundusz posiada w portfelu lokaty w akcje zagraniczne, drugi w pozaskarbowe instrumenty dłużne. Występują także różnice w poziomie zaangażowania w depozyty bankowe.

Aktywa PFE UNILEVER POLSKA zostały przeniesione w drugiej połowie 2017 roku do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym i na koniec analizowanego okresu fundusz ten nie posiadał żadnych lokat w swoim portfelu.

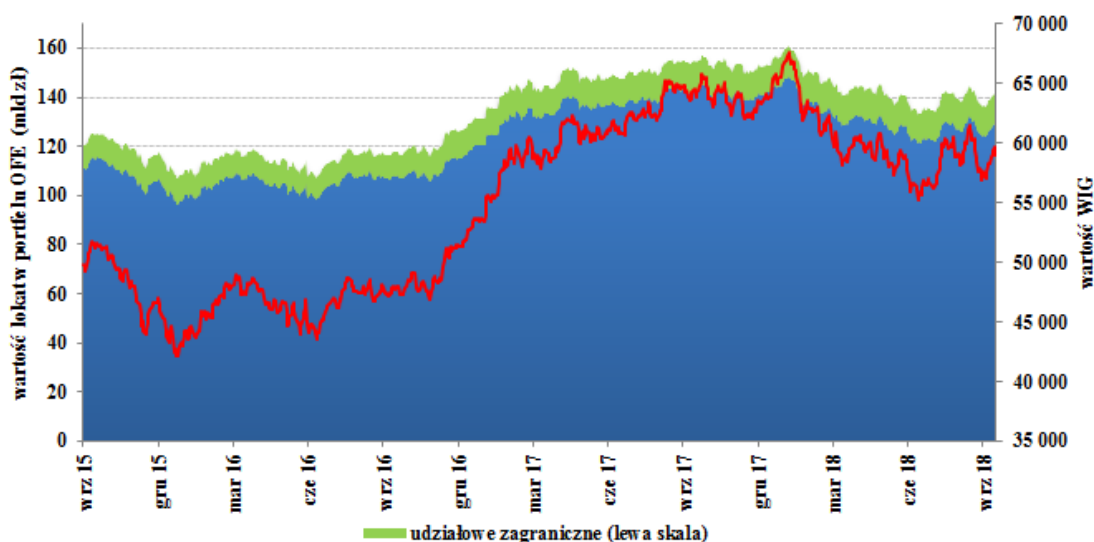
4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

Papiery udziałowe stanowią 86% portfela OFE.

W analizowanym trzyletnim okresie wartość inwestycji OFE w krajowe i zagraniczne udziałowe papiery wartościowe kształtowała się w przedziale od 107 mld zł do 161 mld zł. Dynamiczne wzrosty cen akcji spółek na GPW w Warszawie od lipca 2016 roku do stycznia 2018 roku, bez większej korekty, spowodowały wzrost wartości tych lokat oraz zwiększenie ich udziału w portfelach OFE. Od lutego 2018 roku, wraz ze spadkiem cen akcji na GPW, obniżała się wartość akcji w portfelach OFE.

Przeniesienie ponad połowy aktywów otwartych funduszy emerytalnych do ZUS w 2014 roku spowodowało radykalną zmianę profilu ryzyka OFE, które stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Wobec zakazu inwestowania w obligacje skarbowe, OFE utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe. Na koniec września 2018 roku krajowe i zagraniczne udziałowe papiery wartościowe stanowiły prawie 86% 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

Akcje notowane na rynku polskim stanowią 92% portfela udziałowego OFE.

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE była notowana na GPW w Warszawie. Widoczne było jednak zjawisko powiększania się udziału instrumentów udziałowych spoza GPW, szczególnie lokat poza granicami kraju. Potwierdza to również analiza sald obrotów transakcji kupna i sprzedaży.

