



**INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ**

**FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE**

**29.03.2013 – 31.03.2016**

**DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH**

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

## Spis treści

<b>SYNTEZA.....</b>	<b>4</b>
<b>1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM .....</b>	<b>6</b>
1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	6
1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH .....	8
1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH .....	11
1.4 RYNKI ZAGRANICZNE.....	13
<b>2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA .....</b>	<b>15</b>
2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	15
2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	17
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	17
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	18
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	19
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	23
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	23
<b>3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE.....</b>	<b>24</b>
3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE .....	24
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	29
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	30
<b>4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....</b>	<b>31</b>
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>37</i>
4.1.3 <i>Pracownicze fundusze emerytalne.....</i>	<i>39</i>
4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH ..	39
4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	45
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH .....	49
<b>KONKLUZJE.....</b>	<b>51</b>

## 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 marca 2016 r. do 12 OFE należało 16,5 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 143,5 mld zł. W tym czasie do 3 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 40,9 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 9 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 85,3 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 119,5 mln zł.

W okresie ostatnich trzech lat do OFE trafiło 20,9 mld zł składek, jednak w związku z obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. Na obniżenie tego wskaźnika wpłynął także spadek liczby osób wnoszących składki.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 1,7% do 9,1%. Wszystkie fundusze osiągnęły dodatnie realne stopy zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 8,1% do 11,8%.

Inwestycje OFE do końca stycznia 2014 r. koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych stanowiących 45% wartości portfeli OFE oraz instrumentach udziałowych, których udział w portfelu przekraczał 40%. Po przekazaniu aktywów do ZUS udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE spadł poniżej 1%, a od lutego 2016 roku OFE nie posiadają takich instrumentów w swoich portfelach. Na koniec marca 2016 r. udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 76,6%, część dłużna stanowiła 8,6%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe wzrosły do 7,2%. W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (50,5%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (35,7%). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (61%) i akcje notowane na GPW (35%).

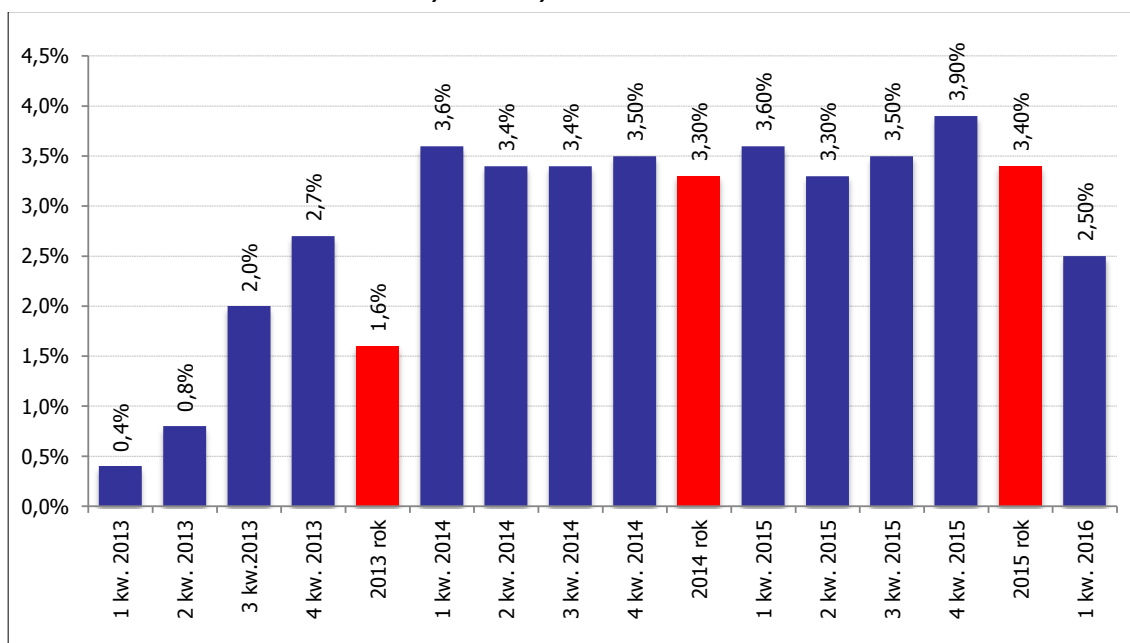
Przyjęte pod koniec 2013 r. przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołują dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego poprzez ograniczenie pozycji OFE na tym rynku, ograniczenie strumienia składek kierowanych do OFE, zmianę polityki inwestycyjnej OFE połączoną z likwidacją mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu i niedoboru, jak i dla sytuacji finansów publicznych w krótkim i długim okresie. Wyniki kolejnego przeglądu systemu emerytalnego, zaplanowanego na rok 2016 mogą skutkować kolejnymi zmianami w konstrukcji tego systemu i zmianami zasad funkcjonowania rynku funduszy emerytalnych w Polsce.

## 1 Sytuacja na rynku finansowym

### 1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Pomimo kolejnych fal kryzysu finansowego, gospodarka polska znajdowała się cały czas na ścieżce umiarkowanego rozwoju, którego dynamika jednak malała po 2008 roku. 2013 był najślabszym pokryzysowym rokiem, z bardzo niewielką dynamiką wzrostu w pierwszych dwóch kwartałach i średniorocznym wzrostem na poziomie 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. Rok 2015 był bardzo podobny do dynamiki PKB do roku 2014, natomiast pierwszy kwartał 2016 przyniósł pewne oznaki spowolnienia ze wzrostem 2,5%, za wcześniej jednak wnioskować, czy to tymczasowe spowolnienie, czy zapowiedź recesji.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce

