



INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ

FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

28.09.2012 – 30.09.2015

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

Spis treści

SYNTEZA.....	4
1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM	6
1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	6
1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH	8
1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH	11
1.4 RYNKI ZAGRANICZNE.....	13
2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA	15
2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	15
2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	16
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	17
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	17
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	19
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	23
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	23
3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE.....	24
3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE	24
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	29
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	30
4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH	31
4.1 STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH	31
4.1.1 <i>Otwarte fundusze emerytalne.....</i>	<i>31</i>
4.1.2 <i>Dobrowolne fundusze emerytalne</i>	<i>39</i>
4.1.3 <i>Pracownicze fundusze emerytalne.....</i>	<i>40</i>
4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH ..	41
4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	46
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	50
KONKLUZJE.....	51

Synteza

Na działalność funduszy emerytalnych w okresie ostatnich lat istotny wpływ miały zmiany otoczenia prawnego.

W maju 2011 r. obniżono wysokość składki kierowanej do OFE, zredukowano maksymalne stawki opłat pobieranych przez powszechne towarzystwa emerytalne oraz dokonano podwyższenia wysokości limitu zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe. Od początku 2012 r. PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE. Także od 2012 r. funkcjonują dobrowolne fundusze emerytalne prowadzące IKE i IKZE. Jednakże najpoważniejsze zmiany, zwłaszcza w zakresie kapitałowej części obowiązkowego systemu emerytalnego, spowodowało przyjęcie przez Sejm RP w dniu 6 grudnia 2013 r. ustawy *o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*. W konsekwencji:

- do ZUS została przekazana część aktywów OFE o wartości 153,2 mld zł, co stanowiło 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE;
- zlikwidowany został mechanizm ustalania minimalnej wymaganej stopy zwrotu OFE oraz niedoboru w OFE, pokrywanego ze środków własnych PTE;
- 15,2% członków OFE złożyło w ZUS oświadczenia o dalszym przekazywaniu składki emerytalnej do OFE, wynoszącej po zmianie przepisów 2,92% podstawy wymiaru składki, a składki pozostałych członków OFE nie są już przekazywane do OFE począwszy od lipca 2014 r.;
- składki emerytalne osób, które wchodzi na rynek pracy i nie zawarły umowy z OFE, automatycznie i w całości pozostają w ZUS – zniesiony został mechanizm nabywania członkostwa w OFE w drodze losowania;
- z 3,5% do 1,75% zmniejszona została maksymalna wysokość opłaty, jaką PTE może pobrać od składki kierowanej do OFE;
- wprowadzony został mechanizm stopniowego przekazywania środków zgromadzonych przez członka w OFE do ZUS w okresie 10 lat przed uzyskaniem przez ubezpieczonego wieku emerytalnego, co łącznie z wyżej wymienionymi zmianami powoduje, że w najbliższych latach saldo przepływów środków pieniężnych między OFE i ZUS będzie ujemne dla OFE;
- istotnej zmianie uległy przepisy regulujące prowadzenie polityki inwestycyjnej przez OFE:
 - ◆ zniesiono 5% limit maksymalnego zaangażowania aktywów OFE w lokaty poza granicami kraju i ustanowiono zamiast niego limit maksymalnego zaangażowania aktywów OFE w lokaty denominowane w walutach obcych: w 2014 r. 10%, w 2015 r. 20%, a od 2016 r. 30%,
 - ◆ wprowadzono obowiązek utrzymywania w 2014 r. co najmniej 75% aktywów OFE w akcjach, w latach 2015-2017 odpowiednio 55%, 35%, 15%, a od 2018 r. ograniczenie to zostaje zniesione,
 - ◆ z 5% do 10% zwiększony został limit zaangażowania w papiery wartościowe jednego emitenta lub grupy emitentów będących podmiotami związanymi,
 - ◆ wprowadzono zakaz inwestycji w instrumenty skarbowe (krajowe i zagraniczne) oraz przekazano 51,5% aktywów OFE do ZUS (głównie instrumenty skarbowe), co razem z likwidacją mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu spowodowało

- zwiększenie zmienności wyników inwestycyjnych OFE, a tym samym i ryzyka leżącego po stronie członków OFE, przy równoczesnym zmniejszeniu odpowiedzialności PTE za te wyniki;
- zlikwidowano część dodatkową Funduszu Gwarancyjnego wchodzącego w skład aktywów OFE, zwiększając część zarządzaną przez KDPW – spowodowało to wzrost ryzyka PTE związanego z koniecznością dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego w sytuacji osiągnięcia przez Fundusz Gwarancyjny niższych wyników inwestycyjnych od osiąganych przez OFE w tym samym okresie.

Najważniejsze informacje z raportu:

Na koniec września 2015 r. do 12 OFE należało 16,6 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 145,4 mld zł. W tym czasie do 4 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 44,8 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 9 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 79,9 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 78,8 mln zł.

W okresie ostatnich trzech lat do OFE trafiło 24 mld zł składek, jednak w związku z obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. Na obniżenie tego wskaźnika wpływał także spadek liczby osób wnoszących składki.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 8,8% do 15,4%. Wszystkie fundusze osiągnęły dodatnie realne stopy zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 12,0% do 16,1%.

Inwestycje OFE do końca stycznia 2014 r. koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych stanowiących 44,5% wartości portfeli OFE. Po przekazaniu aktywów do ZUS udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE spadł poniżej 1%. Na koniec września 2015 r. udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 77%, część dłużna stanowiła 10,4%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe wzrosły do 7,1%. W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (49,3% portfela na koniec analizowanego okresu) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (35,9% portfela na koniec analizowanego okresu). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych dominowały obligacje Skarbu Państwa i instrumenty udziałowe.

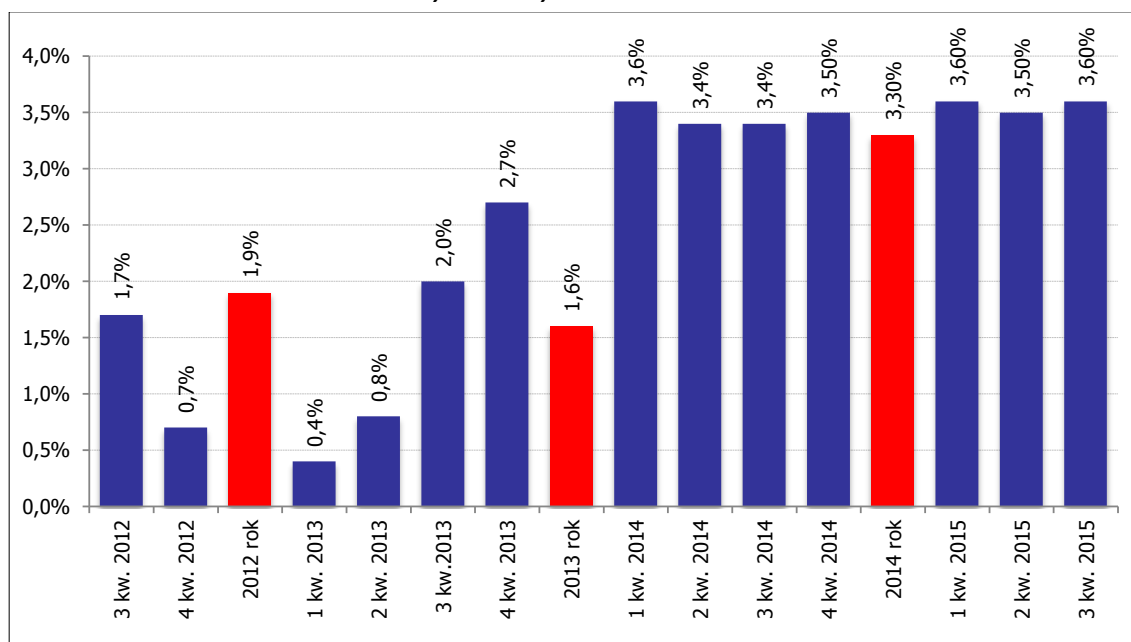
Przyjęte pod koniec 2013 r. przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołują dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego poprzez ograniczenie pozycji OFE na tym rynku, ograniczenie strumienia składek kierowanych do OFE, zmianę polityki inwestycyjnej OFE połączoną z likwidacją mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu i niedoboru, jak i dla sytuacji finansów publicznych w krótkim i długim okresie.

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

W przeciwieństwie do wielu gospodarek rozwiniętych, pomimo kolejnych fal kryzysu finansowego, gospodarka polska znajdowała się cały czas na ścieżce umiarkowanego rozwoju. Dopiero rok 2012 przyniósł wyraźne spowolnienie i dynamika wzrostu topniała z kwartału na kwartał. Ostatecznie w 2012 roku odnotowano wzrost PKB na poziomie 1,9%. Pierwsze dwa kwartały 2013 roku były kontynuacją wyhamowania dynamiki wzrostu, w stosunku do pierwszych kwartałów 2012 roku, z wynikiem zaledwie 0,4% i 0,8%. Trzeci i czwarty kwartał 2013 roku przyniósł pewne symptomy odbicia się od kryzysowego dna, ale mimo wszystko PKB w całym roku urósł tylko o 1,6%. Począwszy od I kwartału 2014, obserwujemy powrót na stabilną ścieżkę umiarkowanego wzrostu, na poziomie około 3,5%, co znajduje odzwierciedlenie również w innych wskaźnikach makroekonomicznych.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce

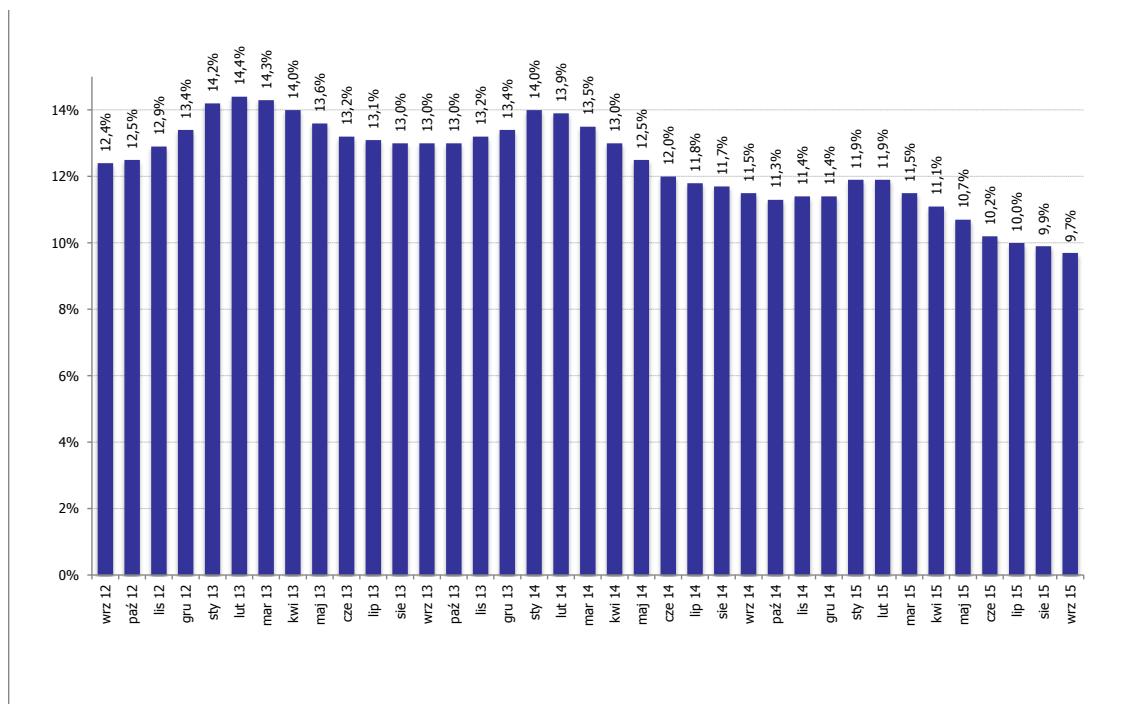


W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia we wrześniu 2015 spadła do 9,7%, najniższego poziomu w analizowanym okresie.

W analizowanym okresie obserwowano trend wzrostowy stopy bezrobocia aż do początku 2014 r., przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano w lutym 2013 roku, kiedy to wzrósł on do poziomu 14,4%. Stabilny wzrost gospodarczy przekłada się na systematyczny spadek bezrobocia od początku 2014 roku, aż do relatywnie bardzo niskiego poziomu 9,7% we wrześniu 2015 – to nie tylko najniższy poziom w badanym okresie, ale najniższy od pokryzysowego 2009 roku. Spadek ten jest tak wyraźny, że przeważa nawet nad typowymi wahaniami sezonowymi.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

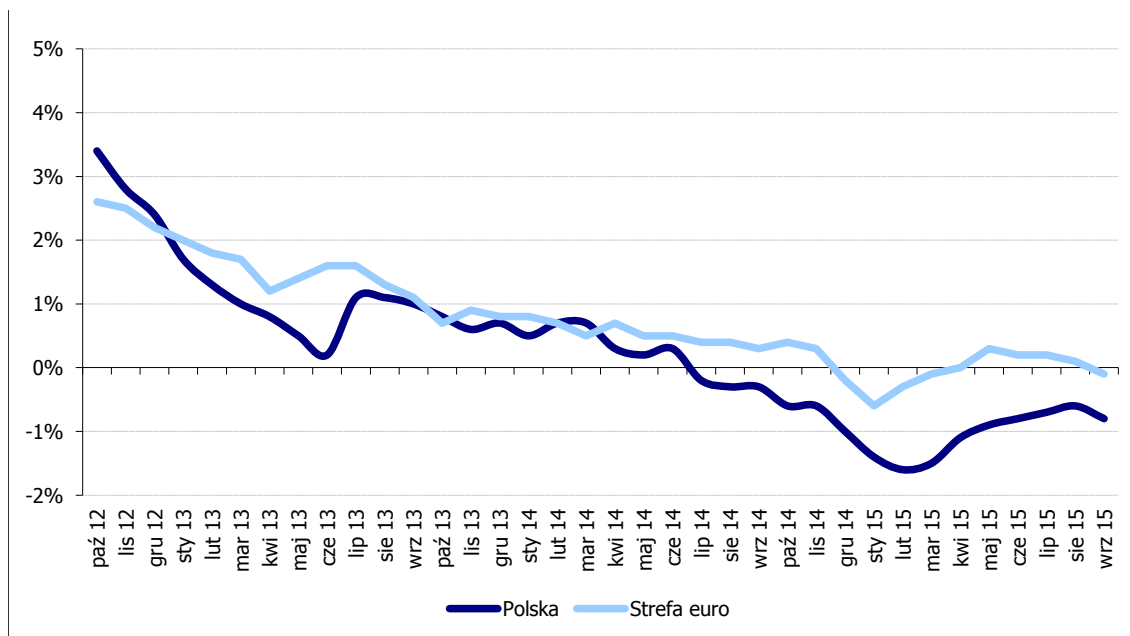


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (-1,6%) do 3,8%. Początkowo inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.) a od roku 2013 znacząco poniżej. Na przełomie lat 2012/2013 obserwujemy zarówno w Polsce jak i w strefie euro ostry spadek inflacji, związany ze spowolnieniem gospodarczym. Począwszy od 2013 inflacja w Polsce była, z paroma wyjątkami, niższa niż w strefie euro. Ostatnie miesiące analizowanego okresu to pojawiająca się po raz pierwszy od transformacji ustrojowej w 1989 roku w Polsce deflacja. We wrześniu 2015 roku, po niewielkiej inflacji, deflacja powróciła w strefie euro.

We wrześniu 2015 roku deflacja powróciła w strefie euro.

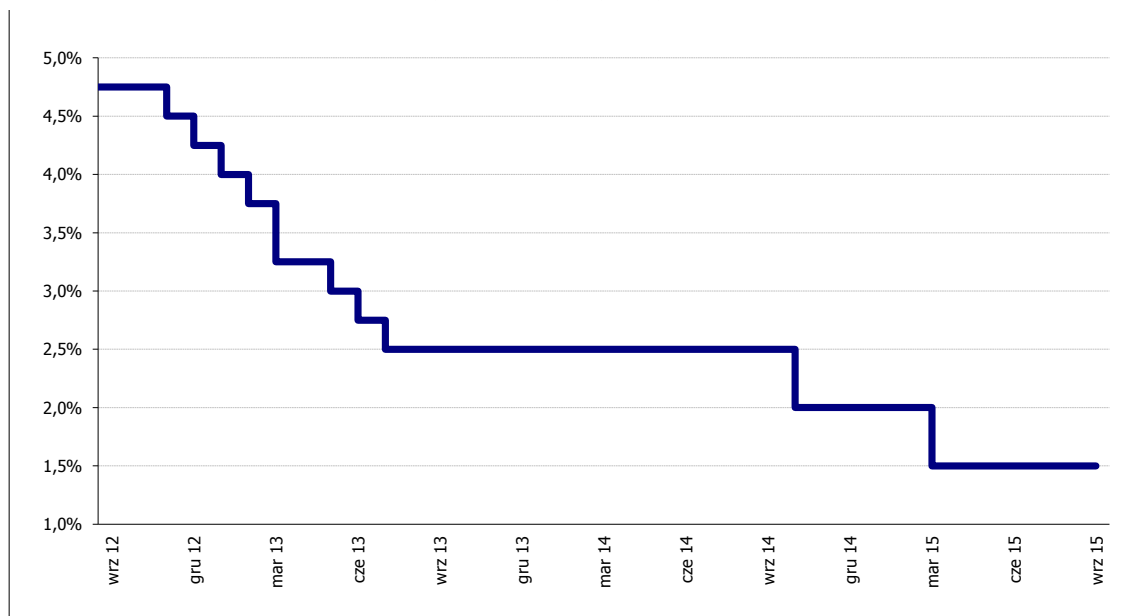
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



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

Okres od września 2012 do września 2015 to trzylecie systematycznych obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Od listopada 2012, do marca 2015 stopy obniżano dziesięciokrotnie, siedem razy o 25 punktów bazowych i trzykrotnie o 50 punktów bazowych. Na koniec września 2015 stopa referencyjna wynosiła 1,50% i była najniższa w historii, wciąż jednak pozostając powyżej rekordowo niskich, czasami nawet ujemnych stóp strefy euro.

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

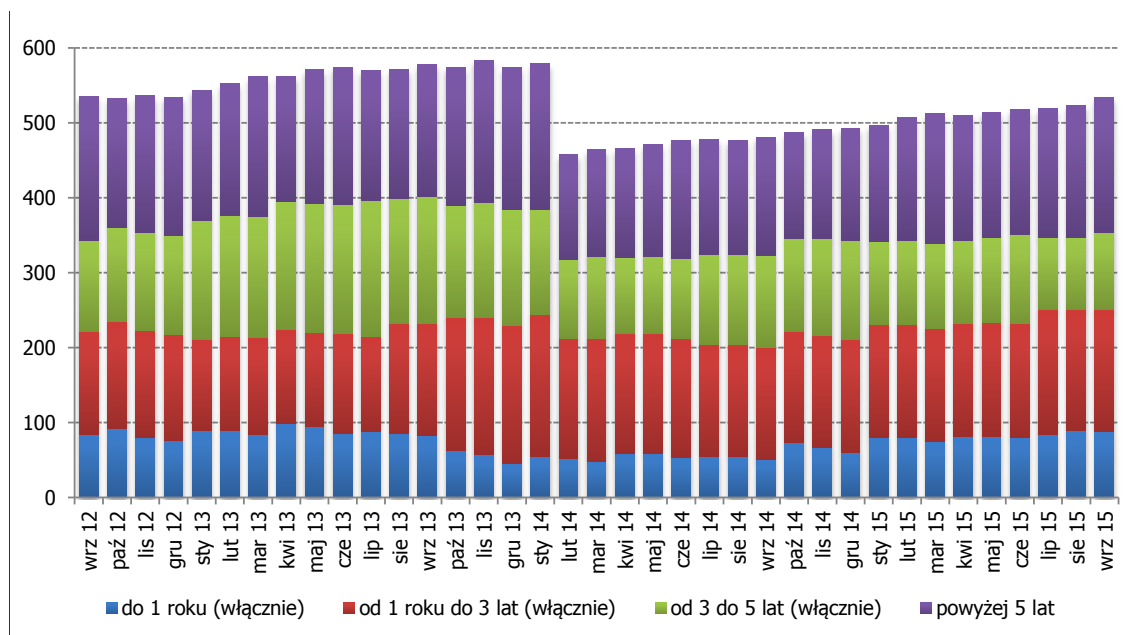
Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wynosil 838 mld zł.

