

# **KNF**

---

**KOMISJA  
NADZORU  
FINANSOWEGO**

**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ  
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE  
30.09.2014 – 29.09.2017**

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

**Spis treści**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>SYNTEZA .....</b>  | <b>4</b>  |
| <b>1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM .....</b>   | <b>5</b>  |
| 1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE .....  | 5         |
| 1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH .....   | 7         |
| 1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH.....   | 11        |
| 1.4 RYNKI ZAGRANICZNE .....   | 13        |
| <b>2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA .....</b>                         | <b>16</b> |
| 2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....                                       | 16        |
| 2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....                                  | 18        |
| 2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....                                    | 18        |
| 2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....                            | 19        |
| 2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....  | 21        |
| 2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....                                      | 24        |
| 2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....  | 24        |
| <b>3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE .....</b>                         | <b>25</b> |
| 3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE.....  | 25        |
| 3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE .....   | 30        |
| 3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE .....  | 31        |
| <b>4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....</b>                                  | <b>32</b> |
| 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>40</i> |
| 4.1.4 <i>Pracownicze fundusze emerytalne.....</i>   | <i>42</i> |
| 4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY<br>EMERYTALNYCH..... | 43        |
| 4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY<br>EMERYTALNYCH.....    | 47        |
| 4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....                            | 49        |

## Synteza

Przyjęte pod koniec 2013 roku przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołały dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego, jak i dla sytuacji finansów publicznych. W 2016 roku, a więc zaledwie kilka lat po zmianach w systemie emerytalnym skutkujących zmarginalizowaniem znaczenia OFE dla dalszego rozwoju krajowego rynku finansowego, zostały ogłoszone plany dotyczące uruchomienia powszechnych, ale dobrowolnych dla uczestników, pracowniczych planów kapitałowych współfinansowanych przez uczestników, pracodawców i państwo oraz plany przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne przy równoczesnej zmianie statusu prawnego środków zarządzanych przez OFE i przekazaniu ich części na Fundusz Rezerwy Demograficznej. Zgodnie z ostatnimi dostępnymi informacjami decyzja dotycząca zmian w zakresie OFE została odłożona w czasie, co oznacza utrzymanie dotychczasowych rozwiązań prawnych w tym zakresie.

Na koniec września 2017 roku do 12 OFE należało blisko 16,3 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 181,1 mld zł. W tym czasie do 3 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 35,3 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,9 mld zł. Do 8 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 93,3 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 252,4 mln zł.

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku oraz od 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku członkowie OFE mieli czas na złożenie oświadczenia dotyczącego przekazywania części ich składki emerytalnej do OFE (2,92% podstawy wymiaru). Według danych ZUS, oświadczenia takie złożyło blisko 2,6 mln osób, czyli około 15,8% członków OFE. W ciągu ostatnich trzech lat do OFE trafiło 9,7 mld zł składek. W związku ze spadkiem liczby osób wnoszących składki i obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. Równocześnie, w związku z osiągnięciem przez część swoich członków wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego, OFE przekazały do ZUS kwotę 14,4 mld zł w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 13,6% do 23,2%. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 6,9% do 10,7%.

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, utrzymał się wymuszony reformą profil inwestycyjny OFE. Na koniec września 2017 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) wyniósł na koniec września 2017 roku 10%, a udział we free float 14%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wyniósł 20%, a udział we free float 41%. Wyraźnie natomiast 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 3,3 mld zł wartość transakcji kupna tychże instrumentów.

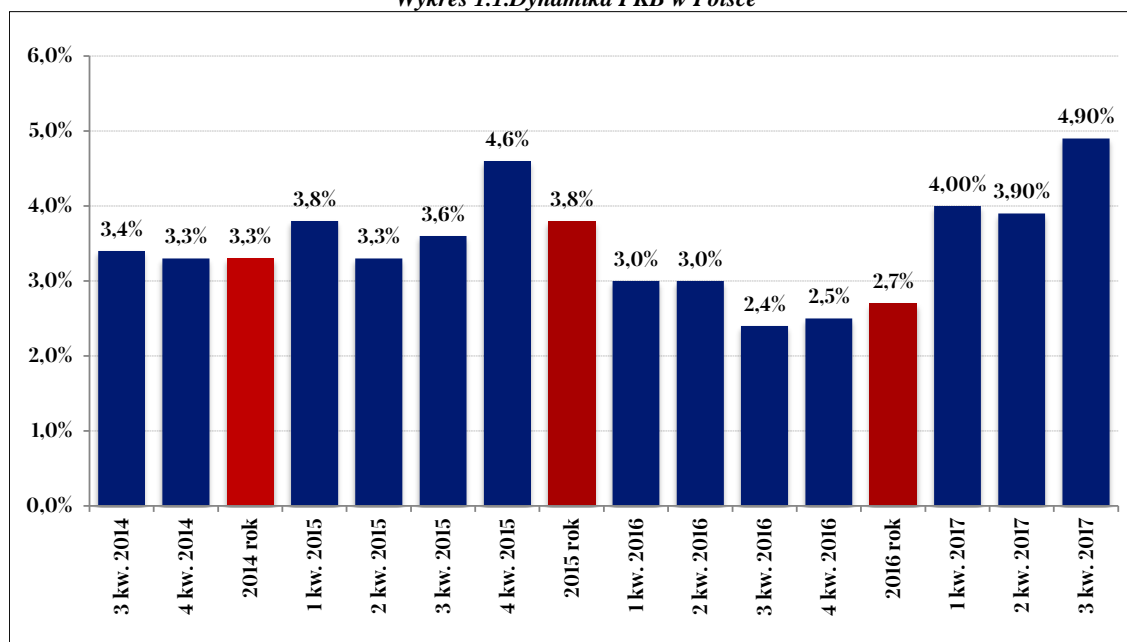
W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (54%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (33%). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (62%) i akcje notowane na GPW (28%).

## 1 Sytuacja na rynku finansowym

### 1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Po słabym pod względem dynamiki PKB 2013 roku, w 2014 roku nastąpił powrót na stabilną ścieżkę umiarkowanego wzrostu PKB na poziomie przekraczającym 3%, poprawa sytuacji gospodarczej znalazła też swoje odzwierciedlenie w innych wskaźnikach makroekonomicznych. Rok 2015 był pod względem dynamiki PKB lepszy niż 2014, natomiast w 2016 nastąpiło spowolnienie i wzrost PKB wyniósł tylko 2,7%. Od początku 2017 roku dało się zauważyć oznaki wyraźnego ożywienia, co przełożyło się na kwartalny wzrost na poziomie 4,9%, najwyższy od czasów kryzysu finansowego z 2008 roku, odnotowany w trzecim kwartale 2017 roku. Dobre perspektywy gospodarki zauważyły również agencje ratingowe, utrzymując ratingi dla Polski na niezmiennym poziomie, bądź polepszając perspektywę ratingową.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



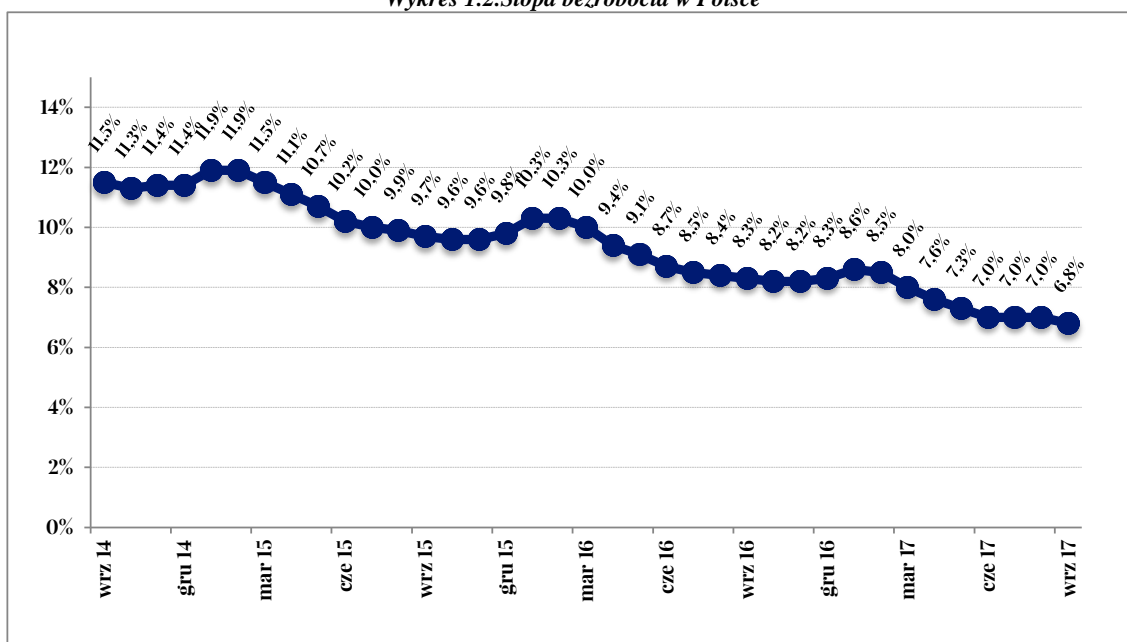
W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (ceny stałe)

Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano w styczniu 2015 roku, kiedy to wyniósł 11,9%. Dobra sytuacja gospodarcza przełożyła się na spadek stopy bezrobocia, która na koniec września 2017 roku wyniosła 6,8%, co jest najniższym poziomem od ćwierćwiecza. Poziom bezrobocia w Polsce jest też obecnie znacząco niższy od średniej unijnej.

**Stopa bezrobocia we wrześniu 2017 spadła, do 6,8%, czyli najniższego poziomu od 1991 roku.**

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

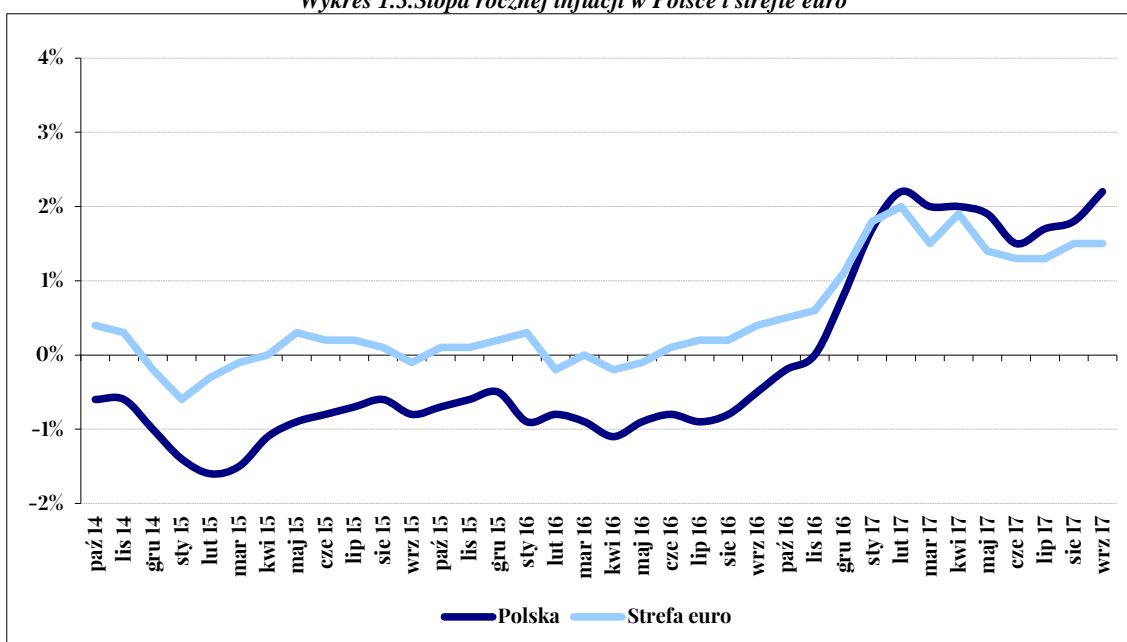


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

**W trzecim kwartale 2017 roku inflacja w Polsce była wyższa niż w strefie euro.**

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

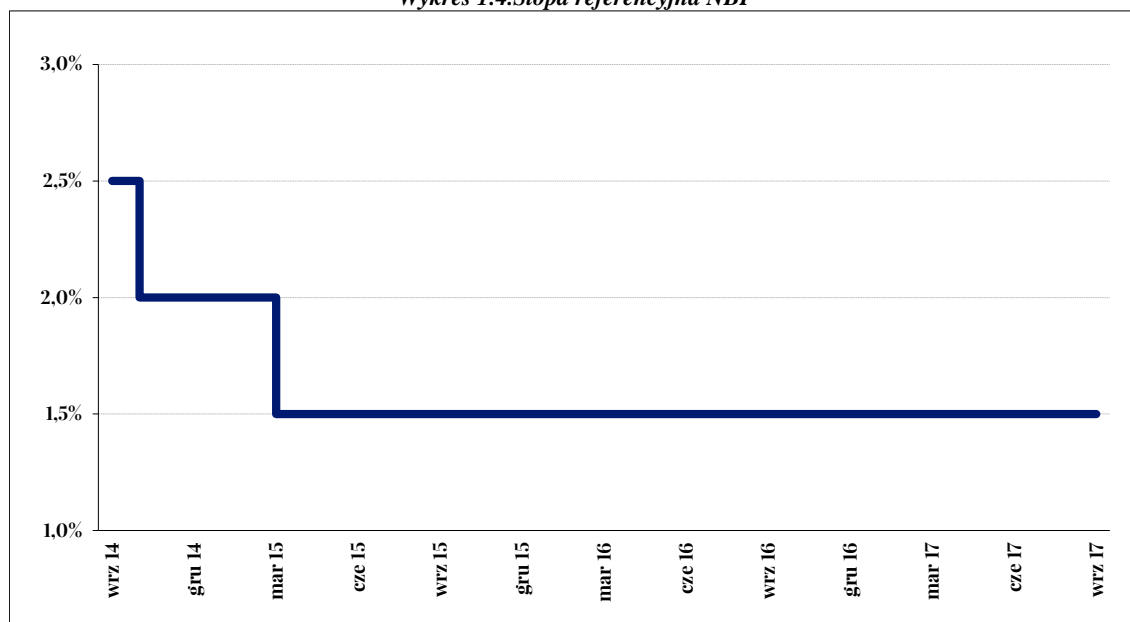
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



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

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

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Od marca 2015 stopy procentowe NBP są najniższe w historii.

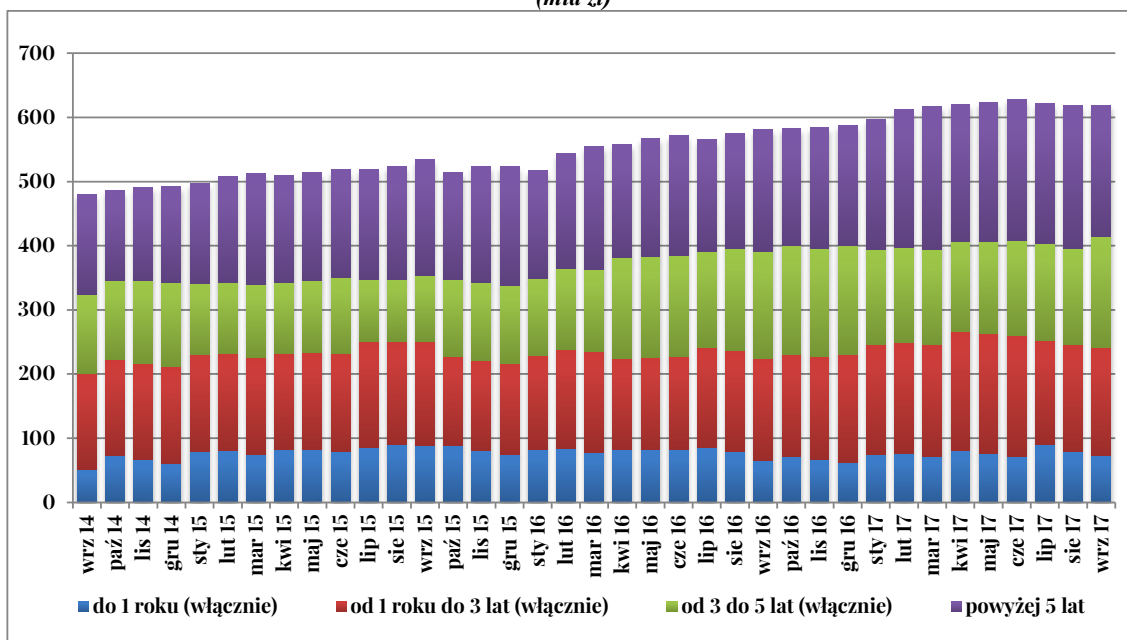
Źródło: Narodowy Bank Polski

## 1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec września 2017 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 940,7 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 23,8%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (634 mld zł), stanowiący 68% całkowitego zadłużenia SP. Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 223 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 297,5 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 11,6%. O ile w przypadku długu krajowego jego wzrost można tłumaczyć zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa, o tyle za wzrost nominalnego długu zagranicznego odpowiada również osłabienie polskiej waluty w analizowanym okresie.

Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wyniósł 940,7 mld zł.

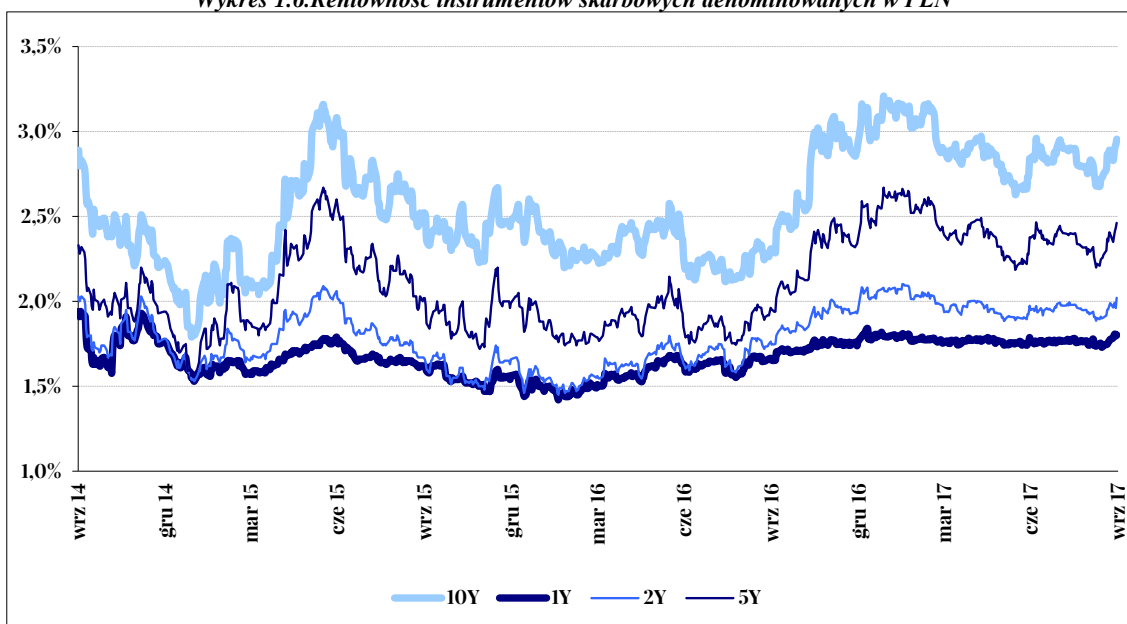
**Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)**



Źródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od września 2014 do września 2017 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami dla papierów długoterminowych i wysoką stabilnością dla papierów krótkoterminowych. Od czwartego kwartału 2016 obserwowano wzrost rentowności, szczególnie papierów średnio i długoterminowych, co może być związane z wyższą niepewnością i zmieniającymi się oczekiwaniami inwestorów.

**Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN**



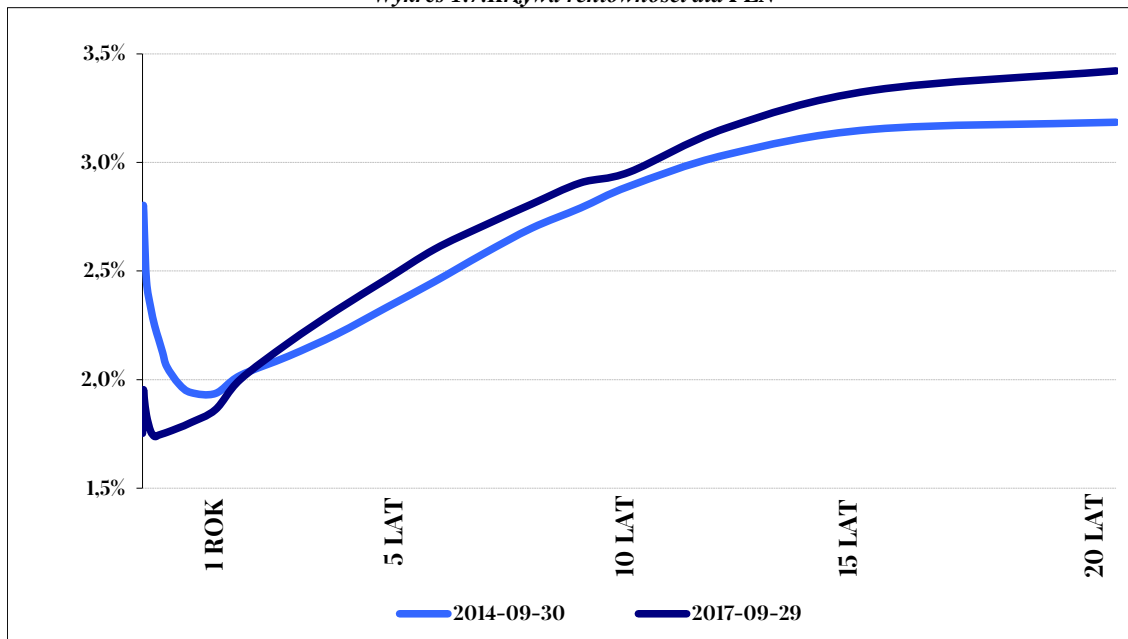
Źródło: Reuters



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

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

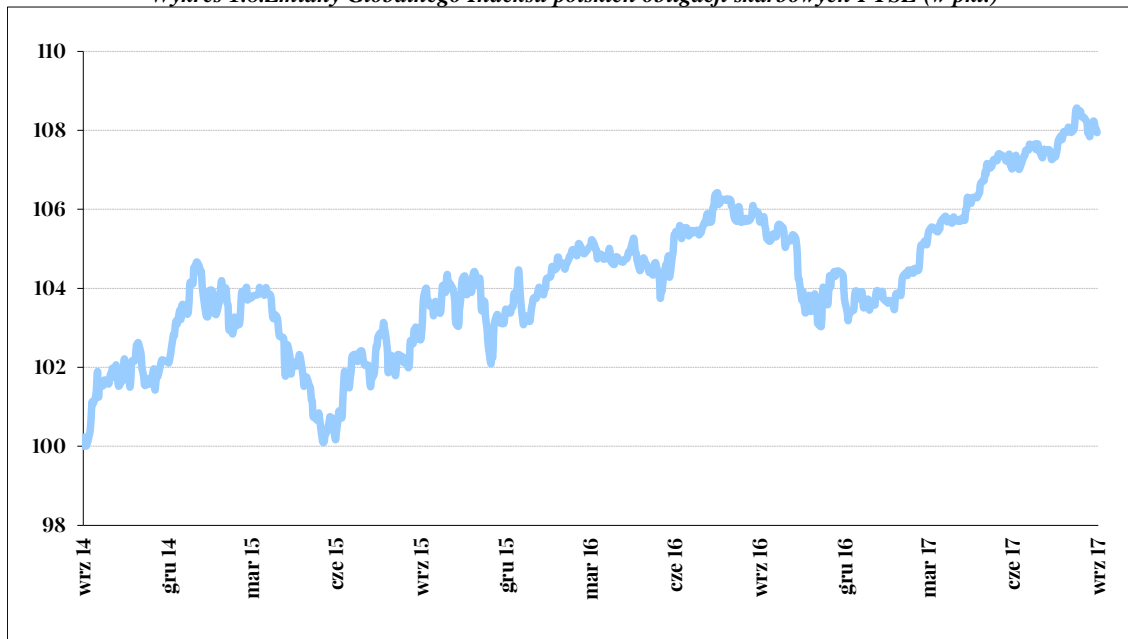
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters (krzywa zerokuponowa dla PLN)

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o jedynie o 7,9%, co jest wartością wyraźnie niższą niż w poprzednich analizowanych trzyletnich interwałach. Indeks stabilizuje się od roku 2015, jako efekt rekordowo niskich stóp procentowych.

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

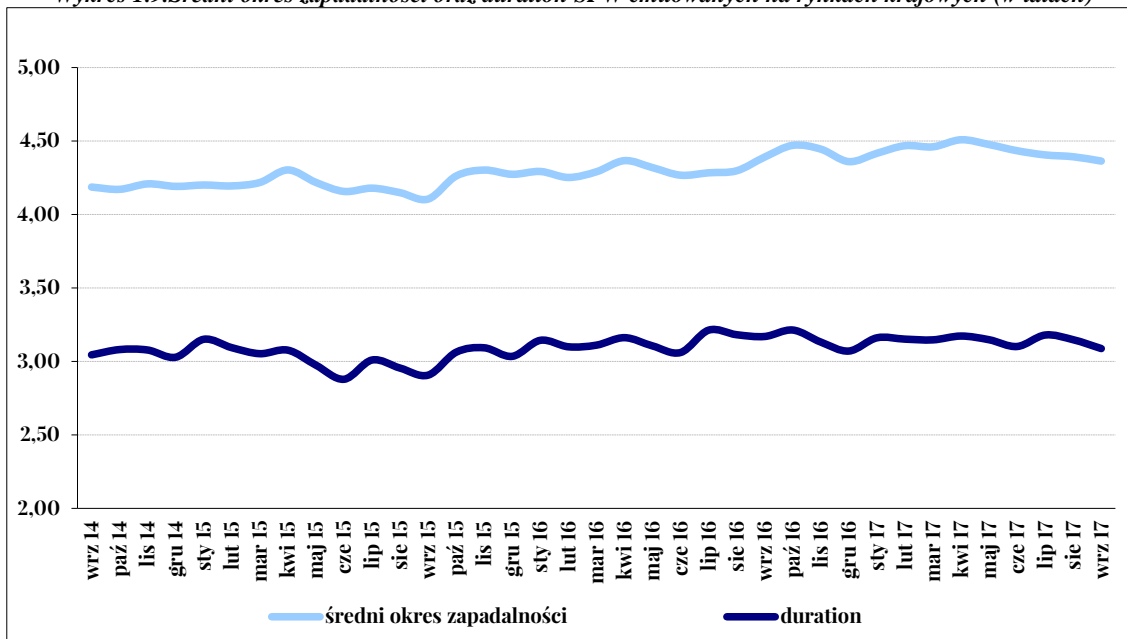


Wartość na dzień 30.09.2014 = 100

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

Średnia zapadalność krajowych rynkowych papierów skarbowych pozostawała stabilna, z lekkim trendem wzrostowym od trzeciego kwartału 2016. Na koniec września 2017 wynosiła ona cztery lata i pięć miesięcy. Średnia duration skarbowych papierów wartościowych wynosiła trzy lata na początku i na końcu analizowanego okresu.

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



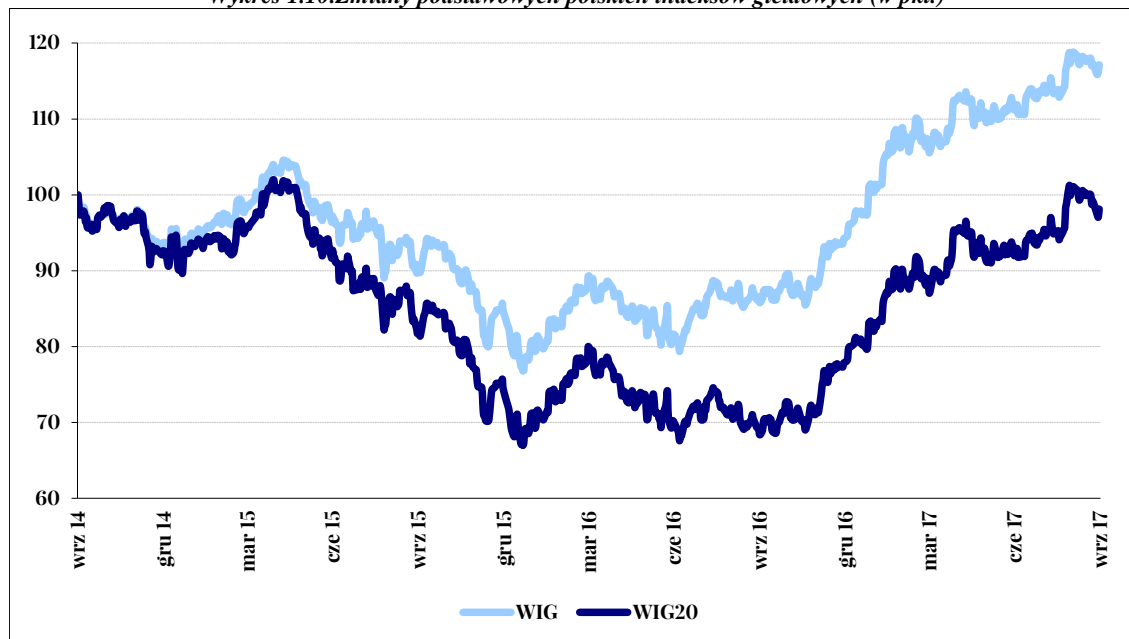
Zródło: Ministerstwo Finansów

### 1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Pod względem zarysowanych trendów ona GPW okres od września 2014 roku do września 2017 roku można podzielić na trzy podokresy. Przez pierwsze pięć kwartałów dominował trend spadkowy, a indeksy straciły ponad 20% swej wartości. Rok 2016, aż do listopada, charakteryzował trend boczny, z dość dużymi wahaniami kursów akcji. W 2017 roku silny trend wzrostowy sprawił, że indeks WIG20 prawie zniwelował spadki z poprzednich dwóch i pół roku. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 17% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 2%.

**W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 17,1%, a indeks WIG20 stracił 1,9%.**

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



Wartość na dzień 30.09.2014 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W roku 2014 indeks WIG20 wzrósł nieznacznie, jednak indeksy WIG20 i WIG30 odnotowały spadki. W roku 2015 obserwowano wyraźne spadki najważniejszych indeksów, natomiast rok 2016 zakończył się wyraźnymi wzrostami. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahaniami odnotowywał indeks małych spółek WIG80. W 2017 roku obserwowano wyraźne i zaskakująco równomierne wzrosty indeksów (poza wspomnianym indeksem sWIG80). Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja spółek zagranicznych notowanych na GPW była o kilkanaście procent wyższa od wartości rynkowej spółek krajowych.

**Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW**

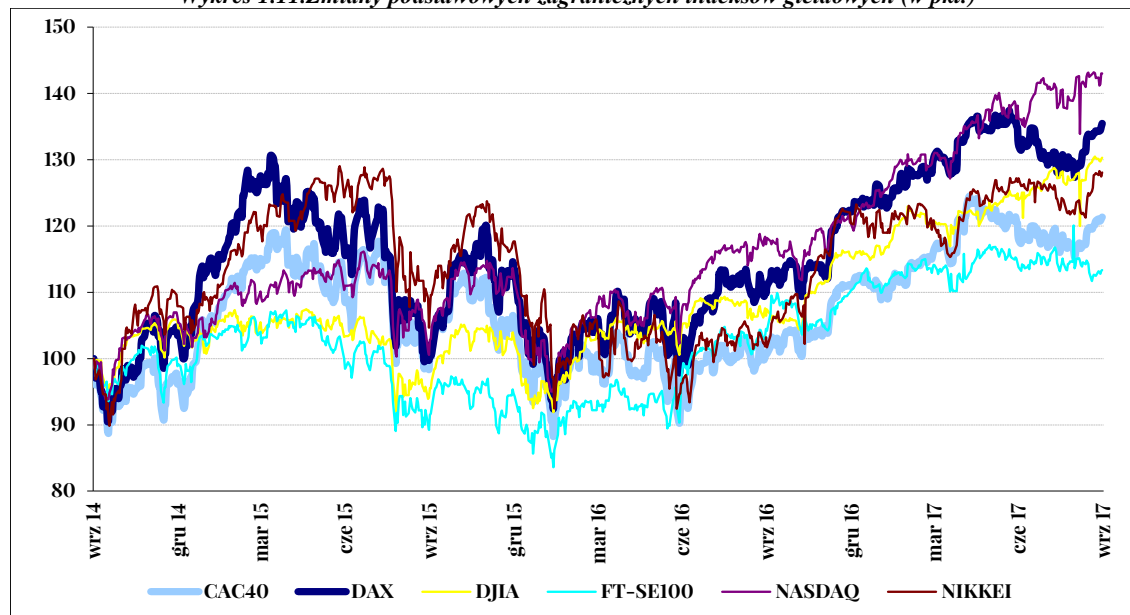
| <b>Rok</b>                         | <b>I-IX 2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| Liczba spółek                      | 479              | 487         | 487         | 471         |
| w tym zagraniczne                  | 50               | 53          | 54          | 51          |
| liczba debiutów                    | 10               | 19          | 30          | 28          |
| liczba wycofań                     | 18               | 19          | 13          | 7           |
| <b>Wartości indeksów</b>           |                  |             |             |             |
| WIG30                              | 2 849            | 2 243       | 2 076       | 2 488       |
| WIG20                              | 2 453            | 1 948       | 1 859       | 2 316       |
| mWIG40                             | 4 988            | 4 216       | 3 567       | 3 483       |
| sWIG80                             | 15 123           | 14 259      | 13 211      | 12 108      |
| WIG                                | 64 290           | 51 754      | 46 467      | 51 416      |
| <b>Stopy zwrotu indeksów</b>       |                  |             |             |             |
| WIG30 (%)                          | 26,99%           | 8,08%       | -16,56%     | -1,97%      |
| WIG20 (%)                          | 25,95%           | 4,77%       | -19,72%     | -3,54%      |
| mWIG40 (%)                         | 18,32%           | 18,18%      | 2,40%       | 4,13%       |
| sWIG80 (%)                         | 6,06%            | 7,93%       | 9,11%       | -15,55%     |
| WIG (%)                            | 24,22%           | 11,38%      | -9,62%      | 0,26%       |
| <b>Kapitalizacja (w mln zł)</b>    |                  |             |             |             |
| Spółki łącznie                     | 1 428 518        | 1 115 720   | 1 082 862   | 1 252 958   |
| Krajowe                            | 672 068          | 557 124     | 516 785     | 591 165     |
| Zagraniczne                        | 756 450          | 558 596     | 566 077     | 661 793     |
| <b>Obroty</b>                      |                  |             |             |             |
| Wartość obrotów ogółem (mln zł)    | 199 768          | 202 293     | 225 287     | 232 864     |
| Wartość obrotów sesyjnych (mln zł) | 178 103          | 189 451     | 203 464     | 205 297     |

Źródło: 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. Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie najwyższą dynamikę wzrostu osiągnął indeks NASDAQ a najniższą FT-SE100, niemniej ostatnie trzy kwartały analizowanego okresu cechował trend wzrostowy obserwowany w przypadku praktycznie wszystkich analizowanych indeksów.

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



Wartość na dzień 30.09.2014 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Tabela 1.2. Indeksy GPW na tle indeksów światowych

| Indeks      | Rynek                             | 30.09.2014 | 29.09.2017 | Zmiana  |
|-------------|-----------------------------------|------------|------------|---------|
| BUX         | Budapest Stock Exchange           | 17 885     | 37 291     | 108,51% |
| BUENOS      | Buenos Aires Stock Exchange       | 12 549     | 26 078     | 107,81% |
| NASDAQ      | New York Stock Exchange           | 4 493      | 6 496      | 44,57%  |
| BIST 100    | Borsa Istanbul                    | 74 938     | 102 908    | 37,32%  |
| BOVESPA     | B3 Brasil Bolsa Balcao            | 54 116     | 74 294     | 37,29%  |
| SASESLCT    | Santiago Stock Exchange           | 3 944      | 5 342      | 35,46%  |
| DAX         | Deutsche Borse Frankfurt          | 9 474      | 12 829     | 35,41%  |
| RUSSEL 2000 | NYSE & NASDAQ & OTC Markets Group | 1 102      | 1 491      | 35,33%  |
| B-SHARES    | Shanghai Stock Exchange           | 268        | 362        | 34,86%  |
| DJIA        | New York Stock Exchange           | 17 043     | 22 405     | 31,46%  |
| DJUA        | New York Stock Exchange           | 551        | 724        | 31,26%  |
| SP500       | NYSE & NASDAQ                     | 1 972      | 2 519      | 27,74%  |
| EOE         | Euronext Amsterdam                | 421        | 537        | 27,53%  |
| TOPIX       | Tokyo Stock Exchange              | 1 326      | 1 675      | 26,27%  |
| NIKKEI      | Tokyo Stock Exchange              | 16 174     | 20 356     | 25,86%  |
| AMEX_MAJ    | NYSE & NYSE Arca                  | 1 877      | 2 276      | 21,27%  |
| CAC40       | Euronext Paris                    | 4 416      | 5 330      | 20,69%  |
| HANGSENG    | The Stock Exchange of Hong Kong   | 22 933     | 27 554     | 20,15%  |

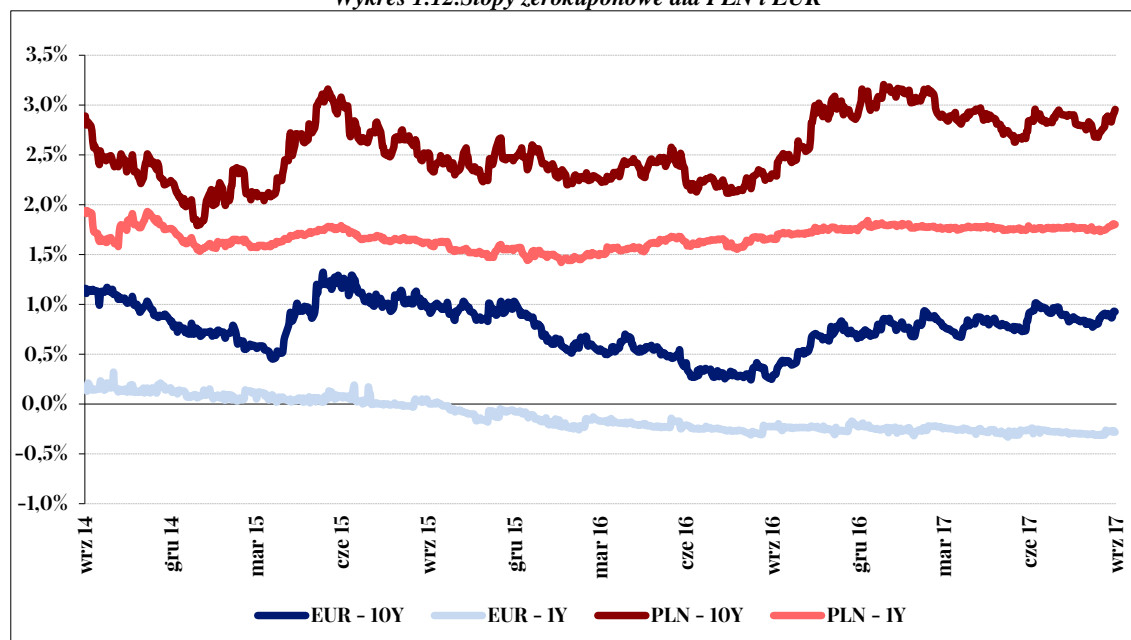
| Indeks           | Rynek                    | 30.09.2014    | 29.09.2017    | Zmiana        |
|------------------|--------------------------|---------------|---------------|---------------|
| DJTA             | New York Stock Exchange  | 8 451         | 9 914         | 17,31%        |
| <b>WIG</b>       | <b>GPW w Warszawie</b>   | <b>54 879</b> | <b>64 290</b> | <b>17,15%</b> |
| MEXICIPC         | Mexican Stock Exchange   | 44 986        | 50 346        | 11,92%        |
| FT-SE100         | London Stock Exchange    | 6 623         | 7 373         | 11,33%        |
| FTSE MIB         | Borsa Italiana Milan     | 20 892        | 22 696        | 8,64%         |
| BUCHAREST SE BET | Bucharest Stock Exchange | 7 263         | 7 878         | 8,46%         |
| PRAGUE SE SERIES | Prague Stock exchange    | 991           | 1 045         | 5,42%         |
| TSE-300          | Toronto Stock Exchange   | 14 961        | 15 635        | 4,51%         |
| SMI              | SIX Swiss Exchange       | 8 835         | 9 157         | 3,65%         |
| <b>WIG20</b>     | <b>GPW w Warszawie</b>   | <b>2 500</b>  | <b>2 453</b>  | <b>-1,87%</b> |

Źródło: Reuters, obliczenia własne

We wrześniu 2017 roku roczna stopa zerokuponowa strefy euro wynosiła -0,28 %.