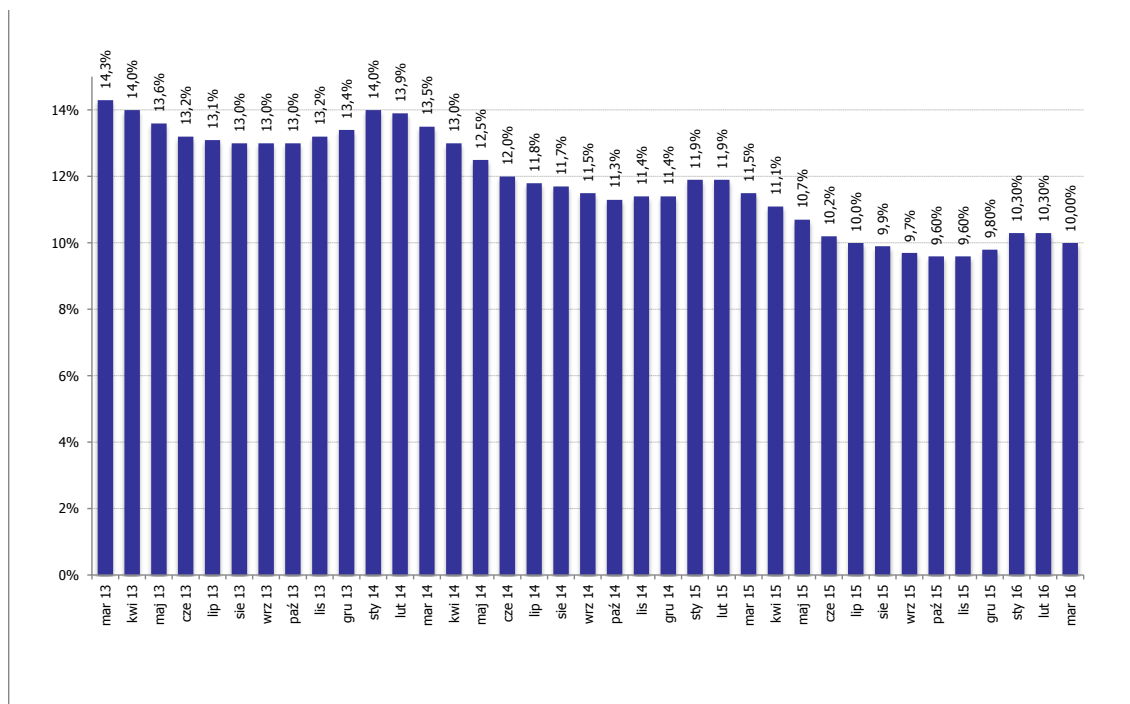


W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego  
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia w październiku 2015 spadła do 9,6%, najniższego poziomu w analizowanym okresie.

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowymi. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano na początku, w marcu 2013 roku, kiedy to wynosił 14,3%. Stabilny wzrost gospodarczy przekłada się na systematyczny spadek bezrobocia od początku 2014 roku, aż do relatywnie bardzo niskiego poziomu 9,6% w październiku 2015 – to nie tylko najniższy poziom w badanym okresie, ale najniższy od pokryzysowego 2009 roku. Spadek ten był tak wyraźny, że przeważał nawet nad typowymi wahaniami sezonowymi. Na koniec okresu, w marcu 2016 bezrobocie wynosiło 10,0% - pomimo obserwowanego spowolnienia wzrostu gospodarczego, było znacząco niższe niż w poprzednich latach.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

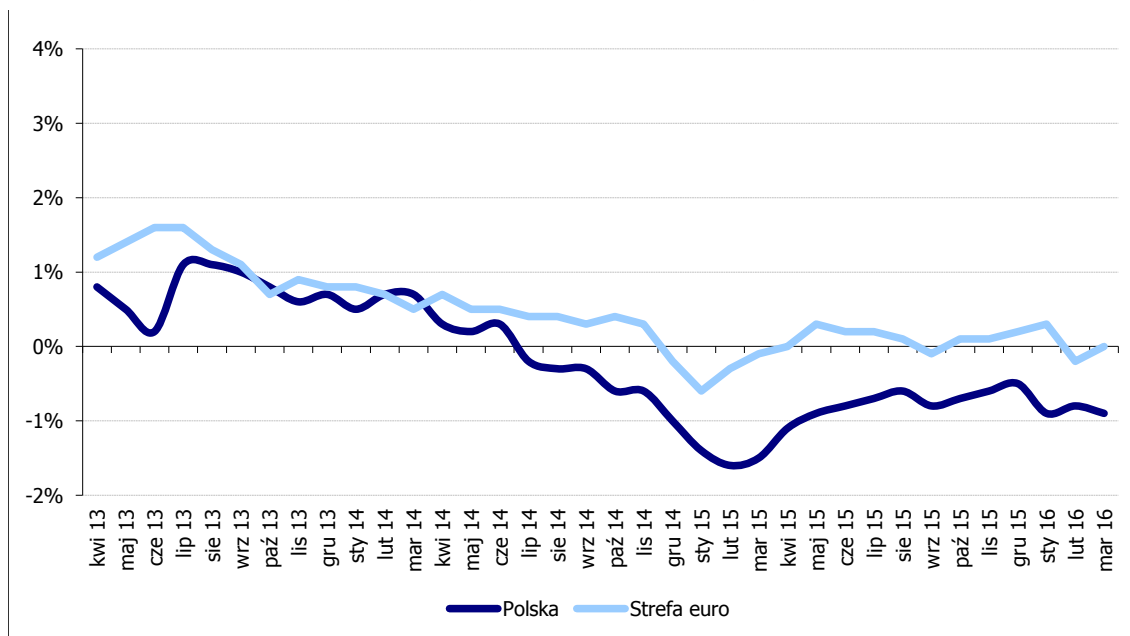


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (-1,6%) do 1,1%, zatem cały czas pozostawały istotnie poniżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). Zarówno w Polsce, jak i w strefie euro ostry spadek inflacji związany był ze spowolnieniem gospodarczym po roku 2012. Począwszy od roku 2013 inflacja w Polsce była, z paroma wyjątkami, niższa niż w strefie euro. W roku 2014 po raz pierwszy od transformacji ustrojowej w 1989 roku pojawia się w Polsce deflacja. Ostatni rok analizowanego okresu w strefie euro to inflacja blisko oscylująca wokół zera.