Na koniec września 2015 całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 837,7 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 5,8%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (555 mld zł), stanowiący na koniec września 2015 roku 66% całkowitego zadłużenia SP.

Należy zaznaczyć, że relatywnie niewielki wzrost zadłużenia jest wynikiem tego, że zadłużenie Skarbu Państwa spadło skokowo w lutym 2014 na skutek umorzenia obligacji skarbowych z portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych (stanowiących 51,5% środków zgromadzonych w OFE). Zgodnie z *Komunikatem w sprawie przekazania części aktywów OFE do ZUS* opublikowanym przez Ministerstwo Finansów 4 lutego 2014 roku, operacja ta spowodowała obniżenie wielkości długu publicznego wg wartości nominalnej o 130,2 mld zł, czyli o ok. 7,6% w relacji do PKB i obniżenie długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) o 145,8 mld zł, czyli ok. 8,5% PKB. Należy jednak zauważyć, że zdarzenie to miało charakter w dużej mierze księgowy, przesuując zobowiązania na przyszłość do tzw. długu ukrytego (*implicit public debt*).

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 211 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 282 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 15%.

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

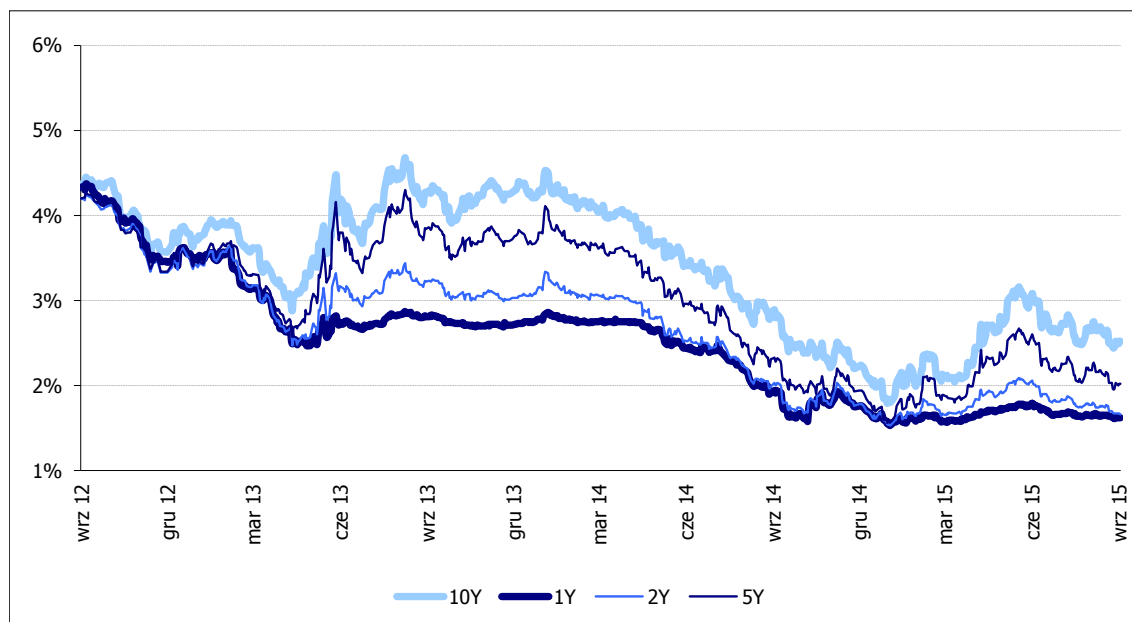


Zródło: Ministerstwo Finansów

Spada
rentowość
polskich
papierów
skarbowych

W okresie od września 2012 do września 2015 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją spadkową z poziomu około 4,5% do około 2%. Do połowy 2013 obserwowaliśmy wyraźną konwergencję rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat, potem wyraźnie wzrosła rentowność papierów długoterminowych, ale od marca 2014 rentowności znów spadają, by ustabilizować się na poziomie zbliżonym do tego z przełomu 2014 i 2015 roku.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

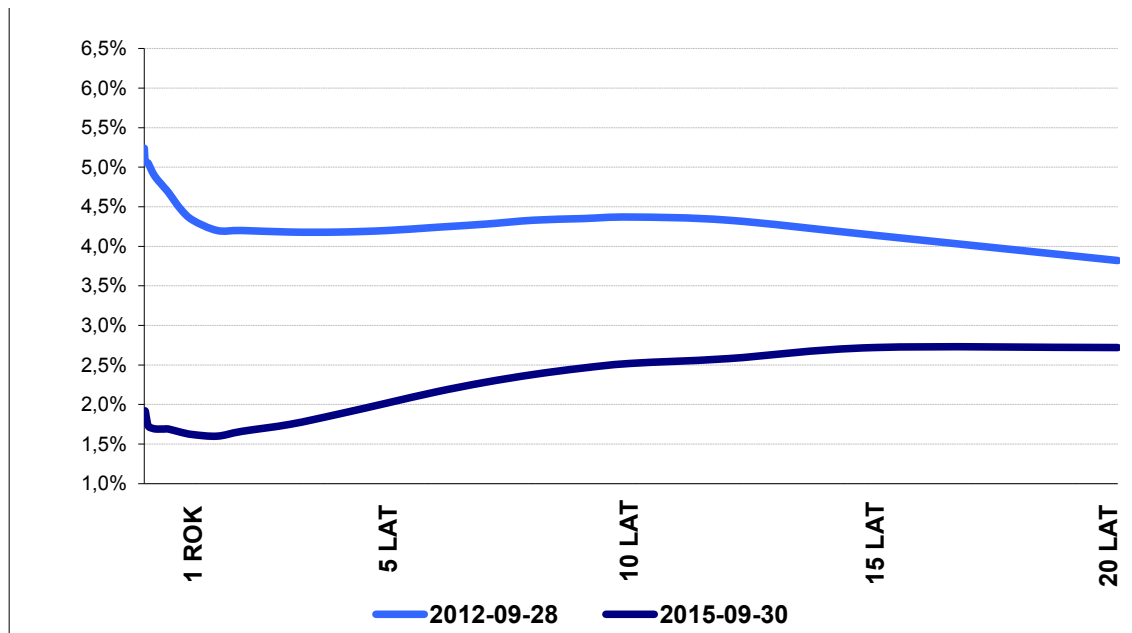


Zródło: Reuters

Terminowa
struktura stóp
procentowych w
Polsce odbiega od
klasycznego
kształtu krzywej
rentowności

W okresie od września 2012 do września 2015 nieznacznie zmienił się kształt krzywej rentowności na polskim rynku finansowym, natomiast nastąpiła znaczące przesunięcie krzywej w dół na całej jej długości, choć najwięcej na tzw. krótkim końcu, dla punktów o najbliższych terminach zapadalności. W roku 2012 krzywa była wyraźnie spłaszczona z opadającą rentownością na długim końcu, natomiast w roku 2015 rentowności na długim krańcu rosną, ale niemal niezauważalnie.

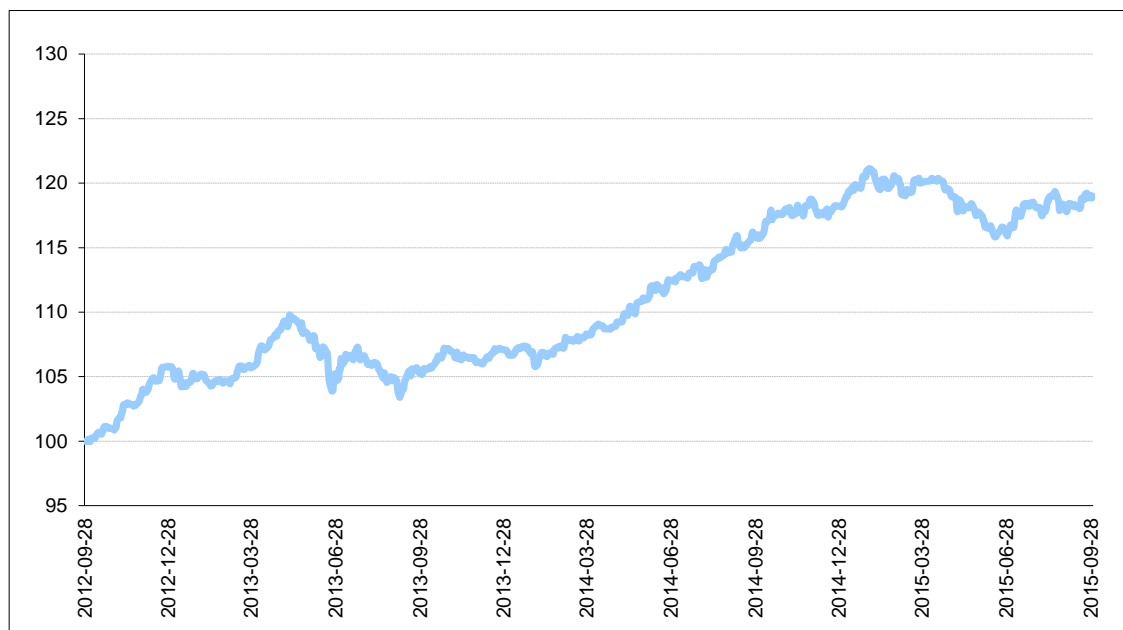
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 19%, co jest wartością wyraźnie niższą niż w poprzednich analizowanych trzyletnich interwałach. Indeks stabilizuje się wyraźnie w roku 2015, jako efekt rekordowo niskich stóp procentowych.

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



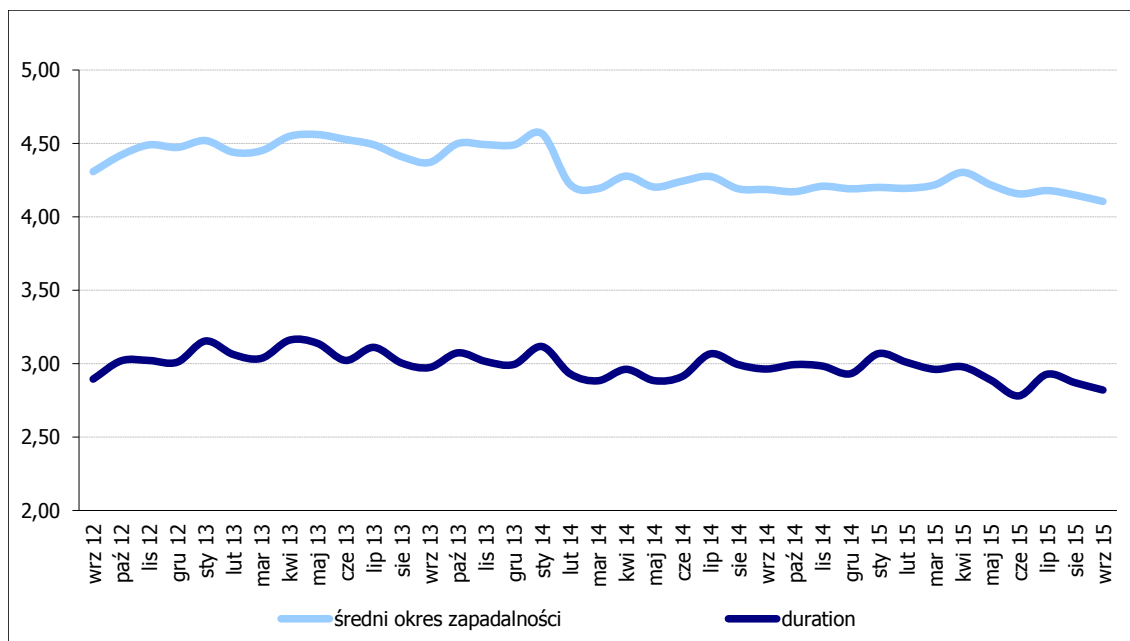
Wartość na dzień 28.09.2012 = 100

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

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

Średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów spadła w analizowanym okresie z 4,31, na 4,11 przy czym ta ostatnia wartość jest najniższa od ponad czterech lat. W analizowanym okresie tylko nieznacznie spadła średnia duration skarbowych papierów wartościowych z 2,90 na 2,82 we wrześniu 2015 roku. W lutym 2014 obserwujemy skokowy spadek zarówno zapadalności, jak i duration, związany z umorzeniem obligacji z portfeli OFE, co zmieniło strukturę całego rynku papierów dłużnych.

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



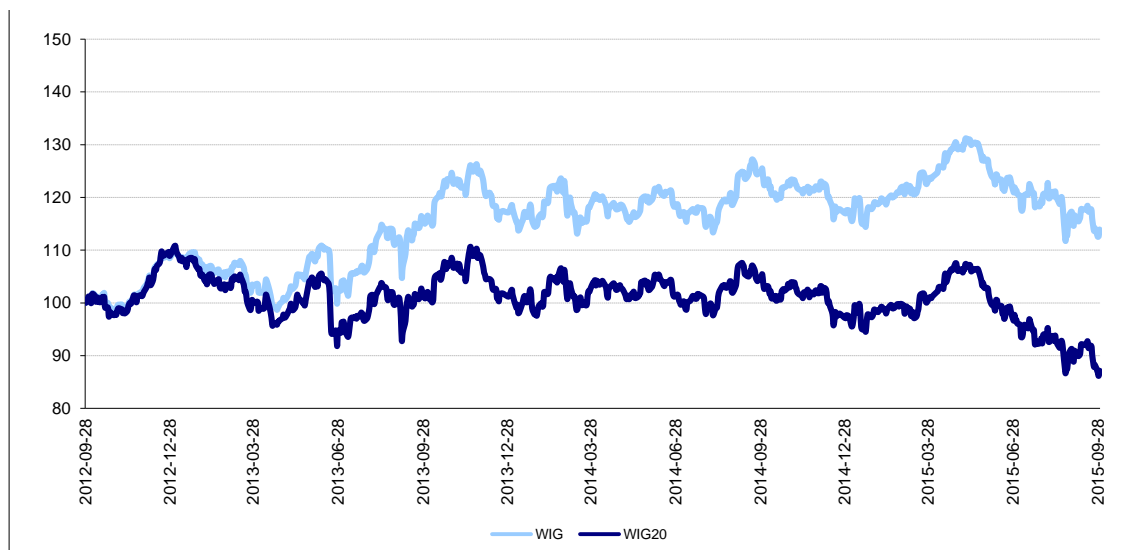
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od września 2012 do września 2015 na GPW można podzielić na trzy podokresy – pierwszy rok to trend wzrostowy z silnymi wahaniami, kolejne półtora roku to wzrost zmienności bez konkretnego długoterminowego trendu, ostatnie pół roku to systematyczne spadki, które zniwelowały wcześniejsze wzrosty. W pierwszym kwartale 2013 obserwowaliśmy wyraźne spadki towarzyszące sygnałom o złej ogólnej kondycji makroekonomicznej, a po połowie roku powrócił trend wzrostowy, skorygowany w czwartym kwartale 2013. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 13,9% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 12,9%.

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 13,9%, a indeks WIG20 stracił 12,9%.

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



Wartość na dzień 28.09.2012 = 100
 Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W roku 2012 wszystkie indeksy odnotowały wzrosty, rok 2013 to zarówno wzrosty, jak i spadki przy trendzie wzrostowym całego rynku, rok 2014 to rok wahań, przy wygaszeniu wzrostów, choć jeszcze bez oznak recesji. Spośród indeksów giełdowych zdecydowanie najsilniejsze wahania odnotowywał indeks małych spółek WIG80. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek była zbliżona do wartości rynkowej spółek zagranicznych. W pierwszych trzech kwartałach 2015 obserwujemy wyraźne spadki najważniejszych indeksów, najwyższe w analizowanych trzech latach, jedynie małe i średnie spółki wykazują niewielkie wzrosty wartości.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

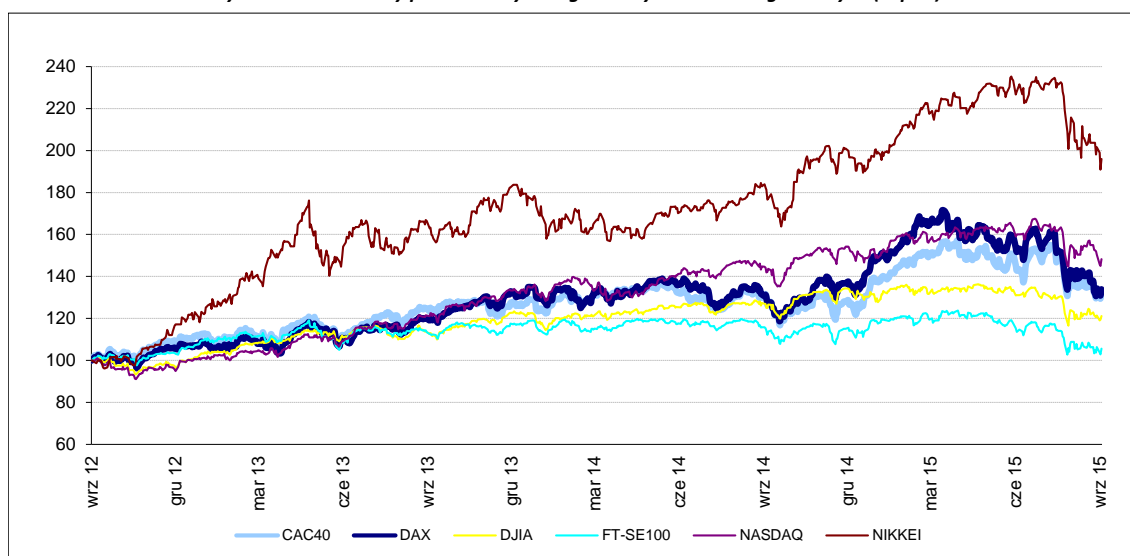
Rok	I-IX 2015	2014	2013	2012
Liczba spółek	476	471	450	438
w tym zagraniczne	52	51	47	43
liczba debiutów	15	28	23	19
liczba wycofań	9	7	11	7
Wartości indeksów				
WIG30	2 286	2 488	2 538	2 583
WIG20	2 066	2 316	2 401	2 583
mWIG40	3 577	3 483	3 345	2 553
sWIG80	13 105	12 108	14 337	10 444
WIG	49 825	51 416	51 284	47 461
Stopy zwrotu indeksów				
WIG30 (%)	-8,11%	-1,97%	-1,76%	17,50%
WIG20 (%)	-10,78%	-3,54%	-7,05%	20,45%
mWIG40 (%)	2,68%	4,13%	31,06%	17,42%
sWIG80 (%)	8,23%	-15,55%	37,28%	22,92%
WIG (%)	-3,10%	0,26%	8,06%	26,24%
Kapitalizacja (w mln zł)				
Spółki łącznie	1 124 451	1 252 958	840 780	734 047
Krajowe	556 086	591 165	593 464	523 390
Zagraniczne	568 365	661 793	247 316	210 657
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	172 498	232 864	256 147	202 880
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	154 224	205 297	220 153	187 555
Liczba transakcji na sesję	63 855	55 517	51 918	46 374

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych wykazywała w omawianym okresie dużą zmienność, mniejszą jednak niż w Polsce. Analizując zachowanie indeksów większości rynków można zauważyć istotne powiązania między nimi. Rynki dość regularnie podążają w tych samych kierunkach, choć w coraz większym stopniu różnią się skalą wahań. Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie zdecydowanie najwyższą dynamikę wzrostu osiągnął indeks NIKKEI.

