

# **KNF**

---

**KOMISJA  
NADZORU  
FINANSOWEGO**

**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ  
FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE  
31.03.2015 – 30.03.2018**

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego  
Warszawa 2018

Departament Nadzoru Funduszy Inwestycyjnych i Funduszy Emerytalnych

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 OTCZENIE 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 .....	17
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	17
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	19
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	22
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	24
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	25
<b>3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE.....</b>	<b>26</b>
3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE .....	26
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE .....	31
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE .....	32
<b>4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....</b>	<b>33</b>
4.1 STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	33
4.1.1 <i>Otwarte fundusze emerytalne</i> .....	33
4.1.2 <i>Dobrowolne fundusze emerytalne</i> .....	39
4.1.4 <i>Pracownicze fundusze emerytalne</i> .....	41
4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	42
4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	47
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	49

## Synteza

Przyjęte pod koniec 2013 roku przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołały dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego, jak i dla sytuacji finansów publicznych. Trwa proces legislacyjny dotyczący uchwalenia przepisów, na podstawie których mają być uruchomione powszechne, ale dobrowolne dla uczestników, pracownicze plany kapitałowe współfinansowane przez uczestników, pracodawców i państwo. W 2016 roku ogłoszone zostały również plany przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne przy równoczesnej zmianie statusu prawnego środków zarządzanych przez OFE i przekazaniu ich części na Fundusz Rezerwy Demograficznej. 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 marca 2018 roku do 12 OFE należało 16 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 166 mld zł. W tym czasie do 2 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 35 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 8 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 99 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 316 mln zł.

W związku ze spadkiem liczby osób wnoszących składki, obniżeniem wysokości składki i obniżeniem wieku emerytalnego wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. W ciągu ostatnich trzech lat do OFE trafiło 9,7 mld zł składek. Równocześnie, w związku z osiągnięciem przez część swoich członków wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego, OFE przekazały do ZUS kwotę 15 mld zł w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 7,2% do 14,4% a oficjalna średnia stopa zwrotu wyniosła 11,4%. Pracownicze fundusze emerytalne wypracowały trzyletnie stopy zwrotu z przedziału od 4,2% do 5,9%.

W wyniku systemowych zmian prawnych OFE z początkiem lutego 2014 roku stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Ze względu na ograniczoną możliwość przebudowy portfeli OFE, warunkowaną w szczególności zakazem lokowania aktywów OFE w obligacje państwowe, ograniczoną podażą instrumentów z innych klas aktywów oraz znacznym dotychczasowym zaangażowaniem OFE w akcje notowane na GPW, utrzymuje się wymuszony reformą profil inwestycyjny OFE. Na koniec marca 2018 roku udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 78%, część dłużna stanowiła zaledwie 8%, depozyty bankowe 7%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe 7%.

OFE utrzymały silną pozycję na GPW mierzoną zaangażowaniem w akcje notowane na giełdzie. Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec marca 2018 roku 10%, a udział we free float 15%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 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 6,3 mld zł wartość transakcji kupna tychże instrumentów.

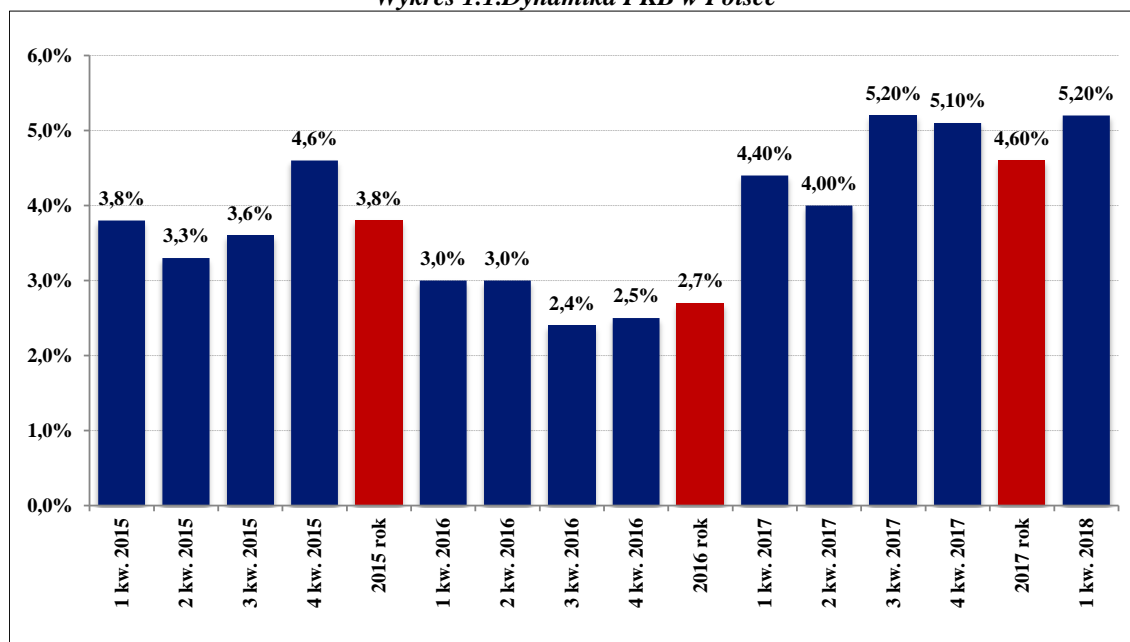
W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (52%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (37%). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (66%) i akcje notowane na GPW (26%).

## 1 Sytuacja na rynku finansowym

### 1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Rok 2015 był pod względem dynamiki PKB lepszy niż 2014, ze średnim wzrostem 3,8%, 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 wzrost na poziomie 5,2% odnotowany w trzecim kwartale 2017 roku, najwyższy od czasów kryzysu finansowego z 2008 roku, oraz wzrost w 2017 roku na poziomie 4,6%. Dobre perspektywy gospodarki zauważyły również agencje ratingowe, utrzymując ratingi dla Polski na niezmiennym poziomie, bądź polepszając perspektywę ratingową<sup>1</sup>. Pierwszy kwartał 2018 to kontynuacja przyspieszenia gospodarczego, ze wzrostem w I kwartale na poziomie 5,2%.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (ceny stałe)

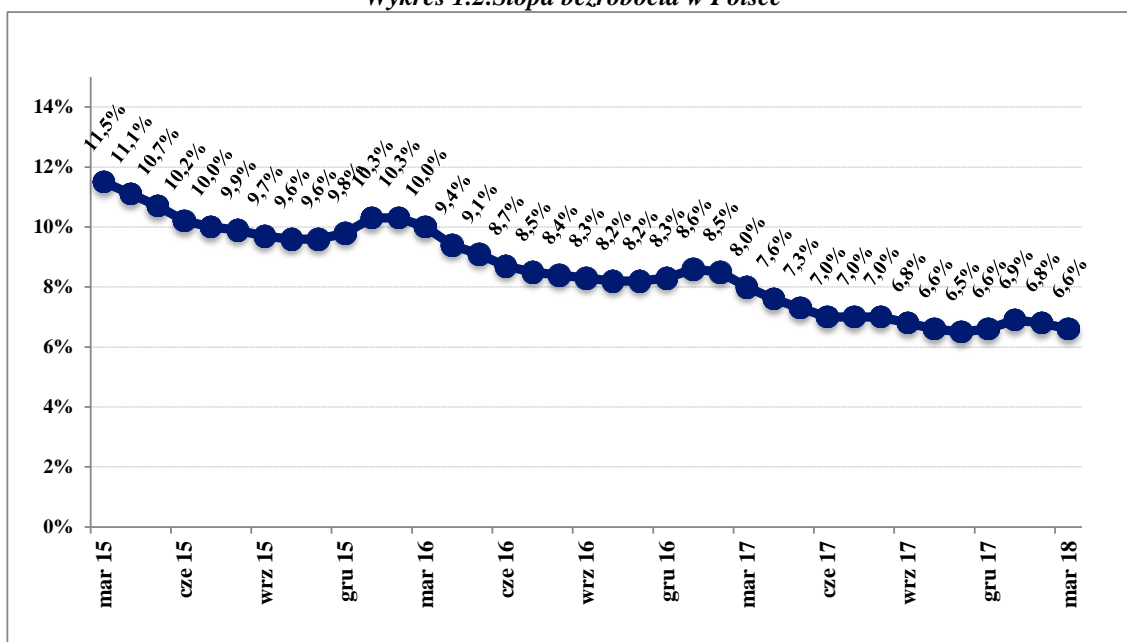
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika odnotowano na początku analizowanego okresu – w marcu 2015 roku, kiedy to wyniósł 11,5%. Dobra sytuacja gospodarcza przełożyła się na spadek stopy bezrobocia, która na koniec listopada 2017 roku wyniosła 6,5%, co jest najniższym poziomem od ćwierćwiecza. Poziom bezrobocia w Polsce jest też obecnie znacząco niższy od średniej unijnej.

**Stopa bezrobocia w listopadzie 2017 spadła, do 6,5%, czyli najniższego poziomu od 1991 roku.**

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

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

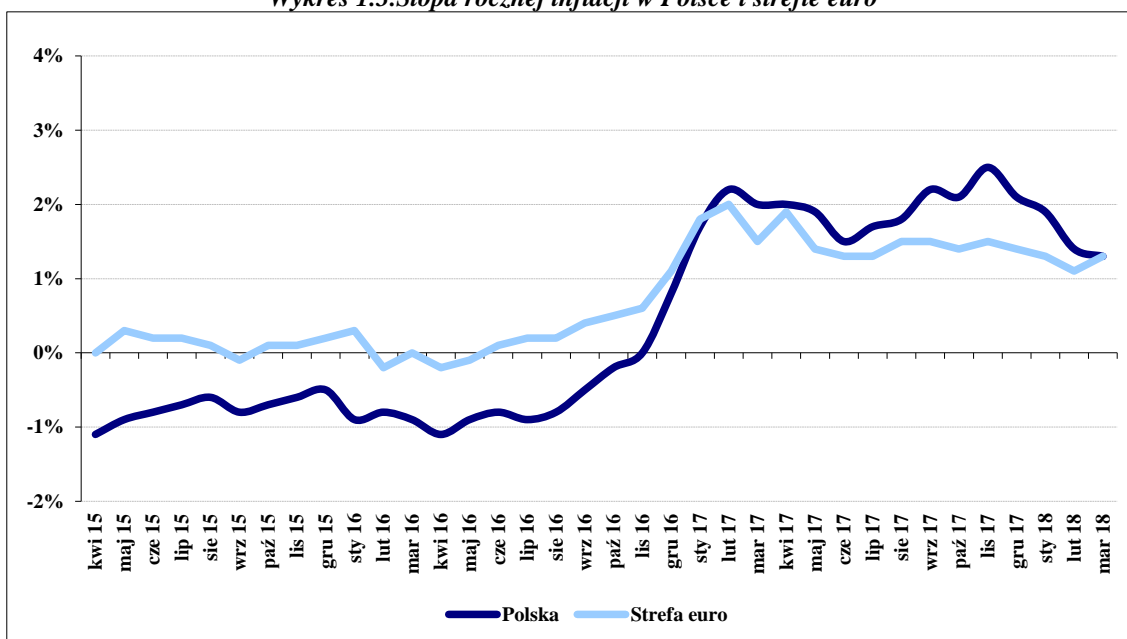


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

**W pierwszym kwartale 2018 inflacja w Polsce zrównała się z inflacją UE na poziomie 1,3%.**

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (-1,1%) do 2,5%, przez większość czasu pozostając poniżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). W latach 2015-2016, 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. W 2017 roku nastąpił gwałtowny wzrost inflacji zarówno w Polsce jak i strefie euro, związany z ożywieniem gospodarczym i wzrostem światowych cen surowców energetycznych. Pierwszy kwartał 2018 to znowu spadek tempa wzrostu cen, przy czym inflacja w Polsce zrównała się z inflacją UE na poziomie 1,3%.

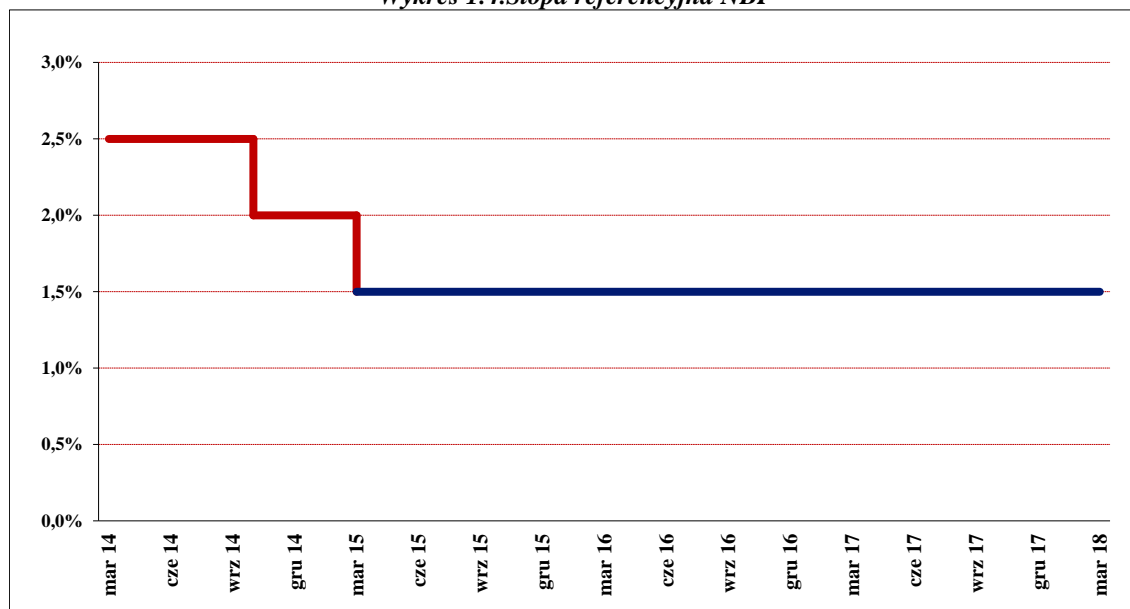
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



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

Ostatnia zmiana stóp procentowych miała miejsce jeszcze przed początkiem analizowanego okresu, to jest 15 marca 2015 r., kiedy Rada Polityki pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 0,5 punktu procentowego. W ciągu analizowanych trzech lat stopa referencyjna pozostawała na niezmiennym poziomie 1,5%. Była to najniższa wartość stopy referencyjnej w historii, tym niemniej wciąż pozostająca powyżej rekordowo niskich, czasami nawet ujemnych stóp strefy euro. Pomimo wyraźnego przyspieszenia inflacji w 2017 roku, większość analityków nie przewiduje podniesienia stóp procentowanych do końca 2018 roku.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Od marca 2015 stopy procentowe NBP są najniższe w historii.

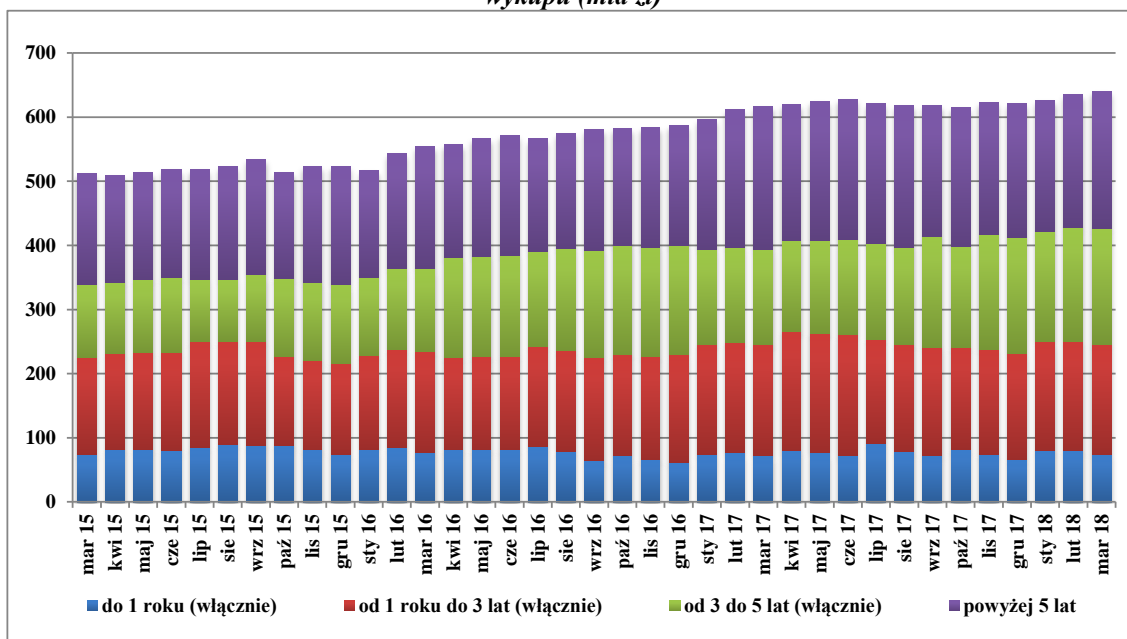
Źródło: Narodowy Bank Polski

## 1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Na koniec marca 2018 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 958,1 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 18,8%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (664 mld zł), stanowiący 69% całkowitego zadłużenia SP. Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 218 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 294,1 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 16,2%. Wzrost zadłużenia, zarówno krajowego i zagranicznego, można tłumaczyć zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa.

Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wyniósł 958,1 mld zł.

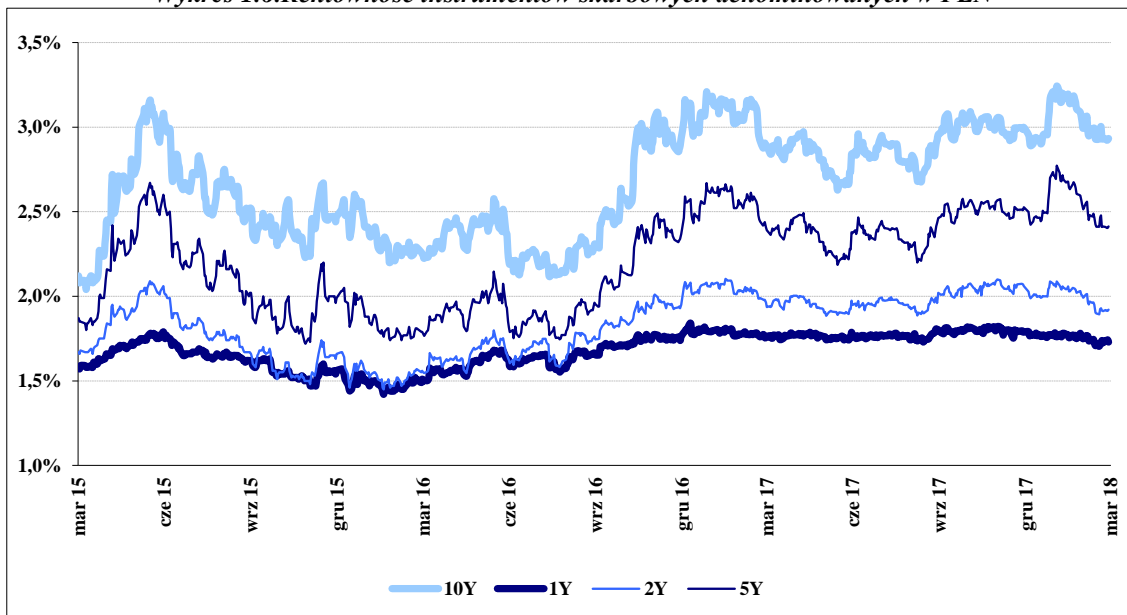
**Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł)**



Zródło: Ministerstwo Finansów

W okresie od marca 2015 do marca 2018 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami dla papierów długoterminowych i wysoką stabilnością dla papierów krótkoterminowych. W czwartym kwartale 2016 roku rentowność papierów średnio i długoterminowych wyraźnie wzrosła i utrzymuje się na poziomie odpowiednio 2,5% oraz 3%, co może być związane z wyższą niepewnością i zmieniającymi się oczekiwaniami inwestorów.

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



Zródło: Reuters

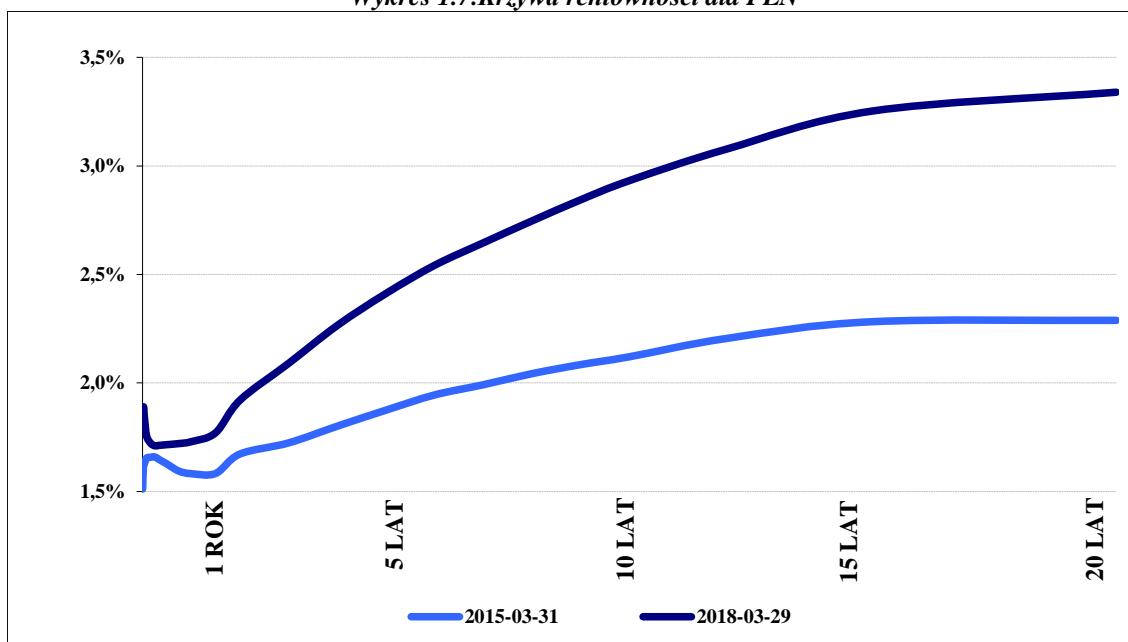
W okresie objętym analizą nastąpiło nieznaczne przesunięcie krzywej zerokuponowej w górę na niemal całej jej długości, czyli nastąpił wzrost rentowności dla wszystkich terminów zapadalności. W marcu 2018 roku krzywa rentowności była zbliżona do klasycznego kształtu obserwowanego na rozwiniętych rynkach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

**Od czwartego kwartału 2016 wzrosła rentowność instrumentów skarbowych.**

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



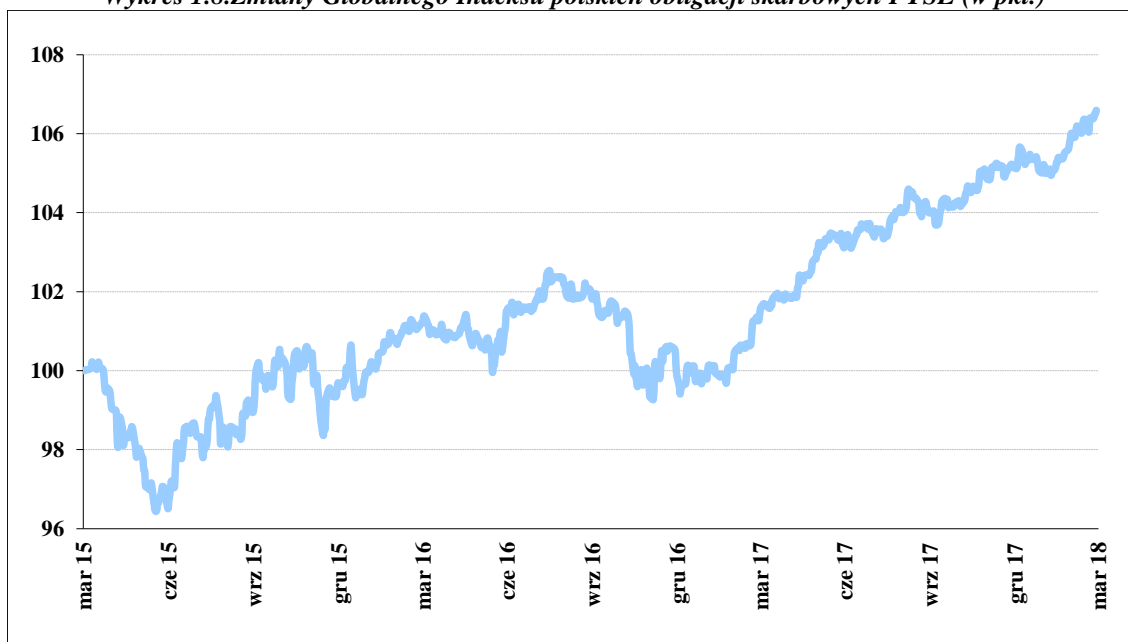
**Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN**



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 6,6%, co jest wartością wyraźnie niższą niż w poprzednich analizowanych trzyletnich interwałach.

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

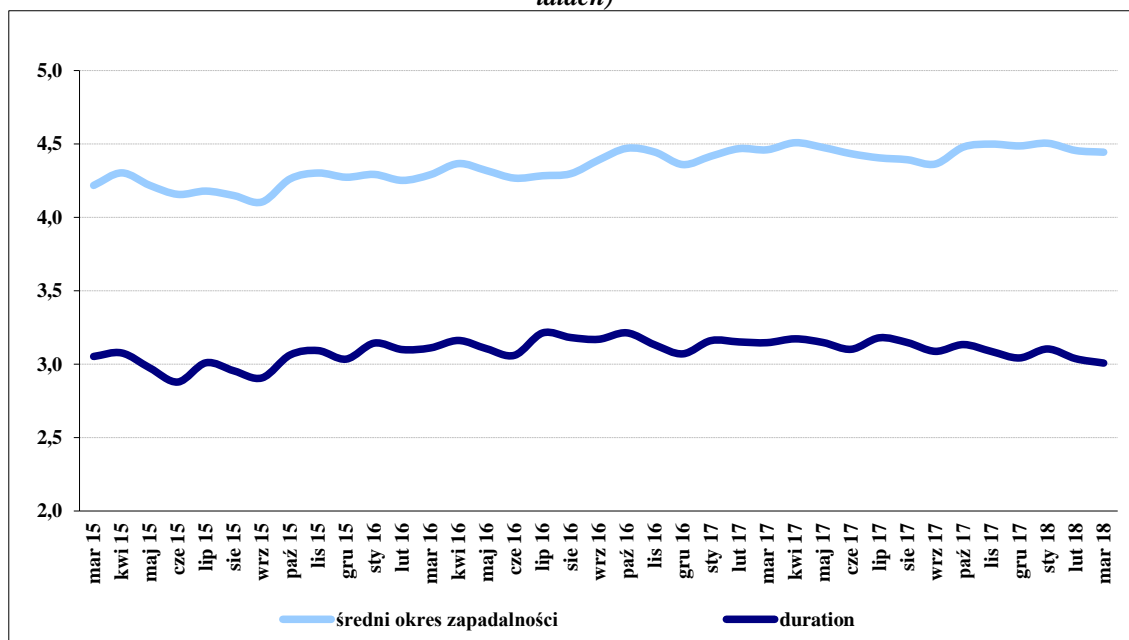


Wartość na dzień 31.03.2015 = 100

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

Średnia zapadalność krajowych rynkowych papierów skarbowych pozostawała bardzo stabilna, z lekkim trendem wzrostowym od trzeciego kwartału 2016. Na koniec marca 2018 roku 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)



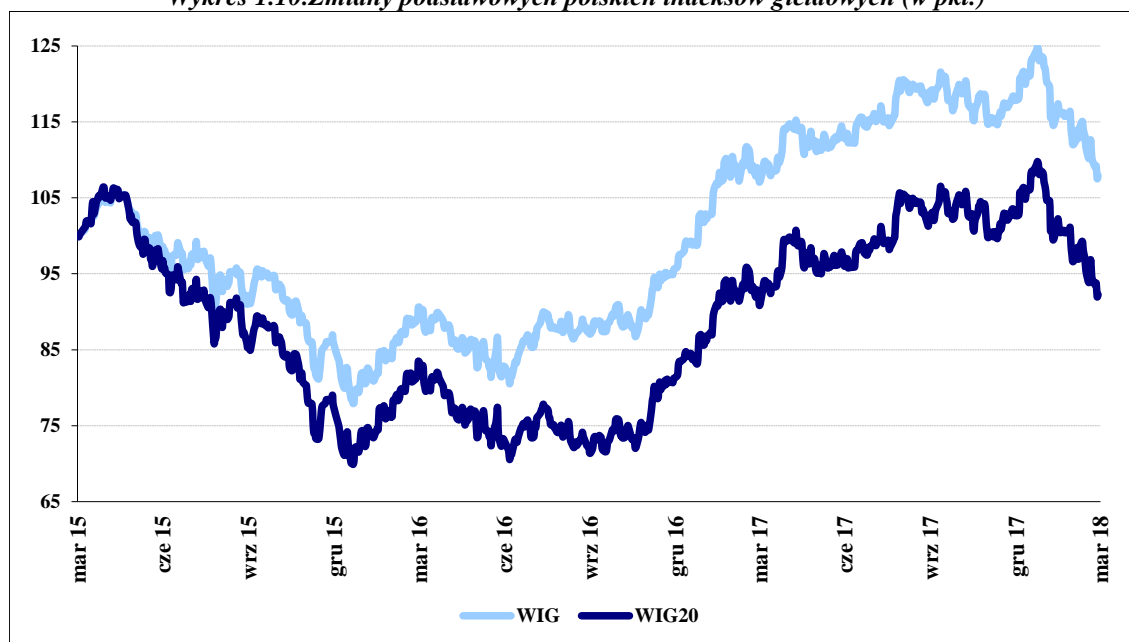
Źródło: Ministerstwo Finansów

### 1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Pod względem zarysowanych trendów na GPW okres od marca 2015 roku do marca 2018 roku można podzielić na cztery podokresy. Przez pierwsze trzy kwartały 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. Pierwszy kwartał 2018 to jednak znaczne spadki po historycznym rekordzie notowań WIG, który 23 stycznia 2018 roku wyniósł 67 772,91 punktów. W okresie analizowanych trzech lat indeks WIG zyskał 7,9%, a indeks WIG20 stracił 7,7%.

**W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 7,9%, a indeks WIG20 stracił 7,7%.**

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



Wartość na dzień 31.03.2015 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W roku 2015 obserwowano wyraźne spadki najważniejszych indeksów. Rok 2016 zakończył się wyraźnymi wzrostami, zaś w roku 2017 wzrosty były wręcz spektakularne. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahaniami odnotowywał indeks małych spółek WIG80. W 2018 największe spadki odnotowały indeksy dużych spółek – WIG 20 i WIG30. 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**

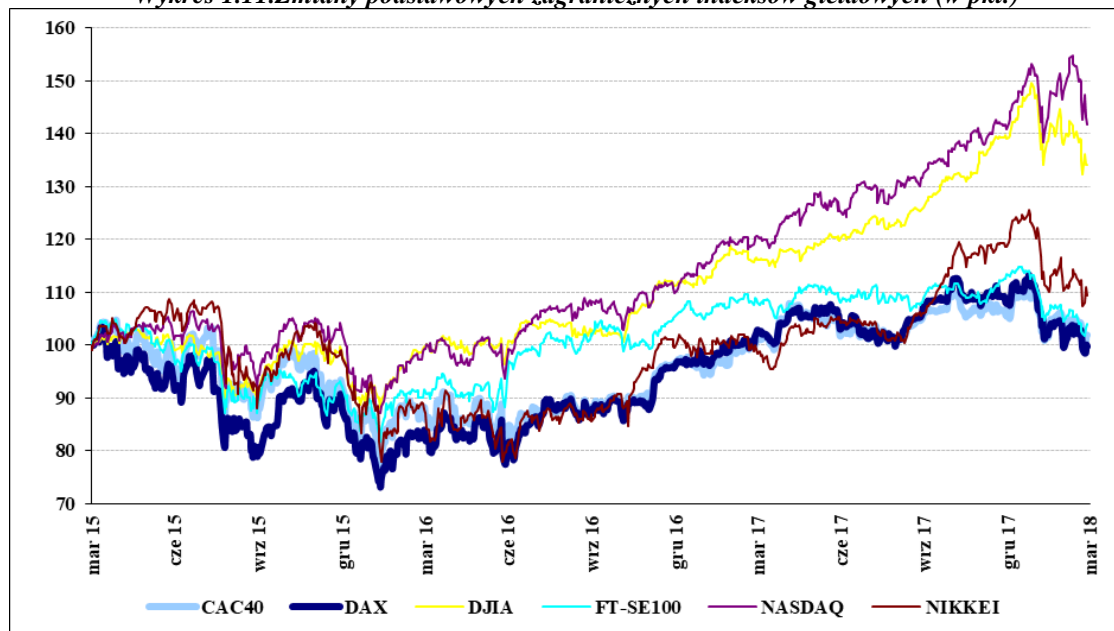
<b>Rok</b>	<b>I-III 2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Liczba spółek	478	482	487	487
w tym zagraniczne	50	50	53	54
liczba debiutów	2	15	19	30
liczba wycofań	7	20	19	13
<b>Wartości indeksów</b>				
WIG30	2 557	2 825	2 243	2 076
WIG20	2 210	2 461	1 948	1 859
mWIG40	5 575	5 932	4 216	3 567
sWIG80	16 413	16 895	14 259	13 211
WIG	58 377	63 746	51 754	46 467
<b>Stopy zwrotu indeksów</b>				
WIG30 (%)	-9,51%	25,94%	8,08%	-16,56%
WIG20 (%)	-10,19%	26,35%	4,77%	-19,72%
mWIG40 (%)	-6,02%	40,72%	18,18%	2,40%
sWIG80 (%)	-2,85%	18,48%	7,93%	9,11%
WIG (%)	-8,42%	23,17%	11,38%	-9,62%
<b>Kapitalizacja (w mln zł)</b>				
Spółki łącznie	1 302 203	1 379 858	1 115 720	1 082 862
Krajowe	607 650	670 976	557 124	516 785
Zagraniczne	694 553	708 882	558 596	566 077
<b>Obroty</b>				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	55 203	260 978	202 293	225 287
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	53 707	236 437	189 451	203 464

Zródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

## 1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na głównych rynkach kapitałowych na świecie była w omawianym okresie korzystniejsza niż w Polsce, wszystkie najważniejsze indeksy zagraniczne odnotowały wzrosty, choć zdecydowanym liderem był indeks giełdy węgierskiej BUX, który wzrósł o blisko 90%, brazylijski indeks BOVESPA – wzrost o 67% i NASDAQ, który wzrósł o 44%. Najstabsze wzrosty odnotowały indeksy giełd w Mediolanie i Zurychu.