W analizowanym trzyletnim okresie transakcje sprzedaży instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, przewyższały o 1,2 mld zł realizowane przez fundusze transakcje kupna. Otwarte fundusze stanęły po stronie podażowej na rynku krajowym, zwłaszcza w ostatnim kwartale 2017 i pierwszym kwartale 2018 roku wyróżniały się znacznym wolumenem sprzedaży. W połowie kwartałów analizowanego okresu 3-letniego OFE dokupywały akcje na GPW. Jest to znacząca zmiana w porównaniu do okresu sprzed przekazania aktywów do ZUS, domyślnym przypisaniu całości składki emerytalnej do ZUS oraz uruchomienia tzw. suwaka bezpieczeństwa. Przed 2014 rokiem fundusze emerytalne akumulowały papiery w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym i *per saldo* dokupywały akcje na GPW będąc źródłem stabilnego strumienia kapitału, równocześnie w okresach znacznej hossy OFE najczęściej *per saldo* sprzedawały akcje w związku koniecznością zapobieżenia możliwemu

przekroczeniu limitu zaangażowania w akcje – działanie OFE było wtedy antycykliczne i stabilizowało krajowy rynek akcji.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o 1,2 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Największy popyt na rynkach zagranicznych OFE wygenerowały w IV kwartale 2015 i I kwartale 2018 roku.

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
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
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%
II kwartał 2017 r.	883	579	282	93	5,4%
III kwartał 2017 r.	809	198	-975	25	5,4%
IV kwartał 2017 r.	716	1 325	1 265	478	-0,9%
I kwartał 2018 r.	852	1 175	1 115	-804	-8,4%
II kwartał 2018 r.	881	-580	-638	-147	-4,2%
III kwartał 2018 r.	799	-719	-727	-471	5,4%
razem (3 lata)	9 681	1 238	-1 662	-1 218	18,4%
średnia kwartalna	807	103	-139	-101	1,6%

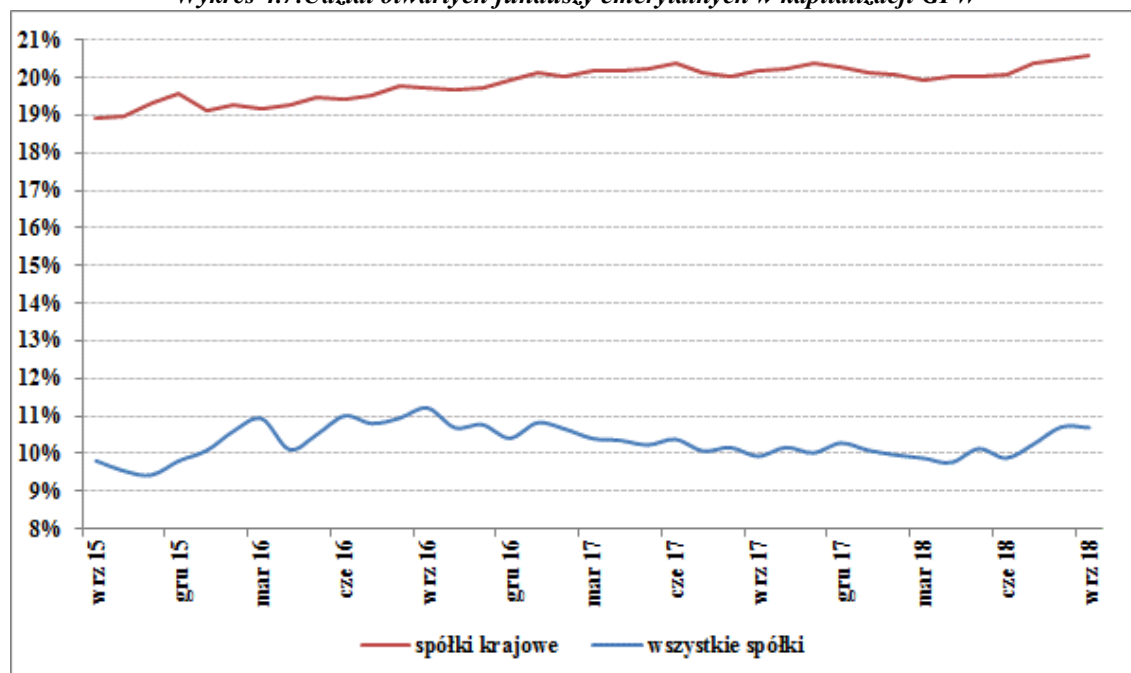
Zródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

Różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji. Na różnicę tę wpływały również wezwania emitentów do sprzedaży akcji.