W ostatnich dwóch latach analizowanego okresu inflacja w Polsce była niższa niż w strefie euro.

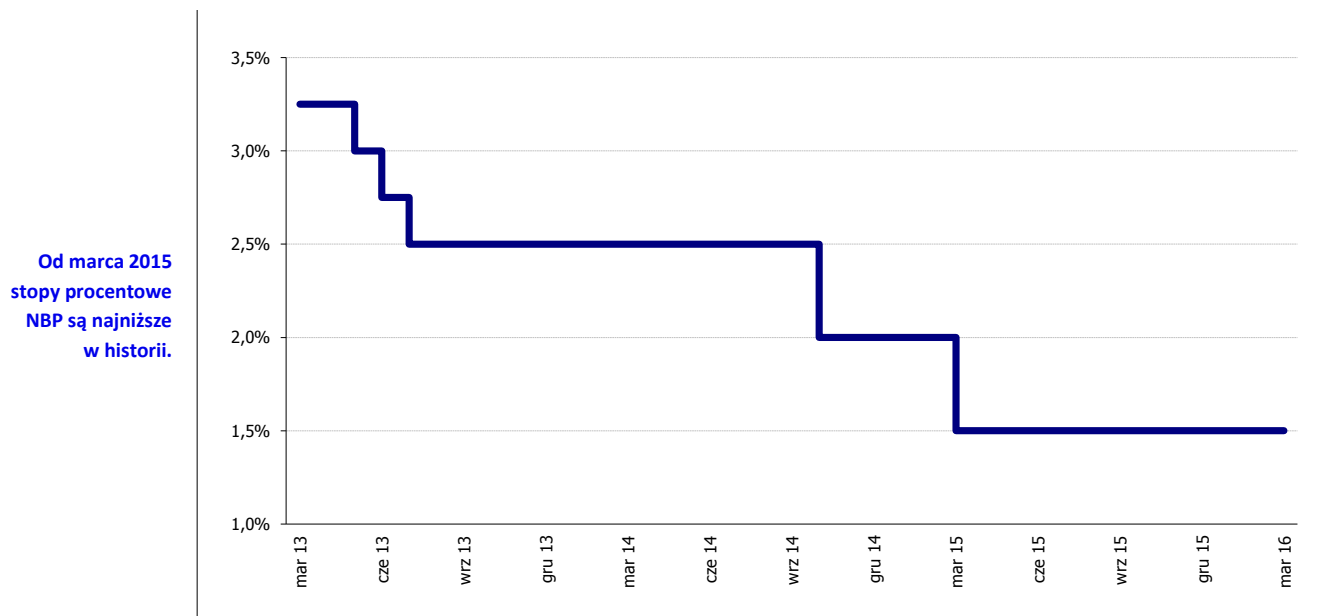
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



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

Analizowane trzylecie to okres systematycznych obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Od marca 2013, do marca 2016 stopy obniżano pięciokrotnie, trzy razy o 25 punktów bazowych i dwukrotnie o 50 punktów bazowych. Na koniec marca 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



Zródło: Narodowy Bank Polski

Od marca 2015 stopy procentowe NBP są najniższe w historii.

## 1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wynosił 858 mld zł.

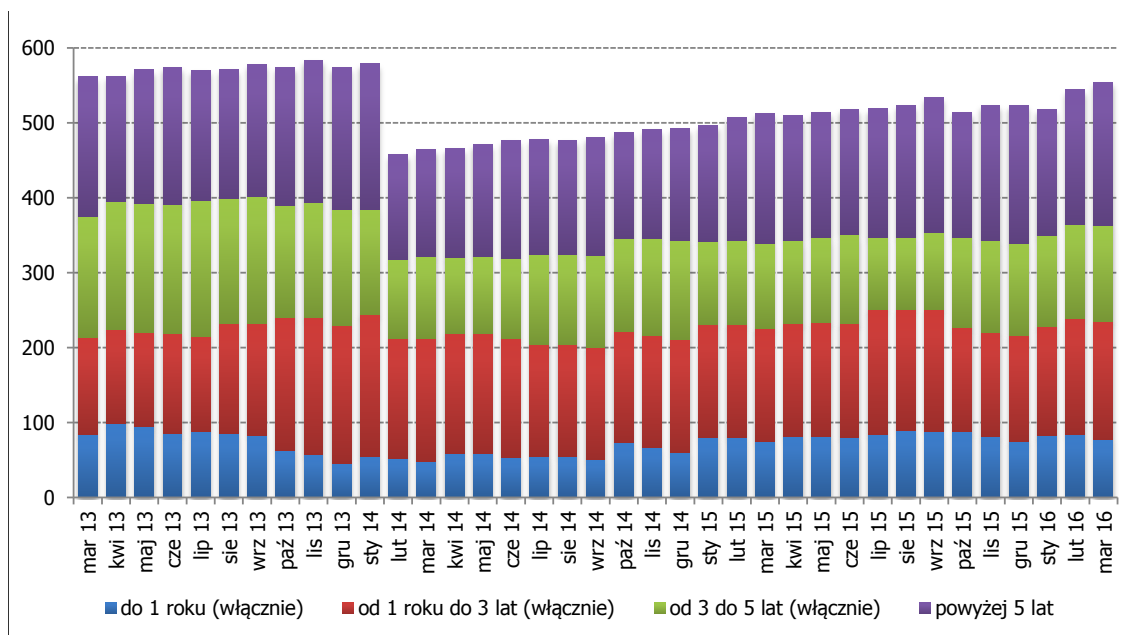
Na koniec marca 2013 całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 858,4 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 4%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (575 mld zł), stanowiący na koniec marca 2016 roku 67% całkowitego zadłużenia SP.

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 wielkość 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 przeszłość do tzw. długu ukrytego (*implicit public debt*).

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 211 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 284 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 12%.