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



Wartość na dzień 31.03.2015 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Tabela 1.2. Indeksy GPW na tle indeksów światowych

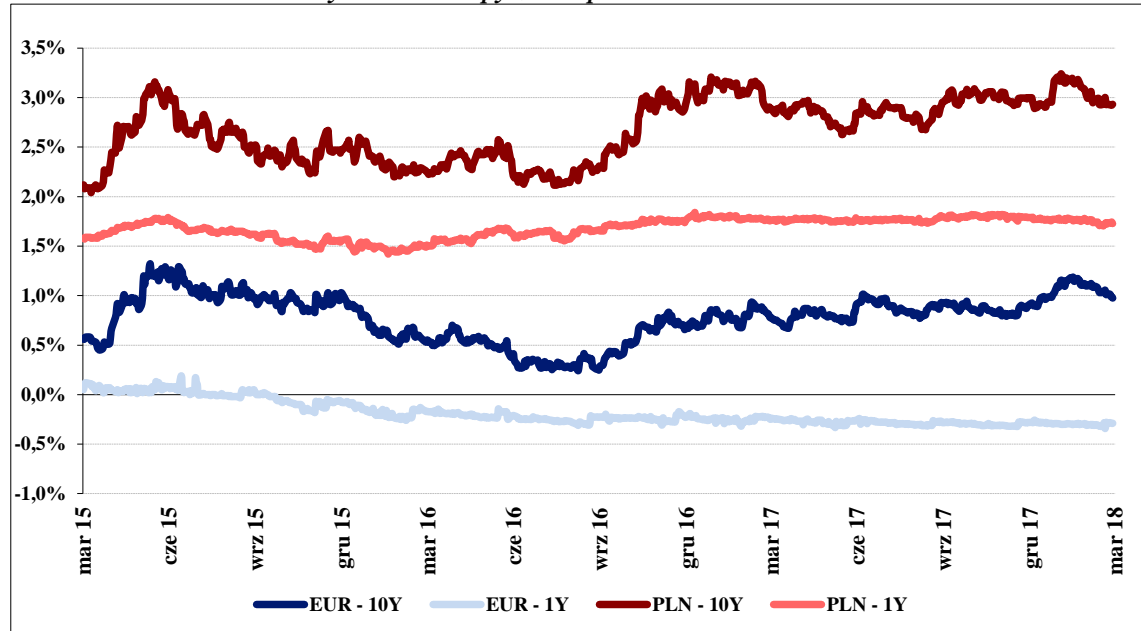
Indeks	Rynek	31.03.2015	29.03.2018	Zmiana
BUX	Budapest Stock Exchange	19 689	37 259	89,24%
BOVESPA	B3 Brasil Bolsa Balcao	51 150	85 366	66,89%
NASDAQ	New York Stock Exchange	4 901	7 063	44,13%
BIST 100	Borsa Istanbul	80 846	114 845	42,05%
SASESLCT	Santiago Stock Exchange	3 917	5 542	41,49%
DJIA	New York Stock Exchange	17 776	24 103	35,59%
AMEX_MAJ	NYSE & NYSE Arca	1 859	2 390	28,58%
SP500	NYSE & NASDAQ	2 068	2 641	27,71%
BUCHAREST SE BET	Bucharest Stock Exchange	7 073	8 680	22,72%
RUSSEL	Small capitalization composite	1 253	1 529	22,08%
HANGSENG	The Stock Exchange of Hong Kong Ltd.	24 901	30 093	20,85%
DJTA	New York Stock Exchange	8 741	10 397	18,93%
DJUA	New York Stock Exchange	587	693	17,98%
TOPIX	Tokyo Stock Exchange	1 543	1 704	10,43%
NIKKEI	Tokyo Stock Exchange	19 207	21 159	10,16%
PRAGUE SE SERIES	Prague stock exchange	1 034	1 124	8,73%
EOE	Euronext Amsterdam	489	530	8,20%
WIG	GPW w Warszawie	54 091	58 377	7,92%
B-SHARES	Shanghai Stock Exchange	311	325	4,55%
FT-SE100	London Stock Exchange	6 773	7 057	4,19%
TSE-300	Toronto Stock Exchange	14 902	15 367	3,12%
CAC40	Euronext Paris	5 034	5 167	2,66%
DAX	Deutsche Börse Frankfurt	11 966	12 097	1,09%
FTSE MIB	Borsa italiana Milan	23 157	22 411	-3,22%
SMI	SIX Swiss Exchange	9 129	8 741	-4,25%
WIG20	GPW w Warszawie	2 396	2 210	-7,74%

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym w obu przypadkach różnica między stopami instrumentów rocznych a dziesięcioletnich była zbliżona do jednego punktu procentowego przez większą część okresu. Na koniec pierwszego kwartału 2018 roku krótkookresowe stopy w strefie EURO były rekordowo niskie, przy czym już od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa instrumentów rocznych w strefie euro zeszła poniżej zera do poziomu -0,3%.

**W marcu 2018 r. roczna stopa zerokuponowa strefy euro wynosiła -0,29%.**

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

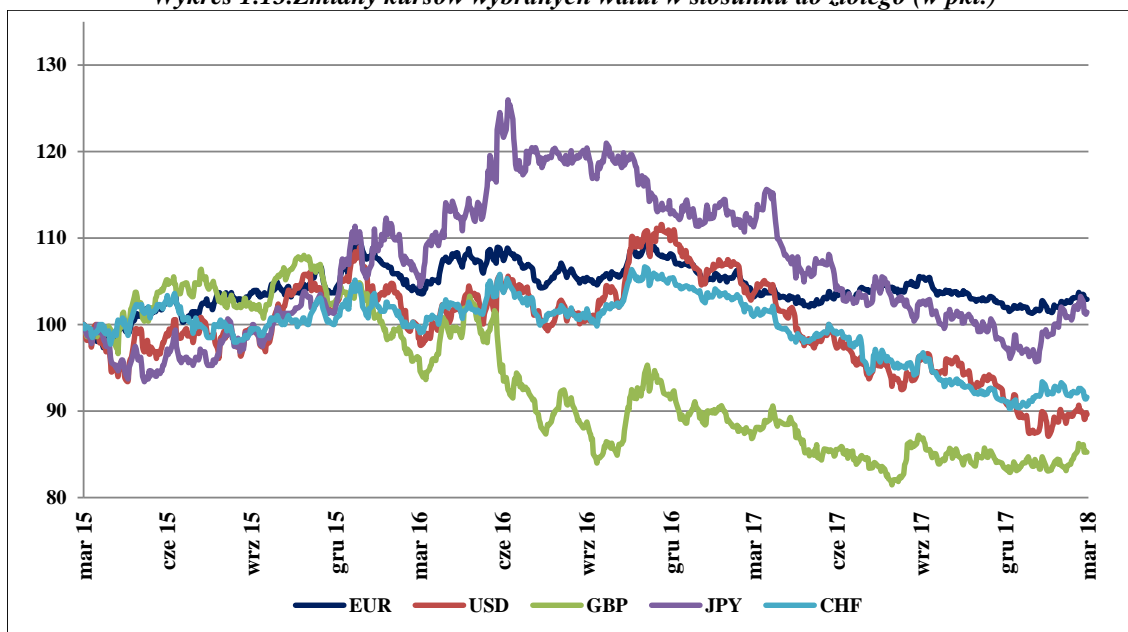


Źródło: Reuters

Okres od marca 2015 do marca 2018 roku to czas dużych wahań kursu polskiej waluty. Wynik brytyjskiego referendum o wyjściu z UE w czerwcu 2016 roku zaowocował znacznym osłabieniem funta w kolejnych miesiącach, lecz od połowy 2017 roku kurs brytyjskiej waluty pozostaje stabilny. Rozpoczęcie przez FED cyklu podwyżek stóp procentowych w USA to kolejne umocnienie się dolara względem reszty walut. Od początku 2017 roku obserwowano wyraźne umacnianie się polskiej waluty, szczególnie względem walut pozaeuropejskich, jednak trend ten wyhamował w pierwszym kwartale 2018 roku. W całym analizowanym okresie złotówka umocniła się względem funta, dolara i franka szwajcarskiego, pozostawała stabilna względem euro i jena.

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

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



Wartość na dzień 31.03.2015 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

## 2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

### 2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2018 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało blisko 16 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 roku. Od lutego 2014 roku obserwowano powolny, ale systematyczny spadek liczby członków OFE, bowiem tylko znikomy odsetek osób wchodzących na rynek pracy przystępuje do OFE.

Tabela 2.1. Zmiana liczby członków OFE

OFE	Liczba członków w dniu 31.03.2015	Saldo transferów	Umowy pierwszorazowe	Liczba członków w dniu 31.03.2018*
AEGON OFE	926 490	-767	36	1 822 538
Allianz Polska OFE	1 080 772	-213	243	1 057 132
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 662 145	-630	577	2 566 853
AXA OFE	1 156 056	-205	235	1 127 736
Generali OFE	1 004 286	-221	342	977 768
MetLife OFE	1 598 572	-211	443	1 549 455
Nationale-Nederlanden OFE	3 086 853	2 821	2 888	3 005 013
Nordea OFE**	993 523	81	205	-
Pekao OFE	337 591	-266	33	326 057
PKO BP Bankowy OFE	947 566	-10	299	920 076
OFE Pocztynion	587 994	-638	11	571 831
OFE PZU "Złota Jesień"	2 220 835	259	714	2 123 596
<b>Razem</b>	<b>16 602 683</b>	<b>0</b>	<b>6 026</b>	<b>16 048 055</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

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

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, OFE, obliczenia własne

W ciągu 36 miesięcy liczba członków spadła o 554,6 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 z wyjątkiem AEGON OFE nastąpił spadek liczby członków. AEGON OFE zanotował wzrost liczby członków w związku z przejęciem zarządzania nad funduszem NORDEA OFE, który został zlikwidowany z dniem 17 listopada 2017 roku. Największy spadek liczby członków odnotował OFE PZU „Złota Jesień” - liczba członków funduszu zmniejszyła się o 97,2 tys. czyli o 4,4%.

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 2,8 tys.

Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Ma to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE.



W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała 590 osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 7 083 członków.

Średnio w czasie sesji transferowej fundusz zmieniło 590 osób.

Do PFE należy 34,7 tys. członków.

## 2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2018 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 34,7 tys. członków. W ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 22,6%. 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 lub wypłacono uprawnionym.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	30.03.2018
PFE NESTLE POLSKA	3 056	-	-	-
PFE "Nowy Świat"	7 134	6 908	6 657	6 447
PFE Orange Polska	31 419	30 654	28 930	28 262
PFE UNILEVER POLSKA	3 218	3 376	3 489	-
<b>Razem</b>	<b>44 827</b>	<b>40 938</b>	<b>39 076</b>	<b>34 709</b>

Zródło: Sprawozdania PFE

## 2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec marca 2018 roku na rynku działało osiem DFE, do których należało prawie 99 tys. członków. Warto zauważyć, że w styczniu 2016 roku nastąpiło przejście zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU SA, 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 31 marca 2018 roku konta IKZE w DFE posiadało 93,9 tys. ubezpieczonych, natomiast konta IKE 3,8 tys., a około 1,3 tys. posiadało zarówno konto IKE, jak i IKZE.

Do DFE należy 98,9 tys. członków.

**Tabela 2.3. Liczba członków DFE**

<b>DFE</b>	<b>31.03.2015</b>	<b>31.03.2016</b>	<b>31.03.2017</b>	<b>30.03.2018</b>
Allianz DFE	700	799	927	1 013
Generali DFE	7	7	11	17
MetLife DFE	2 789	2 937	2 936	2 903
Nationale-Nederlanden DFE	1 190	3 025	5 221	8 108
Nordea DFE	466	44	-	-
DFE Pekao	10 673	12 270	14 140	15 591
PKO DFE	3 517	6 505	8 212	8 473
DFE Pocztylion Plus	3 076	3 115	3 100	3 886
DFE PZU	60 445	56 614	56 753	58 938
<b>Razem</b>	<b>82 863</b>	<b>85 316</b>	<b>91 300</b>	<b>98 929</b>

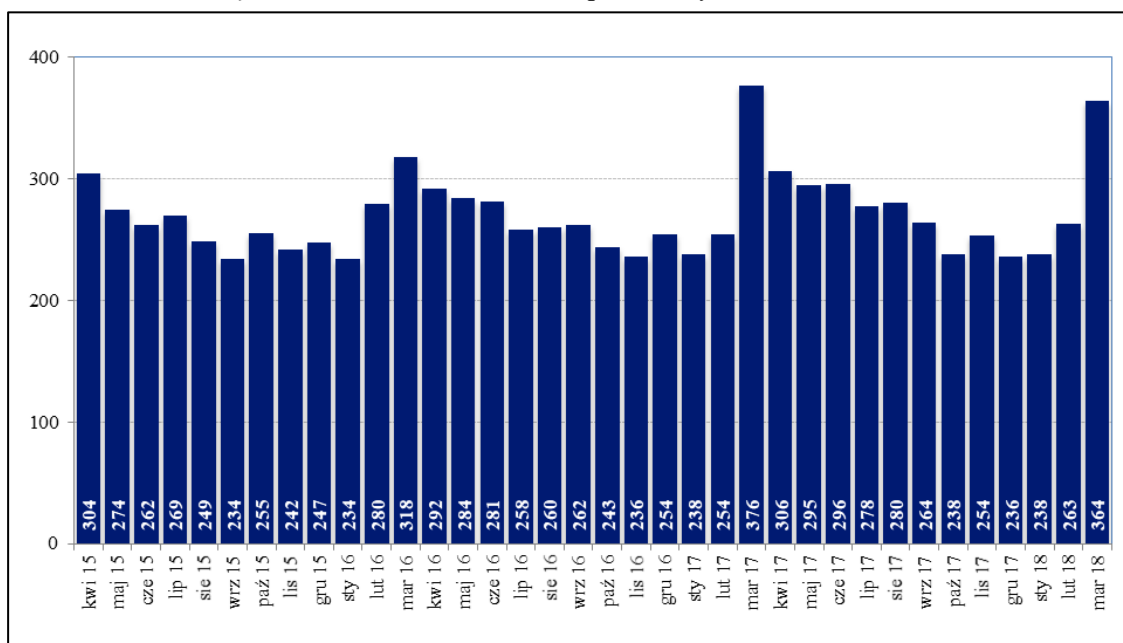
Zródło: Sprawozdania DFE

## 2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku kwietnia 2015 roku do końca marca 2018 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 270 mln zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w marcu 2017 roku (376 mln zł), zaś najmniejsza w styczniu 2016 roku (234 mln zł). Od lutego 2014 roku wskaźnik podstawy wymiaru składki wynosi 2,92%, z tym, że od lipca 2014 roku do OFE trafiają składki tylko tych członków, którzy w okresie od kwietnia do lipca 2014 roku lub od kwietnia do lipca 2016 roku złożyli w ZUS odpowiednie oświadczenie w tej kwestii.