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 Centre. 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 II kwartale 2017 roku OFE uczestniczyły w IPO spółek Dino Polska S.A. i Griffin Premium, a w III kwartale 2017 roku spółek Play Communications i GetBack S.A.

W analizowanym okresie udział OFE w kapitalizacji GPW oscylował na poziomie bliskim 10%. Biorąc pod uwagę tylko spółki krajowe, udział OFE w ich kapitalizacji wynosił około 20%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Prawie 67% portfela akcyjnego OFE ulokowane było w 22 największych spółkach notowanych na GPW.

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoich portfelach akcje 262 spółek notowanych na GPW.

Prawie 67% 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 9%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 10 mld zł. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec września 2018 roku znajdowały się akcje 33 takich spółek.

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 11%, a udział we free float 17%.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 28 września 2018 roku wyniósł 16,6%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 do 5 mld zł gdzie wynosił ponad 50%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 9%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 28.09.2018

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 free float spółek GPW**/**
<50 mln zł	155	33	3 139,3	115,5	0,3%	0,1%	3,7%	8,9%
50-100 mln zł	72	34	5 074,9	279,6	0,4%	0,2%	5,5%	15,2%
100-500 mln zł	128	93	27 885,6	3 658,9	2,3%	2,9%	13,1%	32,3%
500 mln - 1 mld zł	37	30	26 776,1	4 419,8	2,2%	3,4%	16,5%	40,0%
1-5 mld zł	47	42	109 510,7	24 422,4	9,1%	19,1%	22,3%	50,3%
5-10 mld zł	8	8	63 419,2	9 725,5	5,3%	7,6%	15,3%	31,6%
>10 mld zł	23	22	962 812,8	85 509,9	80,3%	66,7%	8,9%	12,8%
Razem	470	262	1 198 618,6	128 131,7	100,0%	100,0%	10,7%	16,6%

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

**od 1.01.2018 roku uległa zmianie metodologia obliczania wskaźnika free float przez GPW. Przed zmianą free float liczony był na podstawie udziału w kapitale, a obecnie na podstawie udziału w głosach na WZA.

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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 28 września 2018 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 21% oraz 41,5% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła prawie 49% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

OFE posiadają 21% kapitalizacji polskich spółek z GPW, a udział w ich *free float* 41,5%.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 28.09.2018

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	145	31	2 935,0	112,9	0,5%	0,1%	3,8%	9,3%
50-100 mln zł	69	34	4 861,9	279,6	0,8%	0,2%	5,8%	15,6%
100-500 mln zł	113	88	24 112,9	3 519,8	4,1%	2,9%	14,6%	35,7%
500 mln - 1 mld zł	32	28	23 163,7	4 212,5	3,9%	3,5%	18,2%	42,9%
1-5 mld zł	41	39	96 172,0	23 837,4	16,4%	19,6%	24,8%	54,2%
5-10 mld zł	5	5	40 646,2	7 635,9	6,9%	6,3%	18,8%	33,3%
>10 mld zł	16	16	395 418,0	82 146,2	67,3%	67,5%	20,8%	40,3%
Razem	421	241	587 309,7	121 744,3	100,0%	100,0%	20,7%	41,5%

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

**od 1.01.2018 roku uległa zmianie metodologia obliczania wskaźnika *free float* przez GPW. Przed zmianą *free float* liczony był na podstawie udziału w kapitale, a obecnie na podstawie udziału w głosach na WZA.