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym w obu przypadkach różnica między stopami instrumentów rocznych a dziesięcioletnich była zbliżona do jednego punktu procentowego przez większą część okresu. Od czwartego kwartału 2016 roku obserwowano wzrost poziomu polskich stóp. Na koniec trzeciego kwartału 2017 stopy w strefie EURO były rekordowo niskie, przy czym już od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa w strefie euro zeszła poniżej zera do minimalnego poziomu -0,33%.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

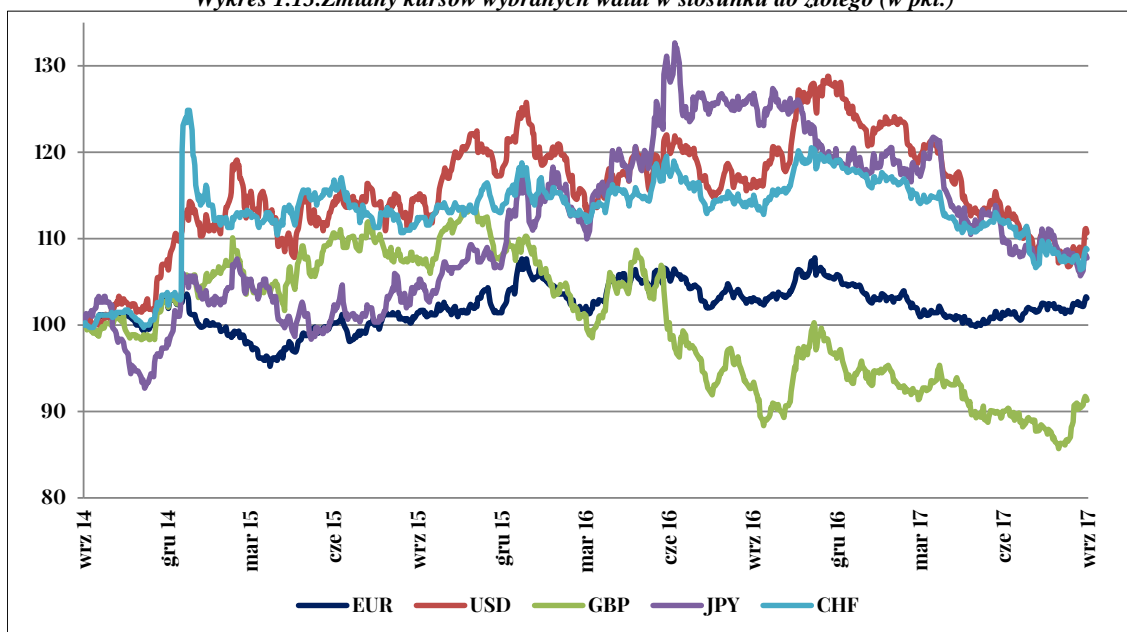


Źródło: Reuters

Okres od września 2014 do września 2017 roku to czas dużych wahań kursu polskiej waluty. Początek roku 2015 to seria zawirowań na światowych rynkach walutowych, wyraźne umocnienie się dolara względem euro, bliskie zrównania tych kursów. Decyzja Centralnego Banku Szwajcarii ze stycznia 2015 roku o rezygnacji z obrony kursu CHF zaowocowała bardzo gwałtownym umocnieniem franka, z ekstremalnym kilkunastoprocentowym skokiem kursu w ciągu jednego dnia. Wynik brytyjskiego referendum o wyjściu z UE w czerwcu 2016 roku zaowocował z kolei znacznym osłabieniem funta w kolejnych miesiącach. Wreszcie rozpoczęcie przez FED cyklu podwyżek stóp procentowych w USA to kolejne umocnienie się dolara względem reszty walut. Od początku 2017 roku obserwowano wyraźne umacnianie się polskiej waluty, szczególnie względem walut pozaeuropejskich. W całym analizowanym okresie złotówka umocniła się względem funta, pozostawała stabilna względem euro i nieco osłabiła się względem dolara, jena i franka szwajcarskiego.

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

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



Wartość na dzień 30.09.2014 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

## 2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

### 2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2017 roku do OFE należało 16,3 mln członków.

Na koniec września 2017 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało blisko 16,3 mln członków. W związku z wejściem w życie ustawy z dnia 6 grudnia 2013 roku „o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych” ZUS nie przeprowadza już losowań do OFE osób wchodzących na rynek pracy i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu, jeżeli samodzielnie nie przystąpili do żadnego OFE. Ostatnie takie losowanie miało miejsce w styczniu 2014. Od lutego 2014 roku obserwowano powolny, ale systematyczny spadek liczby członków OFE, bowiem tylko znikomy odsetek osób wchodzących na rynek pracy przystępuje do OFE.

W ciągu 36 miesięcy liczba członków spadła o 342 tys. Wśród głównych przyczyn tej zmiany należy wymienić osiągnięcie przez członka wieku emerytalnego, przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa. W ciągu ostatnich trzech lat we wszystkich otwartych funduszach emerytalnych nastąpił spadek liczby członków. W ujęciu procentowym największy spadek liczby członków zanotowano w AEGON OFE tj. o ponad 5% a najmniejszy w Nationale-Nederlanden OFE, gdzie wyniósł on 1%.

Tabela 2.1. Zmiana liczby członków OFE

| OFE                       | Liczba członków w dniu 30.09.2014 | Saldo transferów | Umowy pierwszorazowe | Liczba członków w dniu 29.09.2017* |
|---------------------------|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------------------------|
| AEGON OFE                 | 934 978                           | -3 757           | 33                   | 887 164                            |
| Allianz Polska OFE        | 1 084 739                         | -1 149           | 281                  | 1 068 073                          |
| Aviva OFE Aviva BZ WBK    | 2 673 058                         | -3 224           | 633                  | 2 615 981                          |
| AXA OFE                   | 1 161 084                         | -2 324           | 258                  | 1 141 833                          |
| Generali OFE              | 1 007 981                         | -1 128           | 349                  | 990 411                            |
| MetLife OFE               | 1 605 701                         | -2 529           | 426                  | 1 573 436                          |
| Nationale-Nederlanden OFE | 3 078 183                         | 18 720           | 3 627                | 3 047 334                          |
| Nordea OFE                | 996 205                           | 656              | 291                  | 977 431                            |
| Pekao OFE                 | 340 454                           | -1 031           | 34                   | 330 845                            |
| PKO BP Bankowy OFE        | 953 273                           | -1 967           | 309                  | 932 733                            |
| OFE Pocztynion            | 592 264                           | -2 498           | 13                   | 579 948                            |
| OFE PZU "Złota Jesień"    | 2 231 253                         | 231              | 767                  | 2 171 798                          |
| <b>Razem</b>              | <b>16 659 173</b>                 | <b>0</b>         | <b>7 021</b>         | <b>16 316 987</b>                  |

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

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, OFE, obliczenia własne

W związku ze zniesieniem z dniem 1 lutego 2014 roku losowania jako formy uzyskania członkostwa w OFE, fundusze emerytalne pozyskiwały członków przede wszystkim na rynku wtórnym, czyli spośród członków należących do innych OFE. W analizowanym okresie tylko trzy fundusze odnotowały dodatnie saldo zmiany liczby członków w wyniku sesji transferowych, a największym ich beneficjentem był Nationale-Nederlanden OFE, w którym liczba członków wzrosła z tego tytułu o 18,7 tys.

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



W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała 2,8 tys. osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 33,9 tys. członków.

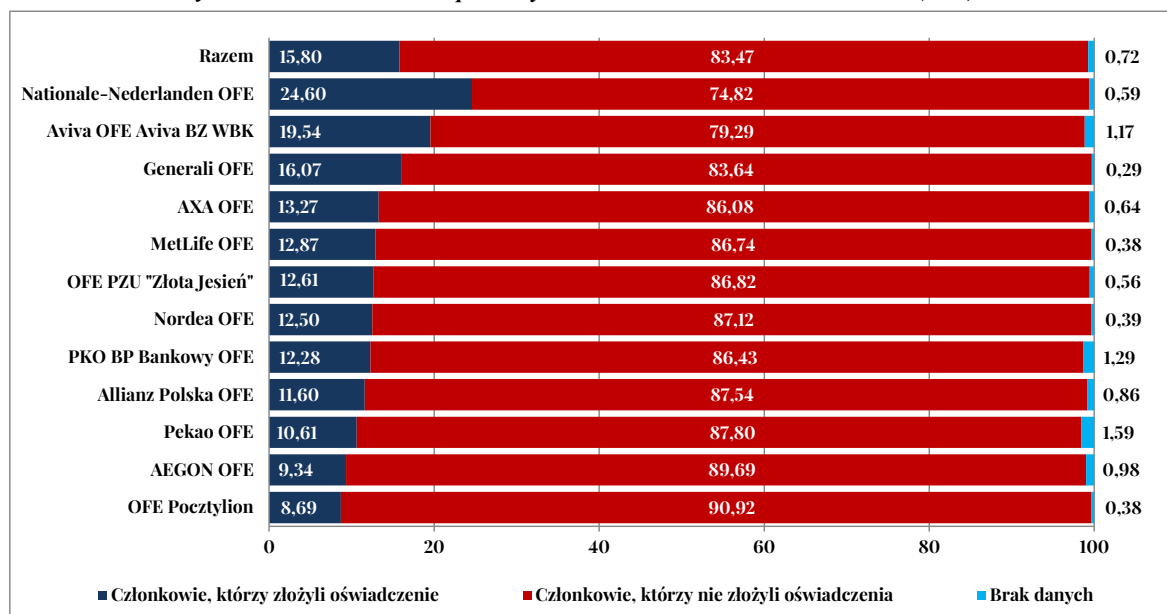
Średnio w czasie sesji transferowej fundusz zmienił 2,8 tys. osób.

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

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

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

Wykres 2.1. Oświadczenia o przekazywaniu składki do OFE na 30.09.2017 (w %)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

## 2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Do PFE należy  
35,3 tys.  
członków.

Na koniec września 2017 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 35,3 tys. członków. W ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 21,2%. Było to konsekwencją dwóch przypadków zmiany formy prowadzenia programów emerytalnych z funduszu emerytalnego na umowę z towarzystwem funduszy inwestycyjnych. 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.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

| PFE                 | 30.09.2014    | 30.09.2015    | 30.09.2016    | 29.09.2017    |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PFE NESTLE POLSKA   | 2 825         | 3 208         | 0             | -             |
| PFE "Nowy Świat"    | 7 242         | 7 013         | 6 767         | 6 609         |
| PFE Orange Polska   | 31 659        | 31 115        | 30 150        | 28 464        |
| PFE UNILEVER POLSKA | 3 087         | 3 290         | 3 418         | 229           |
| <b>Razem</b>        | <b>44 813</b> | <b>44 626</b> | <b>40 335</b> | <b>35 302</b> |

Zródło: Sprawozdania PFE

## 2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Do DFE należy  
93,3 tys.  
członków.

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2017 roku na rynku działało osiem DFE, do których należało 93,3 tys. członków. Warto zauważyć, że w styczniu 2016 roku nastąpiło przejście zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), dającego możliwość skorzystania z ulgi podatkowej i odliczenia wpłat od podstawy opodatkowania. Według danych na 29 września 2017 roku konta IKZE w DFE posiadało 89 tys. ubezpieczonych, natomiast konta IKE 3,2 tys., a około 1,1 tys. posiadało zarówno konto IKE, jak i IKZE.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

| DFE                       | 30.09.2014    | 30.09.2015    | 30.09.2016    | 29.09.2017    |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Allianz DFE               | 584           | 735           | 837           | 957           |
| Generali DFE              | 8             | 7             | 7             | 11            |
| MetLife DFE               | 2 622         | 2 861         | 2 933         | 2 913         |
| Nationale-Nederlanden DFE | 762           | 1 360         | 3 835         | 5 980         |
| Nordea DFE                | 138           | 477           | -             | -             |
| DFE Pekao                 | 8 550         | 11 269        | 13 230        | 14 978        |
| PKO DFE                   | 2 928         | 3 825         | 7 095         | 8 272         |
| DFE Pocztynion Plus       | 3 087         | 3 110         | 3 109         | 3 199         |
| DFE PZU                   | 60 785        | 56 301        | 56 448        | 57 001        |
| <b>Razem</b>              | <b>79 464</b> | <b>79 945</b> | <b>87 494</b> | <b>93 311</b> |

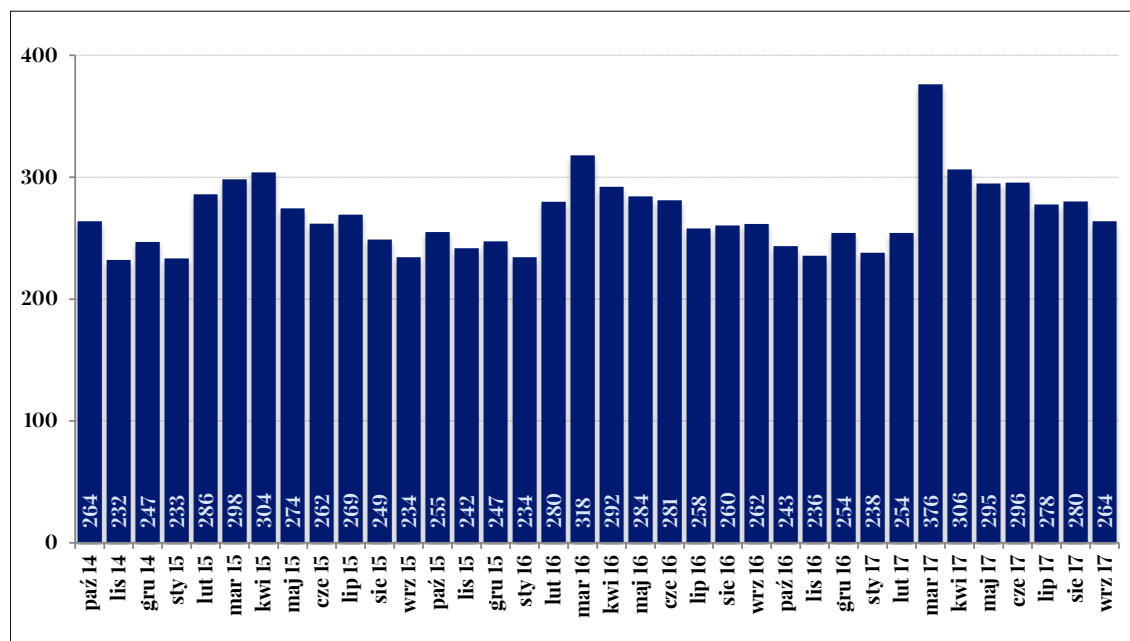
Zródło: Sprawozdania DFE

## 2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2014 roku do końca września 2017 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 9,7 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 269 mln zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2017 roku (376 mln zł), zaś najmniejsza w listopadzie 2014 roku (232 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.

**W ciągu trzech lat do OFE trafiło 9,7 mld zł składek.**

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

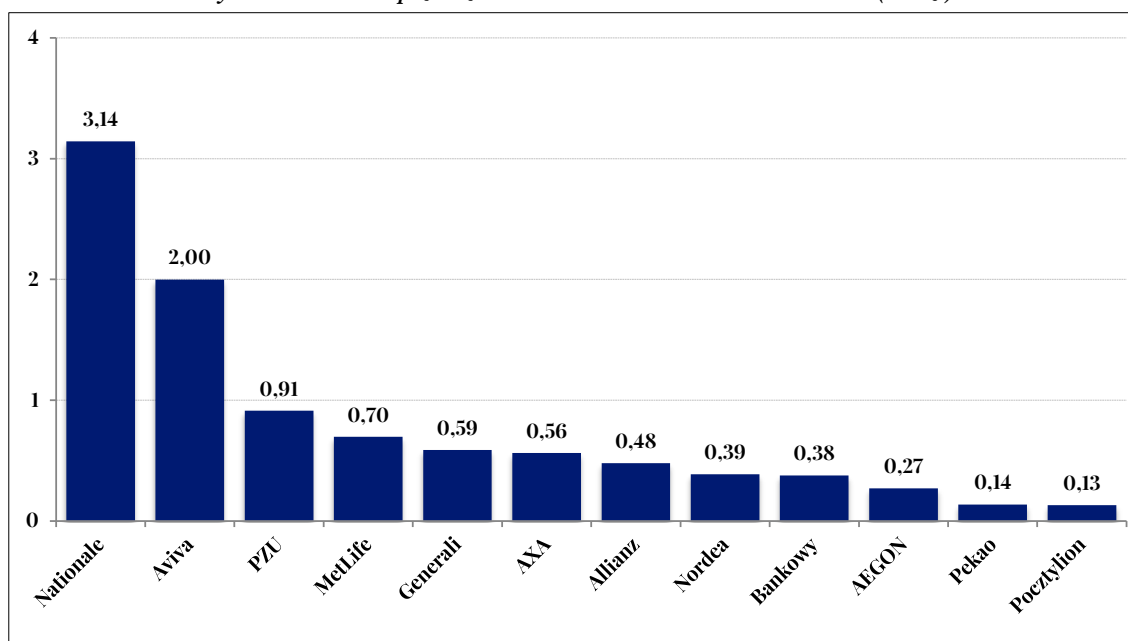


Źródło: Sprawozdania OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Nationale-Nederlanden OFE (3,1 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (2 mld zł) – fundusze te otrzymały 53% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast OFE Pocztynion oraz Pekao OFE.