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

Wykres 2.1. Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)

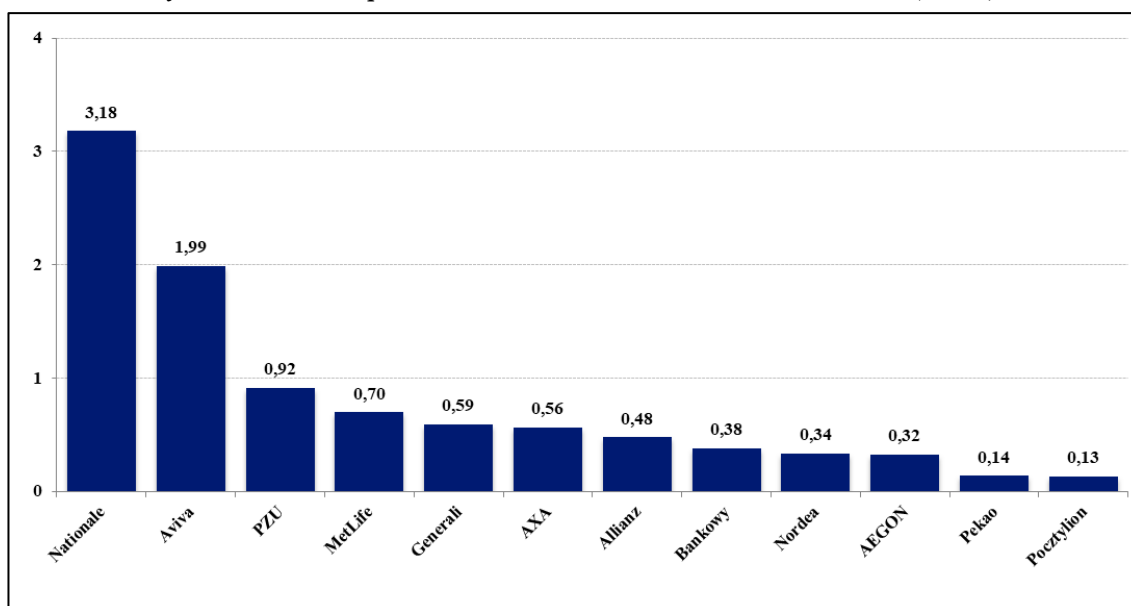


Źródło: Sprawozdania OFE

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

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

Wykres 2.2. Składki przekazane do OFE od 01.04.2015 do 31.03.2018 (mld zł)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

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

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

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

Nazwa OFE	2014	2015	2016	2017	I-III 2018	Razem
AEGON	148,8	161,8	141,0	267,3	170,6	889,5
Allianz	148,4	164,8	145,3	248,8	90,6	797,9
Aviva	841,3	929,8	809,9	1 431,6	534,6	4 547,3
AXA	186,6	206,7	183,8	314,5	129,3	1 020,9
Generali	183,5	198,8	169,1	296,9	109,2	957,5
MetLife	389,6	423,8	359,6	624,0	218,1	2 015,1
Nationale-Nederlanden	776,4	847,2	729,5	1 288,4	477,4	4 118,9
Nordea	128,5	142,8	126,8	195,0	-	593,1
Pekao	54,7	58,6	49,3	85,4	30,6	278,6
PKO BP Bankowy	136,8	156,0	139,2	246,0	90,5	768,5
Pocztynion	88,1	94,4	80,3	137,6	48,5	448,8
PZU	597,7	671,1	579,7	1 012,7	362,2	3 223,4
<b>Razem</b>	<b>3 680,4</b>	<b>4 055,7</b>	<b>3 513,7</b>	<b>6 148,3</b>	<b>2 261,6</b>	<b>19 659,6</b>

Zródło: Sprawozdania OFE

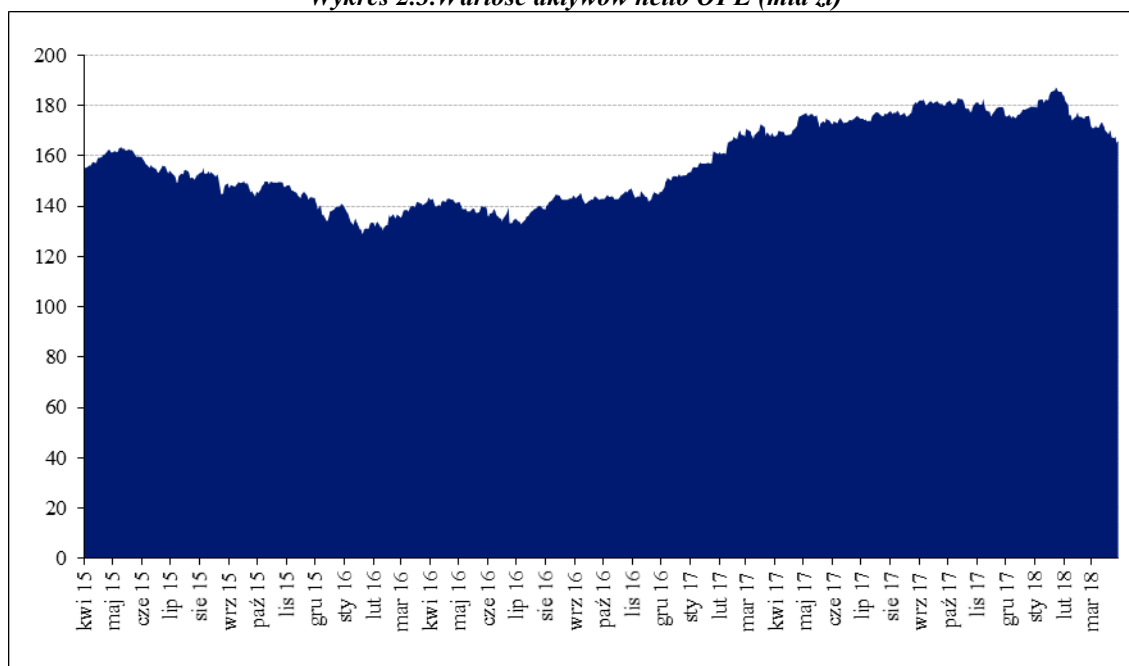
W wyniku obniżenia wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn, niewielka część członków OFE natychmiast osiągnęła wiek emerytalny, a kilka roczników zostało dodatkowo objętych mechanizmem suwaka bezpieczeństwa. Zaowocowało to z jednej strony spadkiem składek odprowadzanych do OFE,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

## 2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2018 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 165,7 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu ostatnich trzech lat o 10,6 mld zł.

**OFE miały  
165,7 mld zł  
aktywów  
netto.**

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Zródło: Dzielne sprawozdania OFE

Największe aktywa zgromadziły Nationale-Nederlanden OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU „Złota Jesień”, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec marca 2018 roku wyniósł 59,8%, co oznacza wzrost w ciągu trzech lat o ćwierć punktu procentowego. W wyniku przejęcia NORDEA OFE fundusz AEGON OFE zwiększył swoje aktywa o 118% i stał się czwartym co do wielkości aktywów funduszem na rynku (dla porównania trzy lata wcześniej AEGON OFE zajmował dziesiąte miejsce). Udział w rynku mierzony wielkością aktywów w przypadku AEGON OFE wzrósł w związku z powyższym o 4,4 punktu procentowego i na koniec marca 2018 roku wyniósł 8,6%.

Drugim funduszem, który zanotował wzrost udziału w rynku był Nationale-Nederlanden OFE (wzrost o 0,74 pkt. proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował OFE PZU „Złota Jesień” (-0,27 pkt. proc.) i Aviva OFE Aviva BZ WBK (-0,22 pkt. proc.).

**Trzy  
największe  
OFE  
posiadały  
60% rynku.**

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE

Nazwa OFE	31.03.2015		30.03.2018	
	wartość (mld zł)	udział w rynku	wartość (mld zł)	udział w rynku
AEGON	6,5	4,2%	14,2	8,6%
Allianz	6,9	4,4%	7,5	4,5%
Aviva	34,5	22,2%	36,5	22,0%
AXA	9,9	6,4%	10,7	6,5%
Generali	7,8	5,0%	8,1	4,9%
MetLife	12,4	8,0%	13,1	7,9%
Nationale-Nederlanden	37,6	24,2%	41,3	24,9%
Nordea	7,1	4,6%	-	-
Pekao	2,3	1,5%	2,4	1,5%
PKO BP Bankowy	6,9	4,5%	7,5	4,5%
Pocztynion	2,9	1,9%	3,0	1,8%
PZU	20,4	13,2%	21,3	12,9%
<b>Razem</b>	<b>155,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>165,7</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

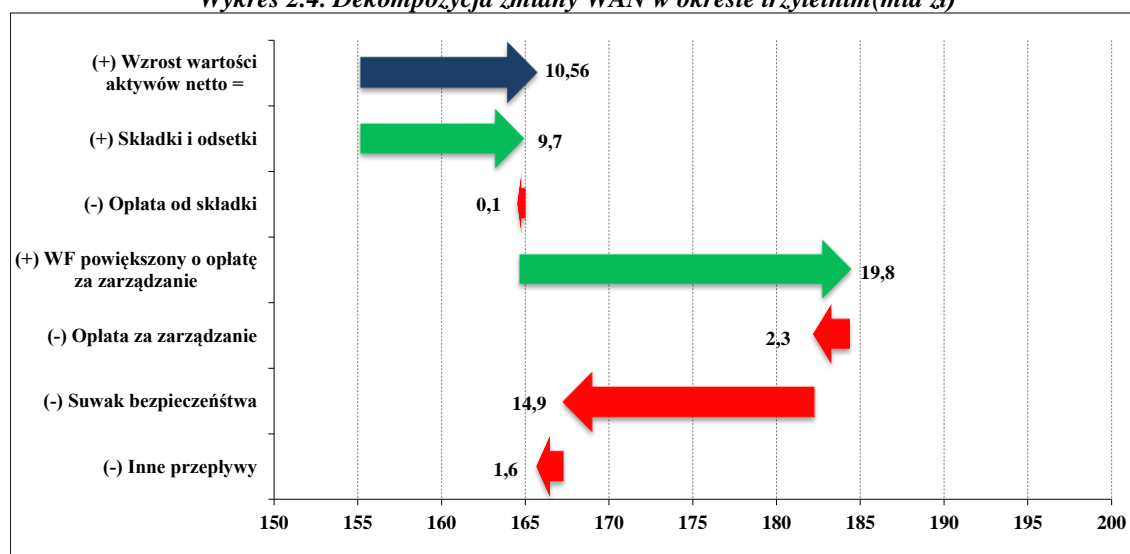
Wzrost aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 10,6 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 9,7 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 17,5 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota blisko 19,8 mld zł).

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

W okresie od kwietnia 2015 roku do końca marca 2018 roku OFE przekazały do ZUS 14,9 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.

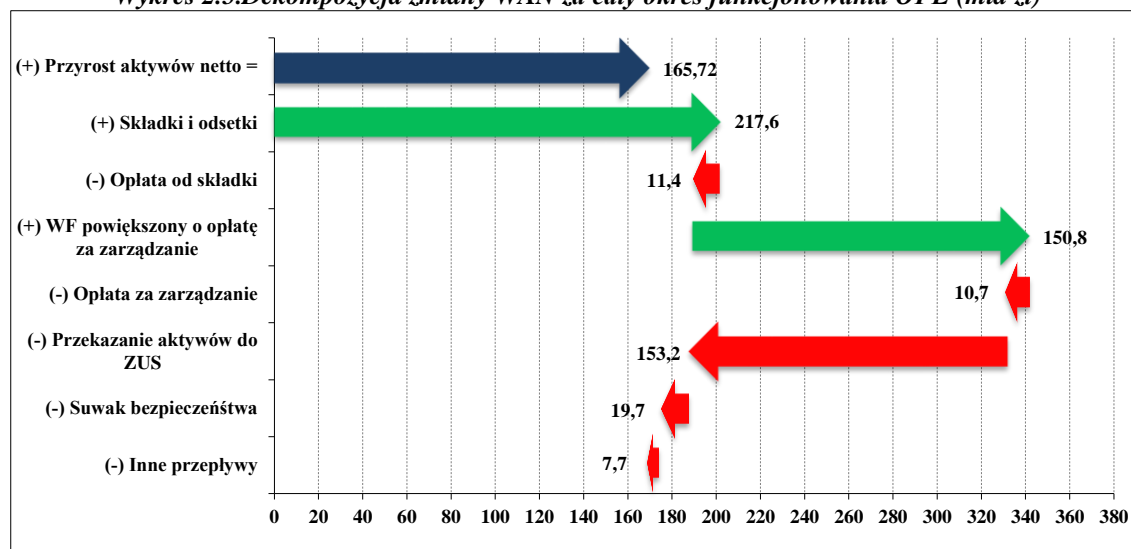
Wykres 2.4. Dekompozycja zmiany WAN w okresie trzyletnim (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2018 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (217,6 mld zł). Kolejne przepływy to aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) zmniejszające poziom aktywów oraz wynik finansowy netto (140,1 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie jest to kwota 150,8 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 (10,7 mld zł). Pozostałe przepływy pomniejszające aktywa OFE wyniosły 7,7 mld zł.

Wykres 2.5. Dekompozycja zmiany WAN za cały okres funkcjonowania OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, ZUS, obliczenia własne

Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w 2014 roku na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości blisko 1 mld zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE. Ponadto, w związku z faktem, że wypłaty emerytur okresowych realizowane były przez ZUS, całość kapitałów w OFE należąca do osób, którym wypłacano te emerytury została uprzednio przekazana z OFE do ZUS, przyczyniając się także do spadku wartości aktywów OFE.

## 2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec marca 2018 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł. Oznacza to spadek w okresie trzech lat o 1%. Na poziom tej zmiany miał wpływ z jednej strony dodatni wynik inwestycyjny 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 marca 2018 roku 1,1% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych. Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Orange Polska. Na koniec marca 2018 roku dysponował on aktywami o wartości 1,4 mld zł, co dawało mu 75,4% udziału w rynku.



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

PFE	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	30.03.2018
PFE NESTLE POLSKA	54 206,9	0,0	0,0	-
PFE "Nowy Świat"	421 159,3	416 703,7	441 274,2	448 069,4
PFE Orange Polska	1 301 589,2	1 287 902,5	1 318 882,4	1 375 299,7
PFE UNILEVER Polska	64 991,5	71 608,2	82 433,0	0,1
<b>Razem</b>	<b>1 841 946,9</b>	<b>1 776 214,4</b>	<b>1 842 589,6</b>	<b>1 823 369,1</b>

Źródło: Sprawozdania PFE

## 2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na dzień 30 marca 2018 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało osiem podmiotów. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU SA, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Łączna wartość aktywów netto DFE na koniec analizowanego okresu kształtowała się na poziomie 316,1 mln zł.

**Aktywa netto  
DFE  
wyniosły  
316,1 mln zł.**

**Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)**

DFE	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	30.03.2018
Allianz DFE	4 163,6	5 916,6	9 135,2	12 286,3
Generali DFE	66,5	101,0	197,9	368,0
MetLife DFE	22 268,3	24 361,0	29 967,9	33 393,4
Nationale-Nederlanden DFE	7 074,3	17 990,7	45 533,7	77 733,1
Nordea DFE	2 432,9	125,5	-	-
DFE Pekao	15 672,6	31 924,4	60 210,8	84 463,0
PKO DFE	7 227,1	20 089,0	39 003,5	57 721,6
DFE Pocztylion Plus	581,8	833,4	1 137,4	1 550,9
DFE PZU	10 845,8	18 121,8	32 111,0	48 607,2
<b>Razem</b>	<b>70 332,9</b>	<b>119 463,3</b>	<b>217 297,4</b>	<b>316 123,5</b>

Źródło: Sprawozdania DFE

### 3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

#### 3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 11,4% w okresie trzech lat.

W dniu 17 kwietnia 2018 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 31 marca 2015 roku do 30 marca 2018 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z października 2017 roku, wyniki wszystkich funduszy uległy pogorszeniu. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 11,424%. Było to już dwudzieste ósme ustalenie przez organ nadzoru średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres obejmujący 3 lata dokonywane w okresach półrocznych. Należy również odnotować fakt, iż w wyniku zmian prawnych organ nadzoru nie ustala od 2014 roku wysokości minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 14,38% uzyskał MetLife OFE, a najniższą 7,24% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 7,1 pkt. proc. i była niższa o ok. 2,5 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF trzyletnich stóp zwrotu.