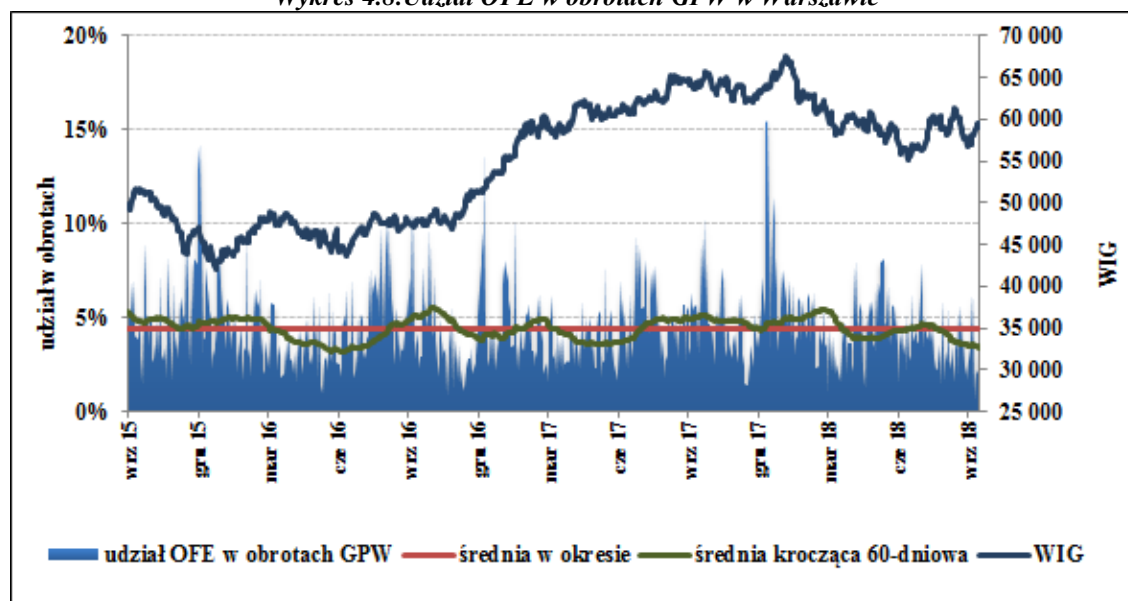
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wynika to z kapitalizacji spółek wchodzących w skład tego indeksu oraz ich płynności. Na koniec września 2018 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 76 mld zł. Akcje z indeksu WIG20 w analizowanym okresie stanowiły od 52% do 56% subportfela udziałowego OFE.

Akcje spółek z WIG20 stanowią średnio 53% portfela akcyjnego OFE.

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

Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



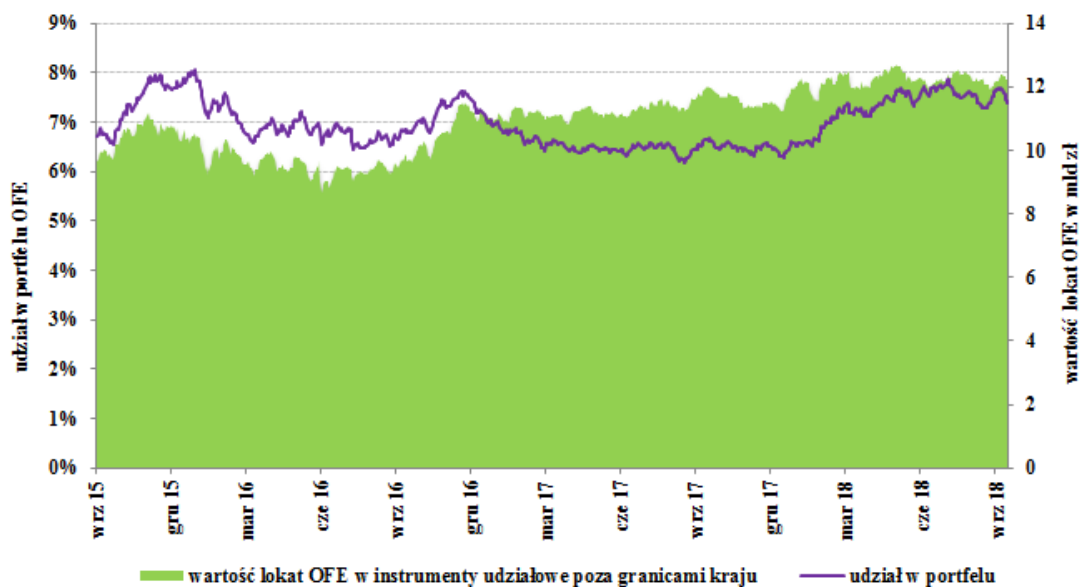
Przeciętny udział OFE w obrotach GPW wyniósł 4,4%.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Wartość lokat OFE w udziałowe instrumenty poza granicami kraju oscylowała od 9 do 13 mld zł.