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

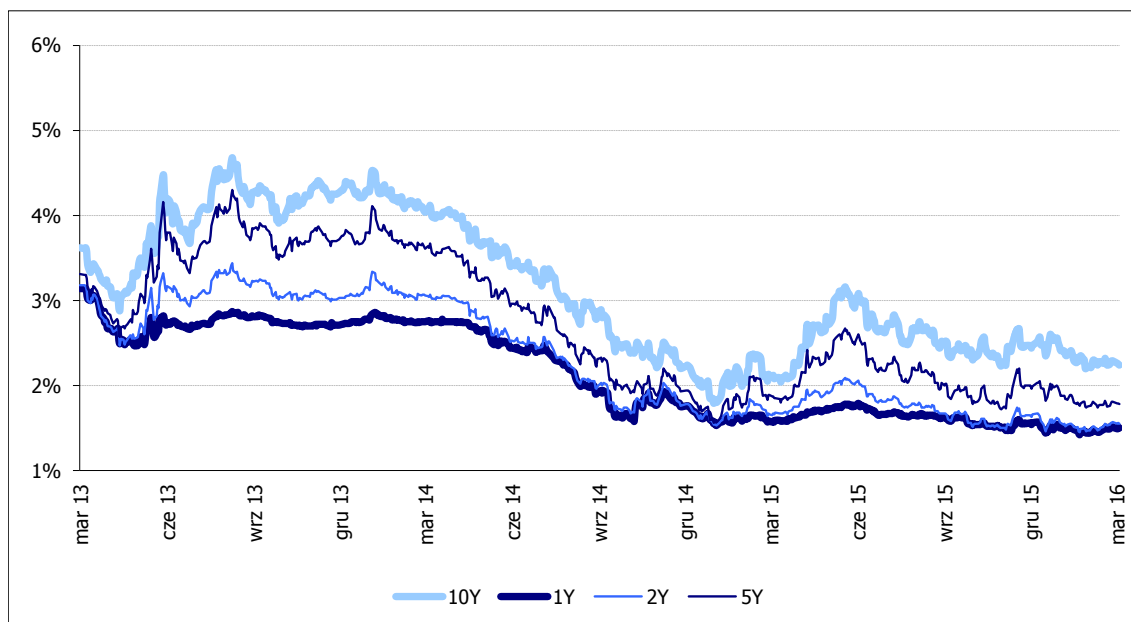


Zródło: Ministerstwo Finansów

Spada  
rentowość  
polskich  
papierów  
skarbowych

W okresie od marca 2013 do marca 2016 roku rentowość polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją spadkową z poziomu około 4,5% do około 2%. Od połowy 2013 obserwowaliśmy wyraźne rozbieganie się wcześniej zbliżonych rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat, potem wyraźnie wzrosła rentowość 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. Rentowość instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

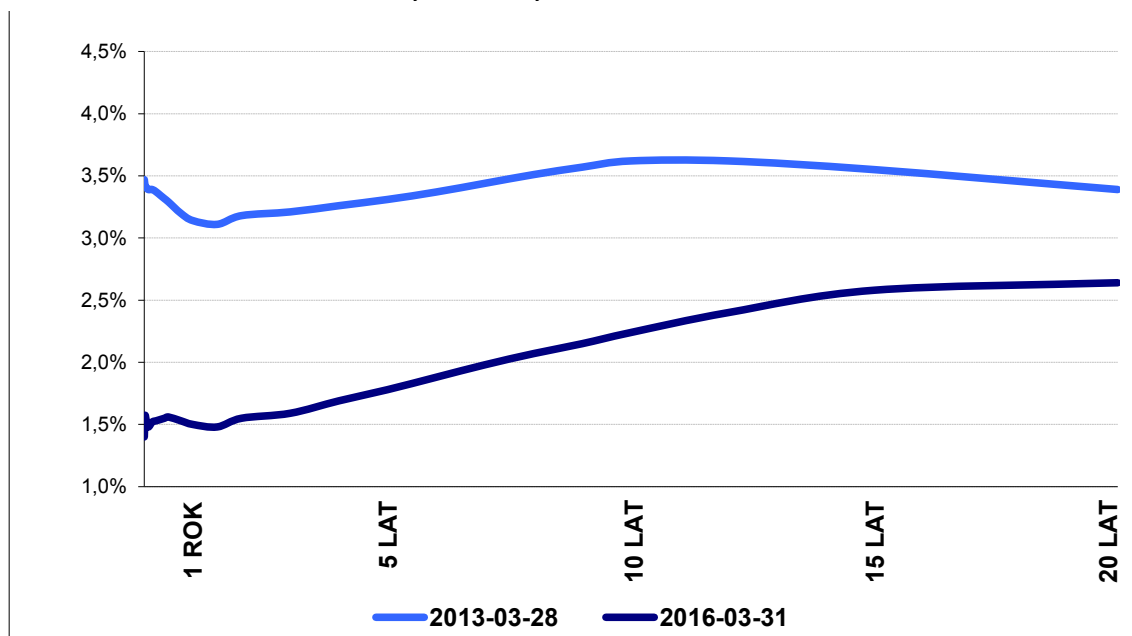


Zródło: Reuters

Terminowa  
struktura stóp  
procentowych w  
Polsce w 2016 roku  
zbliżyła się do  
klasycznego  
kształtu krzywej  
rentowności

W okresie od marca 2013 do marca 2016 zmienił się kształt krzywej rentowności na polskim rynku finansowym oraz nastąpiło znaczące przesunięcie krzywej w dół na całej jej długości, choć najwięcej na tzw. krótkim końcu, dla punktów o najbliższych terminach zapadalności. W roku 2013 krzywa była wyraźnie spłaszczona z opadającą rentownością na długim końcu, natomiast w roku 2016 rentowności na długim krańcu rosną i krzywa nabiera bardziej klasycznego kształtu.