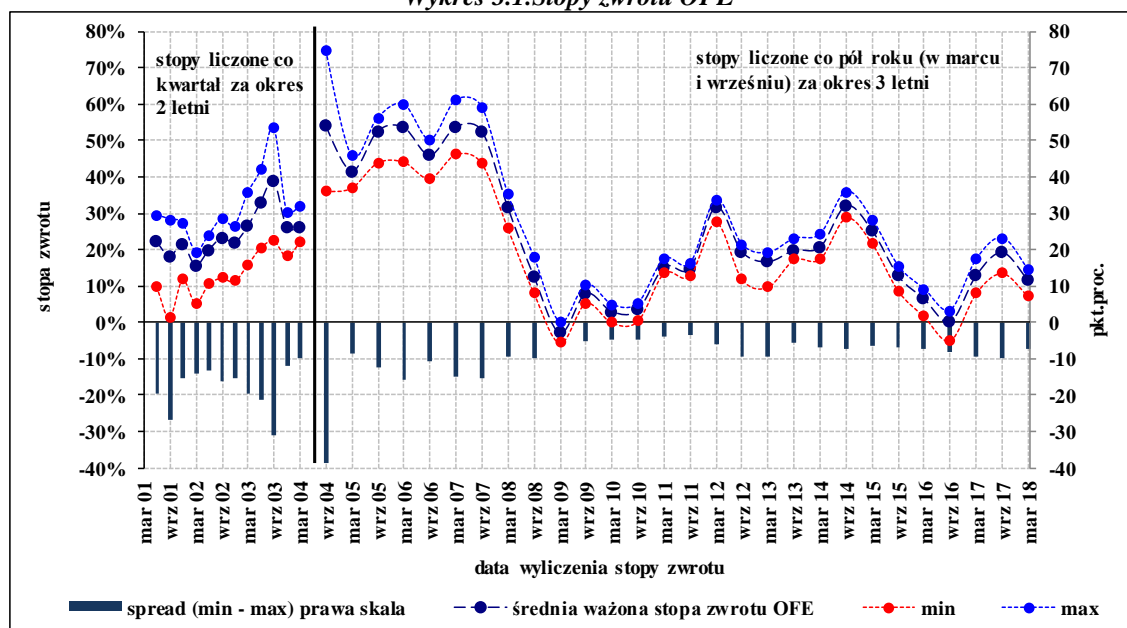
Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 7,1 pkt. proc.

*Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE*

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	31.03.2015	30.03.2018	
MetLife OFE	37,82	43,26	14,384%
OFE PZU „Złota Jesień”	38,21	43,64	14,211%
PKO BP Bankowy OFE	37,84	42,57	12,500%
Allianz Polska OFE	36,56	40,95	12,008%
AXA OFE	38,25	42,71	11,660%
OFE Pocztylion	34,76	38,64	11,162%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	37,92	42,07	10,944%
Nationale-Nederlanden OFE	40,99	45,41	10,783%
Pekao OFE	35,71	39,24	9,885%
AEGON OFE	37,13	39,84	7,299%
Generali OFE	39,24	42,08	7,238%
<b>Średnia ważona stopa zwrotu OFE</b>			<b>11,424%</b>
<b>Zmiana wartości indeksu WIG</b>			<b>7,924%</b>
<b>Zmiana wartości indeksu WIG20</b>			<b>-7,745%</b>
<b>Zmiana wartości indeksu WIG20TR</b>			<b>0,205%</b>
<b>Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government</b>			<b>6,591%</b>

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Stopy zwrotu OFE\*



\* Zgodnie z przepisami prawa do marca 2004 roku wyluczana była stopa zwrotu za okres 2 lat na ostatni dzień roboczy kwartału, od września 2004 roku wyluczana 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 wyluczany 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 premiovego oblicza się jako iloraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który uzyskał najniższą stopę zwrotu oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusze o najwyższej i najniższej stopie zwrotu.

Tabela 3.2. Podział rachunku premiowego od 31.03.2015 do 30.03.2018 (w mln zł)

Nazwa OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	Łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	28,7	41,7	70,5
Aviva OFE Aviva BZ WBK	30,0	33,1	63,1
OFE PZU "Złota Jesień"	27,5	9,9	37,4
MetLife OFE	22,7	0,2	22,9
AXA OFE	13,4	5,0	18,4
Generali OFE	0,3	13,7	14,0
Nordea OFE	8,1	2,8	10,9
AEGON OFE	2,7	11,3	14,0
PKO BP Bankowy OFE	11,5	1,4	13,0
Allianz Polska OFE	8,4	4,6	13,0
OFE Pocztylion	3,1	2,2	5,3
Pekao OFE	1,3	2,9	4,2
<b>Razem OFE</b>	<b>157,7</b>	<b>129,0</b>	<b>286,8</b>

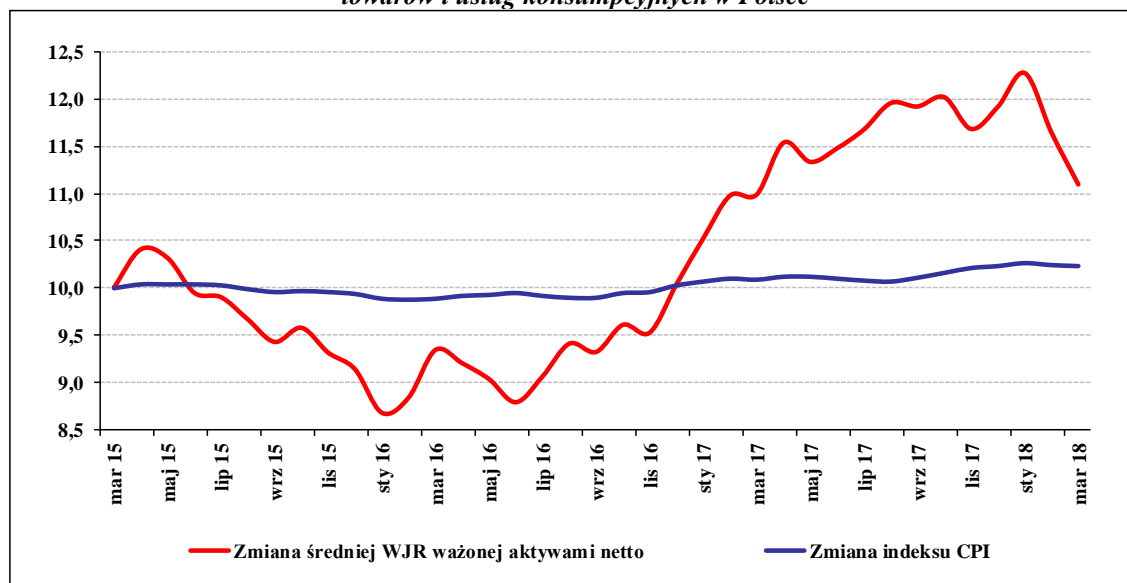
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

**W badanym okresie 55% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.**

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 31 marca 2015 do 30 marca 2018 roku, wyniosła blisko 287 mln zł, z czego 158 mln zł zostało przeniesione na rachunki rezerwowe, a 129 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: 55% środków przekazano do PTE, 45% powróciło do OFE.

Nominalna stopa zwrotu ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto na początku badanego okresu, do czerwca 2015 roku, była wyższa od zmiany wartości wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index, CPI*). Niekorzystna koniunktura na krajowej giełdzie papierów wartościowych, która pojawiła się w trzecim kwartale 2015 roku i utrzymywała się przez następne miesiące przyczyniła się do słabszych wyników OFE i w konsekwencji do spadku nominalnej stopy zwrotu OFE poniżej zmiany wartości wskaźnika CPI. W końcówce 2016 roku na krajowej giełdzie papierów wartościowych można było zaobserwować hossę, która utrzymywała się również w 2017 roku i na początku 2018 roku. 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 8,4%.

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



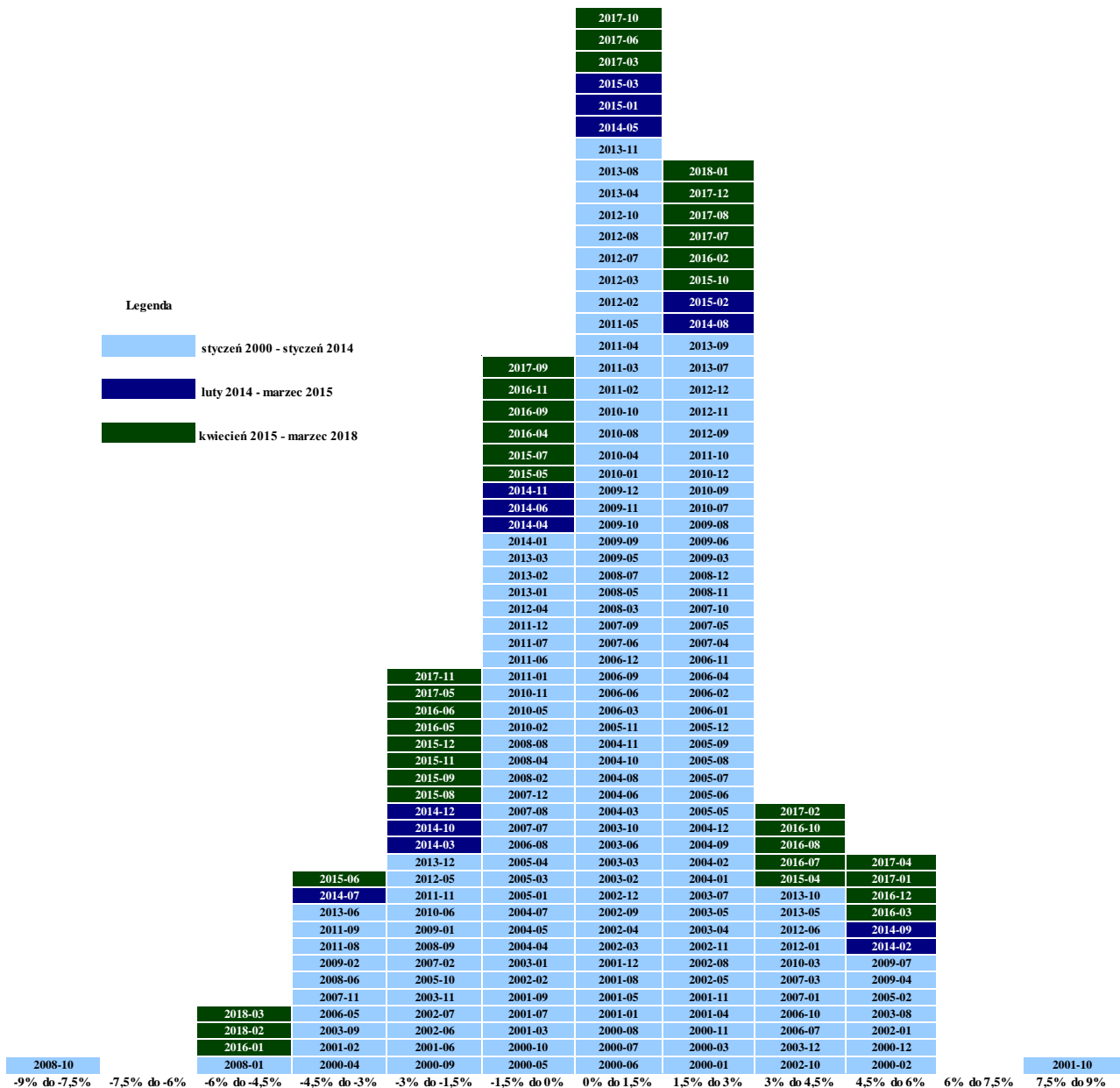
31.03.2015=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do marca 2018 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale przeważają stopy dodatnie. Należy podkreślić tutaj fakt, iż obserwowane wartości stóp zwrotu OFE są skupione wokół swojej średniej, a sam histogram posiada wysmukły kształt.

Stopy zwrotu z okresu od lutego 2014 roku do marca 2015 roku oznaczono kolorem granatowym – pierwsze czternaście 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 kwietnia 2015 roku do marca 2018 roku kolorem ciemnozielonym. Analizując histogram, warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Był to najgorszy miesiąc w historii OFE. Stopa na poziomie  $-8,3\%$  odchyła się o 3,2 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2016 roku i luty 2018 roku, stopa zwrotu  $-5,1\%$ ). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie  $8,2\%$  pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 50 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – marzec 2018) 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 2015 roku co najmniej 55%, w 2016 roku co najmniej 35%, a w 2017 roku odpowiednio 15%.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE



Inwestycje w spółki PKN ORLEN, PKO BP i CD PROJEKT pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Największe straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek PGE (sektor energetyczny), PEKAO (sektor bankowy) oraz KGHM POLSKA MIEDŹ (sektor górnictwa metali).

**Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty od 1.04.2015 do 30.03.2018**

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	4 634
PKO BP	akcje	2 671
CD PROJEKT	akcje	1 807
AMREST HOLDINGS	akcje	1 789
ING BANK ŚLĄSKI	akcje	1 776
LPP	akcje	955
ORBIS	akcje	938
GRUPA LOTOS	akcje	820
GRUPA KĘTY	akcje	689
ECHO INVESTMENT	akcje	659
LW BOGDANKA	akcje	-368
ORANGE POLSKA	akcje	-396
GRUPA AZOTY	akcje	-432
TAURON	akcje	-454
ENEA	akcje	-565
PKP CARGO	akcje	-690
GETIN NOBLE BANK	akcje	-862
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	-925
PEKAO	akcje	-1 237
PGE	akcje	-2 133

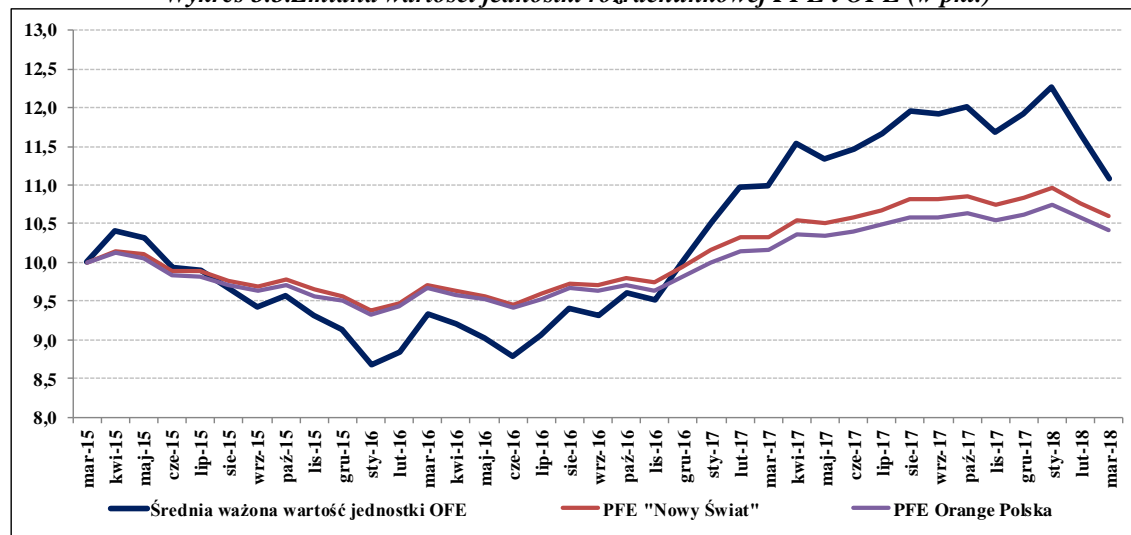
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

### 3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 4,2% (PFE Orange Polska) do 5,9% (PFE „NOWY ŚWIAT”). Wszystkie PFE w badanym okresie uzyskały wyniki niższe niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE. Średnia stopa zwrotu ważona aktywami netto PFE wyniosła 4,7% w okresie trzyletnim. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż pod koniec analizowanego okresu PFE UNILEVER POLSKA zmieniło formę swojej działalności. Aktywa i składki członków PFE UNILEVER POLSKA zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, a fundusz i zarządzające nim towarzystwo zostaną zlikwidowane.

**Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 4,2% do 5,9%.**

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



Wartość na dzień 31.03.2015 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

### 3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

Na koniec marca 2018 roku na rynku działało osiem dobrowolnych funduszy emerytalnych. W analizowanym okresie wyniki osiągnięte przez DFE były bardzo zróżnicowane pomiędzy podmiotami. Dwa fundusze uzyskały stopę zwrotu na poziomie ponad 20%, z kolei jeden fundusz zakończył analizowany trzyletni okres ujemną stopą zwrotu. Różnice te wynikały z odmiennej alokacji aktywów funduszu.