Średnie zaangażowanie OFE w ciągu 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 7% portfela, kształtując się w przedziale 6% – 8%. Od początku 2017 roku udział lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju w portfelu OFE oraz ich wartość nie zmieniały się znacząco.

Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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 między 12 a 15,5 mld zł. Na koniec września 2018 roku subportfel dłużny stanowił 8% wartości całego portfela OFE. Wartość tego rodzaju lokat i ich udział w portfelu nie ulegały znaczącym wahaniom.

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. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez banki krajowe i BGK utrzymywało się na poziomie pomiędzy 4% a 5% portfela. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez, inne niż banki, spółki publiczne i niepubliczne spadł z 4% do 2%. Pojawiły się papiery dłużne emitowane przez EBI i na koniec analizowanego okresu stanowiły 1% wartości portfela OFE. Spośród obligacji korporacyjnych najczęściej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze medialnym, paliwowym, energetycznym, deweloperskim i finansowym.

Wartość inwestycji w obligacje samorządowe zmniejszyła się do poziomu 0,7 mld zł i 0,5% 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.

Udział instrumentów dłużnych w portfelu OFE wynosi 8%.

W portfelu OFE dominują obligacje banków.

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

Data	Banki krajowe inne niż BGK	BGK	EBI	Spółki publ. i niepubl.	Samorząd teryt.	Skarb Państwa	Emitenci zagr.	Łączny udział pap. dłużn. w portfelu OFE	Wartość subportf. dłużnego (w mld zł)
2015-09-30	4,0%	1,1%		3,7%	0,9%	0,6%	0,5%	10,8%	15,5
2015-12-31	3,2%	1,0%		3,8%	0,8%	0,3%	0,5%	9,7%	13,6
2016-03-31	3,1%	1,0%		3,6%	0,8%		0,6%	9,1%	13,0
2016-06-30	3,8%	1,5%	0,4%	3,7%	0,8%		0,6%	10,8%	14,4
2016-09-30	3,4%	1,4%	0,7%	3,5%	0,8%		0,3%	10,1%	14,2
2016-12-30	3,2%	1,4%	0,4%	3,3%	0,6%		0,3%	9,1%	13,9
2017-03-31	2,8%	1,2%	0,6%	3,0%	0,6%		0,2%	8,4%	14,1
2017-06-30	2,7%	1,4%	0,6%	2,2%	0,6%		0,2%	7,6%	13,2
2017-09-29	2,8%	1,5%	0,7%	2,1%	0,6%		0,2%	7,9%	14,2
2017-12-29	2,8%	1,6%	1,0%	2,2%	0,4%		0,2%	8,2%	14,5
2018-03-30	2,5%	1,6%	0,9%	2,3%	0,5%		0,2%	8,0%	13,2
2018-06-29	3,1%	1,7%	1,0%	2,1%	0,5%		0,1%	8,4%	13,1
2018-09-28	3,1%	1,6%	1,0%	2,0%	0,5%		0,0%	8,1%	13,2

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W portfelu dłużnym OFE w analizowanym okresie dominowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez banki oraz spółki publiczne i niepubliczne, przy czym ich udział w portfelu się zmniejszał. W ostatnich 12 miesiącach zwiększały się inwestycje OFE w listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

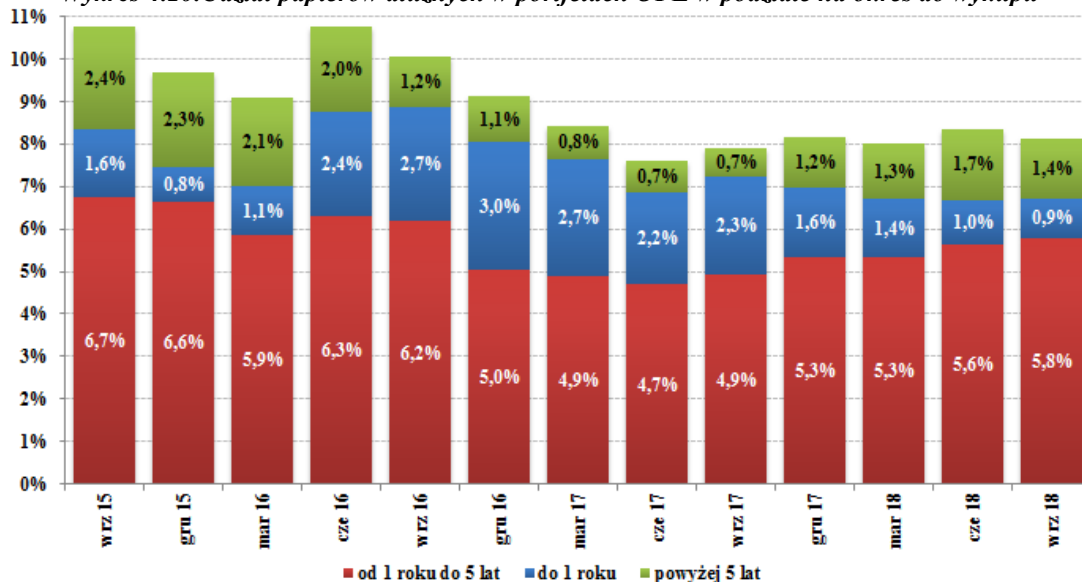
Tabela 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru

Data	Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	Obligacje o stałym oprocentowaniu	Obligacje zerokuponowe	Listy zastawne	Razem
2015-09-30	8,4 %	1,4 %	0,1 %	0,8 %	10,8 %
2015-12-31	7,9 %	1,0 %		0,8 %	9,7 %
2016-03-31	7,3 %	1,0 %	0,0 %	0,8 %	9,1 %
2016-06-30	7,5 %	1,8 %	0,3 %	1,1 %	10,8 %
2016-09-30	7,1 %	1,6 %	0,4 %	1,0 %	10,1 %
2016-12-30	6,6 %	1,2 %	0,4 %	0,9 %	9,1 %
2017-03-31	5,8 %	1,5 %	0,3 %	0,8 %	8,4 %
2017-06-30	5,1 %	1,5 %	0,1 %	0,9 %	7,6 %
2017-09-29	4,9 %	1,9 %	0,2 %	0,9 %	7,9 %
2017-12-29	4,8 %	1,9 %	0,1 %	1,4 %	8,2 %
2018-03-30	4,9 %	1,5 %	0,0 %	1,5 %	8,0 %
2018-06-29	4,9 %	1,6 %	0,0 %	1,8 %	8,4 %
2018-09-28	4,7 %	1,6 %	0,0 %	1,9 %	8,1 %

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. Zmniejszenie zaangażowania w papiery o najkrótszym okresie zapadalności było widoczne od początku 2017 roku.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W portfelu OFE większość obligacji miała zmienne oprocentowanie.

Większość obligacji miała okres wykupu od 1 do 5 lat.

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. Na koniec września 2018 roku wartość depozytów bankowych OFE wynosiła 9,7 mld zł, co stanowiło 6% wartości portfela. 99,9% depozytów było denominowane w PLN. Depozyty w innych walutach pojawiały się incydentalnie i miały nieznaczną wartość. W 4 spośród 12 banków OFE ulokowały ponad 63% wartości swoich depozytów. Największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A.