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

Wykres 2.3. Składki przekazane do OFE od 1.10.2014 do 29.09.2017 (mld zł)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

Od lutego 2014 roku obowiązują przepisy, zgodnie z którymi w okresie 10 lat poprzedzających osiągnięcie przez członka OFE wieku emerytalnego, zgromadzony przez niego kapitał jest przekazywany sukcesywnie do OFE. Od chwili rozpoczęcia tego procesu również całość jego bieżących składek emerytalnych przekazywana jest do ZUS. 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.

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

| Nazwa OFE              | 2014           | 2015           | 2016           | I-IX 2017      | Razem           |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| AEGON                  | 148,8          | 161,8          | 141,0          | 123,5          | 575,1           |
| Allianz                | 148,4          | 164,8          | 145,3          | 128,6          | 587,1           |
| Aviva                  | 841,3          | 929,8          | 809,9          | 734,2          | 3 315,2         |
| AXA                    | 186,6          | 206,7          | 183,8          | 166,8          | 744,0           |
| Generali               | 183,5          | 198,8          | 169,1          | 152,9          | 704,3           |
| MetLife                | 389,6          | 423,8          | 359,6          | 318,7          | 1 491,7         |
| Nationale -Nederlanden | 776,4          | 847,2          | 729,5          | 659,2          | 3 012,2         |
| Nordea                 | 128,5          | 142,8          | 126,8          | 115,4          | 513,6           |
| Pekao                  | 54,7           | 58,6           | 49,3           | 43,9           | 206,5           |
| PKO BP Bankowy         | 136,8          | 156,0          | 139,2          | 127,1          | 559,2           |
| Pocztynion             | 88,1           | 94,4           | 80,3           | 70,4           | 333,2           |
| PZU                    | 597,7          | 671,1          | 579,7          | 519,7          | 2 368,1         |
| <b>Razem</b>           | <b>3 680,4</b> | <b>4 055,7</b> | <b>3 513,7</b> | <b>3 160,4</b> | <b>14 410,2</b> |

Źródło: Sprawozdania OFE

Pierwsze przekazanie środków w ramach suwaka nastąpiło w IV kwartale 2014 roku i obejmowało okres od lutego 2014 roku. Łącznie OFE przekazały wówczas do ZUS kwotę 3,7 mld zł, co stanowiło 2,3% wartości aktywów netto OFE wg stanu na koniec września 2014 roku. Wystąpiło znaczące zróżnicowanie w zakresie wielkości środków przekazanych do ZUS przez poszczególne OFE, tak w ujęciu nominalnym jak i względnym. W 2015 roku OFE przekazały w ramach suwaka ponad 4 mld zł, w 2016 roku było to 3,5 mld zł, a w trzech pierwszych kwartałach 2017 roku blisko 3,2 mld zł.

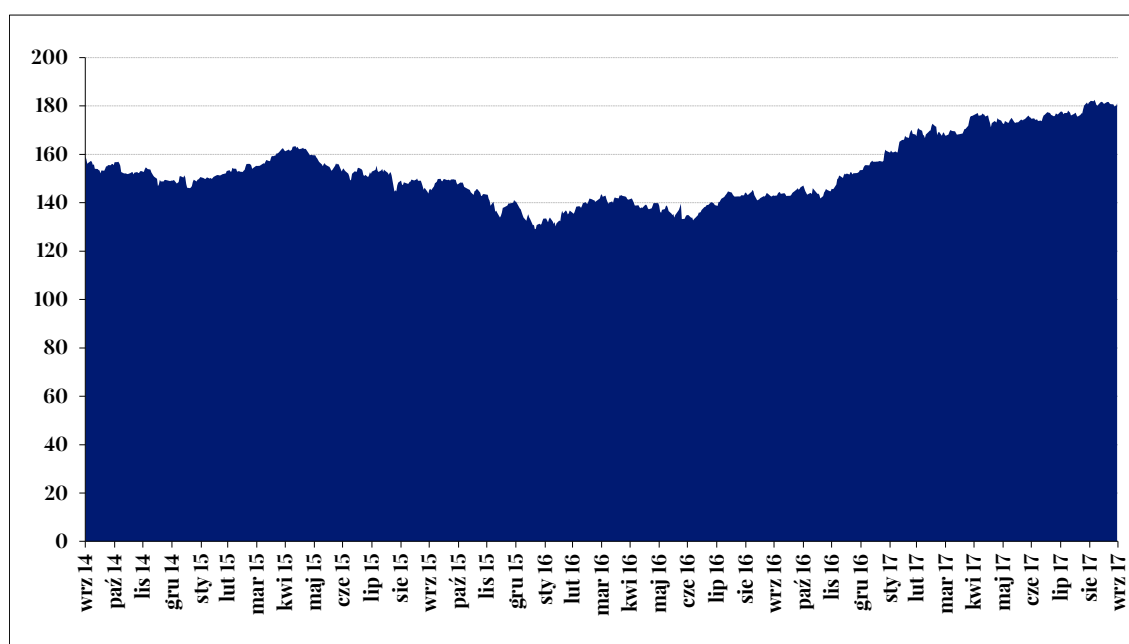
W wyniku obniżenia wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn, niewielka część członków OFE natychmiast osiągnie wiek emerytalny, a kilka roczników zostanie dodatkowo objętych mechanizmem suwaka bezpieczeństwa. Zaowocuje to z jednej strony spadkiem składek odprowadzanych do OFE, a z drugiej przyspieszeniem dekapitalizacji aktywów funduszy przez mechanizm suwaka. Dostosowanie mechanizmu suwaka polegające na objęciu nowych kohort członków, przyspieszeniu tempa dekapitalizacji kapitału emerytalnego i przekazaniu całości kapitałów niektórych członków do ZUS, będzie skutkowało jednorazowym umorzeniem dodatkowego miliarda zł z aktywów OFE oraz zwiększeniem kwot w ramach suwaka w następnych latach - wartość środków umarzanych w ramach suwaka będzie nawet dwukrotnie większa niż suma składek wpływających do OFE.

## 2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2017 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 181,1 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 22 mld zł.

**Na koniec września 2017 roku OFE miały 181,1 mld zł aktywów netto.**

Wykres 2.4. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Największe aktywa zgromadziły Nationale-Nederlanden OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Żłota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2017 roku wyniósł 59,7%, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o około 0,2 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły Nationale-Nederlanden OFE oraz AXA OFE (odpowiednio: 0,87, i 0,1 pkt. proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE zanotowały natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK, OFE PZU „Żłota Jesień” oraz AEGON OFE (odpowiednio: 0,35, 0,29 i 0,29 pkt. proc.).

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE

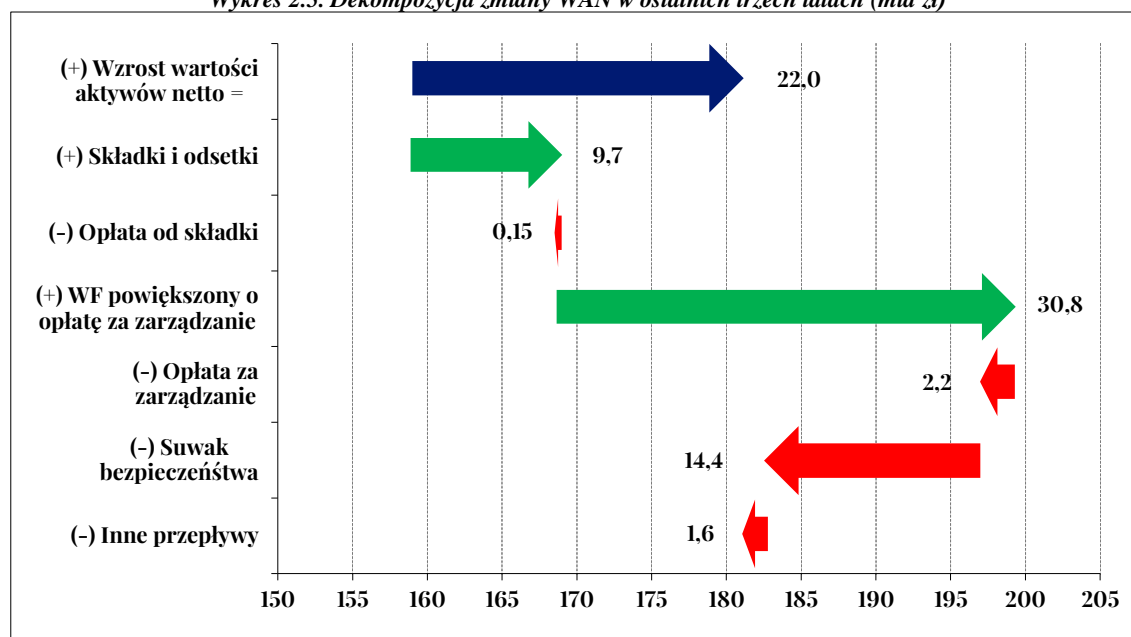
| Nazwa OFE                 | 30.09.2014       |                | 29.09.2017       |                |
|---------------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|                           | wartość (mld zł) | udział w rynku | wartość (mld zł) | udział w rynku |
| AEGON OFE                 | 6,8              | 4,3%           | 7,2              | 4,0%           |
| Allianz Polska OFE        | 7,1              | 4,4%           | 8,1              | 4,5%           |
| Aviva OFE Aviva BZ WBK    | 35,6             | 22,4%          | 39,9             | 22,0%          |
| AXA OFE                   | 10,1             | 6,3%           | 11,6             | 6,4%           |
| Generali OFE              | 8,0              | 5,0%           | 8,9              | 4,9%           |
| MetLife OFE               | 12,7             | 8,0%           | 14,5             | 8,0%           |
| Nationale-Nederlanden OFE | 37,9             | 23,9%          | 44,8             | 24,7%          |
| Nordea OFE                | 7,3              | 4,6%           | 8,4              | 4,6%           |
| Pekao OFE                 | 2,4              | 1,5%           | 2,7              | 1,5%           |
| PKO BP Bankowy OFE        | 7,1              | 4,4%           | 8,2              | 4,5%           |
| OFE Pocztylion            | 3,0              | 1,9%           | 3,3              | 1,8%           |
| OFE PZU "Złota Jesień"    | 21,1             | 13,3%          | 23,5             | 13,0%          |
| <b>Razem</b>              | <b>159,0</b>     | <b>100,0%</b>  | <b>181,1</b>     | <b>100,0%</b>  |

Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Wzrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 22 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 9,7 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 28,5 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota blisko 30,8 mld zł).

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

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



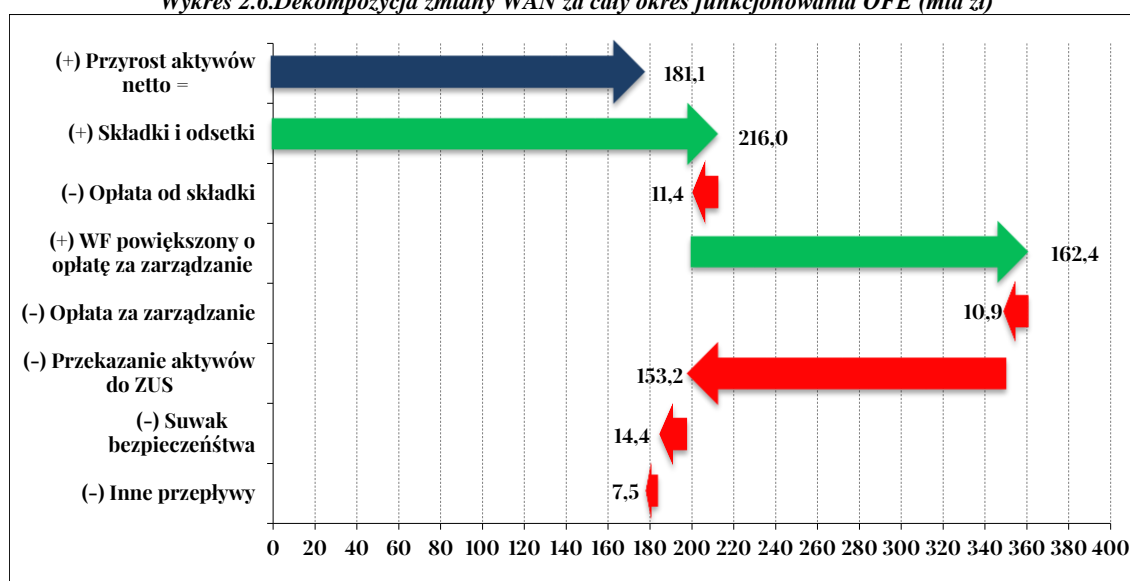
Źródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

W okresie od października 2014 roku do końca września 2017 roku OFE przekazały do ZUS 14,4 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 1,6 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.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2017 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (216 mld zł). Kolejne przepływy to aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) zmniejszające poziom aktywów oraz wynik finansowy netto (151,5 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie jest to kwota 162,4 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 (10,9 mld zł).

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, ZUS, obliczenia własne

Pozostałe przepływy pomniejszające aktywa OFE (7,5 mld zł) to przede wszystkim wynik umorzeń jednostek rozrachunkowych związanych z przekazywaniem środków zgromadzonych na rachunku członka OFE na fundusz emerytalny FUS, unieważnieniami umów członkowskich, umorzeniami dokonanymi 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 umorzeniami dokonanymi na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE.

Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w roku 2014 na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości blisko 1 mld zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE. 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

Na koniec  
września  
2017 roku  
aktywa netto  
PFE wyniosły  
1,9 mld zł.

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2017 roku kształtowała się na poziomie 1,9 mld zł. Oznacza to wzrost w okresie trzech lat o blisko 4%. Na poziom tej zmiany miał wpływ z jednej strony wzrost wyników inwestycyjnych PFE, z drugiej strony natomiast wycofanie się z rynku 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 zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec września 2017 roku 1% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych. Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Orange Polska S.A. Na koniec września 2017 roku dysponował on aktywami o wartości 1,4 mld zł, co dawało mu 74,8% udziału w rynku.

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

| PFE                 | 30.09.2014          | 30.09.2015          | 30.09.2016          | 29.09.2017          |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| PFE NESTLE POLSKA   | 50 209,20           | 54 748,0            | -                   | -                   |
| PFE "Nowy Świat"    | 409 450,90          | 412 748,30          | 415 872,30          | 464 406,50          |
| PFE Orange Polska   | 1 262 300,10        | 1 273 716,60        | 1 299 522,60        | 1 386 118,70        |
| PFE UNILEVER Polska | 60 119,50           | 66 444,30           | 74 680,50           | 2 510,70            |
| <b>Razem</b>        | <b>1 782 079,70</b> | <b>1 807 657,20</b> | <b>1 790 075,30</b> | <b>1 853 035,90</b> |

Zródło: Sprawozdania PFE

## 2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na koniec  
września  
2017 roku  
aktywa netto  
DFE  
wyniosły  
252,4 mln zł.

Na dzień 29 września 2017 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało osiem podmiotów. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejście zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Łączna wartość aktywów netto DFE na koniec analizowanego okresu kształtowała się na poziomie 252,4 mln zł.

Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)

| DFE                       | 30.09.2014      | 30.09.2015      | 30.09.2016       | 29.09.2017       |
|---------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Allianz DFE               | 2 769,4         | 4 578,7         | 6 701,7          | 10 424,3         |
| Generali DFE              | 50,00           | 64,60           | 115,20           | 195,40           |
| MetLife DFE               | 16 602,9        | 22 171,0        | 25 880,7         | 31 384,3         |
| Nationale-Nederlanden DFE | 3 530,1         | 8 600,8         | 25 078,4         | 56 123,0         |
| Nordea DFE                | 734,90          | 2 539,9         | -                | -                |
| DFE Pekao                 | 7 152,4         | 19 655,4        | 38 831,7         | 70 602,4         |
| PKO DFE                   | 4 129,7         | 8 443,1         | 24 727,7         | 44 622,3         |
| DFE Pocztalion Plus       | 457,30          | 674,00          | 939,30           | 1 188,0          |
| DFE PZU                   | 7 307,4         | 12 112,4        | 21 802,9         | 37 846,1         |
| <b>Razem</b>              | <b>42 734,1</b> | <b>78 839,9</b> | <b>144 077,5</b> | <b>252 385,8</b> |

Zródło: Sprawozdania DFE



## 4 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

### 4.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 12 października 2017 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2014 roku do 29 września 2017 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2017 roku, wyniki wszystkich funduszy zdecydowanie się polepszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 19,128%. Było to dwudzieste siódme 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 wszystkie OFE osiągnęły dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 23,21% uzyskał MetLife OFE, a najniższą 13,59% AEGON OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 9,6 pkt. proc. i była większa o ok. 0,4 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF trzyletnich stóp zwrotu.

Średnia  
ważona stopa  
zwrotu OFE  
wyniosła  
19,1%  
w okresie  
trzech lat.

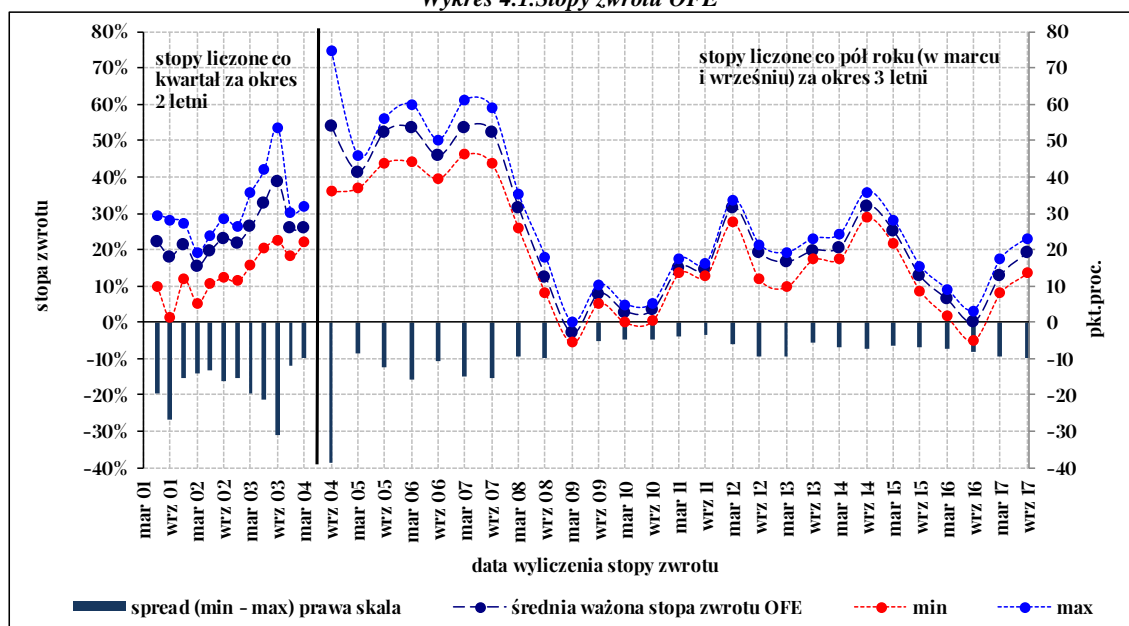
Różnica  
między  
najwyższą i  
najniższą  
stopą zwrotu  
OFE wyniosła  
9,6 pkt. proc.