Tabela 3.4. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	31.03.2015	30.03.2018	
Allianz DFE*	12,59	14,63	16,20%
DFE Pekao	12,45	13,21	6,10%
DFE Pocztynion Plus	10,89	11,03	1,29%
DFE PZU	22,85	28,46	24,55%
Generali DFE	11,23	13,27	18,17%
MetLife DFE	24,71	24,28	-1,74%
Nationale-Nederlanden DFE	18,33	22,82	24,50%
PKO DFE	14,12	15,27	8,14%

\*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE



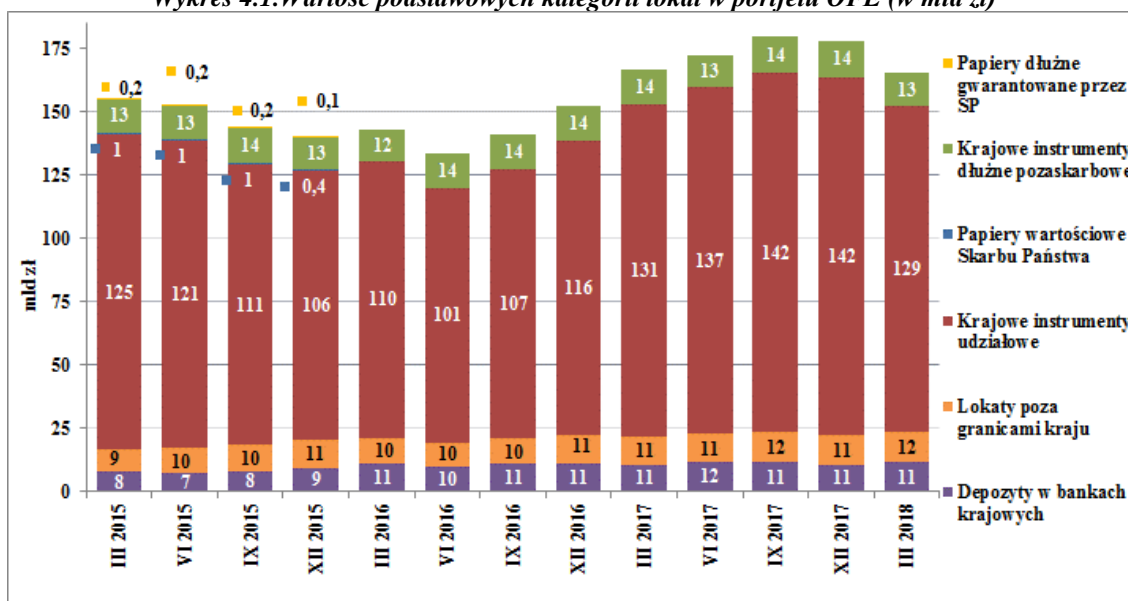
## 4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

### 4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

#### 4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

W analizowanym okresie struktura portfeli inwestycyjnych OFE pozostawała stabilna. Niewielkie wahania udziałów poszczególnych kategorii lokat wynikały w głównej mierze ze zmian kursów akcji notowanych na GPW w Warszawie. Instrumenty te stanowiły bowiem największą część portfela inwestycyjnego OFE.

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



1 lutego 2014 roku OFE zmieniły swój profil ryzyka na fundusz akcyjny.

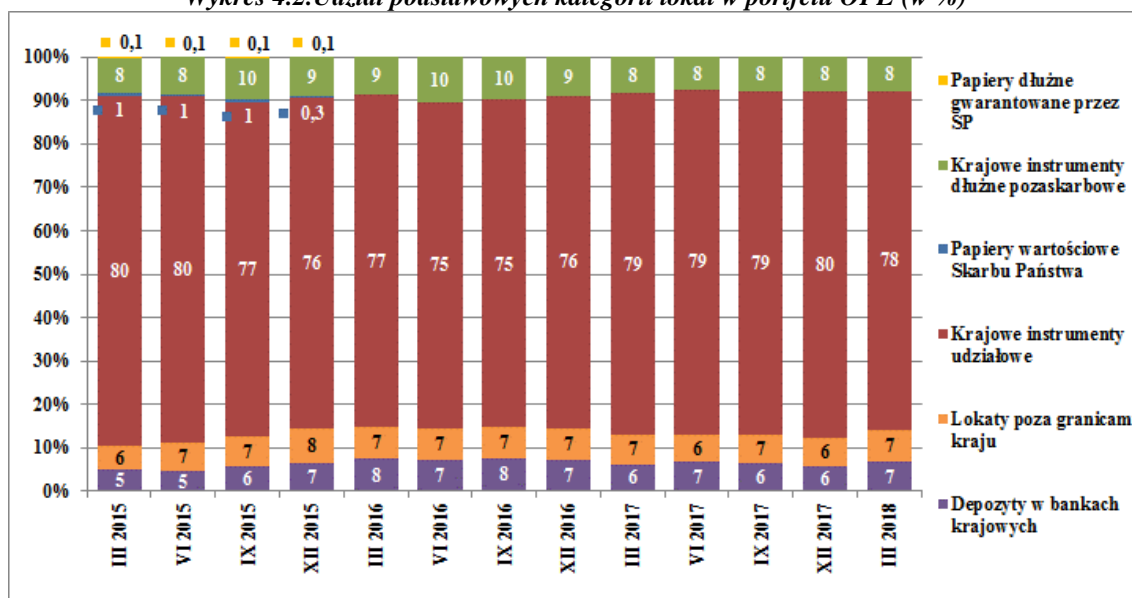
Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe, bankowe papiery wartościowe jako papiery dłużne  
 Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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 ryzyko rynkowe.

Od października 2014 roku, OFE rozpoczęły przekazywanie środków do ZUS w ramach tzw. „suwaka”. We wszystkich OFE wartość środków przekazanych do ZUS w związku z „suwakiem” była wyższa niż wartość składek wpłacanych do funduszu.

Poprawa koniunktury na GPW w Warszawie od połowy 2016 roku, spowodowała dynamiczny wzrost wyceny akcji w portfelach OFE, a tym samym znaczące zwiększenie ich wartości do prawie 180 mld zł na koniec września 2017 roku. Korekta cen akcji w I kwartale 2018 roku spowodowała spadek wyceny części akcyjnej portfeli OFE prawie o 10%. O dwa punkty procentowe zmniejszył się też udział wartości krajowych instrumentów udziałowych w portfelach OFE.

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



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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym trzyletnim okresie w strukturze lokat OFE dominowały krajowe instrumenty udziałowe, które stanowiły około 80% wartości portfela. Część dłużna stanowiła około 10%, depozyty od 5% do 8%. Wartość lokat OFE poza granicami kraju oscylowała około poziomu 10 mld zł i 7% udziału wartości portfela OFE.

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

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.03.2018

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	128 573,7	77,8%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	11 968,4	7,2%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	11 399,8	6,9%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	4 163,6	2,5%
Hipoteczne listy zastawne	2 485,5	1,5%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	2 137,1	1,3%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	1 554,0	0,9%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	635,3	0,4%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	514,3	0,3%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	482,6	0,3%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	459,3	0,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	319,0	0,2%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	234,1	0,1%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	126,7	0,08%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	66,4	0,04%

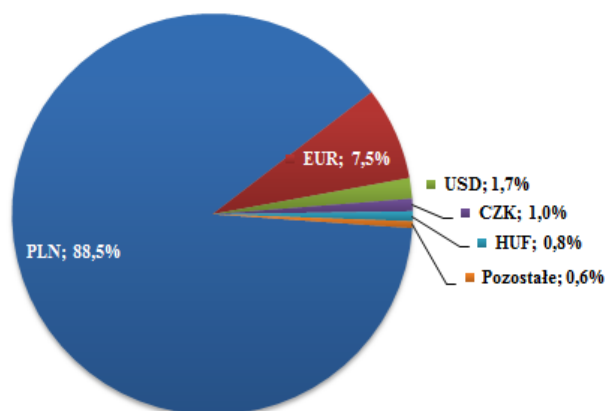
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	64,9	0,04%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	59,9	0,04%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	25,4	0,02%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	15,0	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	14,6	0,01%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	13,4	0,01%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	10,0	0,01%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	1,0	0,0006%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	0,3	0,0002%
<b>Suma</b>	<b>165 324,4</b>	<b>100,00%</b>

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 30 marca 2018 roku OFE ulokowały ponad 88% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. Wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, w następnej kolejności w dolarach amerykańskich, czeskiej koronie lub węgierskim forincie, w mniejszym stopniu w innych walutach. Do tej kategorii lokat zaliczają się również instrumenty finansowe notowane na warszawskiej GPW w ramach tzw. *dual listingu*, których wartość na koniec marca 2018 roku wynosiła 6,8 mld zł, co stanowiło 4,2% portfela OFE.

**88% lokat OFE denominowanych jest w walucie krajowej.**

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.03.2018

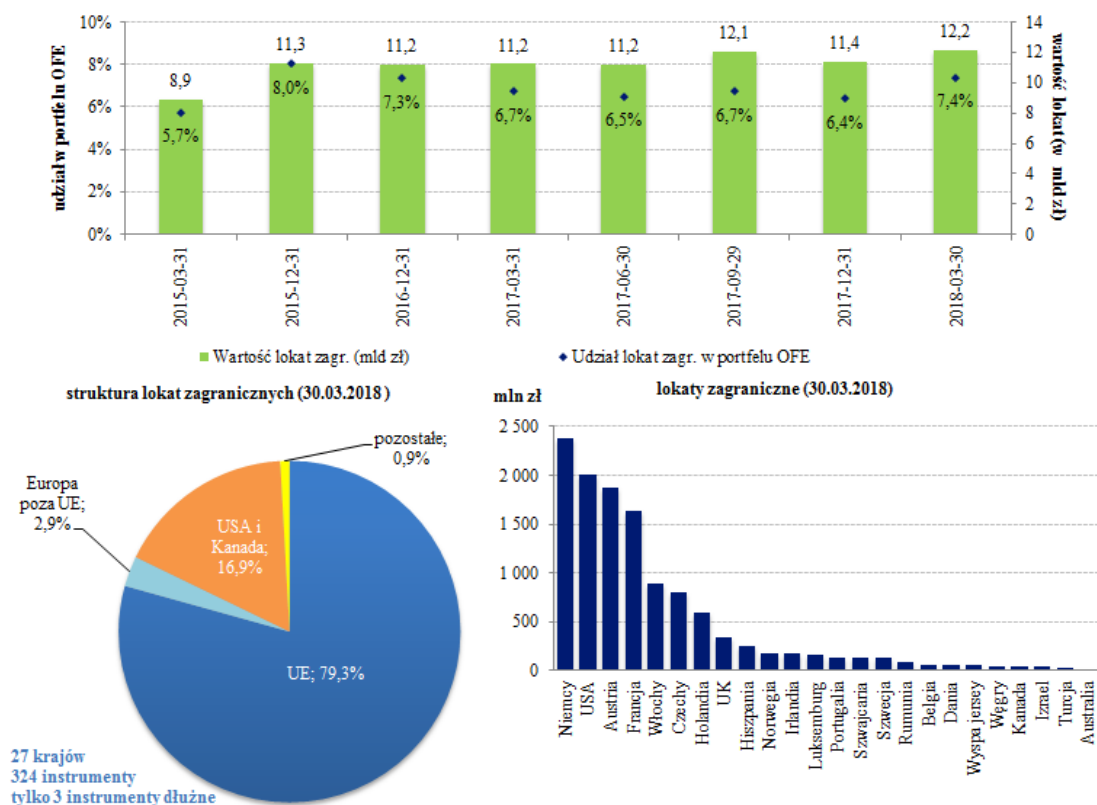


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 30 marca 2018 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości ponad 12 mld zł, co stanowiło ponad 7% wartości całego portfela. W tej kwocie 99% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 324 instrumenty finansowe emitentów z 27 krajów. W analizowanym okresie trzyletnim poziom zaangażowania w ten rodzaj lokat był stabilny. Aktywność OFE poza granicami kraju jest próbą dywersyfikacji portfeli przez zarządzających, a większa płynność nabywanych tam instrumentów ułatwia przebudowywanie portfela.

Na koniec marca 2018 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z Niemiec i USA (w sumie 36%) oraz Austrii i Francji. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej - 79% portfela lokat poza granicami kraju.

Wykres 4.4. Inwestycje OFE poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

### Limity inwestycyjne

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

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.

Od 1 stycznia 2018 roku nie obowiązuje limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe. Ze względu na skalę zaangażowania na GPW, OFE nie mają możliwości szybkiego przebudowania swoich portfeli bez wpływu na poziom cen akcji. Ponadto, zakaz inwestycji w papiery skarbowe 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 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.03.2018**

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
1. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	lokaty niedozwolone
2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	
3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
5. Depozyty bankowe w walucie polskiej	11 399,8	6,87%	20%
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	0,3	0,00%	
7. Akcje spółek notowanych na krajowym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	128 643,6	77,49%	nie mniej niż: 75% do 31.12.2014, 55% do 31.12.2015, 35% do 31.12.2016, 15% do 31.12.2017, od 1.01.2018 – brak limitu
8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym	13,4	0,01%	
9. Akcje spółek notowanych na zagranicznym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	11 968,4	7,21%	
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	25,4	0,02%	
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	10%
13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	15%
14. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	482,6	0,29%	40%
16. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	-	-	
17. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	1 788,2	1,08%	20%
18. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD	-	-	
19. Krajowe obligacje przychodowe	66,4	0,04%	20%
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	126,7	0,08%	
21. Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	459,3	0,28%	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	-	-	
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	635,3	0,38%	10%

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
24. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw	-	-	
25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22	4 178,6	2,52%	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	319,0	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	14,6	0,0%	
29. Krajowe listy zastawne	2 485,5	1,50%	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	64,9	0,04%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	-	-	lokaty niedozwolone jeśli są gwarantowane przez Skarb Państwa
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK	2 651,4	1,60%	
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0%
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	1,0	0,00%	-
Pozostałe składniki aktywów	697,8	0,4%	-
<b>Aktywa</b>	<b>166 022,1</b>	<b>100,0%</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 niepubliczne certyfikaty emitowane przez FIZ i 1 % na lokaty emitowane przez jeden FIZ,

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

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

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

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

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

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

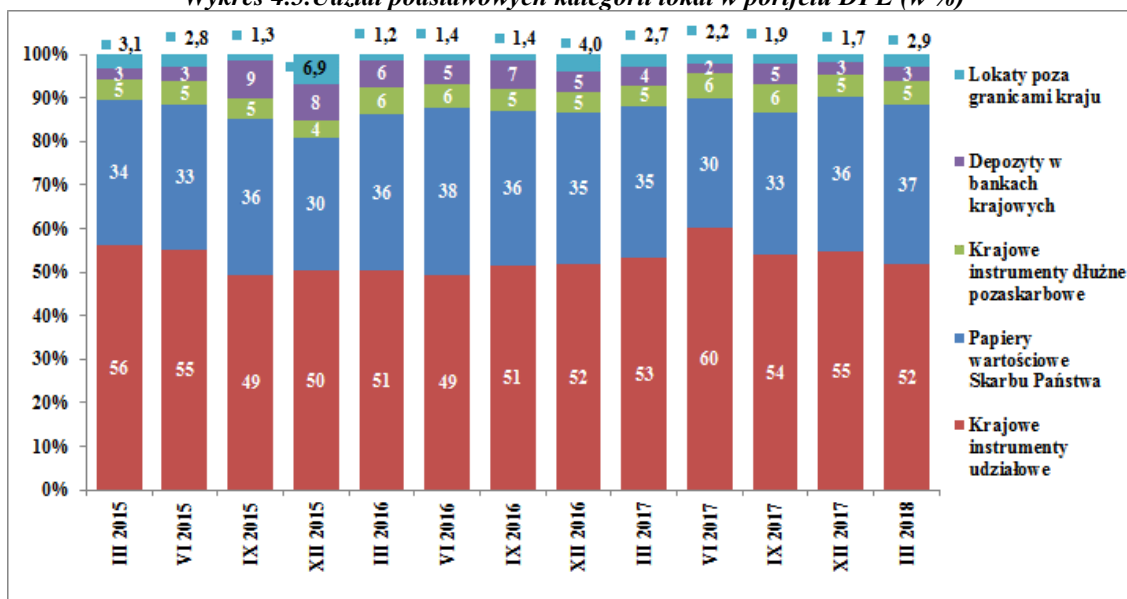
#### 4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

Od 2012 roku na rynku funkcjonują dobrowolne fundusze emerytalne, których członkowie mają możliwość gromadzenia środków na emeryturę w ramach tzw. III filara. Na koniec marca 2018 roku wartość portfela DFE osiągnęła prawie 315 mln zł.

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec analizowanego okresu krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 52% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 37%. Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE dominowały obligacje o stałym oprocentowaniu (21% wartości całego portfela DFE), o połowę mniejszy był portfel obligacji o zmiennym oprocentowaniu. W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne – prawie 5% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane 3% portfela DFE.