**Udział depozytów
w portfelach
OFE wyniósł 6%.**

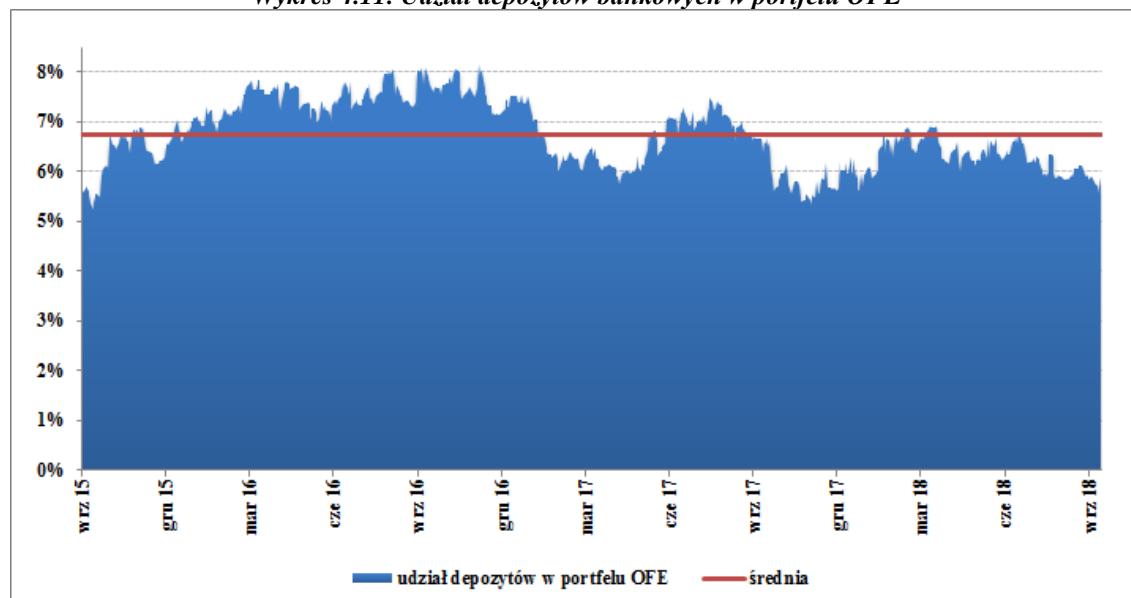
Tabela 4.11. Depozyty w portfelu OFE na 28.09.2018

Nazwa banku	Wartość depozytów (w mln zł)	Udział w portfelu OFE	Udział banku w portfelu depozytów
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	1 934	1,2%	19,9%
PKO BANK POLSKI S.A.	1 566	1,0%	16,1%
MBANK S.A.	1 411	0,9%	14,5%
BNP PARIBAS S.A. ODDZIAŁ W POLSCE	1 279	0,8%	13,1%
BANK ZACHODNI WBK S.A.	990	0,6%	10,2%
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	675	0,4%	6,9%
BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	500	0,3%	5,1%
DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	391	0,2%	4,0%
ALIOR BANK S.A.	300	0,2%	3,1%
ING BANK ŚLĄSKI S.A.	300	0,2%	3,1%
BANK MILLENNIUM S.A.	200	0,1%	2,1%
RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	185	0,1%	1,9%
Suma	9 732	6,0%	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie udział depozytów w portfelu OFE kształtował się w przedziale od 5% 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”.