Tabela 4.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

| Nazwa OFE   | WJR (zł)   |            | Stopa zwrotu w okresie |
|---|------------|------------|------------------------|
|   | 30.09.2014 | 29.09.2017 |                        |
| MetLife OFE   | 37,52      | 46,23      | 23,214%                |
| OFE PZU „Złota Jesień”                                | 38,26      | 46,59      | 21,772%                |
| PKO BP Bankowy OFE                                    | 37,58      | 45,72      | 21,660%                |
| AXA OFE   | 38,20      | 45,71      | 19,660%                |
| Nordea OFE  | 40,50      | 48,20      | 19,012%                |
| OFE Pocztylion  | 34,84      | 41,46      | 19,001%                |
| Allianz Polska OFE                                    | 36,74      | 43,50      | 18,400%                |
| Nationale-Nederlanden OFE                             | 41,05      | 48,53      | 18,222%                |
| Aviva OFE Aviva BZ WBK                                | 38,11      | 44,88      | 17,764%                |
| Pekao OFE   | 36,20      | 42,47      | 17,320%                |
| Generali OFE  | 39,34      | 45,12      | 14,692%                |
| AEGON OFE   | 37,38      | 42,46      | 13,590%                |
| <b>Średnia ważona stopa zwrotu OFE</b>                |            |            | <b>19,128%</b>         |
| <b>Zmiana wartości indeksu WIG</b>                    |            |            | <b>17,149%</b>         |
| <b>Zmiana wartości indeksu WIG20</b>                  |            |            | <b>-1,873%</b>         |
| <b>Zmiana wartości indeksu WIG20TR</b>                |            |            | <b>6,656%</b>          |
| <b>Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government</b> |            |            | <b>7,941%</b>          |

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 4.1. 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 zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premiovego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE, jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczany i podawany przez GUS za ten okres. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premiovego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premiovym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premiovym i procentowego wskaźnika premiovego. Procentowy wskaźnik premiovym 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 4.2. Podział rachunku premiowego od 30.09.2014 do 29.09.2017 (w mln zł)

| Nazwa OFE                 | Kwota przekazana na rachunek rezerwowy | Kwota przekazana do funduszu | Łącznie      |
|---------------------------|--|------------------------------|--------------|
| Nationale-Nederlanden OFE | 26,1                                   | 42,9                         | 69,0         |
| Aviva OFE Aviva BZ WBK    | 29,2                                   | 33,1                         | 62,3         |
| OFE PZU "Złota Jesień"    | 23,4                                   | 13,7                         | 37,0         |
| MetLife OFE               | 22,3                                   | 0,4                          | 22,7         |
| AXA OFE                   | 13,1                                   | 5,0                          | 18,1         |
| Generali OFE              | 0,3                                    | 13,6                         | 13,9         |
| Nordea OFE                | 10,3                                   | 2,8                          | 13,1         |
| AEGON OFE                 | 3,3                                    | 8,3                          | 11,6         |
| PKO BP Bankowy OFE        | 11,7                                   | 1,0                          | 12,8         |
| Allianz Polska OFE        | 8,1                                    | 4,6                          | 12,7         |
| OFE Pocztylion            | 2,9                                    | 2,4                          | 5,2          |
| Pekao OFE                 | 1,1                                    | 3,0                          | 4,2          |
| <b>Razem OFE</b>          | <b>151,9</b>                           | <b>130,8</b>                 | <b>282,7</b> |

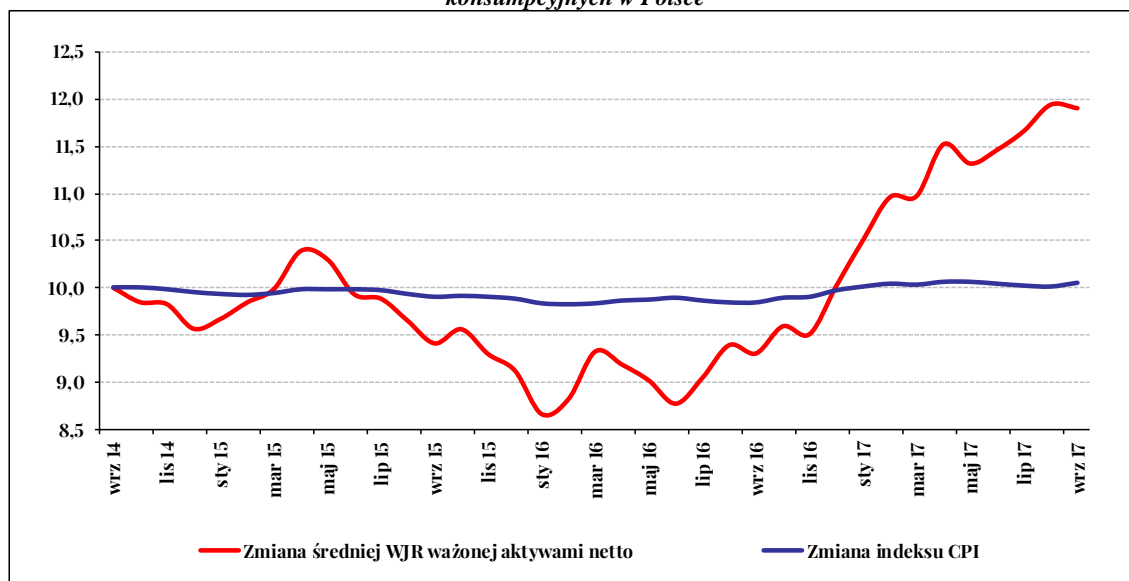
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 30 września 2014 do 29 września 2017 roku, wyniosła blisko 283 mln zł, z czego 152 mln zł zostało przeniesione na rachunki rezerwowe, a 131 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Na taki podział środków z rachunku premiowego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągnięte przez największe OFE. Wyniki inwestycyjne tych podmiotów sprawiły, że podział środków ustalił się w następujących proporcjach: 54% środków przekazano do PTE, 46% powróciło do OFE.

**W badanym okresie 54% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.**

Nominalna stopa zwrotu ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto na początku badanego okresu, do marca 2015 roku, była niższa od zmiany wartości wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index, CPI*). Dobre wyniki inwestycyjne uzyskane przez OFE na przełomie I i II kwartału 2015 roku pozwoliły na krótkotrwały wzrost nominalnej stopy zwrotu OFE ponad wartość zmiany wskaźnika CPI. Niekorzystna koniunktura na krajowej giełdzie papierów wartościowych, która pojawiła się w trzecim kwartale 2015 roku i utrzymywała się przez następne miesiące przyczyniła się do słabszych wyników OFE i w konsekwencji do ponownego spadku nominalnej stopy zwrotu OFE poniżej zmiany wartości wskaźnika CPI. W końcówce 2016 roku na krajowej giełdzie papierów wartościowych można było zaobserwować hossę. Dzięki wzrostom kursów akcji na GPW OFE zaczęły odrabiać straty z poprzednich miesięcy i na koniec analizowanego okresu realna stopa zwrotu OFE ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto wyniosła 18,42%.

Wykres 4.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle zmiany indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



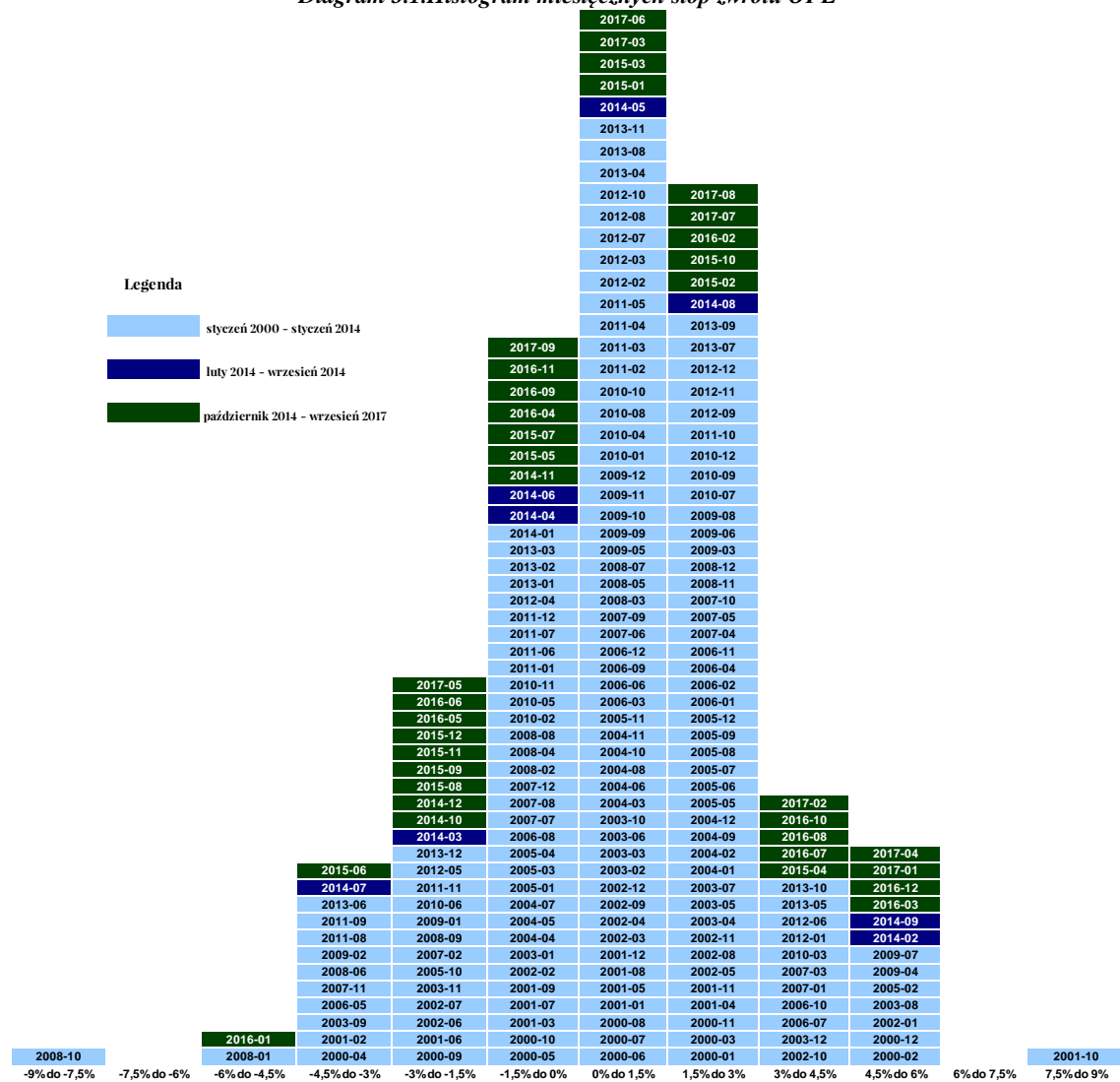
30.09.2014=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2017 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 2014 roku oznaczono kolorem granatowym – pierwsze osiem 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 2014 roku do września 2017 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, 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 44 ostatnie obserwacje (okres luty 2014 – wrzesień 2017) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 10,7 pkt. proc.), pomimo braku na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na taki kształt histogramu miało upodobnienie się OFE do funduszy akcyjnych, których wyniki inwestycyjne są silnie zależne od koniunktury na giełdzie. Zmiana profilu ryzyka OFE nastąpiła w wyniku zmian prawnych polegających m.in. na przekazaniu do ZUS 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE głównie w formie instrumentów skarbowych, wprowadzeniu zakazu inwestycji w instrumenty skarbowe oraz obowiązku utrzymywania przez OFE w 2014 roku co najmniej 75% swoich aktywów w akcjach, w roku 2015 co najmniej 55%, w 2016 roku co najmniej 35%, a w 2017 roku odpowiednio 15%.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE



Źródło: obliczenia własne

Inwestycje w spółki PKN ORLEN, CD PROJEKT i AMREST HOLDINGS pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Największe straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek GETIN NOBLE BANK, PEKAO, PKO BP (sektor bankowy) oraz PGE (sektor energetyczny).

Tabela 4.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty od 1.10.2014 do 29.09.2017

| Nazwa instrumentu | Kategoria lokat | Łączny zysk w mln zł |
|-------------------|-----------------|----------------------|
| PKN ORLEN         | akcje           | 12 420               |
| CD PROJEKT        | akcje           | 2 091                |
| AMREST HOLDINGS   | akcje           | 2 016                |
| ING BANK ŚLĄSKI   | akcje           | 1 758                |
| CCC               | akcje           | 1 745                |
| PGNIG             | akcje           | 1 405                |
| KRUK              | akcje           | 1 366                |
| GRUPA KĘTY        | akcje           | 1 302                |
| GRUPA LOTOS       | akcje           | 1 098                |
| ORBIS             | akcje           | 938                  |
| BANK MILLENNIUM   | akcje           | -454                 |
| MBANK             | akcje           | -650                 |
| BANK HANDLOWY     | akcje           | -703                 |
| LW BOGDANKA       | akcje           | -714                 |
| ORANGE POLSKA     | akcje           | -734                 |
| LPP               | akcje           | -865                 |
| PKO BP            | akcje           | -1 239               |
| PGE               | akcje           | -1 306               |
| PEKAO             | akcje           | -1 479               |
| GETIN NOBLE BANK  | akcje           | -1 689               |

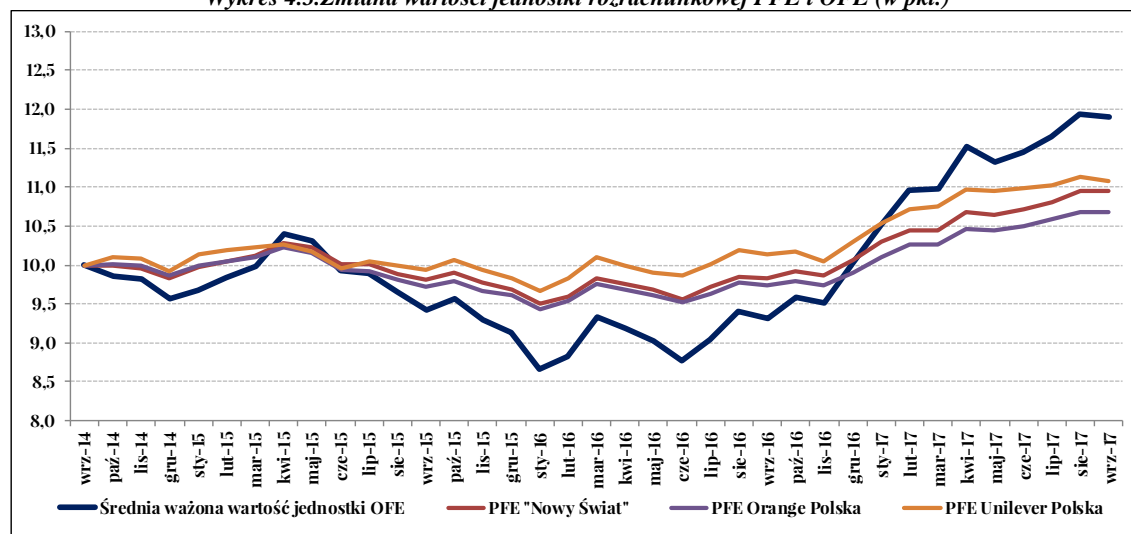
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

## 4.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 6,9% do 10,7%.

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 6,9% (PFE Orange Polska) do 10,7% (PFE UNILEVER POLSKA). Wszystkie PFE w badanym okresie uzyskały wyniki niższe niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE. Średnia stopa zwrotu ważona aktywami netto PFE wyniosła 7,6% w okresie trzyletnim.

Wykres 4.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.)



Wartość na dzień 30.09.2014 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

### 4.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

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

**Tabela 4.5. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE**

| Nazwa DFE                 | WJR (zł)   |            | Stopa zwrotu w okresie |
|---------------------------|------------|------------|------------------------|
|                           | 30.09.2014 | 29.09.2017 |                        |
| Allianz DFE*              | 12,36      | 14,79      | 19,66%                 |
| DFE Pekao                 | 12,14      | 14,03      | 15,57%                 |
| DFE Pocztylion Plus       | 10,69      | 11,17      | 4,49%                  |
| DFE PZU                   | 20,62      | 30,09      | 45,93%                 |
| Generali DFE              | 10,70      | 14,14      | 32,15%                 |
| MetLife DFE               | 22,78      | 25,10      | 10,18%                 |
| Nationale-Nederlanden DFE | 16,66      | 23,81      | 42,92%                 |
| PKO DFE                   | 13,93      | 15,34      | 10,12%                 |

\*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

## 5 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

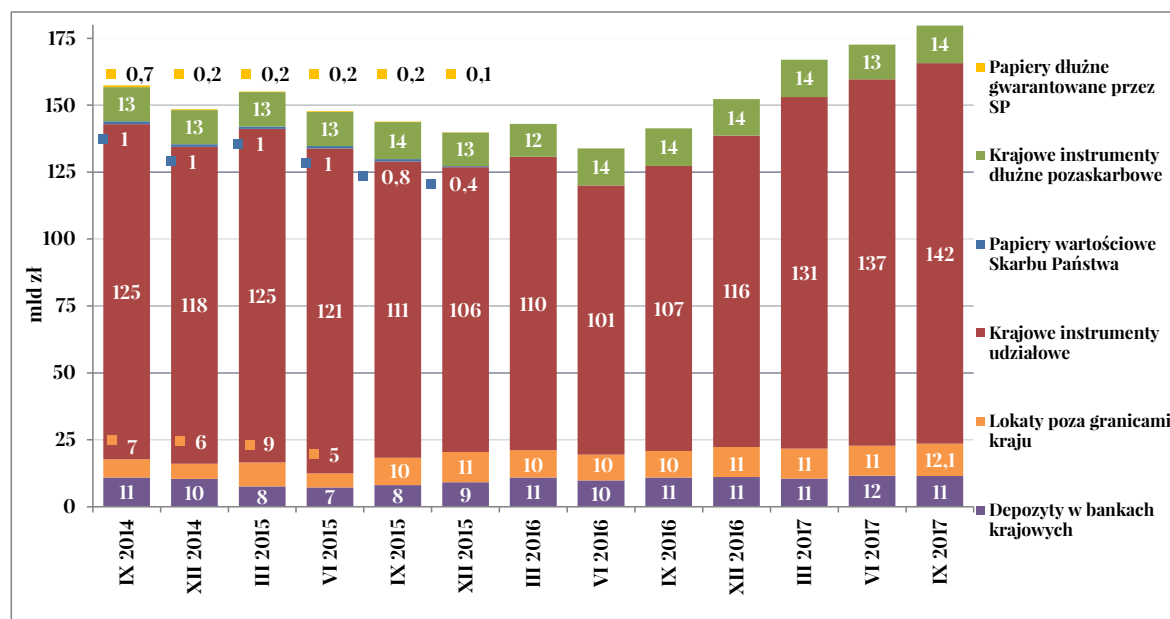
### 5.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

#### 5.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

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

- zmienna koniunktura na rynku kapitałowym i finansowym oraz poprawa sytuacji na polskiej GPW od II połowy 2016 roku, po długim okresie relatywnie gorszych stóp zwrotu osiąganych z inwestycji w akcje w Warszawie na tle innych rynków,
- zmiany w poziomie składek emerytalnych przekazywanych do OFE oraz przekazywanie środków do ZUS w ramach tzw. „suwaka”.