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

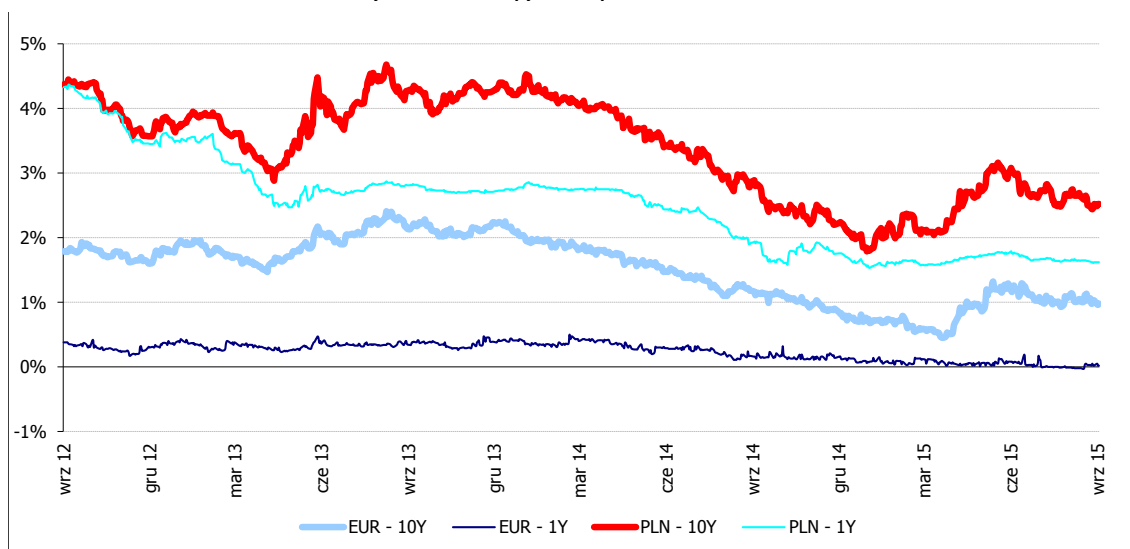


Wartość na dzień 28.09.2012 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym polskie stopy krótko i długookresowe do połowy 2013 osiągnęły zaskakującą konwergencję, by potem znów osiągać rozbieżne wartości. Na koniec pierwszego kwartału 2015 stopy były rekordowo niskie zarówno w Polsce jak i strefie EURO, przy czym obserwowano dni, gdy stopa zerokuponowa w strefie euro zeszła nieznacznie poniżej zera (do -0.03%).

We wrześniu 2015 roku roczna stopa zerokuponowa strefy euro zeszła nieznacznie poniżej zera.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

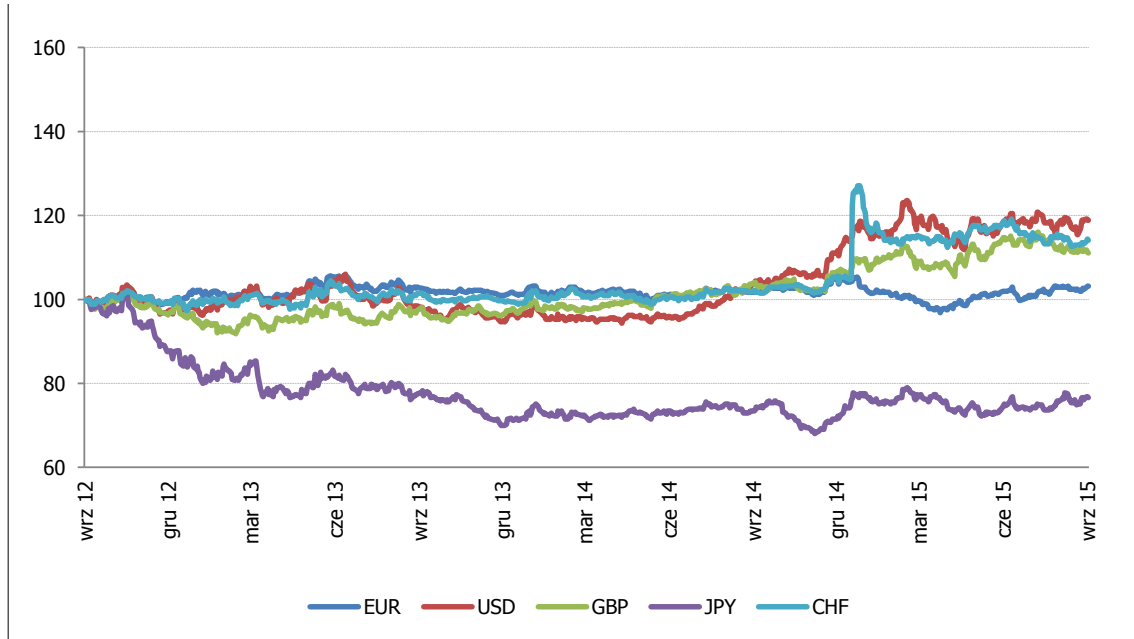


Źródło: Reuters

W analizowanym okresie, jen japoński wyraźnie osłabił się a dolar amerykański umocnił się względem pozostałych walut.

Okres od września 2012 do końca 2014 roku to czas stabilizacji kursu polskiej waluty w porównaniu do poprzednich okresów. Początek roku 2015 to seria zawirowań na światowych rynkach walutowych – bardzo wyraźne umocnienie się dolara względem euro, powodujące zbliżenie się niemalże do psychologicznej granicy zrównania kursów. Styczniowa decyzja Centralnego Banku Szwajcarii o rezygnacji z obrony kursu CHF zaowocowała bardzo gwałtownym umocnieniem franka, z ekstremalnym kilkunastoprocentowym skokiem kursu w ciągu jednego dnia. Na koniec analizowanego okresu złotówka umocniła się tylko względem jena, pozostaje stabilna względem euro i znacząco osłabiona względem dolara, funta i franka szwajcarskiego.

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



Wartość na dzień 28.09.2012 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2015 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 16,6 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 0,6 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu w okresie obowiązywania tych przepisów.

Na koniec września 2015 roku do OFE należało 16,6 mln członków.

W ciągu ostatnich 3 lat w pięciu otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a w przypadku siedmiu podmiotów liczba ta zmniejszyła się. Największy przyrost członków odnotował Allianz Polska OFE (525 tys.), MetLife OFE (324 tys.) i PKO BP Bankowy OFE (287 tys.).

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 0,8 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przejściem na emeryturę lub przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Liczba członków OFE* w latach 2012 - 2015

OFE	Liczba członków w dniu 2012-09-28	Saldo transferów w okresie X 2012 – IX 2015	Losowania** w okresie X 2012 – I 2014	Umowy pierwszorazowe w okresie X 2012 – IX 2015	Liczba członków w dniu 2015-09-30
AEGON OFE	951 170	-6 372	0	466	923 418
Allianz Polska OFE	553 873	-688	108 305	8 975	1 078 455
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 674 404	-4 788	0	18 213	2 655 022
AXA OFE	1 162 730	-3 325	0	4 583	1 153 885
Generali OFE	1 006 590	-1 125	0	8 045	1 002 198
MetLife OFE	1 270 620	-2 491	325 226	21 731	1 594 754
Nationale-Nederlanden OFE	3 008 667	26 899	0	79 838	3 082 963
Nordea OFE	888 782	802	108 302	6 346	991 798
Pekao OFE	343 143	-1 361	0	609	336 480
PKO BP Bankowy OFE	658 356	-3 056	0	2 744	944 983
OFE Pocztylion	596 412	-3 894	0	831	586 524
OFE PZU "Złota Jesień"	2 224 247	165	0	26 985	2 214 173
OFE POLSAT	301 152	-335	0	303	-
OFE WARTA	311 773	-431	108 302	152	-
Razem	15 951 919	0	650 135	179 821	16 564 653

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

** od 1 lutego 2014 roku, całość składki emerytalnej osoby, która nie przystąpi do OFE, jest odprowadzana do ZUS.

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

Fundusze emerytalne pozyskiwały członków przede wszystkim na rynku pierwotnym, czyli spośród osób, które dopiero zaczynały podlegać obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu. Pozyskanie członka z rynku pierwotnego odbywało się poprzez podpisanie umowy przez ubezpieczonego z wybranym OFE lub uzyskanie członkostwa w funduszu w trybie losowania.

Pozyskiwanie członków dokonywało się także na rynku wtórnym, czyli poprzez przejęcie członków innych funduszy w trybie transferu. W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała blisko 4 tys. osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 47,9 tys. członków, czyli mniej niż samodzielnie wybrało fundusz (179,8 tys.), jednak najwięcej osób uzyskało członkostwo w OFE w drodze losowania (650,1 tys.).

47,9 tys. członków zmieniło fundusz emerytalny.

Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Miało to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. Wzrosła natomiast liczba osób, które członkostwo uzyskiwały w trybie losowania. W sesji transferowej z listopada 2012 roku już w pełni było widać wpływ zakazu akwizycji: liczba osób zmieniających fundusz w tej sesji stanowiła tylko 0,9% liczby osób uczestniczących w transferach w rekordowej sesji z listopada 2010 roku. Kolejne sesje transferowe pokazały, że zjawisko radykalnego spadku liczby osób zmieniających OFE jest trwałe, choć pewien chwilowy wzrost liczby osób zmieniających OFE nastąpił w okresie następującym po składaniu deklaracji o przekazywaniu składek do OFE.

Od 1 lutego 2014 roku nie przeprowadza się losowań członków do OFE.

W okresie od października 2012 roku do stycznia 2014 roku miały miejsce 3 losowania osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 650,1 tys. osób. Należy podkreślić, że od 1 lutego 2014 roku zlikwidowane zostało losowanie, jako forma uzyskiwania członkostwa w OFE. Po tym terminie, całość składki emerytalnej osób, które samodzielnie nie dokonały wyboru i nie zapisały się do OFE, przekazywana jest do ZUS.

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

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku każdy członek OFE miał możliwość złożenia do ZUS oświadczenia o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE po 1 lipca 2014 roku. Według stanu na koniec września 2015 roku 15,2% członków OFE to członkowie, którzy złożyli takie oświadczenie. W poszczególnych funduszach liczba członków, którzy złożyli oświadczenia wahała się od 7,5% w OFE Pocztylion do 23,6% w Nationale-Nederlanden OFE. Należy podkreślić, że osoby, które nie złożyły oświadczenia o przekazywaniu części składki do OFE nadal pozostają członkami OFE, a fundusze zarządzają ich aktywami zgromadzonymi przed 1 lipca 2014 roku i dlatego ogólna liczba członków OFE nie uległa istotnej zmianie, mimo głębokich zmian wprowadzonych w 2014 roku.

Ponad 15% członków OFE przekazuje część składki emerytalnej do OFE.

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2015 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 44,8 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 22,4%, co było konsekwencją zmian jakie dokonały się w jednym z podmiotów. Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2014 r. nastąpiła zmiana formy i zarządzającego Pracowniczym Programem Emerytalnym „Słoneczna Jesień” tj. program emerytalny prowadzony jest obecnie w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA.

Do PFE należy 44,8 tys. członków.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	28.09.2012	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015
PFE NESTLE POLSKA	2 504	2 678	2 825	3 056
PFE Nowy Świat	7 335	7 119	7 242	7 134
PFE Słoneczna Jesień	12 487	12 475	-	
PFE Orange Polska S.A.	32 599	31 534	31 659	31 419
PFE UNILEVER POLSKA	2 559	2 793	3 087	3 218
Razem	57 484	56 599	44 813	44 827

Źródło: Sprawozdania PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2015 roku na rynku działało dziewięć DFE, do których należało 79,9 tys. członków. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej.

Do DFE należy 79,9 tys. członków.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	28.09.2012	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015
Allianz DFE	107	399	584	735
Generali DFE		8	8	7
MetLife DFE	1 295	2 155	2 622	2 861
Nationale-Nederlanden DFE	196	466	762	1 360
Nordea DFE	48	101	138	477
DFE Pekao		5 082	8 550	11 269
PKO DFE	423	1 744	2 928	3 825
DFE Pocztylion Plus	181	1 781	3 087	3 110
DFE PZU	94 315	90 251	60 785	56 301
Razem	96 565	101 987	79 464	79 945

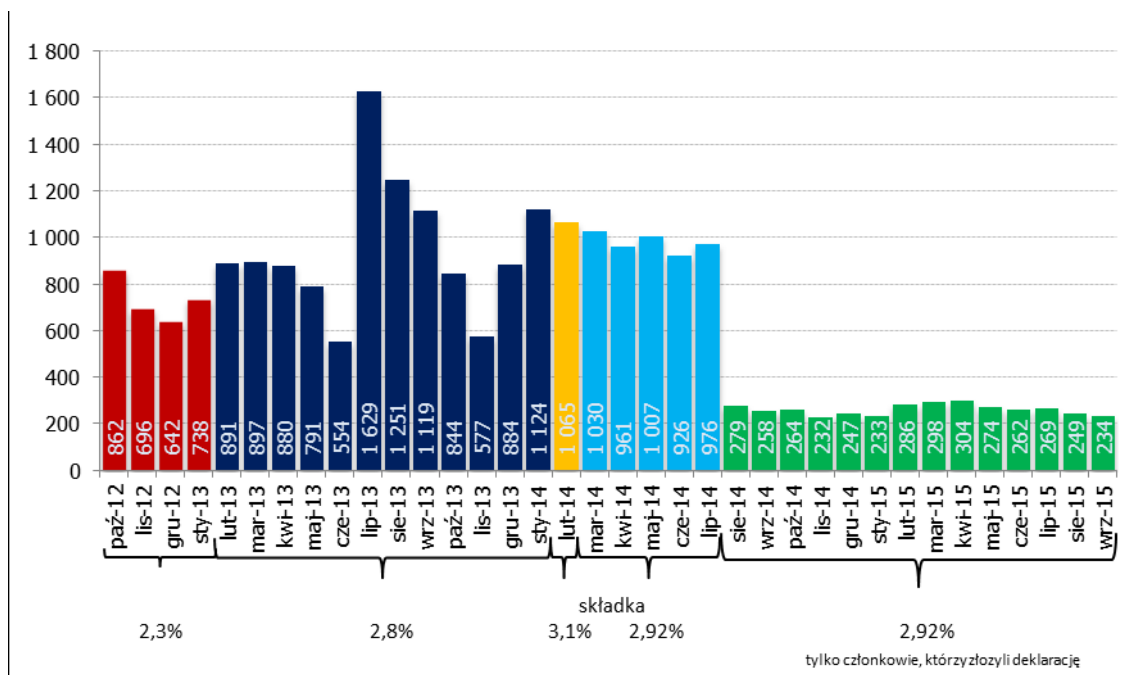
Źródło: Sprawozdania DFE

2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2012 roku do końca września 2015 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 24 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 0,7 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w lipcu 2013 roku (1,6 mld zł), zaś najmniejsza w listopadzie 2014 roku (0,2 mld zł). Należy wskazać, że składka za dany miesiąc trafia do OFE w kolejnym miesiącu kalendarzowym, z tego względu ewentualne zmiany wysokości składek wpływają na wysokość przekazywanych kwot w kolejnym miesiącu po ich wprowadzeniu. Do końca 2012 roku odprowadzane było 2,3% podstawy wymiaru składki. W 2013 ten wskaźnik wynosił 2,8%. Za styczeń 2014 roku składki przekazane były w wysokości 3,1% podstawy, a od lutego 2014 roku obowiązuje stawka 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 złożyli w ZUS odpowiednie oświadczenie w tej kwestii.

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 24 mld zł składek.

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

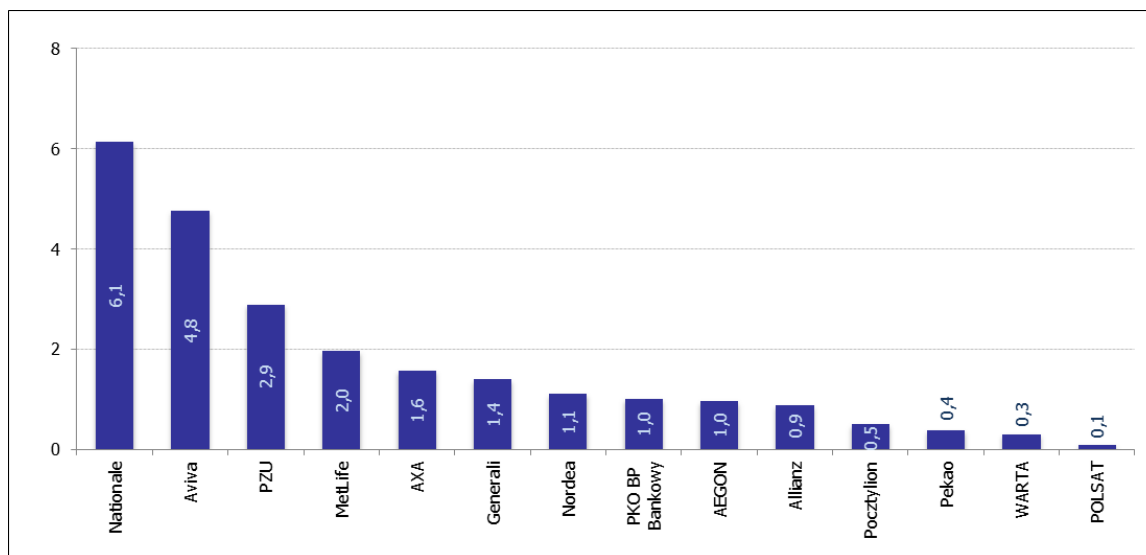


Źródło: Sprawozdania OFE

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

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Nationale-Nederlanden OFE (6,1 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (4,8 mld zł) – fundusze te otrzymały 45% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast Pekao OFE, OFE Warta (działający do września 2014 roku) oraz OFE Polsat (działający do lipca 2013 roku) – odpowiednio 0,4 mld zł, 0,3 mld zł oraz 0,1 mld zł.

Wykres 2.2. Składki przekazane do OFE od 1.10.2012 do 30.09.2015 (mld zł)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

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

obniżenie tej wartości w przypadku, gdy przeliczenie nastąpi w niesprzyjających warunkach rynkowych, np. chwilowego, ale znaczącego spadku cen instrumentów finansowych.