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)	8
WYKRES 1.6.	RENTOWNOŚĆ INSTRUMENTÓW SKARBOWYCH DENOMINOWANYCH W PLN	9
WYKRES 1.7.	KRZYWA RENTOWNOŚCI DLA PLN	9
WYKRES 1.8.	ZMIANY GLOBALNEGO INDEKSU POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH FTSE (W PKT.)	10
WYKRES 1.9.	ŚREDNI OKRES ZAPADAŁNOŚCI ORAZ DURATION SPW EMITOWANYCH NA RYNKACH KRAJOWYCH (W LATACH).....	10
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
TABELA 1.2.	INDEKSY GPW NA TLE INDEKSÓW ŚWIATOWYCH	13
WYKRES 1.12.	STOPY ZEROKUPONOWE DLA PLN I EUR	14
WYKRES 1.13.	ZMIANY KURSÓW WYBRANYCH WALUT W STOSUNKU DO ZŁOTEGO (W PKT.)	15
TABELA 2.1.	ZMIANA LICZBY CZŁONKÓW OFE	16
TABELA 2.2.	LICZBA CZŁONKÓW PFE	17
TABELA 2.3.	LICZBA CZŁONKÓW DFE.....	17
WYKRES 2.1.	KWOTA SKŁADEK BRUTTO PRZEKAZANYCH DO OFE (MLN ZŁ)	18
WYKRES 2.2.	SKŁADKI BRUTTO PRZEKAZANE DO OFE OD 01.10.2015 DO 30.09.2018 (MLD ZŁ)	19
TABELA 2.4.	UMORZENIA W RAMACH SUWAKA BEZPIECZEŃSTWA (MLN ZŁ)	20
WYKRES 2.3.	WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO OFE (MLD ZŁ)	21
TABELA 2.5.	AKTYWA NETTO OFE	22
WYKRES 2.4.	DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN W OKRESIE TRZYLETNIM (MLD ZŁ).....	22
WYKRES 2.5.	DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN ZA CAŁY OKRES FUNKCJONOWANIA OFE (MLD ZŁ)	23
TABELA 2.6.	WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH (TYS. ZŁ)	23
TABELA 2.7.	AKTYWA NETTO DFE (TYS. ZŁ)	24
TABELA 3.1.	WARTOŚCI JEDNOSTEK ROZRACHUNKOWYCH I STOPY ZWROTU OFE	25
WYKRES 3.1.	STOPY ZWROTU OFE*	26
TABELA 3.2.	PODZIAŁ RACHUNKU PREMIOWEGO OD 30.09.2015 DO 28.09.2018 (W MLN ZŁ).....	27
WYKRES 3.2.	ZMIANA ŚREDNIEJ WAŻONEJ JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ OFE NA TLE ZMIANY INDEKSU CEN TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH W POLSCE.....	28
DIAGRAM 3.1.	HISTOGRAM MIESIĘCZNYCH STÓP ZWROTU OFE	29
TABELA 3.3.	PAPIERY WARTOŚCIOWE PRZYNOSZĄCE OFE NAJWIĘKSZE ZYSKI I STRATY OD 1.10.2015 DO 28.09.2018.....	30
WYKRES 3.3.	ZMIANA WARTOŚCI JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ PFE I OFE (W PKT.).....	31
TABELA 3.4.	WARTOŚCI JEDNOSTEK ROZRACHUNKOWYCH I STOPY ZWROTU DFE	31
WYKRES 4.1.	WARTOŚĆ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU OFE (W MLD ZŁ)	32
WYKRES 4.2.	UDZIAŁ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU OFE (W %)	33
TABELA 4.1.	ZAGREGOWANY PORTFEL INWESTYCYJNY OFE NA DZIEŃ 28.09.2018	33
WYKRES 4.3.	UDZIAŁ INWESTYCJI DENOMINOWANYCH W POSZCZEGÓLNYCH WALUTACH W PORTFELU NA 28.09.2018	34
WYKRES 4.4.	INWESTYCJE OFE POZA GRANICAMI KRAJU	35
TABELA 4.2.	STOPIEŃ WYKORZYSTANIA LIMITÓW INWESTYCYJNYCH PRZYPISANYCH KATEGORIOM LOKAT OFE NA 28.09.2018.....	36
WYKRES 4.5.	UDZIAŁ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU DFE (W %)	39
TABELA 4.3.	ZAGREGOWANY PORTFEL INWESTYCYJNY DFE NA DZIEŃ 28.09.2018	39
TABELA 4.4.	ZRÓŻNICOWANIE PORTFELI INWESTYCYJNYCH DFE NA DZIEŃ 28.09.2018	40
TABELA 4.5.	PORTFEL INWESTYCYJNY PFE WEDŁUG STANU NA DZIEŃ 28.09.2018 ROKU	41
WYKRES 4.6.	WARTOŚĆ PAPIERÓW UDZIAŁOWYCH W PORTFELU OFE (W MLD ZŁ) NA TLE INDEKSU WIG... ..	42
TABELA 4.6.	SALDO OBROTÓW WYGENEROWANYCH PRZEZ OFE W POSZCZEGÓLNYCH KWARTAŁACH ANALIZOWANEGO OKRESU NA INSTRUMENTACH UDZIAŁOWYCH.....	43
WYKRES 4.7.	UDZIAŁ OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W KAPITALIZACJI GPW.....	44
TABELA 4.7.	ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE WSZYSTKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA 28.09.2018.....	44
TABELA 4.8.	ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE POLSKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA 28.09.2018 ...	45
WYKRES 4.8.	UDZIAŁ OFE W OBROTACH GPW W WARSZAWIE	45
WYKRES 4.9.	LOKATY OFE W INSTRUMENTY UDZIAŁOWE POZA GRANICAMI KRAJU	46
TABELA 4.9.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA EMITENTA.....	47
TABELA 4.10.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA TYP PAPIERU	48
WYKRES 4.10.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA OKRES DO WYKUPU ...	48
TABELA 4.11.	DEPOZYTY W PORTFELU OFE NA 28.09.2018.....	49
WYKRES 4.11.	UDZIAŁ DEPOZYTÓW BANKOWYCH W PORTFELU OFE	49



URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO
Piękna 20
00-549 Warszawa

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