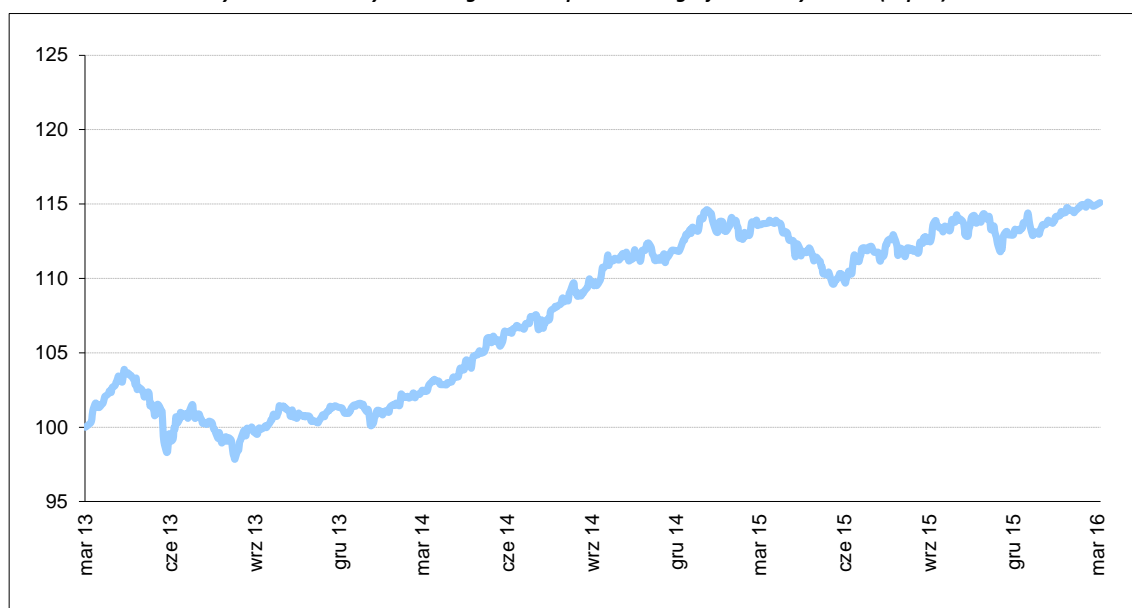
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



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 15,1%, 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.)

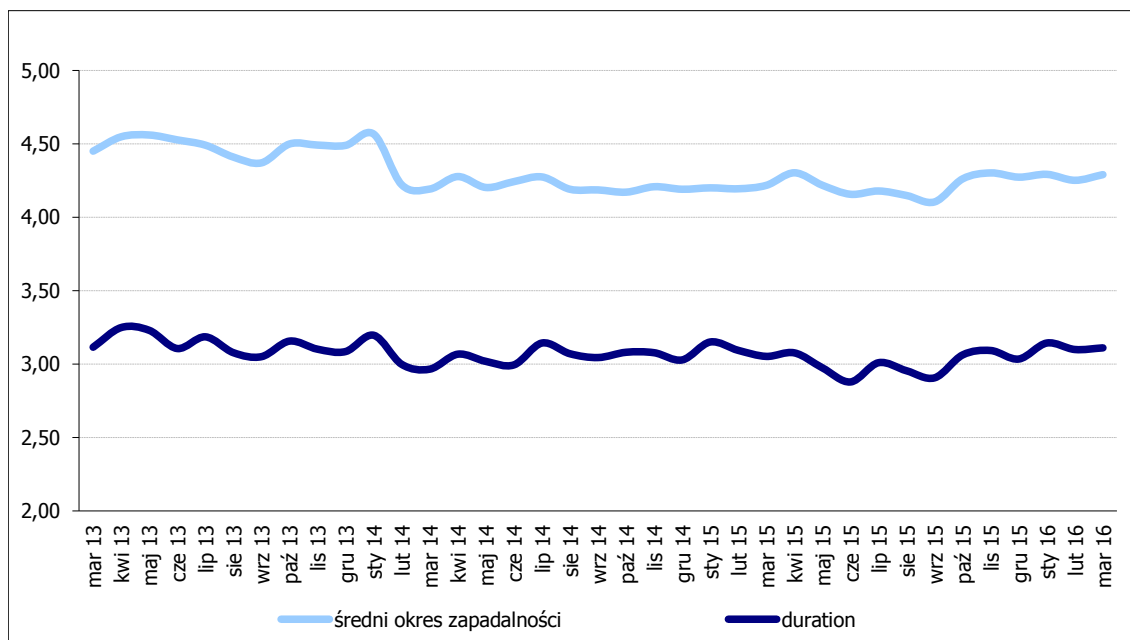


Wartość na dzień 28.03.2013 = 100

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

Średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów spadła nieznacznie w analizowanym okresie z 4,45, na 4,29. Średnia duration skarbowych papierów wartościowych pozostawała bardzo stabilna: na początku okresu wynosiła 3,12 a na końcu 3,11 z niewielkimi wahaniami pomiędzy. Większy skokowy spadek zarówno zapadalności, jak i duration obserwowany w lutym 2014 był 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)