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

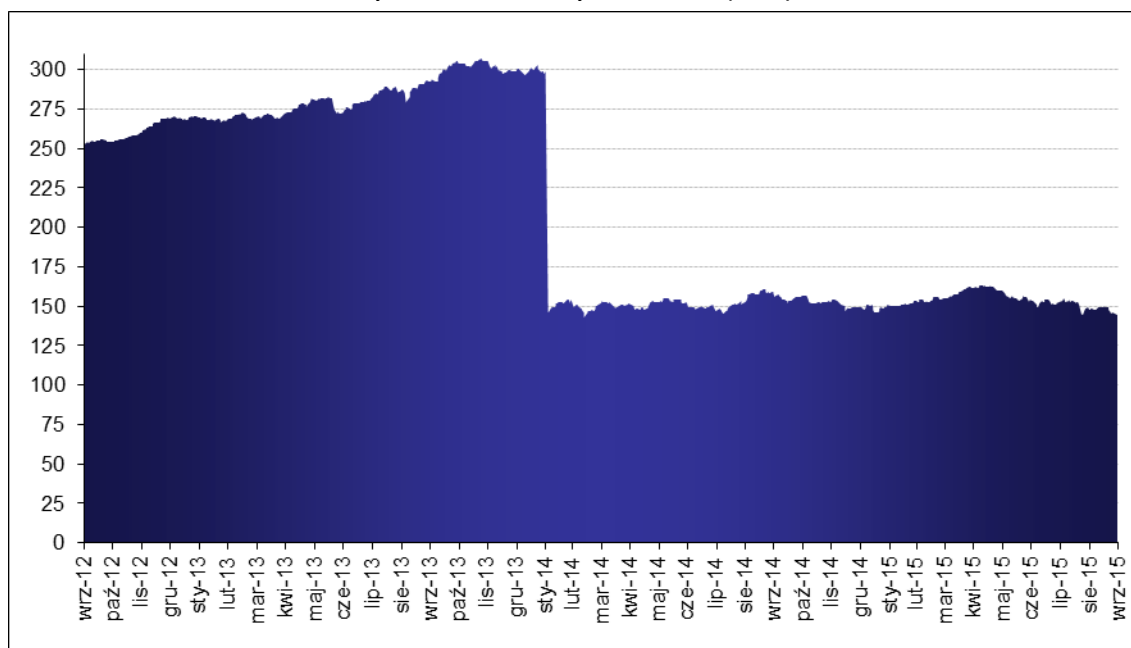
W trzech kwartałach 2015 roku OFE przekazały w ramach suwaka ponad 3,1 mld zł. Było to o 700 mln zł więcej niż wyniosła wartość składek przekazanych w tym czasie z ZUS do OFE.

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2015 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 145,4 mld zł, co oznacza spadek w ciągu ostatnich trzech lat o 107,2 mld zł. Zgodnie z postanowieniami art. 23 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, 3 lutego 2014 roku otwarte fundusze emerytalne przekazały do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych aktywa o wartości 153,2 mld zł.

Na koniec
września 2015
roku OFE miały
145,4 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 września 2015 roku wyniósł 59,6%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,3 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły Allianz Polska OFE oraz PKO BP Bankowy OFE (odpowiednio: 1,5 i 1,0 pkt. proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (0,4 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (zł)

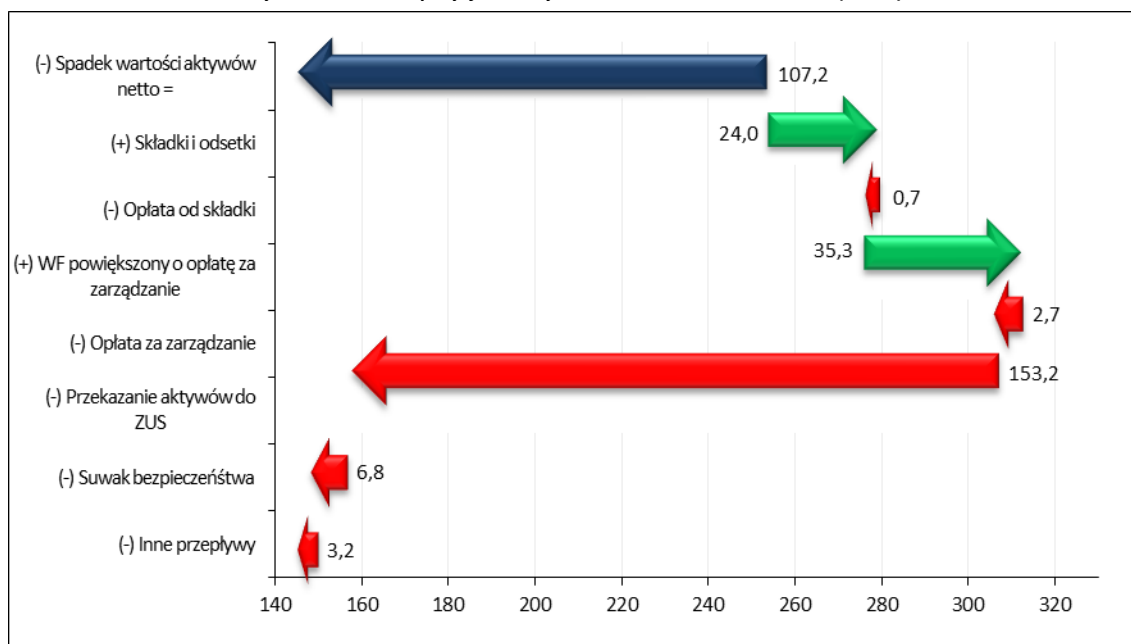
OFE	2012-09-28		2015-09-30	
AEGON OFE	10 810 900 438,06	4,3%	5 998 509 962,25	4,1%
Allianz Polska OFE	7 641 976 235,79	3,0%	6 526 126 227,12	4,5%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	57 073 528 803,74	22,6%	32 261 466 330,64	22,2%
AXA OFE	15 892 859 493,23	6,3%	9 357 014 453,45	6,4%
Generali OFE	12 709 479 056,23	5,0%	7 183 442 052,71	4,9%
MetLife OFE	20 011 879 353,04	7,9%	11 635 604 358,73	8,0%
Nationale-Nederlanden OFE	60 219 166 327,23	23,8%	35 307 213 889,62	24,3%
Nordea OFE	11 240 041 718,77	4,5%	6 690 048 898,28	4,6%
Pekao OFE	3 778 735 494,45	1,5%	2 125 284 323,68	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	8 840 046 346,15	3,5%	6 510 788 398,36	4,5%
OFE Pocztylion	4 774 813 035,22	1,9%	2 694 989 096,00	1,9%
OFE POLSAT	2 213 872 335,78	0,9%	0,00	-
OFE PZU "Złota Jesień"	33 936 370 520,86	13,4%	19 067 280 416,45	13,1%
OFE WARTA	3 379 734 229,69	1,3%	0,00	-
	252 523 403 388,24	100,0%	145 357 768 407,29	100,0%

Zródło: Dzielne sprawozdania OFE

Spadek aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 107,2 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 24 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 32,6 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 35,3 mld zł). Jednakże, największy wpływ na zmianę wartości aktywów netto OFE miało przekazanie w dniu 3 lutego 2014 roku części aktywów o wartości 153,2 mld zł na konta w ZUS, w związku z ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.

Z punktu widzenia członków OFE największymi pozycjami kosztowymi wpływającymi na wartość środków gromadzonych w funduszach emerytalnych pozostają: opłata za zarządzanie (wartość na poziomie 2,7 mld zł) oraz opłata od składki (0,7 mld zł).

Wykres 2.4. Dekompozycja zmiany WAN w ostatnich trzech latach (mld zł)



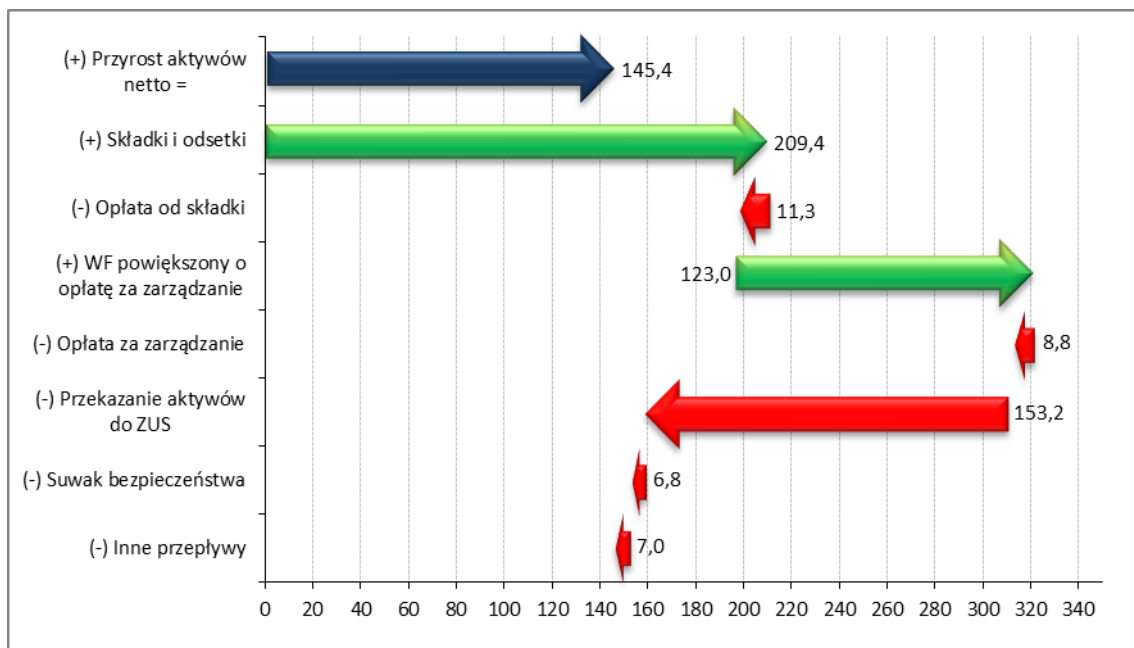
Zródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

W roku 2014 OFE przekazały także do ZUS prawie 3,7 mld zł, a do września 2015 roku jeszcze ponad 3,1 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. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE. Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w roku 2014 na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości ponad 950 mln zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE. Dodatkowo, w związku z tym, że wypłaty emerytur okresowych realizowane były przez ZUS, całość kapitałów emerytalnych tych osób została przekazana z OFE do ZUS, co przełożyło się na spadek wartości aktywów OFE. Saldo tych wszystkich operacji wyniosło w skali trzech lat ok. -3,2 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2015 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (209,4 mld zł), aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (114,1 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie, jest to kwota 123 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,3 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (8,8 mld zł).

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2015 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 1,5%). Od czerwca 2014 roku na rynku pracowniczych funduszy emerytalnych ubył jeden podmiot, gdyż Pracowniczy Program Emerytalny „Słoneczna Jesień” prowadzony jest obecnie w formie Umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA.

Na koniec września 2015 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,8 mld zł.

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec września 2015 roku 1,2% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych.

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Orange Polska S.A. Na koniec września 2015 roku dysponował on aktywami o wartości 1,3 mld zł, co dawało mu 70,5% udziału w rynku.

Tabela 2.5. Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)

PFE	2012-09-28	2013-09-30	2014-09-30	2015-09-30
PFE NESTLE POLSKA	34 408,2	42 745,3	50 209,2	54 748,0
PFE "Nowy Świat"	338 732,9	382 434,9	409 450,9	412 748,3
PFE "Słoneczna Jesień"	333 652,5	379 150,9	-	0,0
PFE Orange Polska	1 034 686,2	1 225 434,7	1 262 300,1	1 273 716,6
PFE UNILEVER Polska	39 879,5	50 229,3	60 119,5	66 444,3
Razem	1 781 359,2	2 079 995,0	1 782 079,7	1 807 657,2

Zródło: Sprawozdania PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na dzień 30 września 2015 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało dziewięć podmiotów: Allianz DFE, Generali DFE, Nationale-Nederlanden DFE, MetLife Amplico DFE, Nordea DFE, DFE Pekao, PKO DFE, DFE Pocztynion Plus, DFE PZU. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 78,8 mln zł.

Na koniec września 2015 roku aktywa netto DFE wyniosły 78,8 mln zł.

Tabela 2.6. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	28.09.2012	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015
Allianz DFE	37,0	1 142,9	2 769,4	4 578,7
Generali DFE	-	32,7	50,0	64,6
MetLife Amplico DFE	286,3	7 820,3	16 602,9	22 171,0
Nationale-Nederlanden DFE	45,1	1 491,3	3 530,1	8 600,8
Nordea DFE	42,8	341,5	734,9	2 539,9
DFE Pekao	-	2 044,3	7 152,4	19 655,4
PKO DFE	142,6	1 953,3	4 129,7	8 443,1
DFE Pocztynion Plus	1,6	195,1	457,3	674,0
DFE PZU	911,1	4 132,2	7 307,4	12 112,4
Razem	1 466,6	19 153,7	42 734,1	78 839,9

Zródło: Sprawozdania DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 12,7% w okresie trzech lat.

W dniu 8 października 2015 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 28 września 2012 roku do 30 września 2015 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2015 roku, wyniki wszystkich funduszy wyraźnie się pogorszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 12,717%. Było to dwudzieste trzecie ustalenie przez organ nadzoru średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres obejmujący 3 lata dokonywane w okresach półrocznych. Należy również odnotować fakt, iż w wyniku zmian prawnych organ nadzoru nie ustala już wysokości minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 6,7 pkt proc.

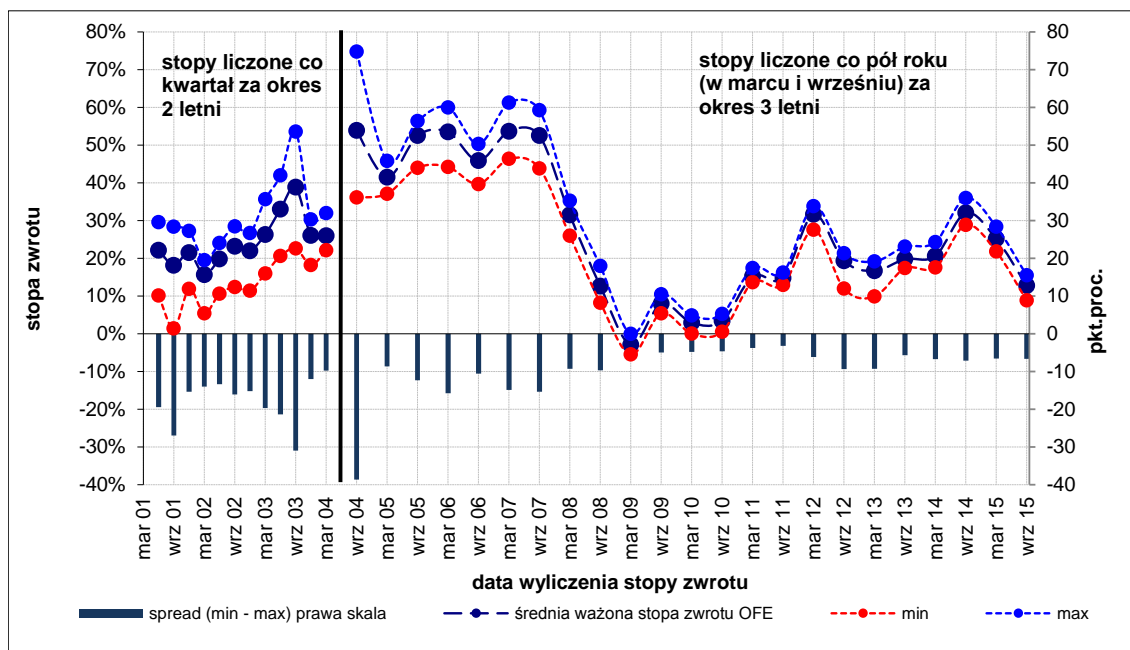
W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 15,45% uzyskał MetLife OFE, a najniższą 8,79% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 6,7 pkt. proc., podobnie jak w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	28.09.2012	30.09.2015	
MetLife OFE (dawne Amplico OFE)	31,14	35,95	15,446%
PKO BP Bankowy OFE	31,00	35,69	15,129%
Nordea OFE	33,12	37,96	14,614%
AXA OFE	31,94	36,39	13,932%
Allianz Polska OFE	30,58	34,71	13,506%
OFE PZU „Złota Jesień”	32,02	36,18	12,992%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	31,80	35,70	12,264%
OFE Pocztylion	29,33	32,80	11,831%
Nationale-Nederlanden OFE	34,61	38,57	11,442%
AEGON OFE	31,22	34,47	10,410%
Pekao OFE	30,23	33,23	9,924%
Generali OFE	33,35	36,28	8,786%
Średnia ważona stopa zwrotu	12,717%		
Zmiana wartości indeksu WIG	13,911%		
Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government	18,999%		

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Stopy zwrotu OFE*



* Zgodnie z przepisami prawa do marca 2004 roku wyliczana była stopa zwrotu za okres 2 lat na ostatni dzień roboczy kwartału, od września 2004 roku wyliczana jest stopa zwrotu na ostatni dzień roboczy marca i września za okres 3 lat.
Źródło: KNF

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE mają wpływ na podział rachunków premiovych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premiovym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premiovego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE, jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczony 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 premiovowy 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 za półroczne okresy przypadające od 28.09.2012 do 30.09.2015 (w zł)

OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	49 153 427,05	44 130 590,64	93 284 017,69
Aviva OFE Aviva BZ WBK	36 593 829,92	49 824 026,42	86 417 856,34
OFE PZU "Złota Jesień"	15 351 838,02	36 284 904,31	51 636 742,33
MetLife OFE (dawne Amplico OFE)	23 590 970,30	6 936 446,60	30 527 416,89
AXA OFE	8 878 104,49	15 487 543,79	24 365 648,29
Generali OFE	2 159 504,63	17 074 371,13	19 233 875,75
Nordea OFE	17 084 804,73	289 432,64	17 374 237,38
AEGON OFE	2 438 480,97	13 820 358,99	16 258 839,96
PKO BP Bankowy OFE	10 048 658,26	6 300 431,14	16 349 089,41
Allianz Polska OFE	9 506 414,51	4 076 443,97	13 582 858,48
OFE Pocztynion	855 306,08	6 392 450,06	7 247 756,15
OFE POLSAT	0,00	705 308,05	705 308,05
Pekao OFE	799 269,89	4 943 339,31	5 742 609,20
OFE WARTA	1 395 544,30	1 599 016,30	2 994 560,60
Razem OFE	177 856 153,15	207 864 663,36	385 720 816,51

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

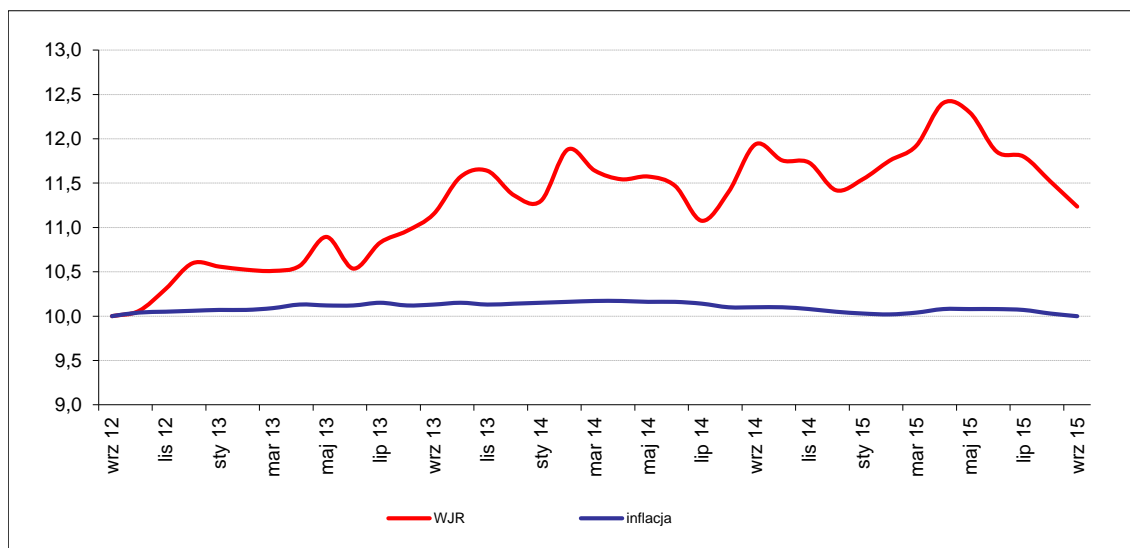
W badanym okresie 46% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 28 września 2012 do 30 września 2015 roku, wyniosła 386 mln zł, z czego 208 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 178 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: 46% środków przekazano do PTE, 54% powróciło do OFE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 12,4%.