Wykres 5.1. Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)



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

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

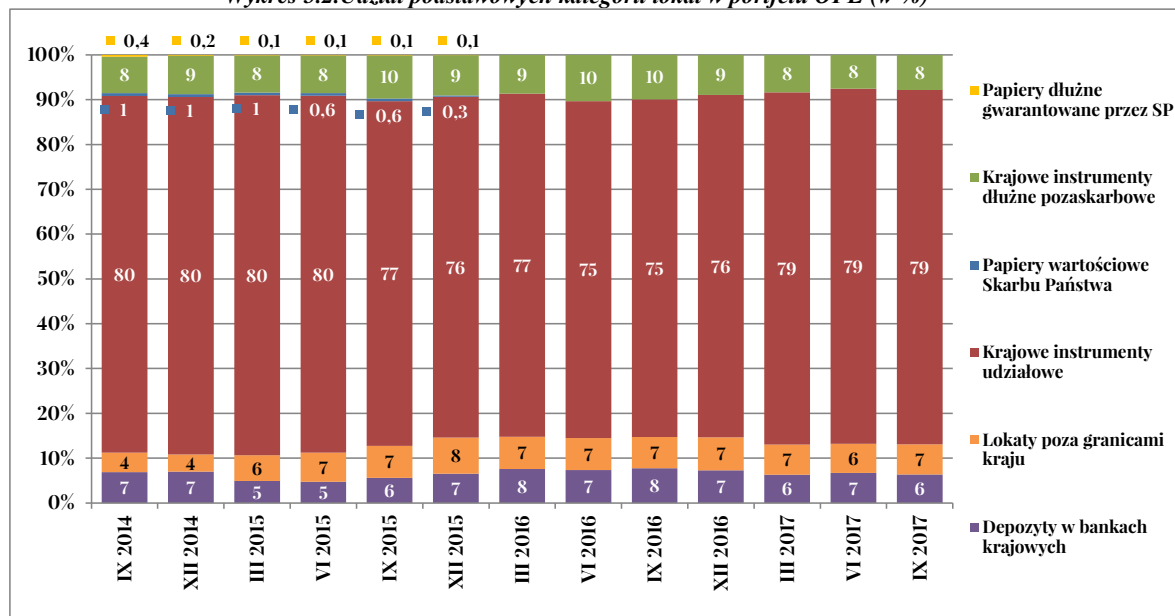
Od 3 lutego 2014 roku otwarte fundusze emerytalne zmieniły radykalnie swój profil ryzyka, stały się funduszami o profilu akcyjnym, co wiąże się ze znaczącym wzrostem ekspozycji na rynek rynkowe.

Wpływ na alokację aktywów OFE w analizowanym okresie miały zmiany wysokości składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. Od 1 lipca 2014 roku składki do OFE, w wysokości, 2,92% podstawy wymiaru składki, są przekazywane tylko dla osób, które złożyły oświadczenie w tej sprawie (około 16% wszystkich członków OFE). Dodatkowo, OFE przekazywały środki do ZUS w ramach tzw. „suwaka”, przy czym tylko w jednym OFE wartość składek wpłacanych do funduszu była wyższa niż wartość środków przekazanych do ZUS w związku z „suwakiem”.

Poprawa koniunktury na GPW w Warszawie od połowy 2016 roku, spowodowała dynamiczny wzrost wyceny akcji w portfelach OFE, a tym samym znaczące zwiększenie wartości tych portfeli do prawie 180 mld zł na koniec września 2017 roku.



Wykres 5.2. 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. Cześć dłużna stanowiła około 10%, depozyty od 5% do 8%. Jednocześnie nastąpił wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju do 12,1 mld zł. We wrześniu 2014 roku stanowiły one 4% wartości portfela OFE, a na koniec września 2017 roku prawie 7%.

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

Tabela 5.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 29.09.2017

| Kategoria lokat   | Wartość (w mln zł) | Udział w portfelu |
|---|--------------------|-------------------|
| Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP  | 141 593,0          | 78,77%            |
| Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP  | 11 919,6           | 6,63%             |
| Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej   | 11 395,4           | 6,34%             |
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP   | 4 879,2            | 2,71%             |
| Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym  | 2 177,4            | 1,21%             |
| Hipoteczne listy zastawne   | 1 613,0            | 0,90%             |
| Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków   | 1 131,3            | 0,63%             |
| Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej   | 937,6              | 0,52%             |
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP   | 803,6              | 0,45%             |
| Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki | 542,8              | 0,30%             |
| Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym  | 520,0              | 0,29%             |
| Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP               | 462,2              | 0,26%             |

Podstawę inwestycji OFE stanowią akcje notowane na GPW.

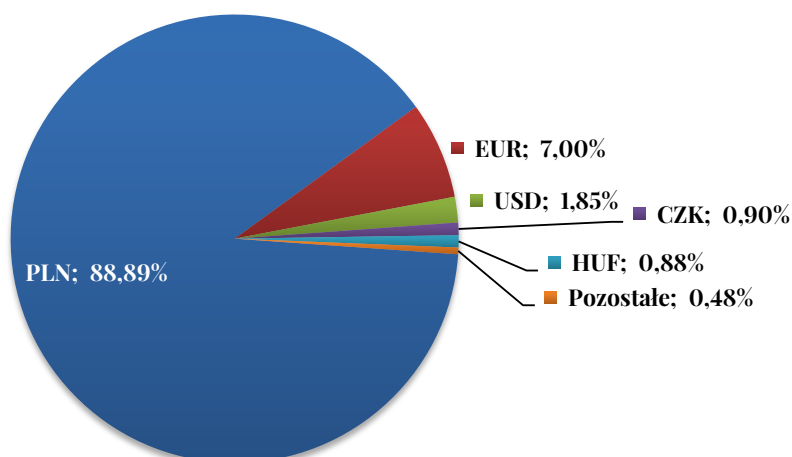
| Kategoria lokat  | Wartość<br>(w mln zł) | Udział w<br>portfelu |
|--|-----------------------|----------------------|
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP                          | 337,3                 | 0,19%                |
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP   | 318,6                 | 0,18%                |
| Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków  | 240,3                 | 0,13%                |
| Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP  | 222,2                 | 0,12%                |
| Prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym  | 206,0                 | 0,11%                |
| Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD  | 129,9                 | 0,07%                |
| Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte  | 97,7                  | 0,05%                |
| Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu  | 70,6                  | 0,04%                |
| Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD  | 34,1                  | 0,02%                |
| Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym   | 31,9                  | 0,02%                |
| Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte   | 27,1                  | 0,02%                |
| Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP  | 24,0                  | 0,01%                |
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej                                 | 14,7                  | 0,01%                |
| Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP  | 14,5                  | 0,01%                |
| Zabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, emitowane przez inne podmioty niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej | 1,2                   | 0,0006%              |
| Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym   | 0,3                   | 0,0001%              |
| Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych  | 0,2                   | 0,0001%              |
| <b>Suma</b>  | <b>179 745,6</b>      | <b>100,00%</b>       |

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**89% lokat OFE  
jest  
denominowanych  
w walucie  
krajowej.**

Na dzień 29 września 2017 roku OFE ulokowały 89% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W ciągu trzech lat nastąpił wzrost wartości i udziału w portfelu lokat denominowanych w walutach obcych. Wynikało to z większego zainteresowania zarządzających aktywami OFE zagranicznymi rynkami kapitałowymi po zmianach w systemie emerytalnym w 2014 roku oraz wzrostem wycen akcji na rynkach zagranicznych. Na koniec września 2017 roku wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, w następnej kolejności w dolarach amerykańskich, czeskiej koronie lub węgierskim forincie, w mniejszym stopniu w innych walutach. Do tej kategorii lokat zaliczają się również instrumenty finansowe notowane w ramach *dual listingu* i nabywane przez OFE w Polsce, których wartość na koniec września 2017 roku wynosiła 6,4 mld zł, co stanowiło 3,5% portfela OFE.

Wykres 5.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 29.09.2017

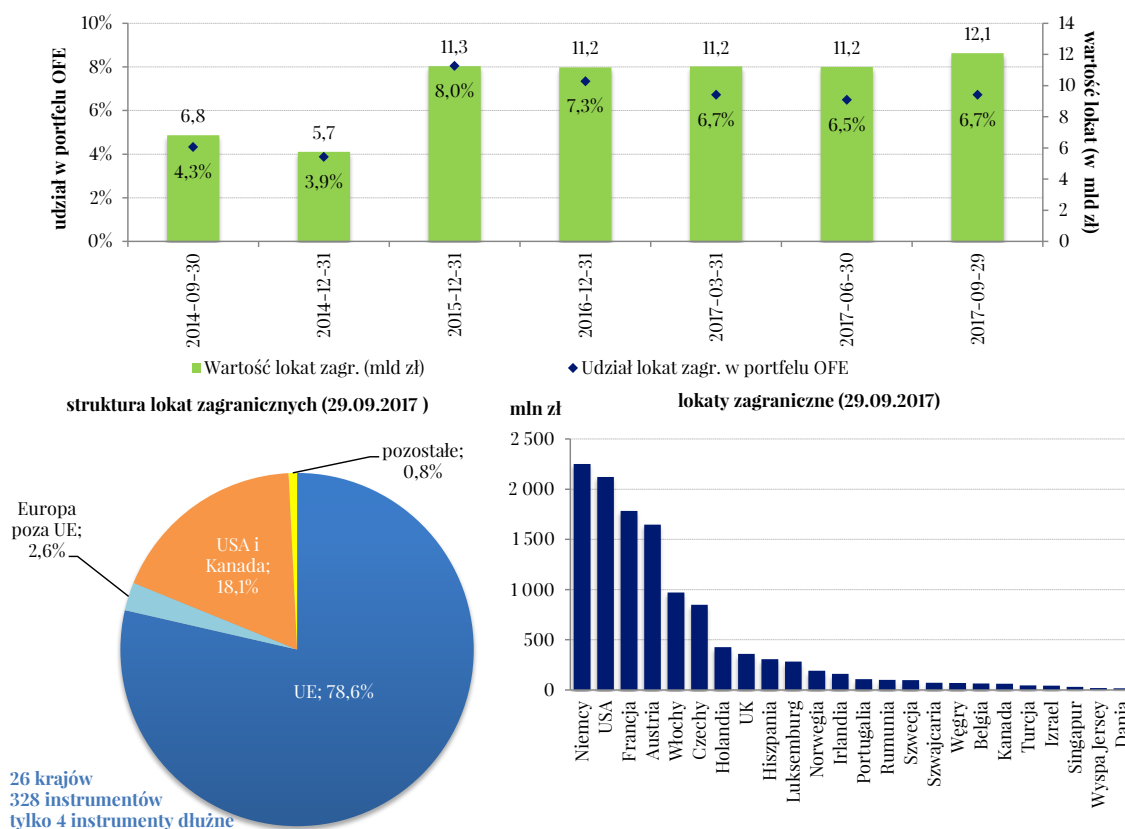


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 29 września 2017 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości ponad 12 mld zł, co stanowiło prawie 7% wartości całego portfela. W tej kwocie 99% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 328 instrumentów finansowych emitentów z 26 krajów. Dla porównania 3 lata wcześniej takie inwestycje miały wartość 6,8 mld zł, stanowiły 4,3% wartości portfela i obejmowały 165 instrumentów z 21 krajów. Większa aktywność OFE poza granicami kraju jest konsekwencją diametralnej zmiany ich polityki inwestycyjnej dokonanej poprzez zmianę przepisów prawa oraz próbą dywersyfikacji portfeli przez zarządzających. Istotnym czynnikiem była również relatywnie lepsza koniunktura na giełdach zagranicznych utrzymująca się do III kwartału 2016 roku oraz większa płynność nabywanych tam instrumentów.

Na koniec września 2017 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z Niemiec i USA (w sumie 36%) oraz Francji i Austrii. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej - blisko 79% portfela lokat poza granicami kraju.

Wykres 5.4. Inwestycje OFE poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

### Limity inwestycyjne

Z dniem 1 lutego 2014 roku nastąpiła radykalna zmiana w przepisach regulujących zasady polityki lokacyjnej OFE w zakresie limitów inwestycyjnych. Wprowadzono zakaz lokowania aktywów OFE w instrumenty skarbowe oraz określono minimalny limit udziału akcji w aktywach, który w kolejnych latach ulegał obniżeniu do poziomu 15% w 2017 roku.

Do dnia 4 lutego 2015 roku OFE powinny były dostosować swoje lokaty do zmienionych limitów inwestycyjnych w zakresie lokat w depozyty bankowe, certyfikaty inwestycyjne i jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli w wyniku przekazania aktywów do ZUS nie spełniały zmienionych ograniczeń lokacyjnych. Wszystkie OFE dostosowały swoje lokaty do tych limitów przed wskazanym terminem.

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

Analizując wykorzystanie określonych w prawie limitów inwestycyjnych przez OFE można zauważyć bardzo duże zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe – jest ono ponad pięciokrotnie wyższe niż minimalny 15% limit określony przez ustawodawcę na 2017 rok. Ze względu na skalę zaangażowania na GPW, OFE nie mają możliwości szybkiego przebudowania

swich portfeli bez wpływu na poziom cen akcji. Ponadto, zakaz inwestycji w papiery skarbowe oraz relatywnie słaba podaż emisji instrumentów dłużnych emitowanych przez spółki oraz jednostki samorządu terytorialnego uniemożliwiają budowę zrównoważonego subportfela dłużnego, a tym samym obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego.

**Tabela 5.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 29.09.2017**

| Kategoria ustawowa**   | Wartość na dzień wyceny (w mln zł) | Udział w aktywach | Limit udziału w aktywach*   |
|--|------------------------------------|-------------------|---|
| 1. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom   | -                                  | -                 | lokaty niedozwolone   |
| 2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom  | -                                  | -                 |   |
| 3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty                          | -                                  | -                 |   |
| 4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty | -                                  | -                 |   |
| 5. Depozyty bankowe w walucie polskiej   | 11 395,4                           | 6,28%             | 20%   |
| 6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD  | 34,1                               | 0,02%             |   |
| 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   | 141 839,2                          | 78,14%            | nie mniej niż:<br>75% do<br>31.12.2014,<br>55% do<br>31.12.2015,<br>35% do<br>31.12.2016,<br><b>15% do</b><br><b>31.12.2017</b> |
| 8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym  | 238,1                              | 0,13%             |   |
| 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   | 11 919,6                           | 6,57%             |   |
| 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   | 124,8                              | 0,07%             | 10%   |
| 12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD  | -                                  | -                 |   |
| 13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte   | -                                  | -                 | 15%   |
| 14. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD  | -                                  | -                 |   |
| 15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej  | 937,6                              | 0,52%             | 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   | 1 371,7                            | 0,76%             | 20%   |

| Kategoria ustawowa**  | Wartość na dzień wyceny (w mln zł) | Udział w aktywach | Limit udziału w aktywach*                                     |
|---|------------------------------------|-------------------|---|
| 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   | 70,6                               | 0,04%             | 20%   |
| 20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD  | 129,9                              | 0,07%             |   |
| 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  | 462,2                              | 0,25%             | 40%   |
| 23. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw   | 1,2                                | 0,00%             |   |
| 22. Inne niż będące przedmiotem krajowej oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, mające siedzibę w kraju, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu   | 542,8                              | 0,30%             | 10%   |
| 24. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw | -                                  | -                 |   |
| 25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22  | 6 001,4                            | 3,31%             | 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  | 337,3                              | 0,19%             | 5%  |
| 27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23   | 14,7                               | 0,0%              |   |
| 29. Krajowe listy zastawne  | 1 613,0                            | 0,89%             | 40%   |
| 30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD  | -                                  | -                 |   |
| 31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym  | -                                  | -                 | 10%   |
| 32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym  | 14,5                               | 0,01%             |   |
| 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***   | 2 697,4                            | 1,49%             |   |
| 35. Inne krajowe papiery wartościowe  | -                                  | -                 | 0%  |
| 36. Inne zagraniczne papiery wartościowe  | 0,2                                | 0,00%             | -   |

| Kategoria ustawowa**               | Wartość na dzień wyceny (w mln zł) | Udział w aktywach | Limit udziału w aktywach* |
|------------------------------------|------------------------------------|-------------------|---------------------------|
| <b>Pozostałe składniki aktywów</b> | <b>1 770,7</b>                     | <b>1,0%</b>       | <b>-</b>                  |
| <b>Aktywa</b>                      | <b>181 516,3</b>                   | <b>100,0%</b>     | <b>-</b>                  |

\*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 niepublicznych certyfikaty emitowane przez FIZ i 1 % na lokaty emitowane przez jeden FIZ,

5% aktywów na jednostki uczestnictwa emitowane przez jeden FIO lub SFIO i 15% we wszystkich FIO lub SFIO zarządzanych przez jedno TFI,

5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,

10% lub 20% tożsamych w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,

20% na instrumenty udziałowe inne niż akcje spółek notowanych na rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji,

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

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

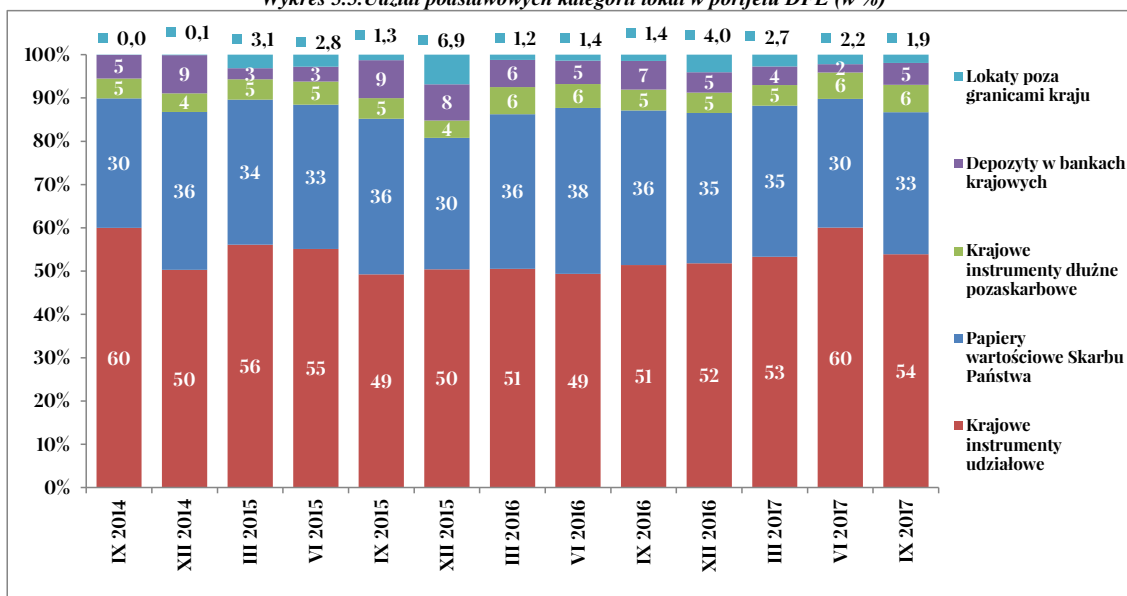
### 5.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

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

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

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec września 2017 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 54% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 33%. Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE zbliżony udział miały obligacje skarbowe o stałym i zmiennym oprocentowaniu (odpowiednio 16% i 13% na koniec września 2017 roku). W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne - 5% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane ponad 5% portfela DFE.