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

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



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Poziom zaangażowania DFE w lokaty poza granicami kraju był relatywnie niski, w analizowanym okresie rzadko przekraczał on 3% wartości portfela. Wyjątkiem był IV kwartał 2015 roku. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym. Na koniec marca 2018 roku okresu stanowiły one 2,9% wartości portfela DFE.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.03.2018

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	160 283	50,9%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	66 403	21,1%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	31 899	10,1%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	17 037	5,4%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	15 112	4,8%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	10 389	3,3%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	9 122	2,9%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	1 375	0,4%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	1 226	0,4%

Kategoria lokat	Wartość (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	918	0,3%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	538	0,2%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	213	0,1%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	164	0,1%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	101	0,0%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	25	0,0%
<b>Suma</b>	<b>314 804</b>	<b>100,0%</b>

Zródło: Sprawozdania finansowe DFE

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

**DFE różnią się realizowaną polityką inwestycyjną i profilem ryzyka.**

Tabela 4.4. Zróźnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 30.03.2018

Rodzaj lokat	Udział w portfelu DFE		
	minimum	średnia	maksimum
Papiery wartościowe Skarbu Państwa	5,5%	35,9%	59,5%
Krajowe instrumenty udziałowe	34,7%	51,0%	68,0%
Krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe	0,0%	6,6%	34,7%
Krajowe depozyty bankowe	0,0%	3,3%	10,4%
Zagraniczne instrumenty udziałowe	0,0%	3,1%	11,2%

Zródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 30 marca 2018 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 35% do 68% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 5% do 60%. Niektóre fundusze nie posiadały lokat w depozyty bankowe, dłużne instrumenty pozaskarbowe bądź lokat poza granicami kraju.



**4.1.4 Pracownicze fundusze emerytalne**

Na 30 marca 2018 roku wartość portfela pracowniczych funduszy emerytalnych wynosiła 1,8 mld zł. Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych były obligacje Skarbu Państwa (66%) i akcje notowane na GPW (26%).

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

**Tabela 4.5. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.03.2018 roku**

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	728,1	40,1%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	474,0	26,1%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	269,0	14,8%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	207,1	11,4%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	91,4	5,0%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	20,9	1,2%
Hipoteczne listy zastawne	15,1	0,8%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	5,9	0,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	2,1	0,1%
<b>Suma:</b>	<b>1 813,6</b>	<b>100,00%</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

W 2 pracowniczych funduszach emerytalnych profile ryzyka są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią maksymalnie 1/3 wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. Jeden fundusz posiada w portfelu lokaty w akcje zagraniczne, drugi pozaskarbowe instrumenty dłużne. Zaangażowanie w depozyty jest nieznaczne.

W przypadku jednego funduszu środki zostały przetransferowane do funduszy inwestycyjnych, a fundusz nie posiada żadnych lokat w swoim portfelu.

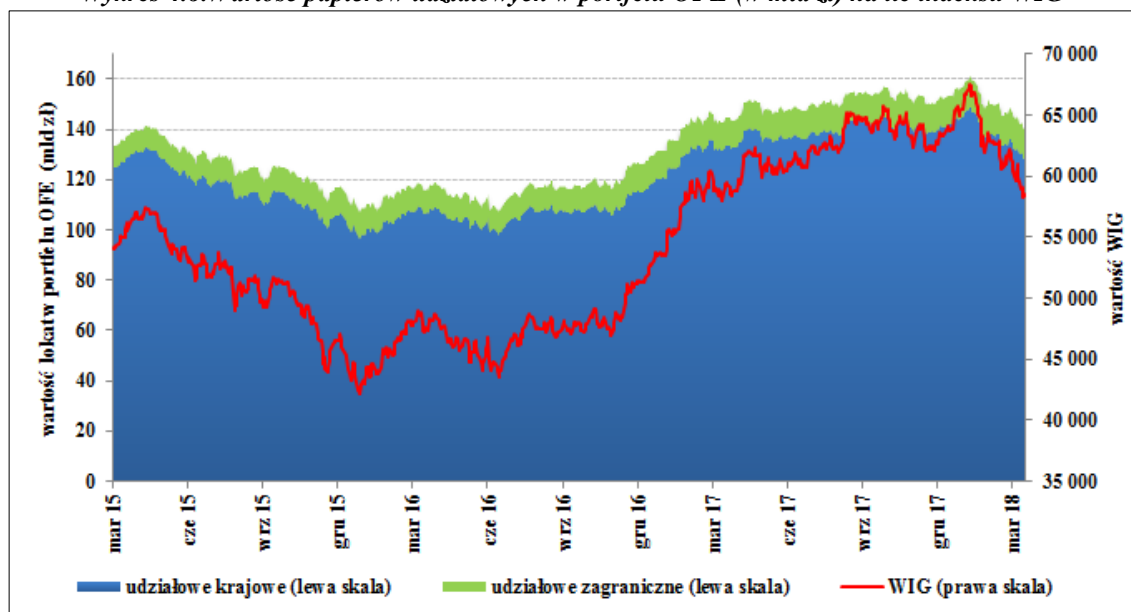
## 4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

**Papiery udziałowe stanowiły 85% portfela OFE.**

W analizowanym trzyletnim okresie wartość inwestycji OFE w krajowe i zagraniczne papiery wartościowe kształtowała się w przedziale 107 do 161 mld zł. Dynamiczne wzrosty cen akcji spółek na GPW w Warszawie od lipca 2016 roku do stycznia 2018 roku, bez większej korekty, spowodowały wzrost wartości tych lokat oraz zwiększenie ich udziału w portfelach OFE. Luty i marzec 2018 roku to czas korekty na GPW, co wpłynęło na obniżenie wartości akcji w portfelach OFE.

Przeniesienie ponad połowy aktywów otwartych funduszy emerytalnych do ZUS w 2014 roku spowodowało radykalną zmianę profilu ryzyka OFE, które stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Wobec zakazu inwestowania w obligacje skarbowe, OFE utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe. Na koniec marca 2018 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły ponad 85% wartości portfela OFE. Wynika to między innymi z wysokiego zaangażowania w spółki z GPW przy ograniczonych możliwościach zbycia dużych pakietów akcji, a także z ograniczonych alternatyw inwestycyjnych.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

**Akcje notowane na rynku polskim stanowiły 91% portfela udziałowego OFE.**

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

W analizowanym trzyletnim okresie transakcje sprzedaży instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, przewyższały o 6,3 mld zł realizowane przez fundusze transakcje kupna. Otwarte fundusze stanęły po stronie podaźowej na rynku krajowym, zwłaszcza II-III kwartał 2015 roku oraz ostatni kwartał 2017 i pierwszy kwartał 2018 roku wyróżniały się znacznym wolumenem sprzedaży. Tylko w 4 kwartałach analizowanego okresu 3-letniego OFE dokupywały akcje na GPW. Jest to znacząca zmiana w porównaniu do okresu sprzed przekazania aktywów do ZUS, domyślnym przypisaniu całości składki emerytalnej do ZUS oraz uruchomienia tzw. suwaka bezpieczeństwa. Przed 2014 rokiem fundusze emerytalne akumulowały papiery w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym i *per saldo* dokupywały akcje na GPW

będąc źródłem stabilnego strumienia kapitału, równocześnie w okresach znacznej hossy OFE najczęściej *per saldo* sprzedawały akcje w związku koniecznością zapobieżenia możliwemu przekroczeniu limitu zaangażowania w akcje – działanie OFE było wtedy antycykliczne i stabilizowało krajowy rynek akcji.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o 2,8 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Największy popyt na rynkach zagranicznych OFE wygenerowały w 2015 roku.

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

Okres	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w okresie
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
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%
IV kwartał 2017 r.	716	1 325	1 265	478	-0,9%
I kwartał 2018 r.	852	1 175	1 115	-804	-8,4%
<b>razem (3 lata)</b>	<b>9 569</b>	<b>6 282</b>	<b>2 951</b>	<b>-2 830</b>	<b>7,9%</b>
<b>średnia kwartalna</b>	<b>797</b>	<b>524</b>	<b>246</b>	<b>-236</b>	<b>0,9%</b>

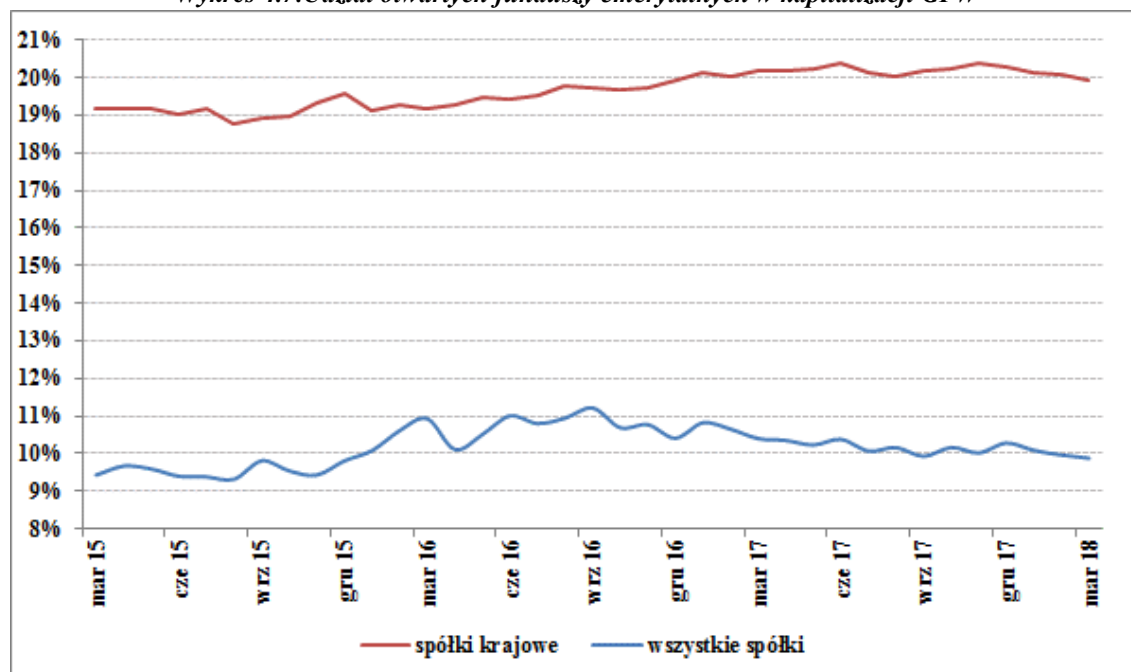
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, dzienne sprawozdania finansowe i operacyjne OFE, obliczenia własne

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.

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

W analizowanym okresie udział OFE w kapitalizacji GPW oscylował na poziomie bliskim 10%. Biorąc pod uwagę tylko spółki krajowe, udział OFE w ich kapitalizacji ulegał niewielkim zmianom w zakresie 19%-20%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Ponad 58% portfela akcyjnego OFE ulokowane było w 18 największych spółkach notowanych na GPW.

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

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoich portfelach akcje 283 spółek notowanych na GPW.

Ponad 58% 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 marca 2018 roku znajdowały się akcje 26 takich spółek.

Udział OFE we free float na GPW na dzień 29 marca 2018 roku wyniósł 14,9%. 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%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 29.03.2018

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)*	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we free float spółek GPW**/**
<50 mln zł	137	26	2 870,8	75,7	0,2%	0,1%	2,6%	6,8%
50-100 mln zł	75	40	5 484,8	359,9	0,4%	0,3%	6,6%	15,5%
100-500 mln zł	139	103	32 707,0	4 319,4	2,5%	3,4%	13,2%	31,6%
500 mln - 1 mld zł	41	37	30 695,5	5 612,9	2,4%	4,4%	18,3%	42,8%
1-5 mld zł	51	44	115 940,5	24 573,4	8,9%	19,1%	21,2%	45,8%
5-10 mld zł	16	15	132 656,9	19 301,0	10,2%	15,0%	14,5%	30,6%
>10 mld zł	19	18	981 847,8	74 331,2	75,4%	57,8%	7,6%	10,4%
<b>Razem</b>	<b>478</b>	<b>283</b>	<b>1 302 203,3</b>	<b>128 573,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>14,9%</b>

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

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

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 29 marca 2018 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 20% oraz 40,8% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła prawie 47% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

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

**Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 29.03.2018**

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW**
<50 mln zł	127	24	2 577,9	71,7	0,4%	0,1%	2,8%	7,0%
50-100 mln zł	73	40	5 354,3	359,9	0,9%	0,3%	6,7%	15,7%
100-500 mln zł	123	95	28 496,9	4 115,0	4,6%	3,3%	14,4%	34,1%
500 mln - 1 mld zł	37	35	27 938,9	5 431,4	4,5%	4,4%	19,4%	44,3%
1-5 mld zł	43	41	100 857,9	23 900,0	16,3%	19,4%	23,7%	50,2%
5-10 mld zł	12	11	97 055,6	17 105,3	16,0%	14,1%	17,6%	40,3%
>10 mld zł	13	13	345 368,8	70 719,7	56,0%	57,5%	20,5%	39,2%
Razem	428	259	607 650,3	121 703,1	100,0%	100,0%	20,0%	40,8%

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

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

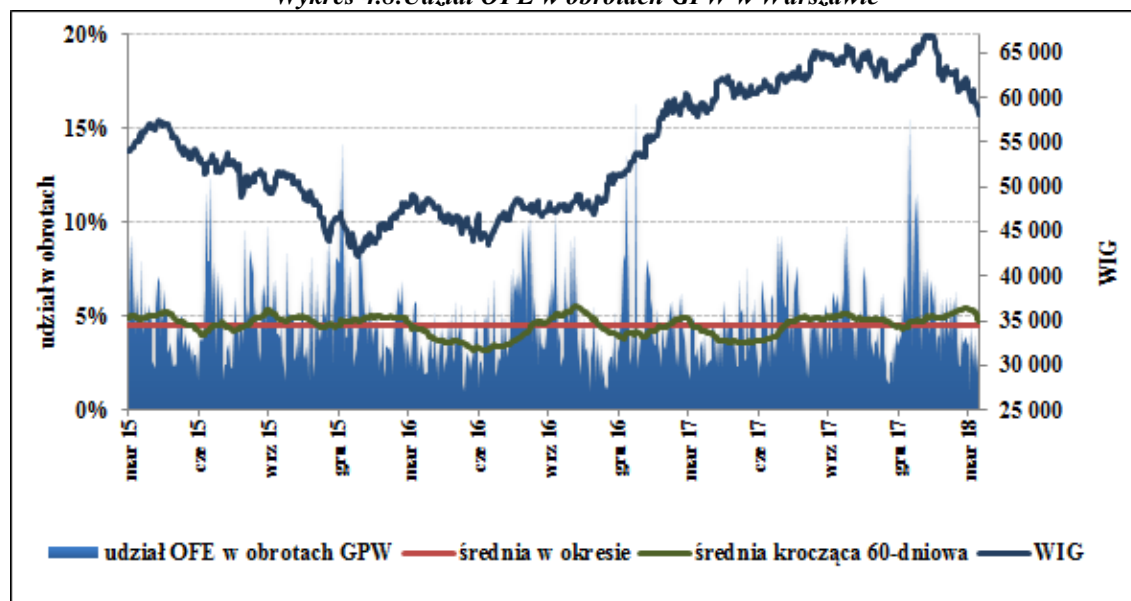
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wynika to z kapitalizacji spółek wchodzących w skład tego indeksu oraz ich płynności. Na koniec marca 2018 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 73 mld zł. Akcje z indeksu WIG20 w analizowanym okresie stanowiły od 50% do 56% subportfela udziałowego OFE.

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

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

**Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie**



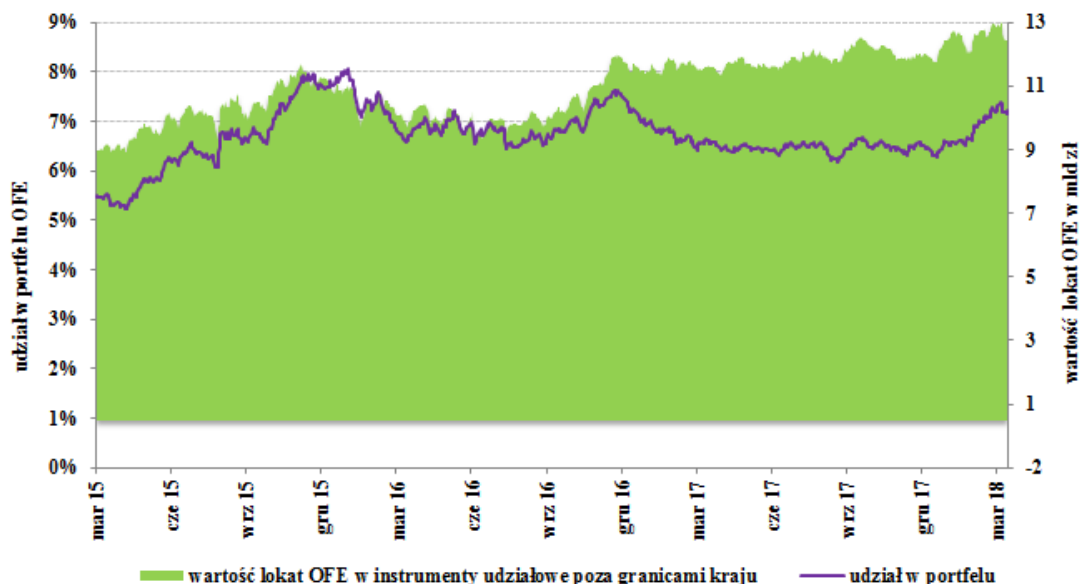
**Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 4,5%.**

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

**Wartość lokat OFE w udziałowe instrumenty poza granicami kraju oscylowała od 8 do 12,5 mld zł.**

Średnie zaangażowanie OFE w ciągu 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 7% portfela, kształtując się w przedziale 5% – 8%. W analizowanym okresie można wyróżnić dwa okresy, gdy wartość lokat w udziałowe instrumenty zagraniczne oraz ich udział w całym portfelu rosły: do listopada 2015 roku oraz w IV kwartale 2016 roku. W 2017 roku udział lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju w portfelu OFE oraz ich wartość nie zmieniały się znacząco. W pierwszym kwartale 2018 roku można było zaobserwować nieco wyższą fluktuację wartości tych lokat w zakresie od 11 do 12,5 mld zł.

**Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju**



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

W okresie ostatnich 3 lat, wartość inwestycji otwartych funduszy w papiery dłużne utrzymywała się na poziomie między 13 a 16 mld zł. Na koniec marca 2018 roku subportfel dłużny stanowił 8% wartości całego portfela OFE. Wartość tego rodzaju lokat i ich udział w portfelu nie ulegały znaczącym wahaniom.

**Udział instrumentów dłużnych w portfelu OFE wyniósł 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%-5% portfela. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez, inne niż banki, spółki publiczne i niepubliczne spadł z 3% do 2%. Spośród obligacji korporacyjnych najwięcej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze medialnym, paliwowym, energetycznym, deweloperskim i finansowym.

Wartość inwestycji w obligacje samorządowe zmniejszyła się do poziomu 0,7 mld zł i 0,5% wartości całego portfela. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie.

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

**W portfelu OFE dominowały obligacje banków.**

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

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)
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
2017-12-29	2,8%	1,6%	1,0%	2,2%	0,4%		0,2%	8,2%	14,5
2018-03-30	2,5%	1,6%	0,9%	2,3%	0,5%		0,2%	8,0%	13,2

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, przy czym ich udział w portfelu się zmniejszał. W ostatnich 6 miesiącach zwiększały się inwestycje OFE w listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

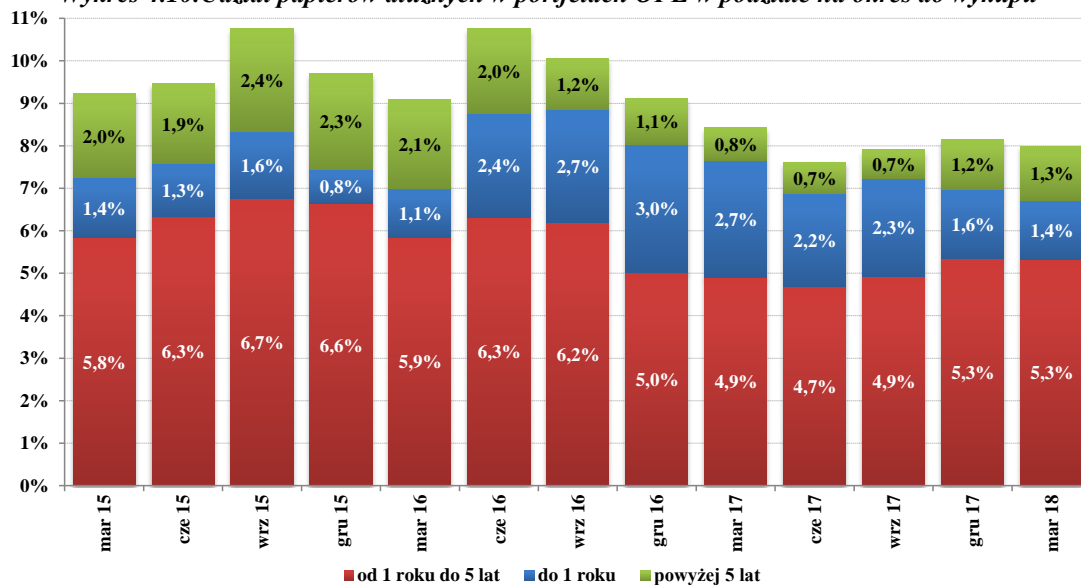
**Tabela 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru**

Data	Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	Obligacje o stałym oprocentowaniu	Obligacje zerokuponowe	Listy zastawne	Razem
2015-03-31	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 %
2017-12-29	4,8 %	1,9 %	0,1 %	1,4 %	8,2 %
2018-03-30	4,9 %	1,5 %	0,0 %	1,5 %	8,0 %

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Biorąc pod uwagę okres do wykupu w portfelach OFE dominowały papiery dłużne o okresie do wykupu od 1 roku do 5 lat. Zmniejszenie zaangażowania w papiery o najkrótszym okresie zapadalności było widoczne od początku 2017 roku.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W portfelu OFE większość obligacji miała zmienne oprocentowanie.

Większość obligacji miała okres wykupu od 1 do 5 lat.



## 4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

Środki finansowe zgromadzone w OFE, poza inwestycjami w papiery dłużne oraz udziałowe, były lokowane w krótkoterminowych depozytach bankowych. Na koniec marca 2018 roku wartość depozytów bankowych OFE wynosiła 11,4 mld zł, co stanowiło 6,9% wartości portfela. Wszystkie depozyty były denominowane w PLN. W ostatnim półroczu znacząco częściej. W porównaniu do wcześniejszego okresu, występowała sytuacja, gdy całość depozytów OFE była denominowana w polskim złotym. W 3 spośród 10 banków OFE ulokowały ponad 60% wartości swoich depozytów. Największym kontrpartnerem OFE był PKO Bank Polski S.A.

**Udział depozytów w portfelach OFE wyniósł blisko 7%.**

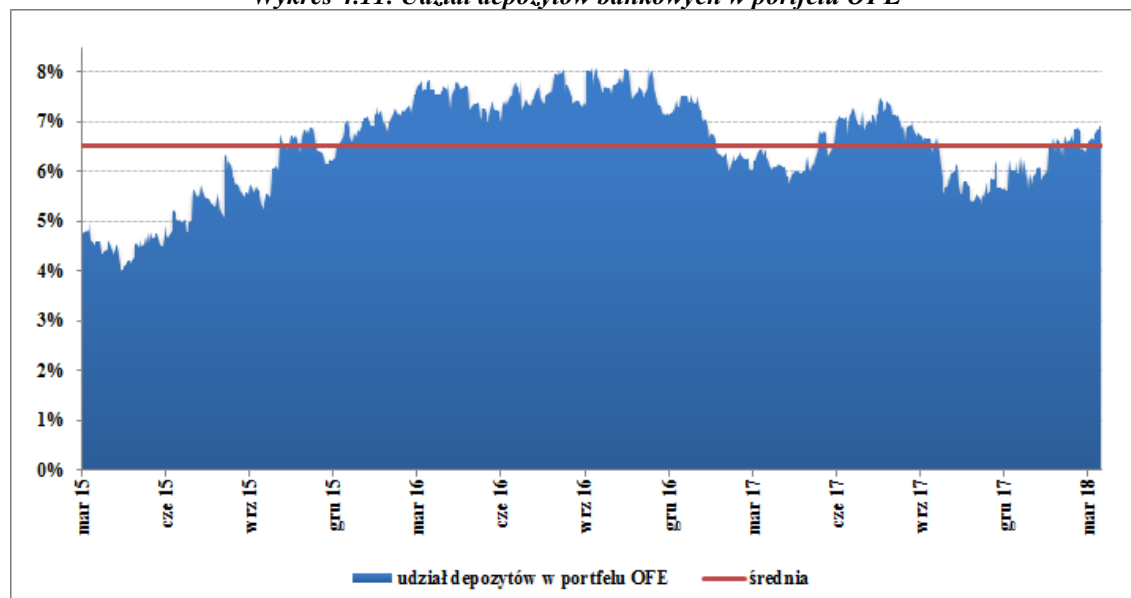
**Tabela 4.11. Depozyty w portfelu OFE na 30.03.2018**

Nazwa banku	Wartość depozytów (w mln zł)	Udział w portfelu OFE	Udział banku w portfelu depozytów
PKO BANK POLSKI S.A.	3 237	2,0%	28,4%
BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	2 141	1,3%	18,8%
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	1 676	1,0%	14,7%
BANK ZACHODNI WBK S.A.	1 240	0,8%	10,9%
MBANK S.A.	1 175	0,7%	10,3%
BANK MILLENNIUM S.A.	620	0,4%	5,4%
DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	528	0,3%	4,6%
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	498	0,3%	4,4%
ALIOR BANK S.A.	200	0,1%	1,8%
RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	85	0,1%	0,7%
<b>Suma</b>	<b>11 400</b>	<b>6,9%</b>	<b>100,0%</b>

Zródło: 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 4.11. Udział depozytów bankowych w portfelu OFE**



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

**SPIS TABEL I WYKRESÓW**

WYKRES 3.1.	DYNAMIKA PKB W POLSCE.....	5
WYKRES 3.2.	STOPA BEZRROBOCIA W POLSCE.....	6
WYKRES 3.3.	STOPA ROCZNEJ INFLACJI W POLSCE I STREFIE EURO .....	6
WYKRES 3.4.	STOPA REFERENCYJNA NBP.....	7
WYKRES 3.5.	ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA Z TYTUŁU SPW WYEMITOWANYCH NA RYNEK KRAJOWY WG TERMINÓW WYKUPU (MLD ZŁ) .....	8
WYKRES 3.6.	RENTOWNOŚĆ INSTRUMENTÓW SKARBOWYCH DENOMINOWANYCH W PLN.....	8
WYKRES 3.7.	KRZYWA RENTOWNOŚCI DLA PLN .....	9
WYKRES 3.8.	ZMIANY GLOBALNEGO INDEKSU POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH FTSE (W PKT.).....	9
WYKRES 3.9.	ŚREDNI OKRES ZAPADAŁNOŚCI ORAZ DURATION SPW EMITOWANYCH NA RYNKACH KRAJOWYCH (W LATACH).....	10
WYKRES 3.10.	ZMIANY PODSTAWOWYCH POLSKICH INDEKSÓW GIEŁDOWYCH (W PKT.).....	11
TABELA 3.1.	PODSTAWOWE STATYSTYKI GPW .....	12
WYKRES 3.11.	ZMIANY PODSTAWOWYCH ZAGRANICZNYCH INDEKSÓW GIEŁDOWYCH (W PKT.) .....	13
TABELA 3.2.	INDEKSY GPW NA TLE INDEKSÓW ŚWIATOWYCH.....	13
WYKRES 3.12.	STOPY ZEROKUPONOWE DLA PLN I EUR .....	14
WYKRES 3.13.	ZMIANY KURSÓW WYBRANYCH WALUT W STOSUNKU DO ŻŁOTEGO (W PKT.) .....	15
TABELA 4.1.	ZMIANA LICZBY CZŁONKÓW OFE .....	16
TABELA 4.2.	LICZBA CZŁONKÓW PFE .....	17
TABELA 4.3.	LICZBA CZŁONKÓW DFE.....	18
WYKRES 4.1.	KWOTA SKŁADEK BRUTTO PRZEKAZANYCH DO OFE (MLN ZŁ) .....	19
WYKRES 4.2.	SKŁADKI PRZEKAZANE DO OFE OD 01.04.2015 DO 31.03.2018 (MLD ZŁ) .....	20
TABELA 4.4.	UMORZENIA W RAMACH SUWAKA BEZPIECZEŃSTWA (MLN ZŁ) .....	21
WYKRES 4.3.	WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO OFE (MLD ZŁ) .....	22
TABELA 4.5.	AKTYWA NETTO OFE .....	23
WYKRES 4.4.	DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN W OKRESIE TRZYLETNIM(MLD ZŁ).....	23
WYKRES 4.5.	DEKOMPOZYCJA ZMIANY WAN ZA CAŁY OKRES FUNKCJONOWANIA OFE (MLD ZŁ) .....	24
TABELA 4.6.	WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH (TYS. ZŁ) .....	25
TABELA 4.7.	AKTYWA NETTO DFE (TYS. ZŁ) .....	25
TABELA 3.1.	WARTOŚCI JEDNOSTEK ROZRACHUNKOWYCH I STOPY ZWROTU OFE .....	26
WYKRES 3.1.	STOPY ZWROTU OFE* .....	27
TABELA 3.2.	PODZIAŁ RACHUNKU PREMIOWEGO OD 31.03.2015 DO 30.03.2018 (W MLN ZŁ).....	28
WYKRES 3.2.	ZMIANA ŚREDNIEJ WAŻONEJ JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ OFE NA TLE ZMIANY INDEKSU CEN TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH W POLSCE.....	29
DIAGRAM 3.1.	HISTOGRAM MIESIĘCZNYCH STÓP ZWROTU OFE .....	30
TABELA 3.3.	PAPIERY WARTOŚCIOWE PRZYNOSZĄCE OFE NAJWIĘKSZE ZYSKI I STRATY OD 1.04.2015 DO 30.03.2018.....	31
WYKRES 3.3.	ZMIANA WARTOŚCI JEDNOSTKI ROZRACHUNKOWEJ PFE I OFE (W PKT.).....	32
TABELA 3.4.	WARTOŚCI JEDNOSTEK ROZRACHUNKOWYCH I STOPY ZWROTU DFE .....	32
WYKRES 4.1.	WARTOŚĆ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU OFE (W MLD ZŁ) .....	33

WYKRES 4.2.	UDZIAŁ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU OFE (W %).....	34
TABELA 4.1.	ZAGREGOWANY PORTFEL INWESTYCYJNY OFE NA DZIEŃ 30.03.2018.....	34
WYKRES 4.3.	UDZIAŁ INWESTYCJI DENOMINOWANYCH W POSZCZEGÓLNYCH WALUTACH W PORTFELU NA 30.03.2018.....	35
WYKRES 4.4.	INWESTYCJE OFE POZA GRANICAMI KRAJU.....	36
TABELA 4.2.	STOPIEŃ WYKORZYSTANIA LIMITÓW INWESTYCYJNYCH PRZYPISANYCH KATEGORIOM LOKAT OFE NA 30.03.2018.....	37
WYKRES 4.5.	UDZIAŁ PODSTAWOWYCH KATEGORII LOKAT W PORTFELU DFE (W %).....	39
TABELA 4.3.	ZAGREGOWANY PORTFEL INWESTYCYJNY DFE NA DZIEŃ 30.03.2018.....	39
TABELA 4.4.	ZRÓŻNICOWANIE PORTFELI INWESTYCYJNYCH DFE NA DZIEŃ 30.03.2018.....	40
TABELA 4.5.	PORTFEL INWESTYCYJNY PFE WEDŁUG STANU NA DZIEŃ 30.03.2018 ROKU.....	41
WYKRES 4.6.	WARTOŚĆ PAPIERÓW UDZIAŁOWYCH W PORTFELU OFE (W MLD ZŁ) NA TLE INDEKSU WIG...2	42
TABELA 4.6.	SALDO OBROTÓW WYGENEROWANYCH PRZEZ OFE W POSZCZEGÓLNYCH KWARTAŁACH ANALIZOWANEGO OKRESU NA INSTRUMENTACH UDZIAŁOWYCH.....	43
WYKRES 4.7.	UDZIAŁ OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W KAPITALIZACJI GPW.....	44
TABELA 4.7.	ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE WSZYSTKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA 29.03.2018.....	44
TABELA 4.8.	ZAANGAŻOWANIE OFE W AKCJE POLSKICH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW NA 29.03.2018....	45
WYKRES 4.8.	UDZIAŁ OFE W OBROTACH GPW W WARSZAWIE.....	45
WYKRES 4.9.	LOKATY OFE W INSTRUMENTY UDZIAŁOWE POZA GRANICAMI KRAJU.....	46
TABELA 4.9.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA EMITENTA.....	47
TABELA 4.10.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA TYP PAPIERU.....	48
WYKRES 4.10.	UDZIAŁ PAPIERÓW DŁUŻNYCH W PORTFELACH OFE W PODZIALE NA OKRES DO WYKUPU....	48
TABELA 4.11.	DEPOZYTY W PORTFELU OFE NA 30.03.2018.....	49
WYKRES 4.11.	UDZIAŁ DEPOZYTÓW BANKOWYCH W PORTFELU OFE.....	49



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)