Nominalna średnia stopa zwrotu OFE na początku badanego okresu była zbliżona do wartości indeksu inflacji. W kolejnych miesiącach dzięki osiągnięciu przez OFE dobrych wyników inwestycyjnych oraz przy jednoczesnym ustabilizowaniu się inflacji w analizowanym okresie średnia stopa zwrotu OFE była wyższa niż skumulowana inflacja. Warto tutaj również wspomnieć, że w III kwartale 2014 roku inflacja roczna podawana w stosunku do analogicznego miesiąca roku poprzedniego była po raz pierwszy ujemna (ujemna wartość tego wskaźnika inflacji utrzymywała się do końca badanego okresu). Otwarte fundusze od 28 września 2012 roku do 30 września 2015 roku osiągnęły dodatnią realną średnią stopę zwrotu wynoszącą 12,36%.

Wykres 3.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle inflacji w Polsce



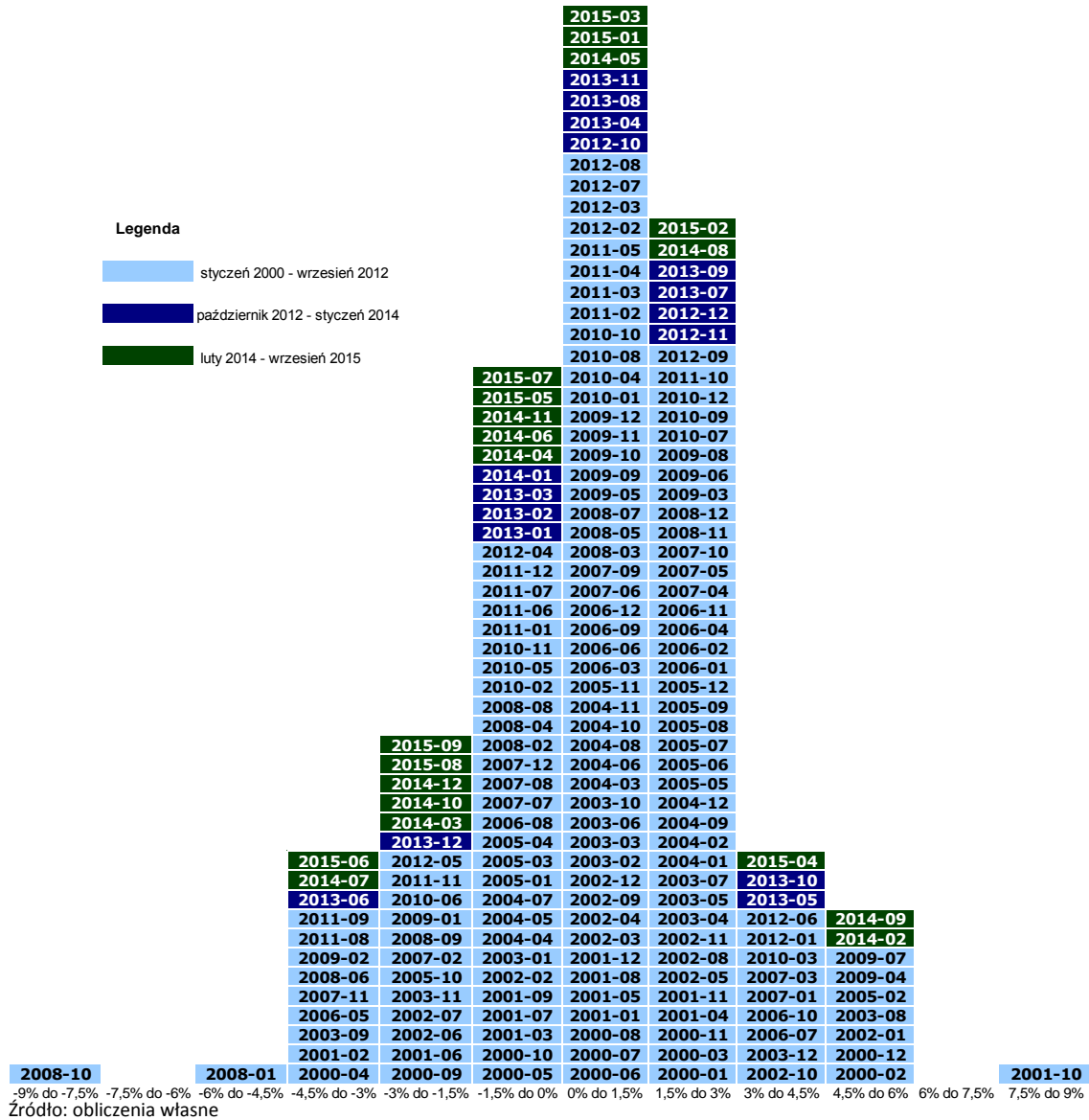
Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 28.09.2012=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2015 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Należy podkreślić tutaj fakt, iż obserwowane wartości stóp zwrotu OFE są skupione wokół swojej średniej, a sam histogram posiada wysmukły kształt.

Stopy zwrotu z okresu od października 2012 roku do stycznia 2014 roku oznaczono kolorem granatowym, a z okresu od lutego 2014 roku do września 2015 roku - okres 20 miesięcy po przekazaniu do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE - 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 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu $-4,8\%$). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2 pkt. proc. pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 20 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – październik 2015) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 8,75 pkt. proc.), pomimo braku zaobserwowania na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na takie wyniki w tym okresie miało upodobnienie się OFE, w wyniku zmian prawnych (m.in. obowiązek utrzymywania przez OFE w 2014 roku co najmniej 75% swoich aktywów w akcjach, a w roku 2015 odpowiednio 55%), do funduszy akcyjnych, których wyniki inwestycyjne są silnie zależne od koniunktury na giełdzie.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2015



Inwestycje w spółki PKN ORLEN, LPP i PZU pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek KGHM Polska Miedź (sektor surowcowy), PKO BP (sektor bankowy), LW BOGDANKA (sektor surowcowy) oraz JSW (sektor surowcowy).

Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 01.10.2012 do 30.09.2015

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	3 881
LPP	akcje	2 862
PZU	akcje	2 133
PGNIG	akcje	1 766
CCC	akcje	1 621
TVN	akcje	1 497
GRUPA KĘTY	akcje	1 406
PEKAO	akcje	1 156
BUDIMEX	akcje	1 090
GRUPA AZOTY	akcje	1 077
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-240
MOL RT	akcje	-308
RAIFFEISEN BANK	akcje	-318
PGE	akcje	-360
GETIN NOBLE BANK	akcje	-547
ORANGE POLSKA	akcje	-903
JSW	akcje	-920
LW BOGDANKA	akcje	-975
PKO BP	akcje	-1 071
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	-1 699

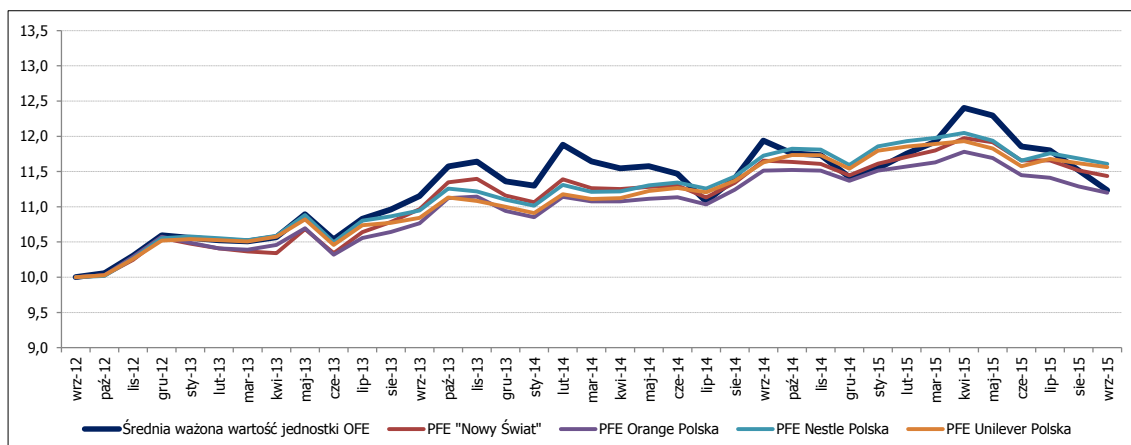
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 12% (PFE Orange Polska) do 16,1% (PFE NESTLE POLSKA). PFE NESTLE POLSKA, PFE Unilever Polska i PFE „Nowy Świat” w badanym okresie osiągnęły wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 12% do 16,1%.

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



Wartość na dzień 28.09.2012 = 10
 Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

W analizowanym okresie na rynku działało dziewięć dobrowolnych funduszy emerytalnych. Okres, w jakim działają DFE jest jeszcze dosyć krótki, a ich aktywa niewielkie, stąd uzyskane i prezentowane stopy zwrotu są wskaźnikiem stosunkowo mało miarodajnym, aby na ich podstawie oceniać długoterminową efektywność inwestycyjną DFE.

Tabela 3.5. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	28.09.2012	30.09.2015	
Allianz DFE*	10,26	12,41	21,0%
DFE Pekao**	–	12,40	24,0%
DFE Pocztylion Plus	10,02	10,77	7,5%
DFE PZU	12,69	22,87	80,2%
Generali DFE**	–	10,90	9,0%
MetLife DFE	12,21	22,92	87,7%
Nationale-Nederlanden DFE	10,13	19,02	87,8%
Nordea DFE*	12,76	18,85	47,7%
PKO DFE	10,81	13,69	26,6%

*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

**Stopa zwrotu od daty pierwszej wyceny do 30.09.2015

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

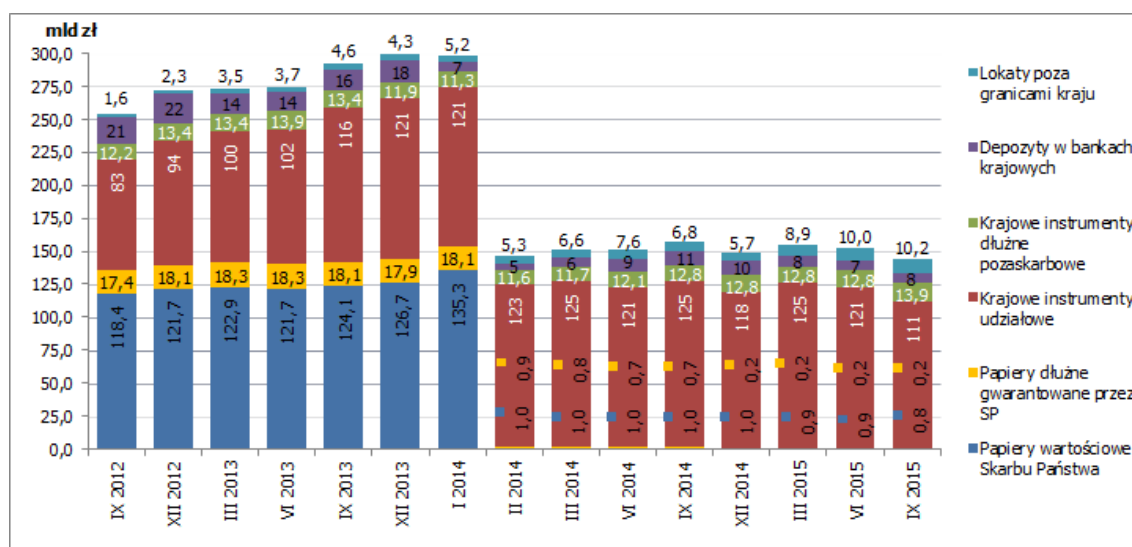
W analizowanym okresie największy wpływ na strukturę portfeli inwestycyjnych OFE miały następujące czynniki:

- zmiana reguł kapitałowego systemu emerytalnego oraz zasad polityki lokacyjnej OFE na mocy ustawy z dnia 6 grudnia 2013 roku *o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*, w szczególności przekazanie 3 lutego 2014 roku przez OFE do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE,
- zmienna koniunktura na rynku kapitałowym i finansowym,
- zmiany w poziomie składek emerytalnych przekazywanych do OFE.

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

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

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



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

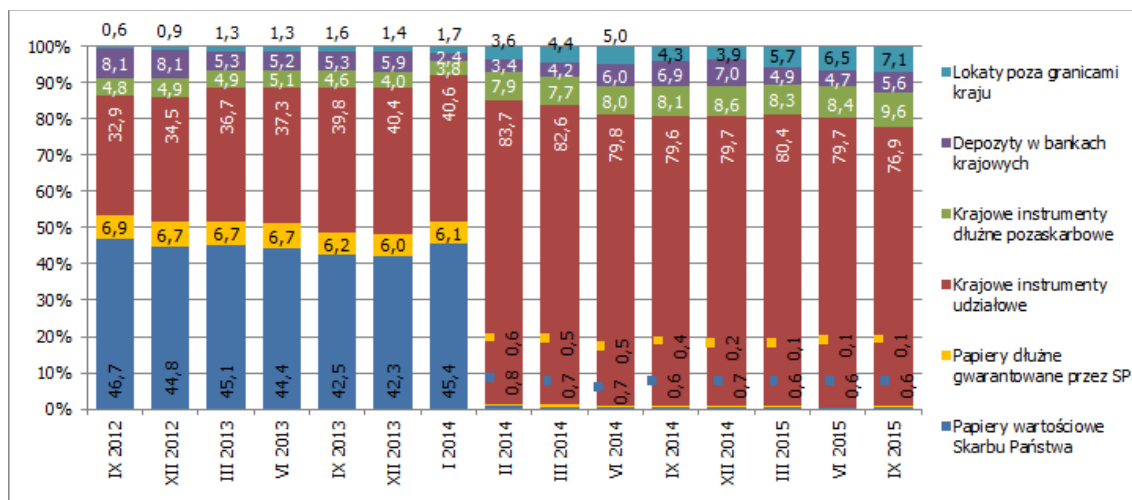
¹ OFE w okresie przejściowym mogą posiadać także obligacje Skarbu Państwa i gwarantowane przez Skarb Państwa, jeżeli nie podlegały one przekazaniu do ZUS i były nabyte przed 4 lutego 2014 roku.

W perspektywie długoterminowej rynek akcji pozostawał na przestrzeni analizowanych trzech lat w trendzie horyzontalnym po kryzysie w 2007-2008 roku. W perspektywie średnioterminowej od początku analizowanego okresu do listopada 2013 roku widoczna była poprawa koniunktury i stopniowe wzrosty cen akcji po okresie gwałtownych spadków na giełdach papierów wartościowych związanych z kryzysem zadłużenia niektórych państw ze strefy euro. Po tym okresie rynek akcji poruszał się w trendzie horyzontalnym z okresami dużej nerwowości i gwałtownych przecen i wzrostów, związanymi z niespokojną sytuacją międzynarodową, konfliktami na Ukrainie i w Afryce Północnej, niepewnością na rynkach surowcowych, a także sygnałami spowolnienia wzrostu gospodarczego. W lipcu 2015 roku nastąpił spadek indeksów poniżej dolnej linii trendu głównie ze względu na negatywne zachowanie rynków wywołane korektą wysokich wzrostów na rynkach zachodnich oraz przeceną na giełdzie w Szanghaju. W krótkim okresie, uwzględniającym wydarzenia bieżącego roku, od maja 2015 roku, rynek akcji, w tym również GPW, systematycznie spada. Korzystna sytuacja na rynku akcji w pierwszych 4 miesiącach 2015 roku, przy wysokiej alokacji aktywów OFE w instrumenty udziałowe, pozwoliła na osiągnięcie przez OFE najlepszych krótkoterminowych stóp zwrotu w historii działalności. Spadek cen akcji od maja 2015 roku spowodował utratę osiągniętych wyników oraz dodatkowo straty, które skutkowały ujemnymi stopami zwrotu większości OFE w okresie 9 miesięcy 2015 roku.

Jednocześnie do stycznia 2015 roku utrzymywała się bardzo korzystna koniunktura na rynku polskich obligacji. Obniżanie stóp procentowych przez RPP, wzrost cen zapewniały inwestorom relatywnie wysokie zyski na tych papierach. Sytuacja na rynku obligacji pogorszyła się od I kwartału 2015 roku i charakteryzowała się znaczną zmiennością, przy czym ze względu na alokację aktywów nie miała negatywnego wpływu na stopy zwrotu OFE.

Dodatkowym czynnikiem kształtującym alokację aktywów OFE w analizowanym okresie były zmiany wysokości składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. Od 1 maja 2011 roku obowiązuje składka do OFE obniżona w stosunku do pierwotnego poziomu 7,3%. Zgodnie ze znowelizowanymi przepisami prawa, do końca 2012 roku do OFE odprowadzane było 2,3%, w 2013 roku wskaźnik ten wynosił 2,8%, w styczniu 2014 roku 3,1%, a od lutego 2014 roku wynosi 2,92%, zaś od sierpnia 2014 roku składki do OFE są przekazywane tylko dla osób, które złożyły oświadczenie (około 15,2% wszystkich członków OFE).

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



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

Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych powyżej zjawisk to zredukowanie części dłużnej portfela z prawie 60,8% na koniec września 2012 roku do 10,8% na 30 września 2015 roku, a z drugiej strony zwiększenie udziału akcji z 34% we wrześniu 2012 roku do prawie 84% na koniec analizowanego okresu.

Od 3 lutego 2014 roku, w wyniku przekazania części obligacyjnej aktywów OFE do ZUS oraz zakazu lokowania aktywów OFE w ten rodzaj instrumentów, papiery wartościowe Skarbu Państwa stanowiły poniżej 1% wartości całego portfela OFE. We wcześniejszym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Do 31 stycznia 2014 roku średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 44,5%, zaś krajowych instrumentów udziałowych 37,5%.

Od 2014 roku nastąpił widoczny wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju. We wrześniu 2012 roku stanowiły one 0,6% wartości portfela OFE, a na koniec września 2015 roku już 7,1%.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2015

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	110 352,14	76,68%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	9 599,56	6,67%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	7 980,82	5,55%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	7 759,51	5,39%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	1 415,87	0,98%
Hipoteczne listy zastawne	926,38	0,64%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	703,26	0,49%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	668,19	0,46%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	659,65	0,46%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	601,71	0,42%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	586,49	0,41%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	396,73	0,28%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	381,12	0,26%
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	233,08	0,16%
Publiczne listy zastawne	219,60	0,15%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	179,85	0,12%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	141,58	0,10%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	136,01	0,09%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	131,17	0,09%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	123,22	0,09%

Podstawę inwestycji OFE do 31.01.2014 r. stanowiły obligacje skarbowe, a od 3.02.2014 r. akcje notowane na GPW.