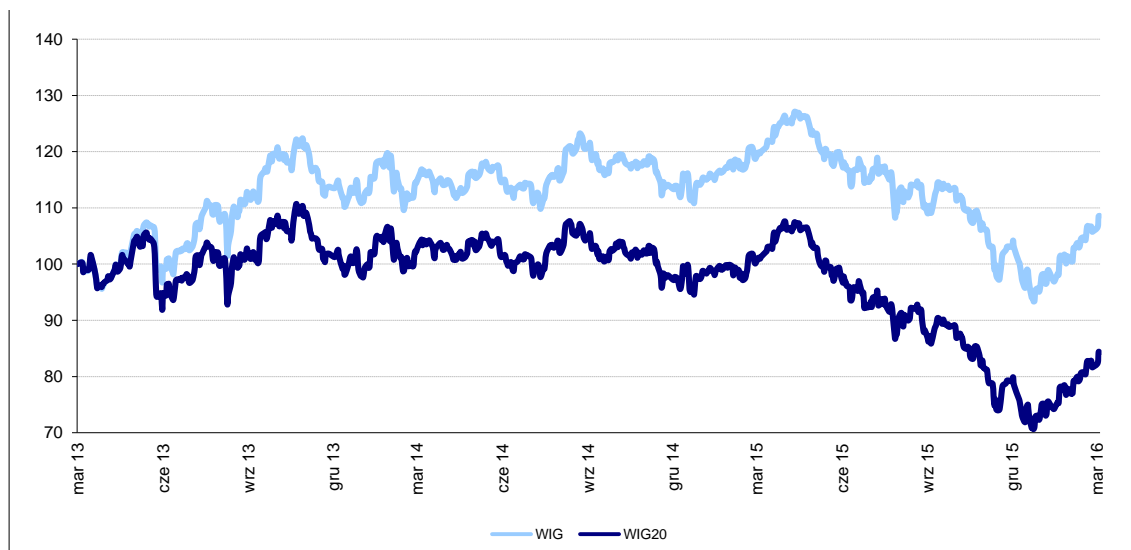
Źródło: Ministerstwo Finansów

### 1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od marca 2013 do marca 2016 na GPW można podzielić na trzy podokresy – pierwsze dwa lata to trend boczny, z silnymi wahaniami ale trudnym do wyodrębnienia trendem, kolejne dziewięć miesięcy to bardzo wyraźne spadki, kiedy indeksy traciły ponad 20% swej wartości, wreszcie pierwszy kwartał 2016 to wyraźne odbicie, częściowo niwelujące bessę z trzech poprzednich kwartałów. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 8,6% swojej wartości, a indeks WIG20 stracił 15,7%.

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 8,6%, a indeks WIG20 stracił 15,7%.

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



Wartość na dzień 28.03.2013 = 100  
Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. 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, rok 2015 to wyraźne spadki najważniejszych indeksów. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahania odnotowywał indeks małych spółek WIG80. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek była o jedną czwartą wyższa od wartości rynkowej spółek zagranicznych. W pierwszym kwartale 2015 obserwujemy wzrosty wszystkich najważniejszych indeksów, przy czym – co można uznać za zdarzenie nietypowe – największe dla największych spółek GPW.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-III 2016	2015	2014	2013
Liczba spółek	484	487	471	450
w tym zagraniczne	53	54	51	47
liczba debiutów	2	30	28	23
liczba wycofań	5	13	7	11
<b>Wartości indeksów</b>				
WIG30	2 219	2 076	2 488	2 538
WIG20	1 998	1 859	2 316	2 401
mWIG40	3 612	3 567	3 483	3 345
sWIG80	13 605	13 211	12 108	14 337
WIG	49 017	46 467	51 416	51 284
<b>Stopy zwrotu indeksów</b>				
WIG30 (%)	6,89%	-16,56%	-1,97%	-1,76%
WIG20 (%)	7,45%	-19,72%	-3,54%	-7,05%
mWIG40 (%)	1,27%	2,40%	4,13%	31,06%
sWIG80 (%)	2,98%	9,11%	-15,55%	37,28%
WIG (%)	5,49%	-9,62%	0,26%	8,06%
<b>Kapitalizacja (w mln zł)</b>				
Spółki łącznie	1 000 070	1 082 862	1 252 958	840 780
Krajowe	543 725	516 785	591 165	593 464
Zagraniczne	456 345	566 077	661 793	247 316
<b>Obroty</b>				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	45 905	225 287	232 864	256 147
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	44 497	203 464	205 297	220 153
Liczba transakcji na sesję	74 940	65 861	55 517	51 918

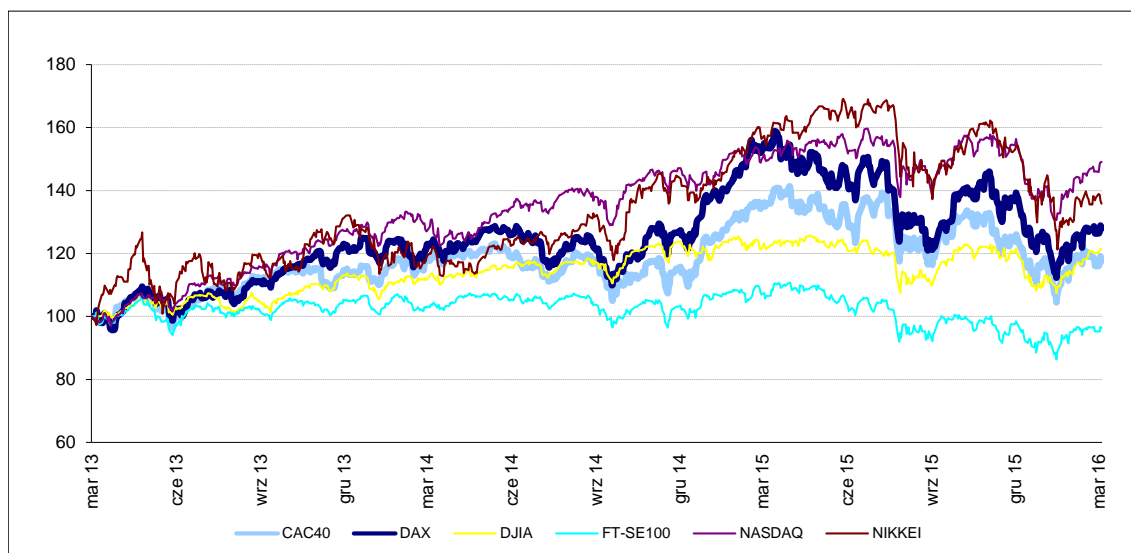
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

## 1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych wykazywała w omawianym okresie dużą zmienność, jednak nieco mniejszą 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.)