Wykres 5.5. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu DFE (w %)



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

W III kwartale 2014 roku w portfelach DFE pojawiły się lokaty poza granicami kraju. Poziom zaangażowania w tego rodzaju lokaty był relatywnie niski. Wyjątkiem był IV kwartał 2015 roku. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym. Na koniec analizowanego okresu stanowiły one 1,9% wartości portfela DFE.

Tabela 5.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 29.09.2017

| Kategoria lokat   | Wartość (w tys. zł) | Udział w portfelu |
|---|---------------------|-------------------|
| Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP  | 132 744,5           | 52,2%             |
| Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu  | 40 020,6            | 15,7%             |
| Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu  | 32 872,1            | 12,9%             |
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP | 13 669,1            | 5,4%              |
| Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej   | 12 835,3            | 5,0%              |
| Obligacje skarbowe zerokuponowe   | 10 576,8            | 4,2%              |
| Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP  | 4 885,6             | 1,9%              |
| Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP   | 2 434,5             | 1,0%              |
| Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym  | 1 995,0             | 0,8%              |



| Kategoria lokat   | Wartość<br>(w tys. zł) | Udział w portfelu |
|---|------------------------|-------------------|
| Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP | 914,4                  | 0,4%              |
| Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP                         | 538,5                  | 0,2%              |
| Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej   | 449,7                  | 0,2%              |
| Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki           | 305,1                  | 0,1%              |
| 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                               | 220,5                  | 0,1%              |
| <b>Suma</b>   | <b>254 461,8</b>       | <b>100,0%</b>     |

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

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

DFE różnią się realizowaną polityką inwestycyjną i profilem ryzyka.

Tabela 5.4. Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 29.09.2017

| Rodzaj lokat                            | Udział w portfelu DFE |         |          |
|---|-----------------------|---------|----------|
|   | minimum               | średnia | maksimum |
| Papiery wartościowe Skarbu Państwa      | 6,6%                  | 33,6%   | 57,6%    |
| Krajowe instrumenty udziałowe           | 38,2%                 | 52,7%   | 70,6%    |
| Krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe | 0,0%                  | 7,5%    | 39,1%    |
| Krajowe depozyty bankowe                | 0,0%                  | 3,9%    | 9,8%     |
| Lokaty poza granicami kraju             | 0,0%                  | 2,3%    | 9,6%     |

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 29 września 2017 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 38% do 71% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 7% do 58%. Niektóre fundusze nie posiadały lokat w depozyty bankowe, dłużne instrumenty pozaskarbowe bądź lokat poza granicami kraju.

#### 5.1.4 Pracownicze fundusze emerytalne

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

Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 31 września 2017 roku były obligacje Skarbu Państwa (62%) i akcje notowane na GPW (28%).

Tabela 5.5. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 29.09.2017 roku

| Kategoria lokat   | Wartość (w mln zł) | Udział w portfelu |
|---|--------------------|-------------------|
| Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP  | 521,7              | 28,0%             |
| Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu  | 513,7              | 27,6%             |
| Obligacje skarbowe zerokuponowe   | 338,9              | 18,2%             |
| Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu  | 302,4              | 16,3%             |
| Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP  | 94,1               | 5,1%              |
| Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej   | 51,6               | 2,8%              |
| 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 | 22,5               | 1,2%              |
| Hipoteczne listy zastawne   | 15,1               | 0,8%              |
| Depozyty w bankach lub instytucjach kredytowych państw UE, EOG i OECD w walucie polskiej  | 0,0                | 0,0%              |
| <b>Razem</b>  | <b>1 860,0</b>     | <b>100,00%</b>    |

Zródło: Sprawozdania finansowe PFE

W 3 funkcjonujących pracowniczych funduszach emerytalnych profile ryzyka poszczególnych funduszy są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią około 1/3 wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. Jeden fundusz posiada w portfelu lokaty w akcje zagraniczne. Różnice w portfelach PFE występują w ekspozycji na pozaskarbowe instrumenty dłużne i depozyty bankowe.

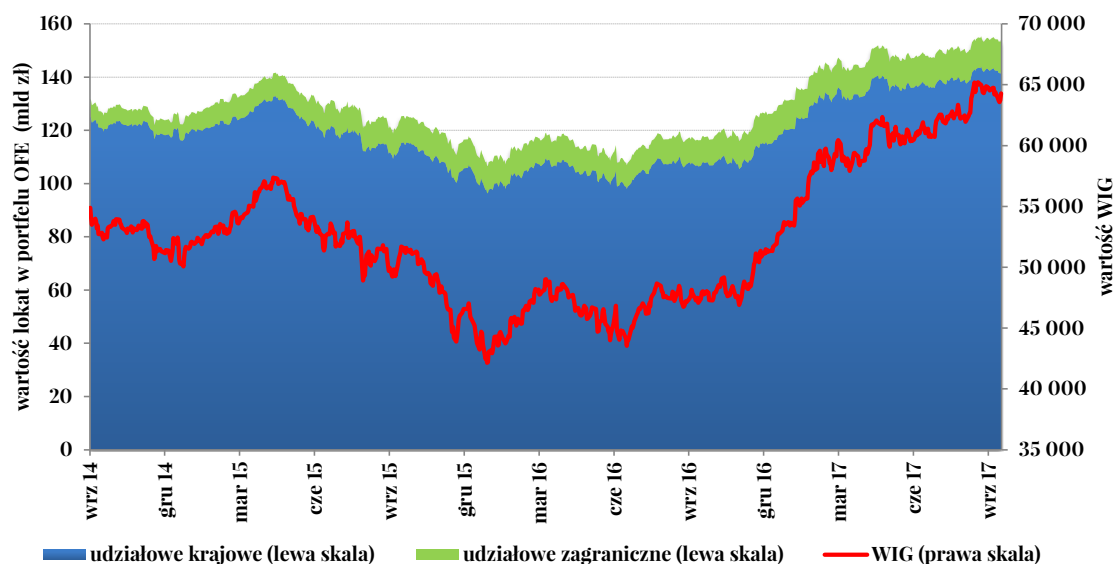
## 5.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W analizowanym 3-letnim okresie wartość inwestycji OFE w krajowe i zagraniczne udziałowe papiery wartościowe kształtowała się w przedziale 107 do 155 mld zł. Spadek wartości portfela akcji OFE od maja 2015 roku to przede wszystkim konsekwencja głębokiego spadku cen na polskim rynku akcji. Dynamiczne wzrosty cen akcji spółek na GPW w Warszawie od lipca 2016 roku, bez większej korekty, spowodowały wzrost wartości tych lokat oraz zwiększenie ich udziału w portfelach OFE.

**Papiery udziałowe stanowiły 86% portfela 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. Do końca 2014 roku OFE miały obowiązek utrzymywać minimum 75% wartości aktywów w akcjach, prawach poboru i prawach do akcji. W 2015 roku limit ten zmniejszył się do 55%, w 2016 roku do 35%, a w 2017 roku wynosi 15%. Wobec zakazu inwestowania w obligacje skarbowe, pomimo obniżenia minimalnego limitu, OFE nadal utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe. Na koniec września 2017 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły ponad 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 5.6. Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

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

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

W analizowanym 3-letnim okresie transakcje sprzedaży instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, przewyższały o 3,3 mld zł realizowane przez fundusze transakcje kupna. Otwarte fundusze stanęły po stronie podaży na rynku krajowym, zwłaszcza II połowa 2015 roku wyróżniała się znacznym wolumenem sprzedaży. 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* dokupowały 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 3,6 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Największy popyt na rynkach zagranicznych OFE wygenerowały w 2015 roku.

**Tabela 5.6. 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 instrumentach udziałowych poza granicami kraju (w mln zł) | Zmiana indeksu WIG w okresie |
|--------------------------|--|---|--|---|------------------------------|
|                          |  | (sprzedaż - kupno)  | (sprzedaż - kupno)   | (sprzedaż - kupno)  |                              |
| IV kwartał 2014 r.       | 731  | -41   | -100   | 1 103   | -6,3%                        |
| I kwartał 2015 r.        | 805  | -438  | -441   | -2 229  | 5,2%                         |
| II kwartał 2015 r.       | 827  | 1 260   | 906  | -959  | -1,4%                        |
| III kwartał 2015 r.      | 741  | 2 485   | 2 343  | -1 270  | -6,6%                        |
| IV kwartał 2015 r.       | 733  | -500  | -781   | -538  | -6,7%                        |
| I kwartał 2016 r.        | 819  | 612   | 612  | 264   | 5,5%                         |
| II kwartał 2016 r.       | 844  | 98  | -595   | 81  | -8,7%                        |
| III kwartał 2016 r.      | 768  | -129  | -181   | -199  | 5,2%                         |
| IV kwartał 2016 r.       | 722  | -249  | -457   | 21  | 9,9%                         |
| I kwartał 2017 r.        | 855  | -572  | -584   | -20   | 11,9%                        |
| II kwartał 2017 r.       | 883  | 579   | 282  | 93  | 5,4%                         |
| III kwartał 2017 r.      | 809  | 198   | -975   | 25  | 5,4%                         |
| <b>Razem (3-lata)</b>    | <b>9 537</b>   | <b>3 302</b>  | <b>30</b>  | <b>-3 630</b>   | <b>17,2%</b>                 |
| <b>średnia kwartalna</b> | <b>795</b>   | <b>275</b>  | <b>2</b>   | <b>-303</b>   | <b>2,8%</b>                  |

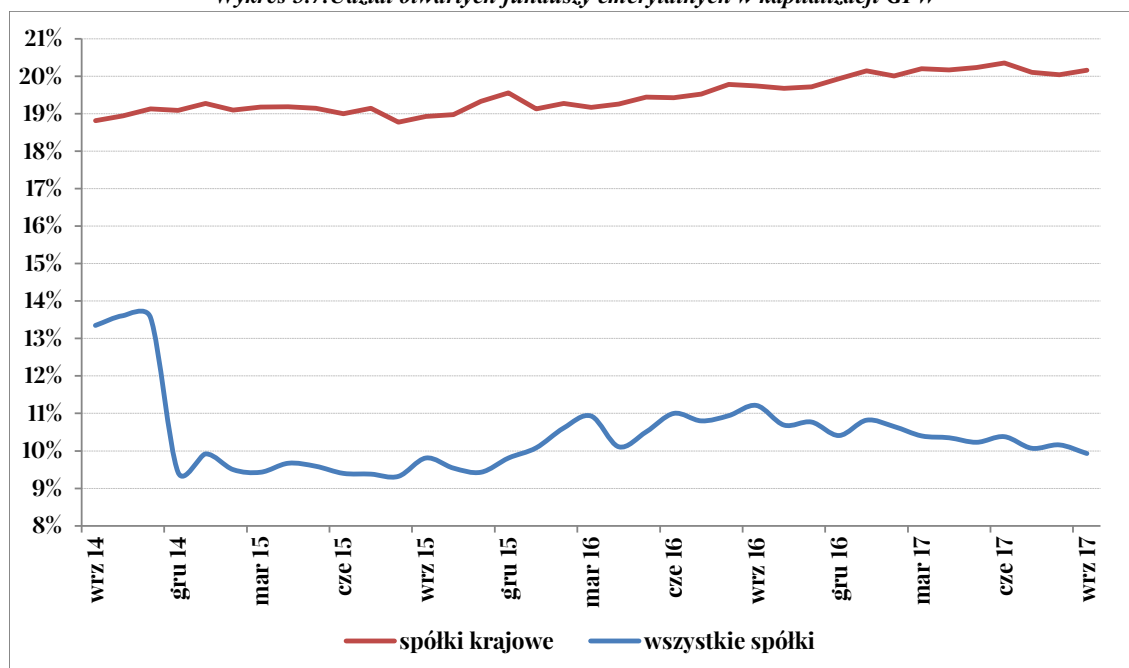
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

Różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji. Na różnicę tę wpływały również wezwania emitentów do sprzedaży akcji, jednak w badanym okresie przeważał efekt związany z plasowaniem na rynku nowych emisji akcji.

W IV kwartale 2014 OFE nabywały w subskrypcji akcje nowej emisji Grupy Lotos S.A. W maju 2015 roku OFE kupowały akcje debiutujących na GPW spółek Wirtualna Polska S.A. oraz Uniwheels AG. W IV kwartale 2015 roku OFE odpowiedziały na wezwanie do sprzedaży akcji LW Bogdanka i ACE oraz brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Globe Trade Center. W II kwartale 2016 OFE brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Alior Bank S.A. i odpowiadały na wezwanie do sprzedaży akcji kilku spółek wychodzących z GPW. W IV kwartale 2016 roku OFE nabywały akcje nowej emisji spółki Celon Pharma S.A. i uczestniczyły w IPO spółki Stelmet S.A. W III kwartale 2017 roku OFE uczestniczyły w IPO spółki Play Communications, GetBack S.A., Dino Polska S.A. i Griffin Premium.

W grudniu 2014 roku nastąpił gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji GPW. Wynikał on z debiutu na warszawskiej giełdzie spółki Banco Santander, która podniosła kapitalizację GPW o 380 mld zł czyli ponad 40%. W pozostałej części analizowanego okresu udział OFE w kapitalizacji GPW oscylował około 10%. Biorąc pod uwagę tylko spółki krajowe, udział OFE w ich kapitalizacji ulegał niewielkim zmianom oscylując około 19%-20%.

Wykres 5.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoich portfelach akcje 293 spółek notowanych na GPW.

Ponad 60% wartości subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW stanowiły lokaty w największe spółki (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 8%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 10 mld zł. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec września 2017 roku znajdowały się akcje 27 takich spółek.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 29 września 2017 roku wyniósł 14,4%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 500 mln do 5 mld zł gdzie wynosił ponad 40%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 7%.

Ponad 60% portfela akcyjnego OFE ulokowane było w 22 największych spółkach notowanych na GPW.

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 10%, a udział we *free float* 14%.

Tabela 5.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 29.09.2017

| Kapitalizacja spółki (mln zł) | Liczba spółek z GPW* | Liczba spółek w portfelach OFE | Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)* | Zaangażowanie OFE (mln zł) | Udział segmentu w kapitalizacji GPW | Udział w subportfelu akcji OFE | Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW* | Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW* |
|-------------------------------|----------------------|--------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|--|---|
| <50 mln zł                    | 133                  | 27                             | 2 887,8                               | 79,3                       | 0,2%                                | 0,1%                           | 2,7%                                   | 7,00%                                       |
| 50-100 mln zł                 | 67                   | 32                             | 4 707,1                               | 269,3                      | 0,3%                                | 0,2%                           | 5,7%                                   | 14,33%                                      |
| 100-500 mln zł                | 149                  | 116                            | 34 985,8                              | 4 758,6                    | 2,4%                                | 3,4%                           | 13,6%                                  | 31,20%                                      |
| 500 mln - 1 mld zł            | 37                   | 33                             | 27 156,4                              | 5 313,8                    | 1,9%                                | 3,8%                           | 19,6%                                  | 45,20%                                      |
| 1-5 mld zł                    | 53                   | 45                             | 112 380,6                             | 23 811,7                   | 7,9%                                | 16,8%                          | 21,2%                                  | 47,55%                                      |
| 5-10 mld zł                   | 18                   | 18                             | 129 722,4                             | 20 057,4                   | 9,1%                                | 14,2%                          | 15,5%                                  | 30,22%                                      |
| >10 mld zł                    | 22                   | 22                             | 1 116 678,2                           | 87 302,8                   | 78,2%                               | 61,7%                          | 7,8%                                   | 10,41%                                      |
| <b>Razem</b>                  | <b>479</b>           | <b>293</b>                     | <b>1 428 518,3</b>                    | <b>141 593,0</b>           | <b>100,0%</b>                       | <b>100,0%</b>                  | <b>9,9%</b>                            | <b>14,4%</b>                                |

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

Źródło: 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 29 września 2017 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek

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

Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.09.2014 – 29.09.2017

wynosił 20,1% oraz 40,6% we free float. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 47% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 5.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 29.09.2017

| Kapitalizacja spółki (mln zł) | Liczba spółek z GPW | Liczba spółek w portfelach OFE | Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł) | Zaangażowanie OFE (mln zł) | Udział segmentu w kapitalizacji GPW | Udział w subportfelu akcji OFE | Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW | Udział OFE we free float spółek GPW |
|-------------------------------|---------------------|--------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| <50 mln zł                    | 126                 | 25                             | 2 639,0                              | 76,4                       | 0,4%                                | 0,1%                           | 2,9%                                  | 7,3%                                |
| 50-100 mln zł                 | 61                  | 31                             | 4 315,7                              | 266,1                      | 0,6%                                | 0,2%                           | 6,2%                                  | 14,9%                               |
| 100-500 mln zł                | 134                 | 108                            | 31 043,0                             | 4 543,4                    | 4,6%                                | 3,4%                           | 14,6%                                 | 33,1%                               |
| 500 mln - 1 mld zł            | 33                  | 31                             | 24 433,7                             | 5 100,0                    | 3,6%                                | 3,8%                           | 20,9%                                 | 47,5%                               |
| 1-5 mld zł                    | 44                  | 42                             | 94 393,0                             | 22 910,2                   | 14,0%                               | 16,9%                          | 24,3%                                 | 53,4%                               |
| 5-10 mld zł                   | 15                  | 15                             | 103 006,6                            | 18 948,0                   | 15,3%                               | 14,0%                          | 18,4%                                 | 39,0%                               |
| >10 mld zł                    | 16                  | 16                             | 412 236,9                            | 83 389,7                   | 61,3%                               | 61,7%                          | 20,2%                                 | 39,0%                               |
| <b>Razem</b>                  | <b>429</b>          | <b>268</b>                     | <b>672 068,0</b>                     | <b>135 233,9</b>           | <b>100,0%</b>                       | <b>100,0%</b>                  | <b>20,1%</b>                          | <b>40,6%</b>                        |

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

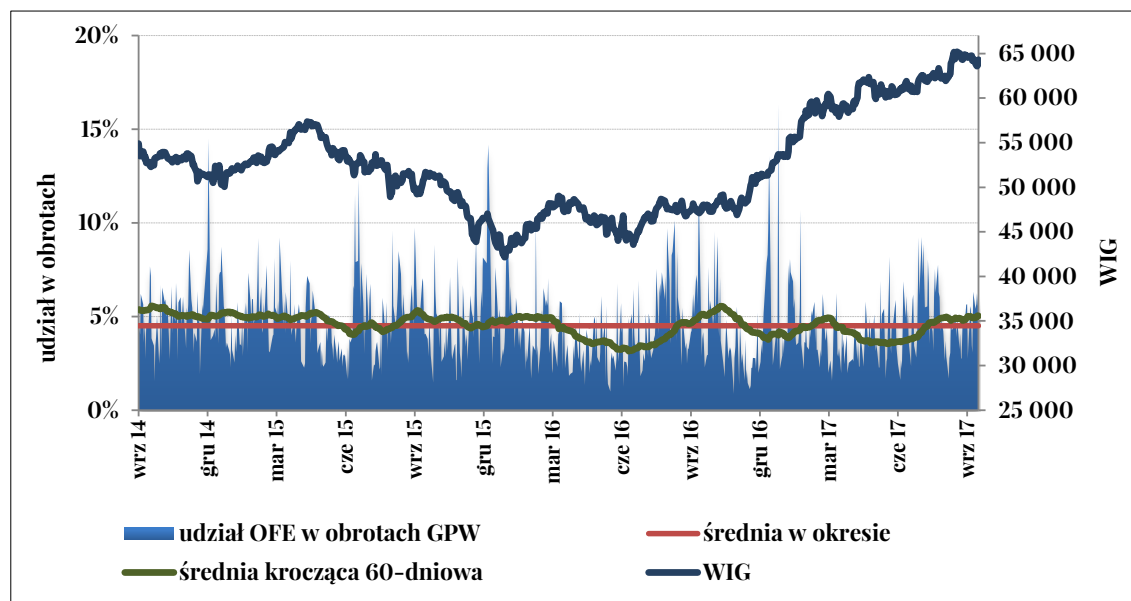
Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 53% portfela akcyjnego OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wynika to oczywiście z kapitalizacji spółek wchodzących w skład tego indeksu oraz ich płynności. Na koniec września 2017 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 83 mld zł. Akcje z indeksu WIG20 w analizowanym okresie stanowiły od 50% do 56% subportfela udziałowego OFE.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie 4,5%.

Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 4,5%.

Wykres 5.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie

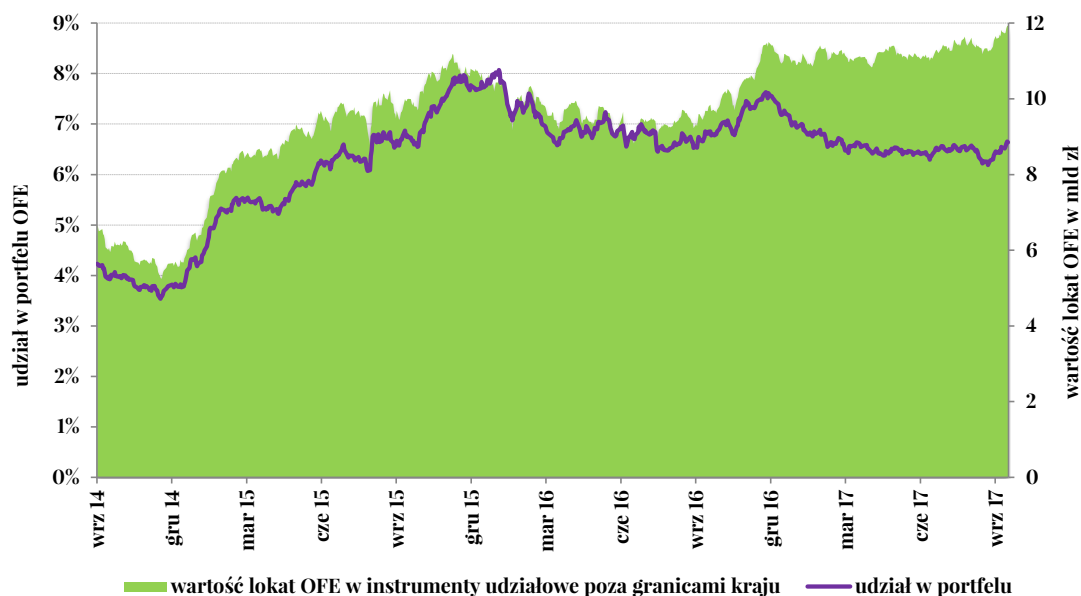


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W okresie 3 lat wartość lokat OFE w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wzrosła do 12 mld zł.

Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 6% portfela, kształtując się w przedziale 3,5% – 8%. Do końca stycznia 2016 roku udział lokat zagranicznych w portfelu systematycznie rósł. Wartość zagranicznego portfela akcyjnego wzrosła prawie 2-krotnie z 6,7 mld zł we wrześniu 2014 roku do 12 mld zł na koniec września 2017 roku. Od listopada 2016 roku udział lokat poza granicami kraju w portfelu OFE spadał przy ustabilizowanej wartości tych lokat, co było konsekwencją dynamicznego wzrostu cen akcji na GPW w Warszawie.

Wykres 5.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

### 5.3 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 13 a 14 mld zł. Na koniec września 2017 roku subportfel dłużny stanowił 7,9% wartości całego portfela OFE. Wartość tego rodzaju lokat utrzymywała się na stabilnym poziomie, przy czym wraz ze wzrostem wycen akcji w ostatnich 12 miesiącach ich udział w całym portfelu się zmniejszył.

**Udział instrumentów dłużnych w portfelu OFE wynosił poniżej 8%.**

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%-6% portfela. Spośród obligacji korporacyjnych najczęściej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze paliwowym, deweloperskim, energetycznym i medialnym. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne spadł z 3% do 2% przy wartościach lokat około 5 mld zł.

Wartość inwestycji w obligacje samorządowe utrzymywała się na poziomie około 1 mld zł i nie przekroczyła 1% wartości całego portfela. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie.

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

**Tabela 5.9. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta**

| W portfelu OFE dominowały obligacje banków. | Data       | Banki krajowe inne niż BGK | BGK  | EBI  | Spółki publiczne i niepubliczne | Samorząd terytorialny | Skarb Państwa | Emitenci zagraniczni | Łączny udział papierów dłużnych w portfelu OFE | Wartość subportfela dłużnego (w mld zł) |
|---|------------|----------------------------|------|------|---------------------------------|-----------------------|---------------|----------------------|--|---|
|   |            |                            |      |      |                                 |                       |               |                      |  |   |
|   | 2014-09-30 | 3,6%                       | 1,1% |      | 3,0%                            | 0,6%                  | 0,6%          | 0,2%                 | 9,3%   | 14,6                                    |
|   | 2014-12-31 | 3,7%                       | 0,9% |      | 3,3%                            | 0,7%                  | 0,7%          | 0,2%                 | 9,5%   | 14,2                                    |
|   | 2015-03-31 | 3,5%                       | 1,0% |      | 3,1%                            | 0,7%                  | 0,6%          | 0,4%                 | 9,2%   | 14,3                                    |
|   | 2015-06-30 | 3,6%                       | 1,0% |      | 3,2%                            | 0,7%                  | 0,6%          | 0,5%                 | 9,5%   | 14,4                                    |
|   | 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                                    |

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

**Tabela 5.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru**

W portfelu OFE większość obligacji miała zmienne oprocentowanie

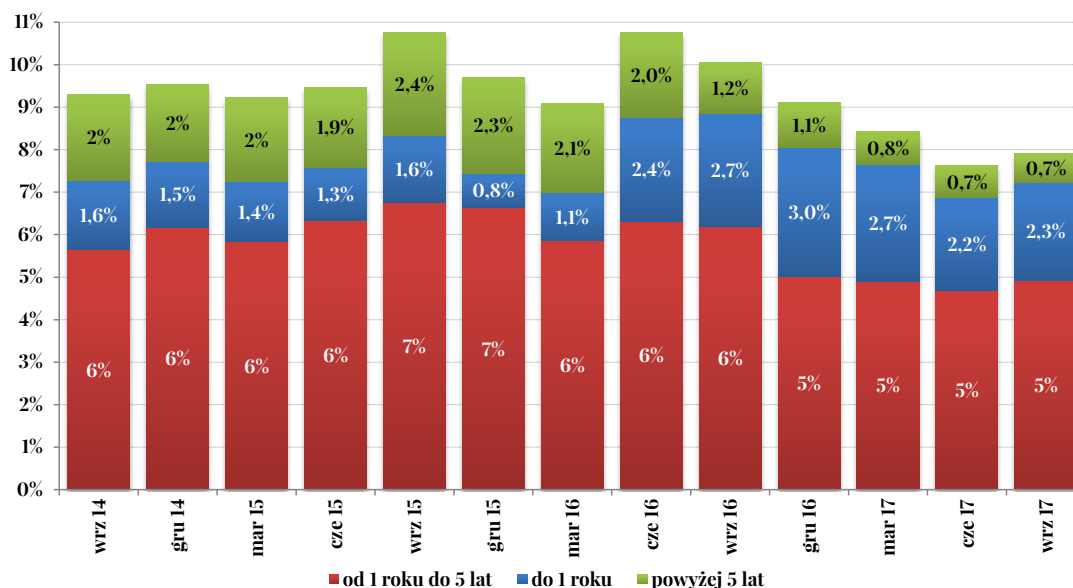
| Data       | Obligacje o zmiennym oprocentowaniu | Obligacje o stałym oprocentowaniu | Obligacje zerokuponowe | Listy zastawne | Razem  |
|------------|-------------------------------------|-----------------------------------|------------------------|----------------|--------|
| 2014-09-30 | 6,9 %                               | 1,6 %                             | 0,2 %                  | 0,6 %          | 9,3 %  |
| 2014-12-31 | 7,6 %                               | 1,0 %                             | 0,3 %                  | 0,6 %          | 9,5 %  |
| 2015-03-31 | 7,3 %                               | 1,1 %                             | 0,2 %                  | 0,7 %          | 9,2 %  |
| 2015-06-30 | 7,5 %                               | 1,2 %                             | 0,1 %                  | 0,7 %          | 9,5 %  |
| 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 %  |

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Biorąc pod uwagę okres do wykupu w portfelach OFE dominowały papiery dłużne o okresie do wykupu od 1 roku do 5 lat. Najmniejszą część na koniec analizowanego okresu stanowiły papiery o terminie zapadalności powyżej 5 lat. Zmniejszenie zaangażowania w papiery o dłuższym terminie zapadalności było widoczne od połowy 2016 roku.



Wykres 5.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

#### 5.4 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 2017 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 11,4 mld zł, co stanowiło 6,4% wartości portfela. Ponad 99% stanowiły depozyty w PLN. W 3 spośród 9 banków OFE ulokowały prawie 60% wartości swoich depozytów. Największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A.

Udział depozytów w portfelach OFE wyniósł ponad 6%.

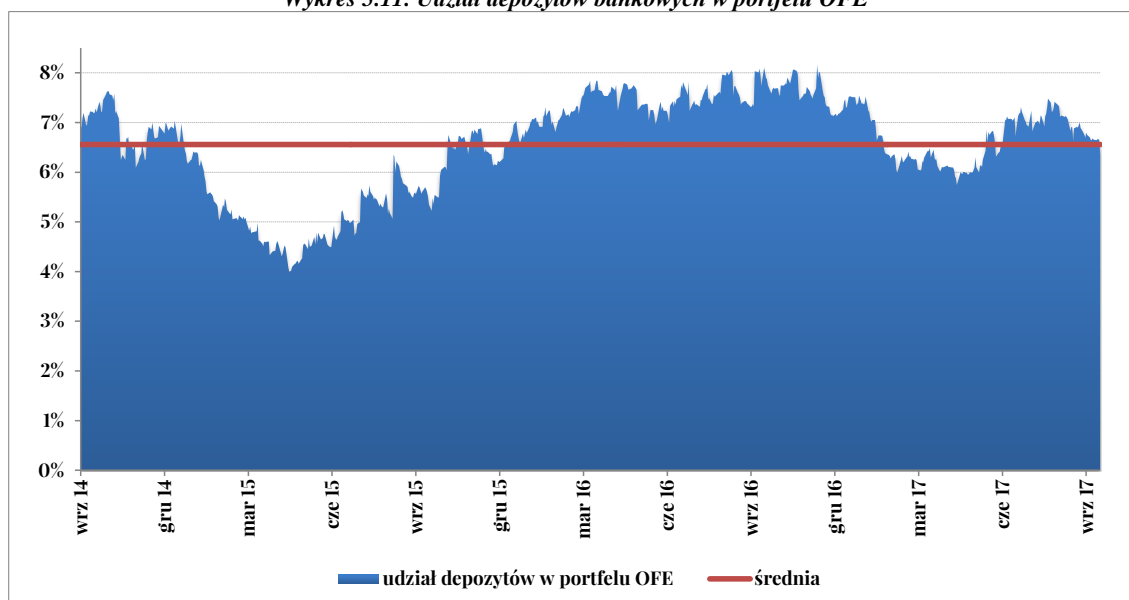
Tabela 5.11. Depozyty w portfelu OFE na 29.09.2017

| Lp. | Nazwa banku                    | Wartość depozytów (w mln zł) | Udział w portfelu OFE | Udział banku w portfelu depozytów |
|-----|--------------------------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|
| 1   | BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.   | 3 164                        | 1,8%                  | 27,7%                             |
| 2   | BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.      | 1 845                        | 1,0%                  | 16,1%                             |
| 3   | PKO BANK POLSKI S.A.           | 1 604                        | 0,9%                  | 14,0%                             |
| 4   | BANK ZACHODNI WBK S.A.         | 1 549                        | 0,9%                  | 13,6%                             |
| 5   | MBANK S.A.                     | 1 217                        | 0,7%                  | 10,6%                             |
| 6   | DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.      | 878                          | 0,5%                  | 7,7%                              |
| 7   | BANK MILLENNIUM S.A.           | 687                          | 0,4%                  | 6,0%                              |
| 8   | BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A. | 451                          | 0,3%                  | 3,9%                              |
| 9   | RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.    | 35                           | 0,0%                  | 0,3%                              |
|     | <b>Suma</b>                    | <b>11 430</b>                | <b>6,4%</b>           | <b>100,0%</b>                     |

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie udział depozytów w portfelu OFE kształtował się w przedziale od 4% do 8%. Lokaty w depozyty bankowe są istotnym elementem zarządzania płynnością funduszu, szczególnie w kontekście zmniejszenia strumienia nowych składek i jednocześnie realizowaniem wypłat środków w ramach tzw. „suwaka bezpieczeństwa”.

Wykres 5.11. Udział depozytów bankowych w portfelu OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**SPIS TABEL I WYKRESÓW**

|              |   |    |
|--------------|---|----|
| WYKRES 1.1.  | DYNAMIKA PKB W POLSCE .....   | 5  |
| WYKRES 1.2.  | STOPA BEZROBOCIA W POLSCE .....   | 6  |
| WYKRES 1.3.  | STOPA ROCZNEJ INFLACJI W POLSCE I STREFIE EURO.....   | 6  |
| WYKRES 1.4.  | STOPA REFERENCYJNA NBP .....  | 7  |
| WYKRES 1.5.  | ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA Z TYTUŁU SPW WYEMITOWANYCH NA RYNEK KRAJOWY<br>WG TERMINÓW WYKUPU (MLD ZŁ).....                       | 8  |
| WYKRES 1.6.  | RENTOWNOŚĆ INSTRUMENTÓW SKARBOWYCH DENOMINOWANYCH W PLN .....   | 8  |
| WYKRES 1.7.  | KRZYWA RENTOWNOŚCI DLA PLN .....  | 9  |
| WYKRES 1.8.  | ZMIANY GLOBALNEGO INDEKSU POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH FTSE (W PKT.) .....   | 9  |
| WYKRES 1.9.  | ŚREDNI OKRES ZAPADALNOŚCI ORAZ DURATION SPW EMITOWANYCH NA RYNKACH<br>KRAJOWYCH (W LATACH) .....                                | 10 |
| WYKRES 1.10. | ZMIANY PODSTAWOWYCH POLSKICH INDEKSÓW GIELDOWYCH (W PKT.) .....   | 11 |
| TABELA 1.1.  | PODSTAWOWE STATYSTYKI GPW .....   | 12 |
| WYKRES 1.11. | ZMIANY PODSTAWOWYCH ZAGRANICZNYCH INDEKSÓW GIELDOWYCH (W PKT.).....   | 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 |
| WYKRES 2.1.  | OŚWIADCZENIA O PRZEKAZYWANIU SKŁADKI DO OFE NA 30.09.2017 (W %) .....   | 17 |
| TABELA 2.2.  | LICZBA CZŁONKÓW PFE.....  | 18 |
| TABELA 2.3.  | LICZBA CZŁONKÓW DFE .....   | 18 |
| WYKRES 2.2.  | KWOTA SKŁADEK BRUTTO PRZEKAZANYCH DO OFE (MLN ZŁ).....  | 19 |
| WYKRES 2.3.  | SKŁADKI PRZEKAZANE DO OFE OD 1.10.2014 DO 29.09.2017 (MLD ZŁ) .....   | 20 |
| TABELA 2.4.  | UMORZENIA W RAMACH SUWAKA BEZPIECZEŃSTWA (MLN ZŁ).....  | 20 |
| WYKRES 2.4.  | WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO OFE (MLD ZŁ) .....  | 21 |
| TABELA 2.5.  | AKTYWA NETTO OFE .....  | 22 |
| WYKRES 2.5.  | DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN W OSTATNICH TRZECH LATACH (MLD ZŁ) .....  | 22 |
| WYKRES 2.6.  | DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN ZA CAŁY OKRES FUNKCJONOWANIA OFE (MLD ZŁ) .....   | 23 |
| TABELA 2.6.  | WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH (TYS. ZŁ).....  | 24 |
| 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 30.09.2014 DO 29.09.2017 (W MLN ZŁ) .....  | 27 |
| WYKRES 3.2.  | ZMIANA ŚREDNIEJ WAŻONEJ JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ OFE NA TLE ZMIANY INDEKSU<br>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 W OKRESIE OD<br>1.10.2014 DO 29.09.2017 .....                     | 30 |
| WYKRES 3.3.  | ZMIANA WARTOŚCI JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ PFE I OFE (W PKT.) .....   | 30 |
| TABELA 3.5.  | 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 29.09.2017 .....  | 33 |
| WYKRES 4.3.  | UDZIAŁ INWESTYCJI DENOMINOWANYCH W POSZCZEGÓLNYCH WALUTACH W PORTFELU<br>NA 29.09.2017.....                                     | 35 |
| WYKRES 4.4.  | INWESTYCJE OFE POZA GRANICAMI KRAJU .....   | 36 |
| TABELA 4.2.  | STOPIEŃ WYKORZYSTANIA LIMITÓW INWESTYCYJNYCH PRZYPISANYCH KATEGORIOM<br>LOKAT OFE NA 29.09.2017 .....                           | 37 |
| TABELA 4.3.  | ZAGREGOWANY PORTFEL INWESTYCYJNY DFE NA DZIEŃ 29.09.2017 .....  | 40 |
| TABELA 4.4.  | ZRÓŻNICOWANIE PORTFELI INWESTYCYJNYCH DFE NA DZIEŃ 29.09.2017 .....   | 41 |
| TABELA 4.5.  | PORTFEL INWESTYCYJNY PFE WEDŁUG STANU NA DZIEŃ 29.09.2017 ROKU .....  | 42 |
| WYKRES 4.6.  | WARTOŚĆ PAPIERÓW UDZIAŁOWYCH W PORTFELU OFE (W MLD ZŁ) NA TLE INDEKSU WIG .....   | 43 |
| TABELA 4.6.  | SALDO OBROTÓW WYGENEROWANYCH PRZEZ OFE W POSZCZEGÓLNYCH KWARTAŁACH<br>ANALIZOWANEGO OKRESU NA INSTRUMENTACH UDZIAŁOWYCH.....    | 44 |
| WYKRES 4.7.  | UDZIAŁ OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W KAPITALIZACJI GPW .....  | 45 |
| TABELA 4.7.  | ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE WSZYSTKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA<br>29.09.2017 .....  | 45 |
| TABELA 4.8.  | ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE POLSKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA 29.09.2017.....  | 46 |
| WYKRES 4.8.  | UDZIAŁ OFE W OBROTACH GPW W WARSZAWIE .....   | 46 |
| WYKRES 4.9.  | LOKATY OFE W INSTRUMENTY UDZIAŁOWE POZA GRANICAMI KRAJU .....   | 47 |
| TABELA 4.9.  | UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA EMITENTA .....  | 48 |
| 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 .....   | 49 |
| TABELA 4.11. | DEPOZYTY W PORTFELU OFE NA 29.09.2017 .....   | 49 |
| WYKRES 4.11. | UDZIAŁ DEPOZYTÓW BANKOWYCH W PORTFELU OFE .....   | 50 |



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

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

[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)