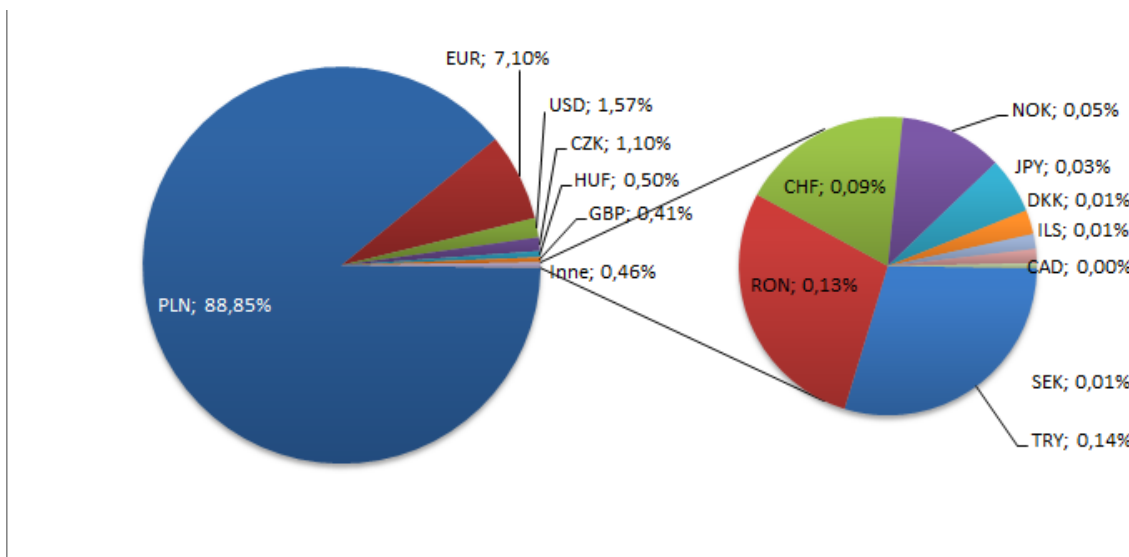
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	120,32	0,08%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	106,75	0,07%
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	101,09	0,07%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	80,38	0,06%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	65,43	0,05%
Zabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, emitowane przez inne podmioty niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	53,68	0,04%
Prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	48,38	0,03%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	47,40	0,03%
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	40,95	0,03%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	38,45	0,03%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	14,42	0,010%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	7,74	0,005%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,26	0,000%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	0,00	0,000%
SUMA	143 921,20	100,00%

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

89% lokat OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

Na 30 września 2015 roku OFE lokowały 89% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W wyniku zmniejszenia wartości aktywów denominowanych w złotówkach na skutek przekazania obligacji skarbowych do ZUS oraz w związku z większym zainteresowaniem zarządzających zagranicznymi rynkami kapitałowymi nastąpił znaczący wzrost udziału lokat denominowanych w walutach obcych. Od 31 stycznia 2014 roku udział tego rodzaju lokat wzrósł o ponad 7 pkt. proc. Na koniec analizowanego okresu wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, dolarach amerykańskich lub czeskiej koronie, w mniejszym stopniu w innych walutach. Do tej kategorii lokat zaliczają się również instrumenty finansowe notowane w ramach *dual listingu* i nabywane przez OFE w Polsce, których wartość na koniec września 2015 roku wynosiła 5,7 mld zł, co stanowiło 4% portfela OFE.

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2015

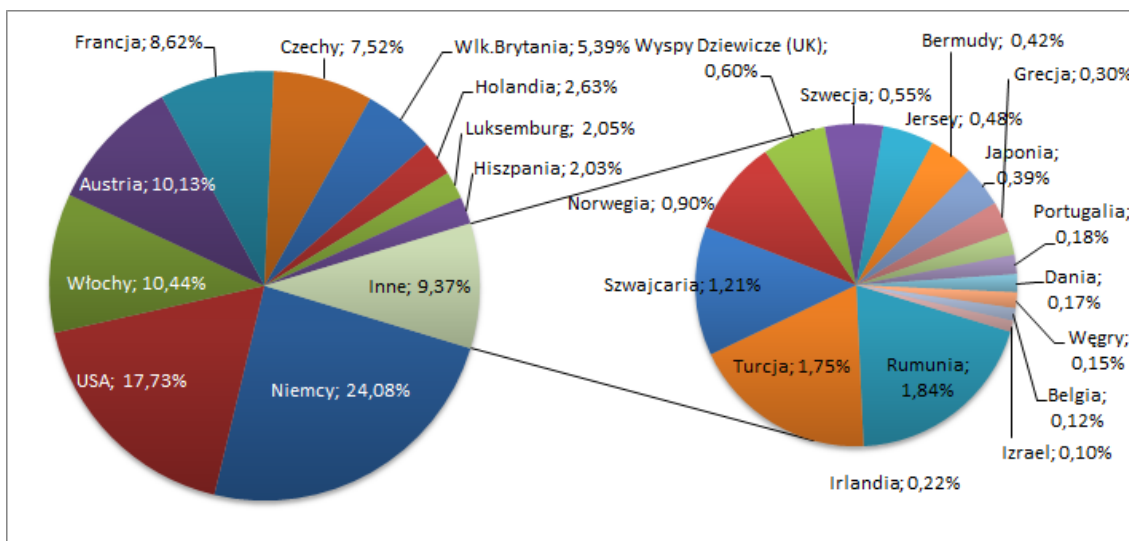


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 30 września 2015 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości 10,2 mld zł, co stanowiło 7,1% wartości całego portfela. W tej kwocie ponad 94% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 296 instrumentów finansowych (z czego 262 to instrumenty udziałowe) emitentów z 26 krajów. Dla porównania na dzień 31 stycznia 2014 roku takie inwestycje miały wartość 5,2 mld zł, stanowiły 1,7% wartości portfela i obejmowały 69 instrumentów z 16 krajów.

Na koniec września 2015 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z Niemiec (ponad 24%), USA (prawie 18%) oraz Austrii i Włoch. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej (ponad 76% portfela lokat poza granicami kraju), Ameryki Północnej (18%) i państw europejskich spoza UE (przede wszystkim w Turcji). W ostatnim roku pojawiły się inwestycje w instrumenty emitentów z Azji oraz Ameryki Środkowej. Na koniec analizowanego okresu OFE nie posiadały inwestycji w papiery emitentów z krajów Ameryki Południowej.

Wykres 4.4. Struktura inwestycji OFE poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na 30.09.2015



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

Ustawodawca, wdrażając zmiany, przewidział okres na dostosowanie portfeli OFE do nowych limitów inwestycyjnych. Do dnia 4 lutego 2016 roku OFE mogą 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 jeżeli są gwarantowane przez Skarb Państwa, które zostały nabyte przed 4 lutego 2014 roku i nie zostały przekazane do ZUS. Na dzień 30 września 2015 roku lokaty te stanowiły 0,8 % wartości aktywów OFE.

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

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2015

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w 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	834 435 897,53	0,6%	0,0 %
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	80 379 972,13	0,1%	
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	7 980 816 626,08	5,5%	
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	106 754 329,08	0,1%	
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	110 398 324 303,20	75,7%	
8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym	110 194 555,39	0,1%	
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	9 599 564 362,64	6,6%	
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	237 101 265,60	0,2%	
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	
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	659 651 511,54	0,5%	

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
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	446 550 937,50	0,3%	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	141 576 989,69	0,1%	20 %
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	123 223 987,45	0,1%	
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	586 487 576,50	0,4%	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	53 681 489,93	0,0%	
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	668 186 308,23	0,5%	10 %
24. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw	-	-	
25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22	8 541 081 287,08	5,9%	10,0 %
28. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 23 i 24	396 729 133,47	0,3%	
26. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, inne niż papiery wartościowe w pkt. 15 i 21	233 077 637,79	0,2%	5,0 %
27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23	-	-	
29. Krajowe listy zastawne	1 145 983 545,21	0,8%	40,0 %
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	-	-	10,0 %
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	40 953 570,91	0,0%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	120 319 516,08	0,1%	0,0 %
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK	1 415 868 765,18	1,0%	-
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0,0 %
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	255 579,44	0,0%	-
Pozostałe składniki bilansowe	1 878 632 338,29	1,3%	-
Aktywa	145 799 831 485,94	100,0%	-

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

Pozostałe limity inwestycyjne nieprzypisane do konkretnych kategorii lokat:

- 10% aktywów w lokaty denominowane w walucie innej niż krajowa do 31.12.2014, 20% do 31.12.2015, 30% od 2016r.
- 10% aktywów na papiery jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi,

- 2% aktywów na certyfikaty inwestycyjne emitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty i nie więcej niż 35% emisji
- 5% aktywów w niepubliczne certyfikaty emitowane przez FIZ i 1 % na lokaty emitowane przez jeden FIZ,
- 5% aktywów na jednostki uczestnictwa emitowane przez jeden FIO lub SFIO i 15% we wszystkich FIO lub SFIO zarządzanych przez jedno TFI,
- 5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,
- 10% lub 20% tożsamych w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż akcje spółek notowanych na rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji,

***Do dnia 4 lutego 2016 r. otwarte fundusze emerytalne mogą posiadać w swoich aktywach instrumenty finansowe, o których mowa w pkt 1–4, 33 i 34, które zostały nabyte przed dniem 4 lutego 2014 r. i nie zostały przekazane do ZUS.*

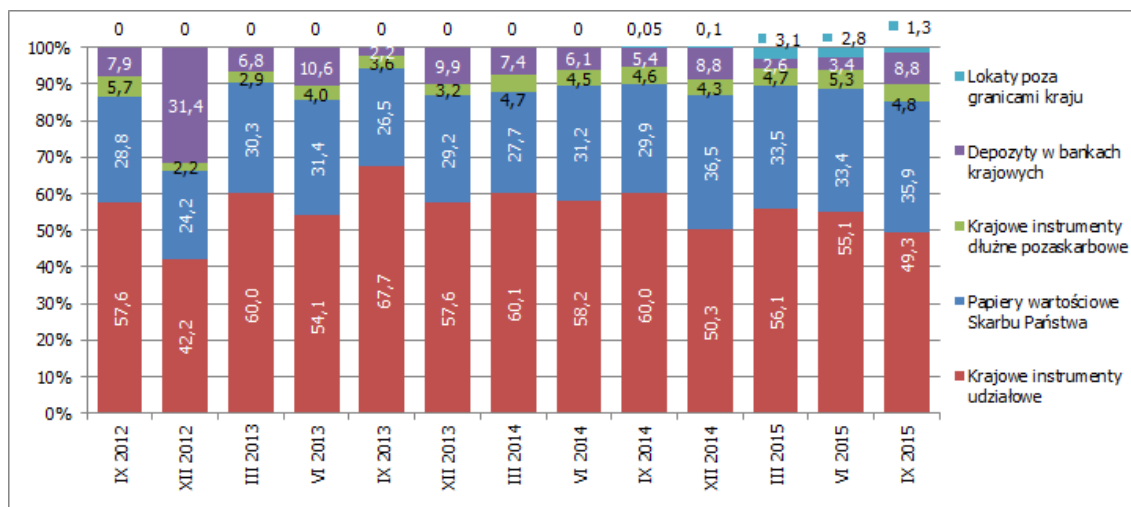
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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.

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

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec września 2015 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 49% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 36%. W III kwartale 2014 roku w portfelach DFE pojawiły się lokaty poza granicami kraju, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 1,3% wartości portfela.

Ze względu na niski poziom zarządzanych aktywów, duże różnice w wielkości funduszy i odmienne strategie inwestycyjne, można zauważyć znaczące zmiany w strukturze zagregowanego portfela DFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu.

Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE dominowały obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu (27% wartości portfela na koniec września 2015 roku). W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne i samorządowe - 3,8% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane 8,8% portfela DFE. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2015

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	38 359,20	49,09%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	21 109,44	27,02%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	6 860,58	8,78%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	4 351,97	5,57%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	2 614,31	3,35%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	2 227,31	2,85%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	980,62	1,26%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	377,29	0,48%
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	350,71	0,45%
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	329,01	0,42%

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	307,27	0,39%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	127,93	0,16%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	120,00	0,15%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	10,08	0,01%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	6,53	0,01%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	3,89	0,00%
Suma	78 136,16	100,00%

Zródło: Sprawozdania finansowe DFE

Trzeba podkreślić, iż na 30 września 2015 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 22% do 76% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od zera do prawie 65%. Dłużne instrumenty pozaskarbowe w niektórych DFE stanowiły około 1/5 wartości portfela, podczas gdy inne fundusze nie posiadały takich lokat. Udział depozytów bankowych kształtował się od 0,6% do 21%, zaś lokat zagranicznych od zera do 3,2% wartości portfela DFE. Zindywidualizowana struktura portfeli powoduje, iż dobrowolne fundusze emerytalne zasadniczo różnią się profilem ryzyka, co skutkuje znacznymi różnicami w poziomie uzyskiwanych stóp zwrotu tych funduszy.

4.1.3 Pracownicze fundusze emerytalne

Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2015 roku były obligacje Skarbu Państwa (61,6%) i akcje notowane na GPW (36%).

Tabela 4.4. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2015 roku

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	1 000 939,86	56,34%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	640 597,61	36,05%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	68 259,45	3,84%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	29 578,46	1,66%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	24 811,42	1,40%
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	12 026,38	0,68%
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	502,51	0,03%
Prawa poboru notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	28,62	0,00%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	12,93	0,00%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	0,00	0,00%
Depozyty w bankach lub instytucjach kredytowych państw UE, EOG i OECD w walucie polskiej	0,00	0,00%
Suma	1 776 757,23	100,00 %

Zródło: Sprawozdania finansowe PFE

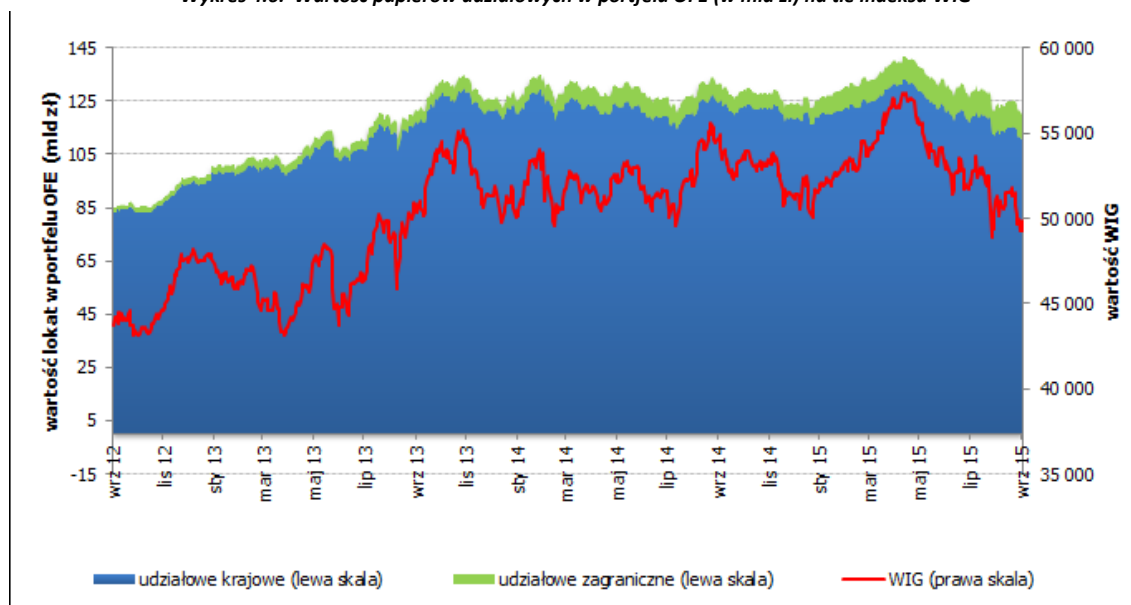
W przypadku pracowniczych funduszy emerytalnych profile ryzyka poszczególnych funduszy są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią od 30% do 40% wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu.

4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od 28 września 2012 roku do 30 września 2015 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe, zarówno krajowe, jak i zagraniczne wyniosło 64,7% wartości portfela, kształtując się w przedziale 33% – 88,2%. Od początku analizowanego okresu do listopada 2013 roku udział tego rodzaju instrumentów (w tym certyfikatów inwestycyjnych) w portfelu OFE systematycznie się zwiększał, wraz z poprawiającą się sytuacją na giełdzie. Na koniec stycznia 2014 roku wskaźnik ten wynosił 42,3%, a 3 lutego 2014 roku (po przekazaniu 51,5% aktywów OFE do ZUS) wzrósł skokowo do 87,2%. Na koniec września 2015 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły 83,6% wartości portfela OFE. Wartość portfela udziałowego wzrosła w analizowanym okresie z 84,8 mld zł do 120,3 mld zł.

Należy też zwrócić uwagę, iż do końca 2014 roku OFE miały obowiązek utrzymywać minimum 75% wartości aktywów w akcjach, prawach poboru i prawach do akcji. W 2015 roku limit ten zmniejszył się do 55%, w 2016 roku będzie wynosił 35%, a w 2017 roku 15%.

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



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (średnio 95,4% w analizowanym okresie) była notowana na polskim rynku finansowym. Jednocześnie systematycznie zwiększał się udział papierów notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych.

Zjawisko powiększania się udziału instrumentów spoza GPW jest także widoczne w analizie zaangażowania OFE w transakcje zawierane na tym rynku. Od początku analizowanego okresu do końca 2013 roku we wszystkich kwartałach transakcje kupna instrumentów udziałowych notowanych na GPW jakie przeprowadzały OFE, miały wartość większą niż realizowane przez fundusze transakcje sprzedaży. Fundusze emerytalne akumulowały papiery w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, *per saldo* dokupywały akcje na GPW. W I kwartale 2013 roku saldo transakcji na krajowych instrumentach udziałowych było najwyższe w całym 3-letnim okresie i wyniosło ponad 8,7 mld zł. Od 2014 roku tylko w 2 z 7 kwartałów OFE dokupywały akcje na GPW. W 2014 roku widoczny był spadek wolumenu transakcji na GPW, co było związane z mniejszymi kwotami składek wpływających do OFE. Od 2015 roku wolumen nadwyżki podaży OFE znacząco wzrósł, co można wiązać ze znaczącym wzrostem nadwyżki transakcji kupna na instrumentach udziałowych poza granicami kraju.

Na koniec września 2015 roku papiery udziałowe stanowiły 83,6% portfela OFE.

Na koniec września 2015 92% portfela udziałowego OFE stanowiły akcje notowane na rynku polskim.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o prawie 8 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Jedynie w trzech kwartałach wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna. Ponadto od 2014 roku widoczny jest wzrost wolumenu transakcji OFE na akcjach zagranicznych.

Tabela 4.5. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości	Saldo wartości	Saldo wartości	Zmiana indeksu WIG w kwartale
		transakcji OFE na	transakcji OFE na	transakcji OFE na	
		instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł)	
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
IV kwartał 2012 r.	2 122,7	-1 384,9	-2 522,8	-536,6	8,5%
I kwartał 2013 r.	2 438,3	-8 580,9	-8 745,0	-1 140,1	-4,9%
II kwartał 2013 r.	2 146,5	-2 315,2	-2 461,7	-287,6	-0,9%
III kwartał 2013 r.	3 859,1	-1 031,4	-1 112,4	-630,9	12,4%
IV kwartał 2013 r.	2 224,8	-1 003,7	-2 137,2	537,9	2,0%
I kwartał 2014 r., w tym:	3 142,2	15,1	-55,9	-2 138,1	2,1%
styczeń 2014 r.	1 084,5	-512,1	-586,5	-711,0	-0,9%
luty-marzec 2014 r.	2 057,7	527,2	530,6	-1 427,1	3,0%
II kwartał 2014 r.	2 843,5	308,2	45,1	-1 050,2	-0,8%
III kwartał 2014 r.	1 487,6	93,6	-119,8	645,5	5,7%
IV kwartał 2014 r.	731,4	-41,2	-100,0	1 103,2	-6,3%
I kwartał 2015 r.	804,9	-438,0	-440,6	-2 229,2	5,2%
II kwartał 2015 r.	827,2	1 272,6	906,0	-959,3	-1,4%
III kwartał 2015 r.	741,0	2 485,3	2 343,0	-1 270,3	-6,6%
SUMA	23 369,3	-10 620,5	-14 401,3	-7 955,8	13,9%
średnia kwartalna	1 947,4	-885,0	-1 200,1	-663,0	1,1%

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

Znacząca różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji. W IV kwartale 2012 roku debiutowały akcje wprowadzanej do obrotu spółki Alior Bank S.A., a w IV kwartale 2013 roku akcji spółki Energa S.A. oferowane przez Skarb Państwa. W II kwartale 2014 roku różnica w saldach wynikała z nabywania przez OFE w subskrypcji akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. i Prime Car Management S.A. W III kwartale 2014 roku OFE nabywały akcje PGE S.A. z puli Skarbu Państwa i Polskich Inwestycji Rozwojowych. W IV kwartale 2014 OFE nabywały w subskrypcji akcje nowej emisji Grupy Lotos S.A. W maju 2015 roku OFE kupowały akcje debiutujących na GPW spółek Wirtualna Polska S.A. oraz Uniwheels AG.