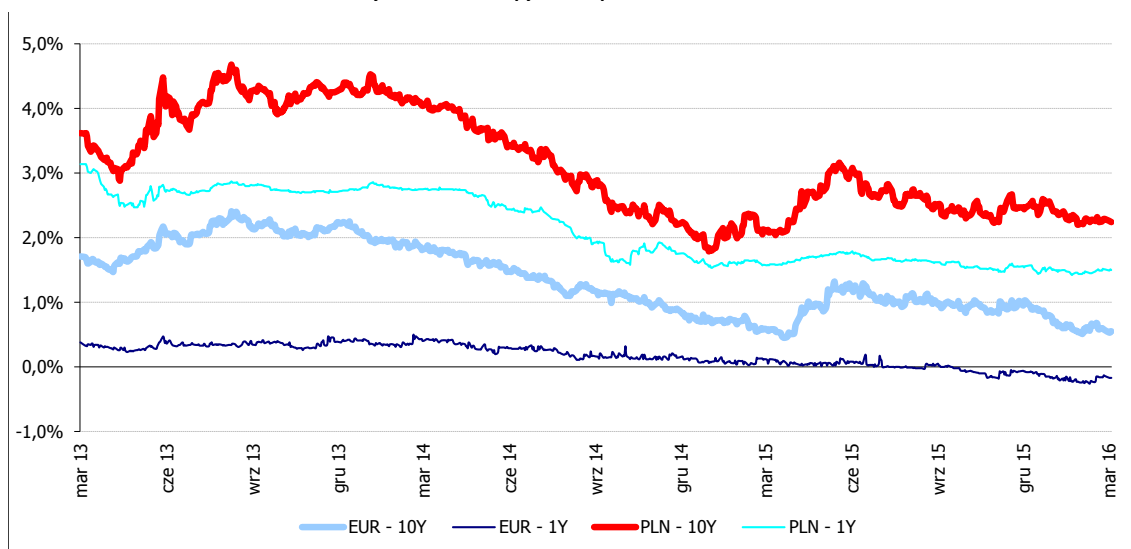
Wartość na dzień 28.03.2013 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym w obu przypadkach różnica między stopami instrumentów rocznych a dziesięcioletnich była mniejsza niż jeden punkt procentowy. Na koniec pierwszego kwartału 2015 stopy były rekordowo niskie zarówno w Polsce jak i strefie EURO, przy czym już od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa w strefie euro zeszła poniżej zera (do poziomu -0,17%).

W marcu 2016 roku roczna stopa zerokuponowa strefy wynosiła -0,17%.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

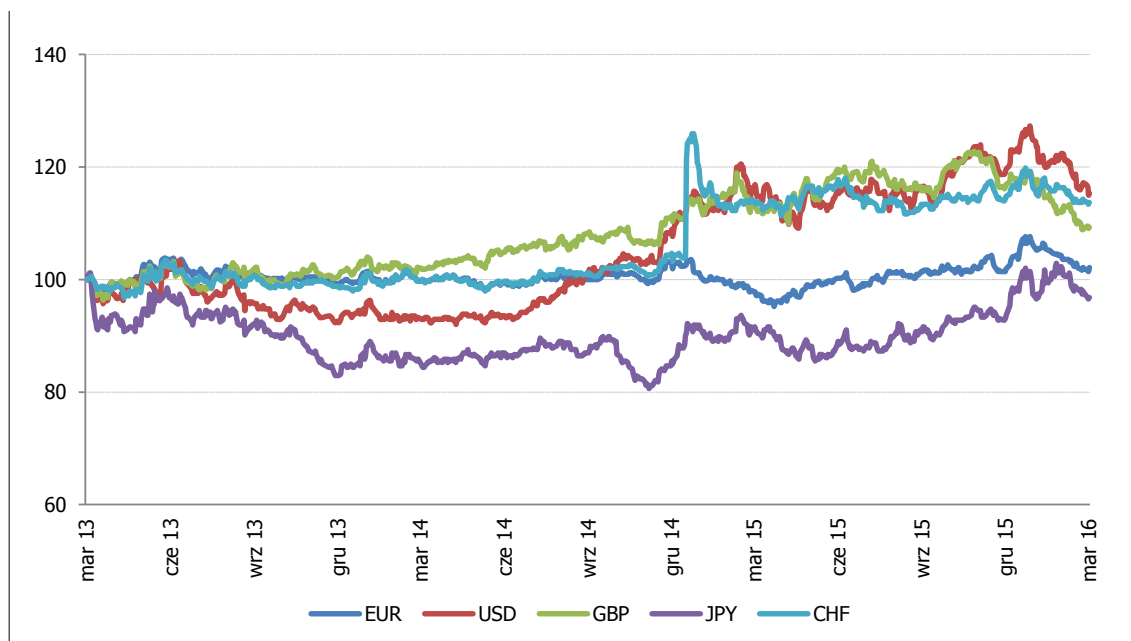


Źródło: Reuters

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

Okres od marca 2013 do marca 2016 roku to czas osłabienia 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 28.03.2013 = 100  
Źródło: Reuters, obliczenia własne

## 2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

### 2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2016 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 16,5 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 0,3 mln. Do 31 stycznia 2014 roku, przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu w okresie obowiązywania tych przepisów. Od lutego 2014 roku obserwujemy powolny, ale systematyczny spadek członków OFE, gdyż prawie wszystkie osoby wchodzące na rynek pracy nie stają się członkami OFE, ale korzystają z rozwiązania domyślnego zgodnie z którym cała ich składka emerytalna jest ewidencjonowana na koncie i subkoncie w ZUS.

Na koniec marca  
2016 roku do OFE  
należało 16,5 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 (520 tys.) i PKO BP Bankowy OFE (283 tys.).

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 538 tys. nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić osiągnięcie przez członka wieku emerytalnego i związane z tym zakończenie przekazywania środków z OFE do ZUS, przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Liczba członków OFE\* w latach 2013 - 2016

OFE	Liczba członków w dniu 2013-03-29	Saldo transferów w okresie IV 2013 – III 2016	Losowania** w okresie IV 2013 – III 2016	Umowy pierwszorazowe w okresie IV 2013 – III 2016	Liczba członków w dniu 2016-03-31
AEGON OFE	943 991	-5 922	0	233	919 650
Allianz Polska OFE	555 786	-753	108 305	6 470	1 075 950
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 676 915	-4 542	0	11 851	2 644 831
AXA OFE	1 164 285	-3 183	0	1 898	1 150 869
Generali OFE	1 010 519	-1 364	0	3 179	999 163
MetLife OFE	1 493 188	-2 655	108 303	13 043	1 589 020
Nationale-Nederlanden OFE	3 044 225	25 830	0	43 083	3 074 029
Nordea OFE	890 250	820	108 302	3 638	987 058
Pekao OFE	342 749	-1 275	0	382	334 825
PKO BP Bankowy OFE	658 537	-2 995	0	1 457	941 880
OFE Pocztylion	595 884	-3 529	0	442	584 793
OFE PZU "Złota Jesień"	2 228 539	90	0	18 982	2 203 525
OFE POLSAT	300 677	-138	0	4	-
OFE WARTA	311 350	-384	108 302	76	-
<b>Razem</b>	<b>16 216 895</b>	<b>0</b>	<b>433 212</b>	<b>104 738</b>	<b>16 505 593</b>

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

\*\* 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 (do 31 stycznia 2014 roku).