Otwarte fundusze emerytalne angażowały się również na rynku pierwotnym w proces prywatyzacji realizowany przez Skarb Państwa za pośrednictwem rynku kapitałowego.

Tabela 4.6 Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa

Nazwa spółki	Data zawarcia umowy sprzedaży	Wartość akcji oferowanych przez Skarb Państwa (mln zł)	Wartość akcji nabywanych przez OFE (mln zł)
PKO BANK POLSKI S.A.	2013-01-24*	856,3	2 602,9
ZESPÓŁ ELEKTROWNI PĄTNÓW-ADAMÓW-KONIN S.A.	2012-10-29	681,5	348,2
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI S.A.	2013-02-13	214,8	147,9
ZAKŁADY AZOTOWE W TARNOWIE-MOŚCICACH S.A. (GRUPA AZOTY S.A.)	2013-04-18	584,0	19,7
ENERGA S.A.	2013-12-11	2 300,2	380,8
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2014-07-02**	121,5	239,5
Razem		4 799,9	3 739,0

* OFE nabywały również akcje oferowane przez BGK (pula BGK: 4 387,5 mln zł)

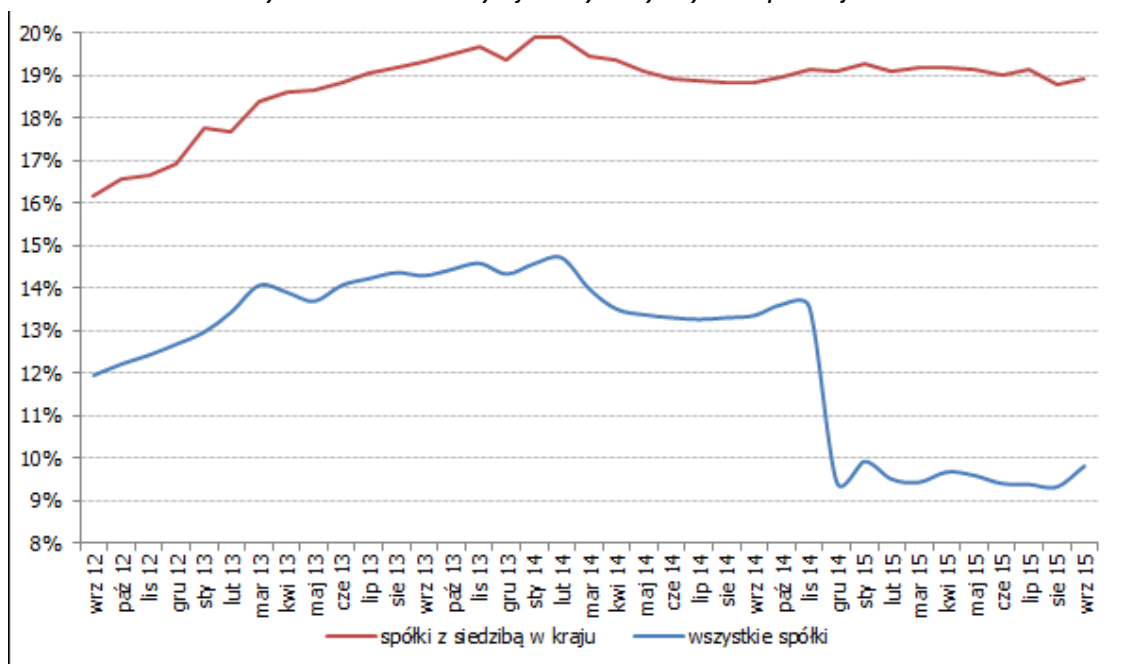
** OFE nabywały również akcje oferowane przez Polskie Inwestycje Rozwojowe (pula PIR: 1,2 mld zł)

Źródło: Ministerstwo Skarbu, Raporty dzienne OFE

W analizowanym okresie do stycznia 2014 roku wyraźnie widoczny był trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW, ale od lutego 2014 roku trend uległ odwróceniu i udział od tej pory stopniowo się zmniejszał. W grudniu 2014 roku gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji GPW wynikał z debiutu na warszawskiej giełdzie spółki Banco Santander, która podniosła kapitalizację GPW o 380 mld zł czyli ponad 40%. Na koniec września 2015 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 9,8%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił 11,9%, przy maksimum 14,7% w lutym 2014 roku. Wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe na rynku krajowym wzrosła z 83,4 mld zł do 110,7 mld zł.

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 9,8%, a udział we free float 15,1%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 30 września 2015 roku ponad 56% 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 7,4%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 1/5 subportfela akcji, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł prawie 23%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec września 2015 roku znajdowały się akcje 31 takich spółek.

Ponad 56% portfela akcyjnego OFE ulokowane jest w 18 największych spółkach notowanych na GPW.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2015 roku wyniósł 15,1%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł gdzie wynosił 47,7%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 6,1%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2015

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	147	31	3 114,1	77,0	0,3%	0,1%	2,5%	6,08%
50 - 100	61	36	4 572,9	364,6	0,4%	0,3%	8,0%	17,50%
100 - 500	139	109	34 194,2	5 096,9	3,0%	4,6%	14,9%	33,77%
500 - 1 000	44	40	30 564,2	5 805,6	2,7%	5,3%	19,0%	43,11%
1 000 – 5 000	50	45	99 731,3	22 837,7	8,9%	20,7%	22,9%	47,74%
5 000 – 10 000	17	16	115 763,6	13 909,0	10,3%	12,6%	12,0%	22,04%
>=10 000	18	18	836 510,3	62 261,4	74,4%	56,4%	7,4%	10,56%
Razem	476	295	1 124 450,6	110 352,1	100,0%	100,0%	9,8%	15,1%

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

OFE posiadają prawie 19% kapitalizacji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich *free float* wynosi 40%.

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 30 września 2015 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 18,9% oraz 39,7% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 49% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2015

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	138	26	2 882,8	69,4	0,5%	0,1%	2,4%	5,8%
50 - 100	55	34	4 141,8	360,3	0,7%	0,3%	8,7%	18,7%
100 - 500	122	100	29 689,8	4 765,2	5,4%	4,6%	16,0%	35,8%
500 - 1 000	39	37	27 374,6	5 581,3	5,0%	5,3%	20,4%	44,5%
1 000 – 5 000	43	41	85 616,8	20 407,9	15,5%	19,5%	23,8%	51,4%
5 000 – 10 000	13	12	84 446,9	13 542,7	15,3%	12,9%	16,0%	33,9%
>=10 000	13	13	318 454,0	59 904,3	57,6%	57,3%	18,8%	38,6%
Razem	423	263	552 606,7	104 631,0	100,0%	100,0%	18,9%	39,7%

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

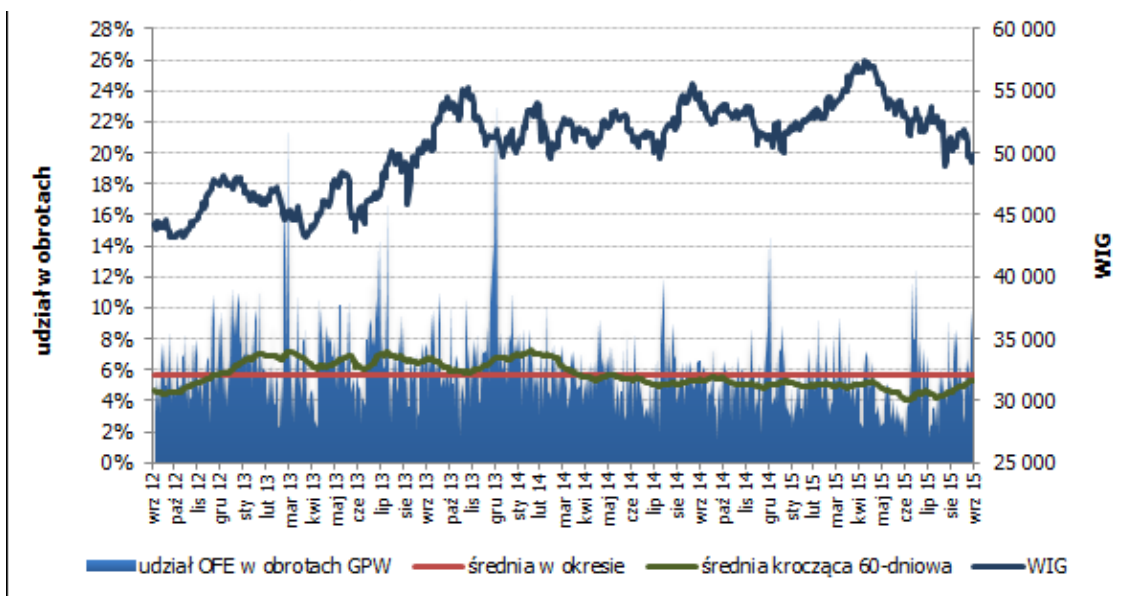
Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 55,9% portfela akcyjnego OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Na koniec września 2015 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 64,4 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 12,2 mld zł). W II połowie 2015 roku wartość akcji z WIG20 w portfelach OFE systematycznie spadała. Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły średnio 55,9% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 52,3% do 61,3%.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie 5,7%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 4% – 7,2%.

Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 5,7%.

Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie

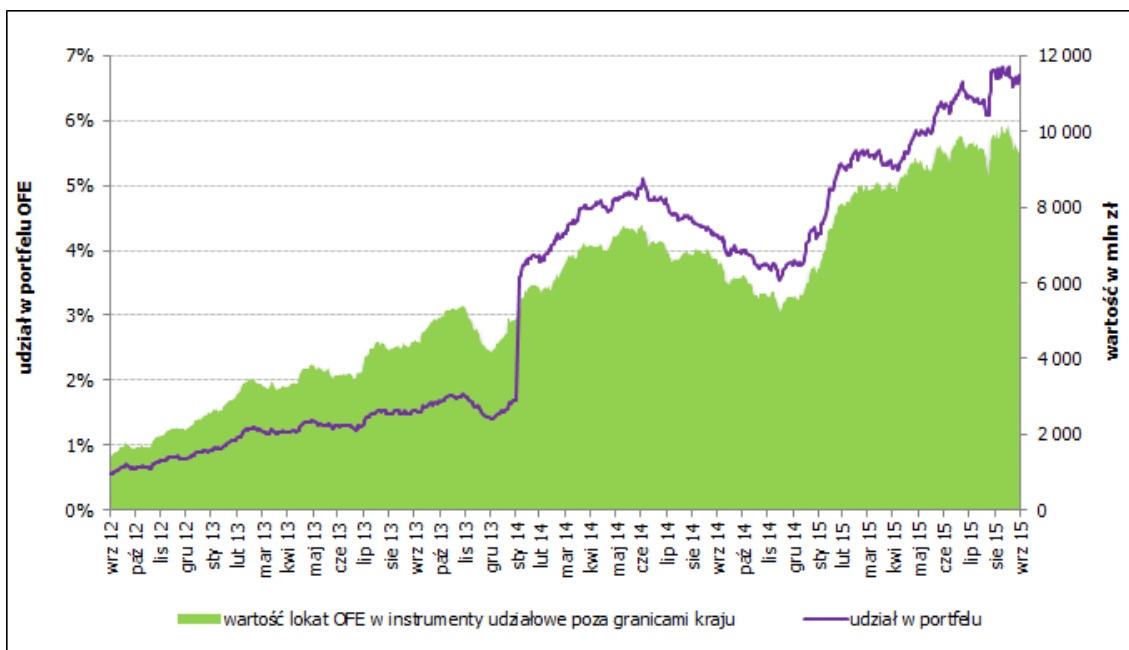


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 3,3% portfela, kształtując się w przedziale 0,55% – 6,8%. Wartość zagranicznego portfela akcyjnego wzrosła prawie 7-krotnie z 1,4 mld zł we wrześniu 2012 roku do 9,6 mld zł na koniec września 2015 roku. Jest to odpowiedzią na zmiany prawne w zakresie polityki inwestycyjnej, próbą dywersyfikacji portfela akcyjnego oraz lepszą płynnością akcji notowanych na giełdach zagranicznych.

W okresie 3 lat wartość lokat OFE w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wzrosła prawie 7-krotnie do 9,6 mld zł.

Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju

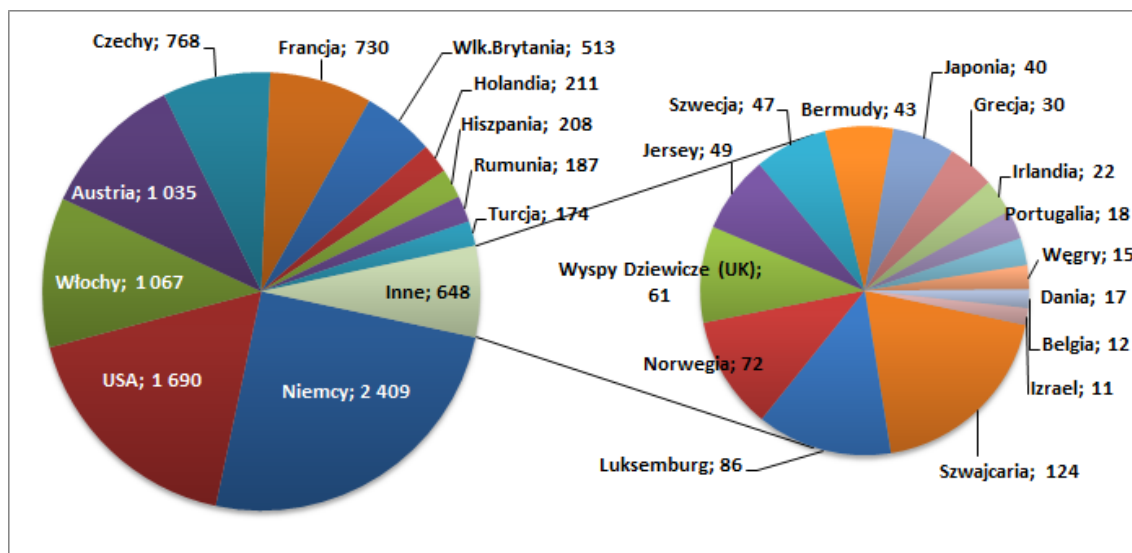


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoim portfelu lokat poza granicami kraju 262 instrumenty udziałowe wyemitowane przez spółki z 26 krajów o wartości 9,6 mld zł.

Najwięcej środków – ponad 76% lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju, OFE ulokowały w akcje emitentów z Unii Europejskiej, w tym Niemiec, Austrii i Włoch. 18% stanowiły akcje spółek amerykańskich.

Wykres 4.10. Wartość lokat OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na dzień 30.09.2015 (w mln zł)



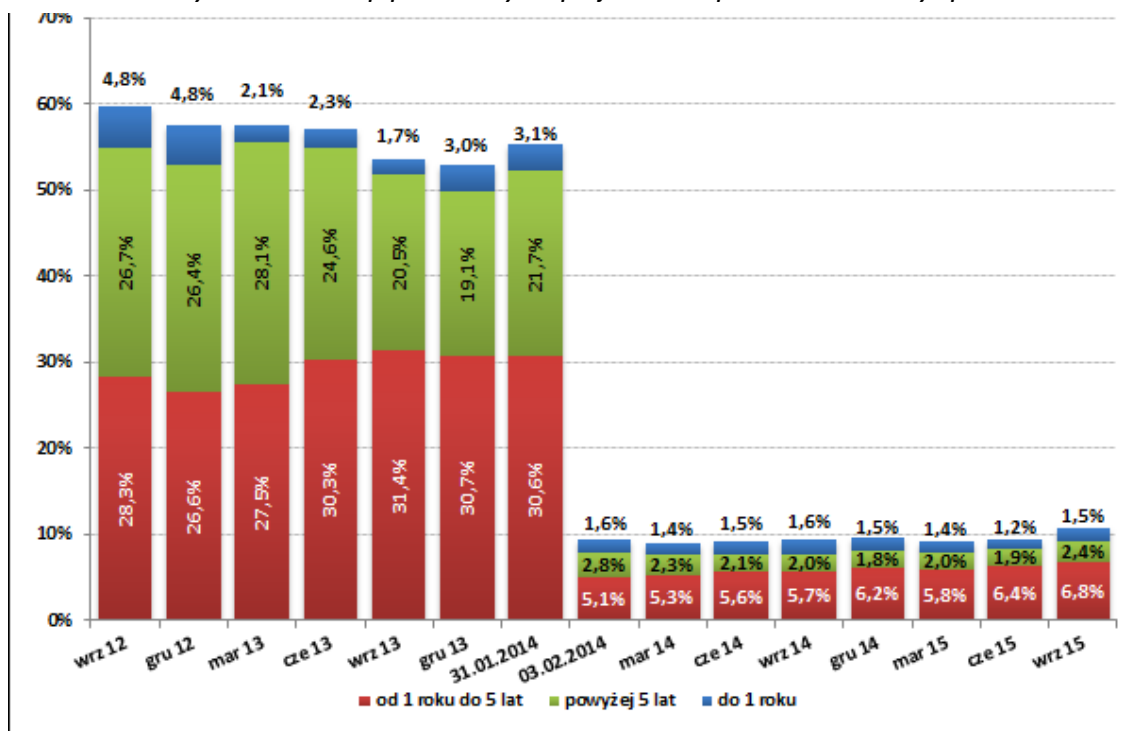
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

4.3 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

W lutym 2014 roku udział instrumentów dłużnych w portfelu spadł poniżej 10%.

W analizowanym 3-letnim okresie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe kształtowało się w przedziale 9% - 60%. Od 28 września 2012 roku do 31 stycznia 2014 roku średni udział papierów dłużnych w portfelach OFE wynosił 56%. 3 lutego 2014 roku nastąpiło przekazanie ponad połowy aktywów OFE do ZUS i udział dłużnych instrumentów w portfelach OFE spadł skokowo z 55,4% do 9,4%. Na koniec września 2015 roku portfel dłużny stanowił 10,8% wartości całego portfela OFE.

Wykres 4.11. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W okresie wrzesień 2012 – styczeń 2014 inwestycje OFE koncentrowały się przede wszystkim na następujących rodzajach dłużnych papierów wartościowych: denominowanych w złotych, emitowanych przez Skarb Państwa, o stałym oprocentowaniu i o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat. Największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu. Stanowiły one od 38% do 41% całego portfela funduszy emerytalnych. Mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 13 do 16%) oraz obligacje zerokuponowe (od 0,5% do 2,4%). W okresie tych 16 miesięcy wyraźnie zmniejszało się zaangażowanie w obligacje zerokuponowe zarówno w ujęciu wartościowym, jak i procentowym. W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu ich udział w portfelu oscylował około poziomu 40%, przy wartości inwestycji w te instrumenty na poziomie pomiędzy 100 mld zł do 120 mld zł. W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu ich udział w portfelu zmniejszał się z poziomu 16 do 12% przy wartości około 38-44 mld zł. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

Od lutego 2014 roku struktura portfela dłużnego diametralnie się zmieniła. Dominują w nim obligacje o zmiennym oprocentowaniu stanowiące około 7% portfela OFE. Wynika to z konstrukcji instrumentów emitowanych przez spółki publiczne i banki, opartych na zmiennym kuponie, które stanowiły główny składnik portfela dłużnego na koniec września 2015.

Do stycznia 2014 roku większość obligacji w portfelu OFE miała stały kupon.

Od lutego 2014 roku dominują obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

Tabela 4.9. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru

Data	Obligacje o stałym oproc.	Obligacje o zmiennym oproc.	Obligacje zero-kuponowe	Krótkoterm. papiery dyskontowe	Listy zastawne	Razem	Wartość subportfela dłużnego (w mld zł)
2012-09-28	41,2%	15,2%	2,4%	0,5 %	0,5%	59,8%	151,6
2012-12-31	39,0%	16,1%	1,9%	0,3 %	0,4%	57,6%	156,5
2013-03-29	40,7%	15,3%	0,9%	0,3 %	0,4%	57,7%	157,2
2013-06-28	40,8%	15,2%	0,6%	0,2 %	0,4%	57,1%	156,6
2013-09-30	38,3%	14,5%	0,5%	0,02 %	0,4%	53,6%	156,7
2013-12-31	38,0%	13,7%	0,8%	0,00 %	0,3%	52,9%	158,4
2014-01-31	41,3%	12,9%	0,8%	-	0,3%	55,4%	165,1
2014-02-03	1,3%	7,4%	0,04%	-	0,7%	9,4%	13,8
2014-03-31	1,1%	7,3%	-	-	0,6%	9,0%	13,6
2014-06-30	1,5%	6,9%	0,1%	-	0,6%	9,2%	13,9
2014-09-30	1,6%	6,9%	0,2%	-	0,6%	9,3%	14,7
2014-12-31	1,0%	7,6%	0,3%	-	0,7%	9,5%	14,2
2015-03-31	1,1%	7,3%	0,2%	-	0,7%	9,2%	14,3
2015-06-30	1,2%	7,5%	0,1%	-	0,7%	9,5%	14,4
2015-09-30	1,4%	8,4%	0,1%	-	0,8%	10,8%	15,5

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Do stycznia 2014 roku główną pozycją portfela OFE były polskie obligacje skarbowe.

Ze względu na emitenta, do końca stycznia 2014 roku najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE były obligacje skarbowe (SPW). W okresie wrzesień 2012-wrzesień 2015 ich udział w portfelach OFE podlegał radykalnym zmianom. Na koniec września 2012 roku instrumenty te stanowiły 46,7% portfela i udział ten zmniejszał się do końca 2013 roku. Na koniec stycznia 2014 roku wyniósł 45,4%, co było związane z ustanowieniem dolnego limitu zaangażowania OFE w papiery skarbowe i gwarantowane przez skarb państwa na potrzeby przekazania części aktywów do ZUS. Od lutego 2015 roku ich udział spadł poniżej 1% wartości portfela OFE.

Od lutego 2014 roku w portfelu dłużnym największy udział mają papiery emitowane przez banki krajowe i obligacje spółek.

Tabela 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta

Data	Skarb Państwa	BGK	Banki krajowe inne niż BGK	EIB	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagr.	RAZEM
2012-09-28	46,7%	7,3%	2,7%	0,03%	2,3%	0,6%		0,1%	59,8%
2012-12-31	44,8%	7,1%	2,6%	0,03%	2,5%	0,6%		0,1%	57,6%
2013-03-29	45,1%	7,1%	2,3%	0,03%	2,5%	0,6%		0,1%	57,7%
2013-06-28	44,4%	7,3%	2,3%		2,5%	0,6%	0,01%	0,1%	57,1%
2013-09-30	42,5%	6,7%	1,7%		2,1%	0,5%	0,01%	0,1%	53,6%
2013-12-31	42,3%	6,4%	1,8%		1,9%	0,3%	0,01%	0,1%	52,9%
2014-01-31	45,4%	6,5%	1,3%		1,8%	0,3%	0,00%	0,1%	55,4%
2014-02-03	0,8%	1,7%	2,5%		3,5%	0,7%	0,01%	0,3%	9,4%
2014-03-31	0,7%	1,5%	2,4%		3,4%	0,6%	0,01%	0,3%	9,0%
2014-06-30	0,7%	1,2%	3,2%		3,2%	0,7%		0,3%	9,2%
2014-09-30	0,6%	1,1%	3,6%		3,0%	0,6%		0,2%	9,3%
2014-12-31	0,7%	0,9%	3,7%	-	3,3%	0,7%	-	0,2%	9,5%
2015-03-31	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,1%	0,7%	-	0,4%	9,2%
2015-06-30	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,2%	0,7%	-	0,5%	9,5%
2015-09-30	0,6%	1,1%	4,0%	-	3,7%	0,9%	-	0,6%	10,8%

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Od lutego 2014 roku w portfelu dłużnym OFE dominują papiery dłużne wyemitowane przez banki krajowe i obligacje spółek publicznych i niepublicznych. Spośród obligacji korporacyjnych najwięcej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze paliwowym, deweloperskim, energetycznym i medialnym.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie oscylując w przedziale 0,1% – 0,6% wartości portfela.

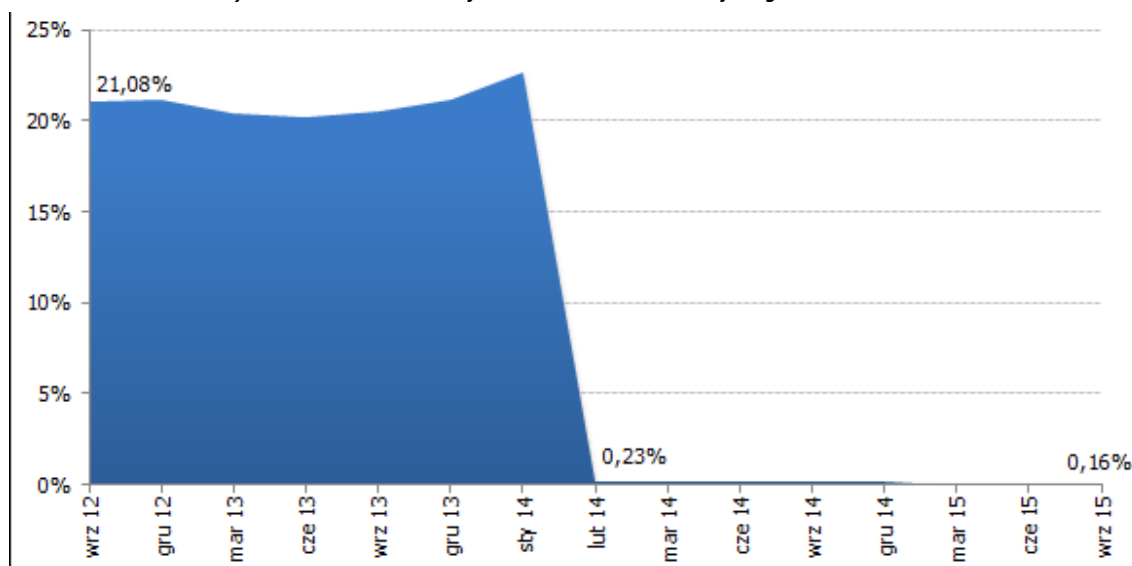
Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne kształtował się w przedziale 1,9%-3,7% przy wartościach 4,7 mld zł do 7 mld zł.

Wartość inwestycji w obligacje samorządowe spadła, w wyniku wykupu wcześniejszych emisji, z 1,5 mld zł na początku analizowanego okresu do około 1 mld zł pod koniec 2013 roku i oscylowała około tego poziomu w 2014 i I połowie 2015 roku. W II połowie 2015 roku nastąpił wzrost wartości i udziału tego rodzaju inwestycji w portfelach OFE do 1,2 mld zł na 30 września 2015 roku, co stanowiło 0,9% portfela OFE.

Systematycznie rosło zaangażowanie OFE w papiery dłużne (certyfikaty inwestycyjne i obligacje) emitowane przez banki krajowe z 2,7% wartości portfela OFE do 4%, wartości tego rodzaju lokat kształtowały się w przedziale 3,6 mld zł do 7,3 mld zł.

OFE do stycznia 2014 roku odgrywały istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Średni udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w okresie od września 2012 do stycznia 2014 wynosił 21%. W lutym, w związku z przekazaniem obligacji Skarbu Państwa do ZUS wskaźnik ten spadł do poziomu 0,2%. Od 4 lutego 2016 roku, po zakończeniu okresu przejściowego, otwarte fundusze nie będą już posiadały w swoich portfelach skarbowych papierów wartościowych.

Wykres 4.12. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



Zródło: Ministerstwo Finansów, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Do stycznia 2014 roku ponad 20% SPW należało do OFE.

Od 1 lutego 2014 roku OFE nie mogą inwestować w obligacje skarbowe.

Tylko do 4 lutego 2016 OFE roku mogą posiadać obligacje skarbowe nabyte przed zmianą przepisów.

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 oraz w transakcjach typu *buy sell back* (BSB). Należy zwrócić uwagę, iż od 1 lutego 2014 roku OFE nie mogą zawierać transakcji BSB, których przedmiotem kupna i sprzedaży byłyby papiery wartościowe Skarbu Państwa i takie transakcje nie były po tej dacie zawierane.

Na koniec września 2015 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 8,1 mld zł, co stanowiło 5,6% wartości portfela. Prawie 99% stanowiły depozyty w PLN. Spośród 9 banków, największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A., w którym fundusze ulokowały prawie 31% wartości tych lokat.

Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2015

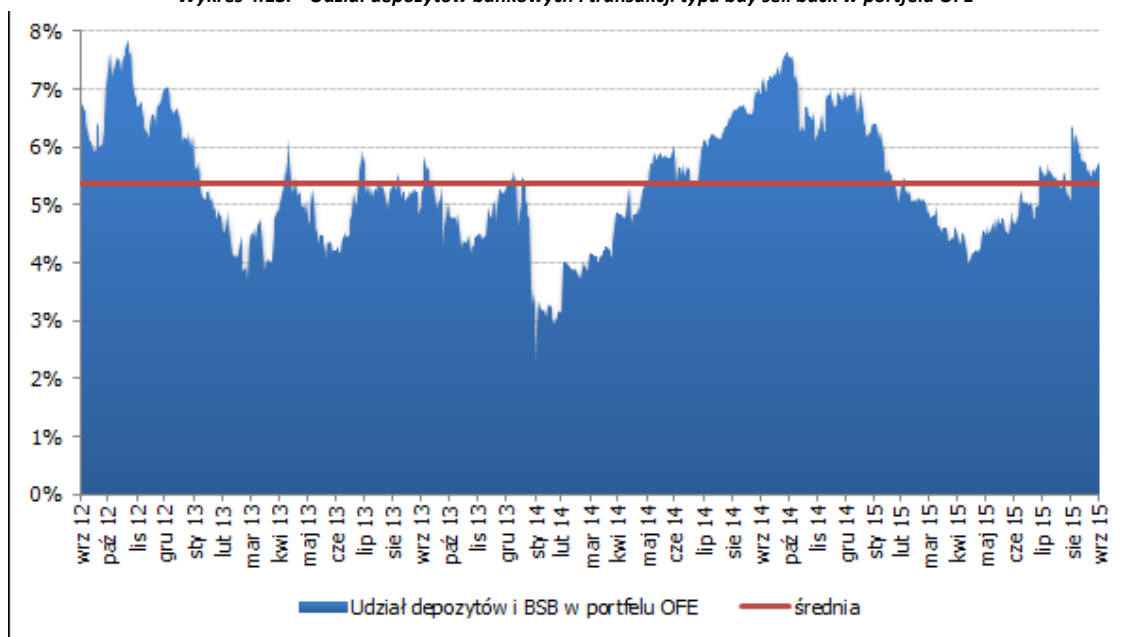
Lp.	Nazwa banku	Wartość depozytów (w zł)	Udział depozytów w portfelu	Udział banku w portfelu depozytów
1	BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	2 496 114 478,64	1,73%	30,86%
2	BANK MILLENNIUM S.A.	1 652 200 000,00	1,15%	20,43%
3	PKO BANK POLSKI S.A.	1 647 480 706,18	1,14%	20,37%
4	MBANK S.A.	825 390 978,04	0,57%	10,21%
5	RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	380 000 000,00	0,26%	4,70%
6	BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	339 699 465,57	0,24%	4,20%
7	DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	307 489 718,79	0,21%	3,80%
8	BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	367 000 000,00	0,26%	4,54%
9	ING BANK ŚLĄSKI S.A.	72 195 607,94	0,05%	0,89%
	Suma	8 087 570 955,16	5,62%	100,00%

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Średni udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 5,4%.

W analizowanym okresie średni udział tych instrumentów w portfelu OFE kształtował się na poziomie 5,4% (od 2,3% do 7,9%). Najwyższy udział był widoczny w IV kwartale 2012 roku oraz II połowie 2014 roku. Ponadto w II połowie 2014 roku można było zauważyć systematyczny wzrost wartości depozytów, co można wiązać ze zmianami prawnymi w systemie emerytalnym, w szczególności przygotowaniem OFE do wypłaty środków w ramach tzw. „suwaka bezpieczeństwa”. W listopadzie 2014 roku pierwsza, skumulowana wypłata wyniosła 3,3 mld zł, a w kolejnych miesiącach oscylowała wokół poziomu 350 mln zł miesięcznie.

Wykres 4.13. Udział depozytów bankowych i transakcji typu *buy sell back* w portfelu OFE



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Konkluzje

W wyniku systemowych zmian prawnych OFE zmieniły profil ryzyka inwestycyjnego upodabniając się do akcyjnych funduszy inwestycyjnych. Ustawowy zakaz inwestowania w instrumenty dłużne i zwiększenie dostępności instrumentów notowanych na zagranicznych rynkach finansowych bez określenia bezpiecznego benchmarku stawia zarządzających portfelami w zupełnie nowej sytuacji. Prowadzenie działalności w zmienionym otoczeniu prawnym i rynkowym wymagać będzie większej aktywności, ale też zwrócenia szczególnej uwagi na aspekt zarządzania ryzykiem rynkowym i operacyjnym.

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku członkowie OFE mieli czas na złożenie oświadczenia dotyczącego przekazywania części (2,92% podstawy) ich składki emerytalnej do OFE. Według danych ZUS, oświadczenia takie złożyło 2,5 mln osób, czyli ponad 15% członków OFE. Aktualne szacunki, potwierdzone pierwszymi przepływami, wykazują, że w najbliższych latach strumień składek tych osób będzie miał mniejszą wartość niż wartość kapitałów emerytalnych przekazywanych przez OFE do ZUS w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa. Oznacza to, że popyt na instrumenty finansowe ze strony OFE będzie bardzo ograniczony, a z pewnością wyraźnie mniejszy niż w latach poprzednich.

Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec września 2015 r. 9,8%, a udział we *free float* 15,1%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 18,9%, a udział we *free float* 39,7%. OFE utrzymywały tak silną pozycję wśród uczestników GPW pomimo ograniczenia wysokości składek kierowanych do OFE z poziomu 7,3% do 2,92% podstawy wymiaru składki. W najbliższych latach można oczekiwać sukcesywnego obniżania się znaczenia OFE na krajowym rynku kapitałowym z następujących powodów:

- ograniczenia korzystnego dla OFE salda przepływów z ZUS z powodu uruchomienia tzw. suwaka bezpieczeństwa oraz ograniczenia wielkości składek kierowanych do OFE poprzez domyślne pozostawianie składek ubezpieczonych w ZUS w przypadku osób, które nie zadeklarowały przekazywania tychże składek do OFE;
- niskiej partycypacji w OFE nowowchodzących na rynek pracy przy równoczesnym braku informacji o możliwości podpisania umowy z OFE (likwidacja mechanizmu przypisywania do uczestnictwa w OFE w drodze losowania, kierowania do takich osób listu przez ZUS i domyślne pozostawianie całej składki emerytalnej w ZUS w przypadku niepodpisania umowy z OFE),
- likwidacji tzw. benchmarku wewnętrznego z mechanizmem pokrywania niedoboru w OFE przez PTE,
- większej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE w oparciu o instrumenty notowane poza granicami kraju;
- sukcesywnego przebudowywania portfeli OFE w kierunku bardziej zrównoważonym w oparciu o dłużne instrumenty finansowe i przy równoczesnym ograniczeniu zaangażowania w akcje – podczas 1,5 roku działalności OFE w zmienionym otoczeniu prawnym efekt ten nie wystąpił.

Minimalny limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe na poziomie 75% obowiązywał do końca roku 2014, w 2015 roku wynosi on 55%, a następnie do końca 2017 roku będzie ulegał stopniowemu obniżaniu. W kolejnych latach alokacja aktywów OFE będzie zależała od

dostępności i atrakcyjności instrumentów finansowych innych niż akcje. Niski poziom wykorzystania obecnie obowiązujących limitów inwestycyjnych (z wyłączeniem akcji) wskazuje na to, że istnieje pole do kreowania podaży tego rodzaju instrumentów, jako potencjalnego przedmiotu lokat OFE.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce.....	6
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce	7
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro	7
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP.....	8
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł).....	9
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN	9
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN	10
Wykres 1.8.	Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)	10
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)	11
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)	12
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	12
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)	13
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	13
Wykres 1.13.	Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)	14
Tabela 2.1.	Liczba członków OFE* w latach 2012 - 2015	15
Tabela 2.2.	Liczba członków PFE	17
Tabela 2.3.	Liczba członków DFE	17
Wykres 2.1.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł)	18
Wykres 2.2.	Składki przekazane do OFE od 1.10.2012 do 30.09.2015 (mld zł).....	18
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł)	19
Tabela 2.4.	Aktywa netto OFE (zł)	20
Wykres 2.4.	Dekompozycja zmiany WAN w ostatnich trzech latach (mld zł)	21
Wykres 2.5.	Dekompozycja zmiany WAN za cały okres funkcjonowania OFE (mld zł)	22
Tabela 2.5.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)	23
Tabela 2.6.	Aktywa netto DFE (tys. zł).....	23
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE	24
Wykres 3.1.	Stopy zwrotu OFE*	25
Tabela 3.2.	Podział rachunku premiowego za półroczne okresy przypadające od 28.09.2012 do 30.09.2015 (w zł)	26
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle inflacji w Polsce ..	27
Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2015	28
Tabela 3.3.	Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 01.10.2012 do 30.09.2015.....	29
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.).....	30
Tabela 3.5.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE	30
Wykres 4.1.	Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)	31
Wykres 4.2.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)	32
Tabela 4.1.	Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2015.....	33
Wykres 4.3.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2015.....	35

Wykres 4.4.	Struktura inwestycji OFE poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na 30.09.2015.....	35
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2015.....	36
Tabela 4.3.	Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2015.....	39
Tabela 4.4.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2015 roku.....	40
Wykres 4.6.	Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG.....	41
Tabela 4.5.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych.....	42
Tabela 4.6	Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa.....	43
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	43
Tabela 4.7.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2015.....	44
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2015.....	44
Wykres 4.8.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie.....	45
Wykres 4.9.	Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju.....	45
Wykres 4.10.	Wartość lokat OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na dzień 30.09.2015 (w mln zł).....	46
Wykres 4.11.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu.....	47
Tabela 4.9.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru.....	48
Tabela 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta.....	48
Wykres 4.12.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa.....	49
Tabela 4.11	Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2015.....	50
Wykres 4.13.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE.....	50



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

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

www.knf.gov.pl