45,4 tys. członków zmieniło fundusz emerytalny.

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 45,4 tys. członków, czyli mniej niż samodzielnie wybrało fundusz (104,7 tys.), jednak najwięcej osób uzyskało członkostwo w OFE w drodze losowania (433,2 tys.).

Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Miało to duży wpływ na sposób pozyskiwania członków. Istotnie spadła liczba transferów i osób samodzielnie dokonujących wyboru OFE. 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 kwietnia 2013 roku do stycznia 2014 roku miały miejsce 2 losowania osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 433,2 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.

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

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 2,5 mln osób, tj. 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 23,7% 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. W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku ubezpieczeni będą mieli kolejną okazję do podjęcia decyzji o zmianie alokacji części składki emerytalnej i będą mogli zdecydować się na jej przekazywanie do OFE lub ZUS.



## 2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2016 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 40,9 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 28,3%, co było konsekwencją zmian jakie dokonały się na rynku pracowniczych funduszy emerytalnych.

Do PFE należy  
40,9 tys.  
członków.

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.

W związku ze zmianą formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego, w I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA, zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, a fundusz i zarządzające nim towarzystwo zostaną zlikwidowane.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	31.03.2013	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016
PFE NESTLE POLSKA	2 592	2 759	3 056	0
PFE "Nowy Świat"	7 309	7 394	7 134	6 908
PFE Orange Polska	32 137	32 014	31 419	30 654
PFE UNILEVER POLSKA	2 688	2 979	3 218	3 376
PFE Słoneczna Jesień	12 383	12 751	-	-
<b>Razem</b>	<b>57 109</b>	<b>57 897</b>	<b>44 827</b>	<b>40 938</b>

Źródło: Sprawozdania PFE

## 2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec marca 2016 roku na rynku działało dziewięć DFE, do których należało 85,3 tys. członków. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej.

Do DFE należy  
85,3 tys.  
członków.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	28.06.2013	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016
Allianz DFE	370	467	700	799
Generali DFE	8	8	7	7
MetLife DFE	2 061	2 518	2 789	2 937
Nationale-Nederlanden DFE	455	577	1 190	3 025
Nordea DFE	98	121	466	44
DFE Pekao	4 657	6 434	10 673	12 270
PKO DFE	1 261	2 299	3 517	6 505
DFE Pocztylion Plus	1 495	2 973	3 076	3 115
DFE PZU	113 353	66 493	60 445	56 614
<b>Razem</b>	<b>123 758</b>	<b>81 890</b>	<b>82 863</b>	<b>85 316</b>

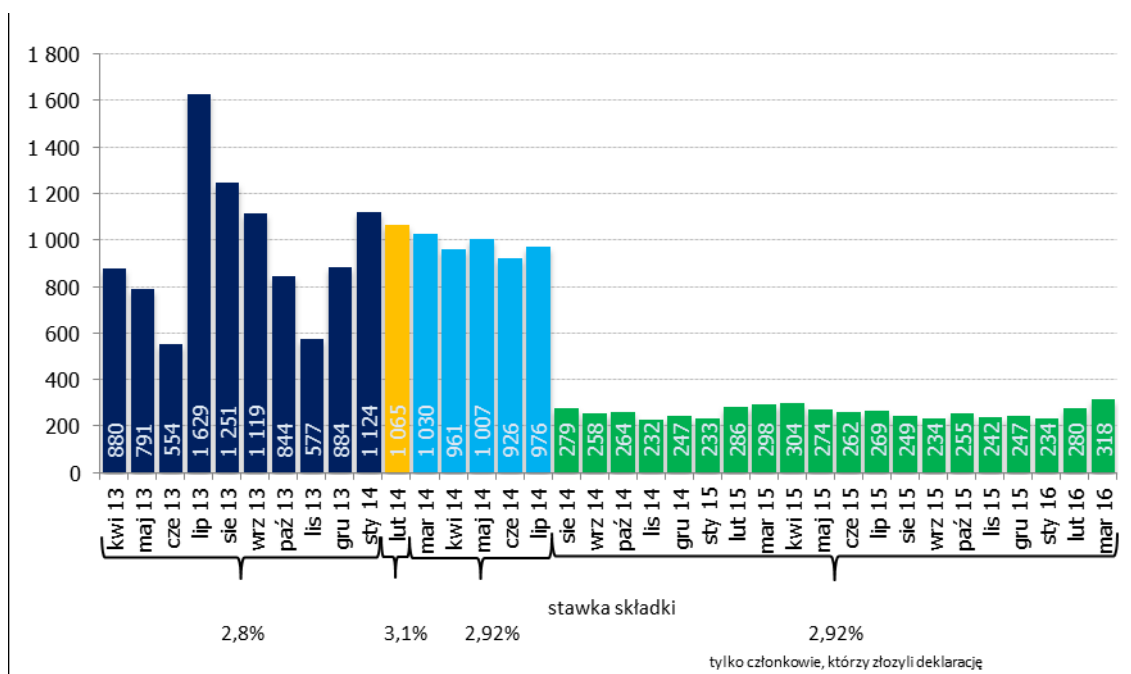
Źródło: Sprawozdania DFE

## 2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 20,9 mld zł składek.

W okresie od początku kwietnia 2013 roku do końca marca 2016 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 20,9 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 0,6 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. W 2013 roku wskaźnik podstawy wymiaru składki 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.

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

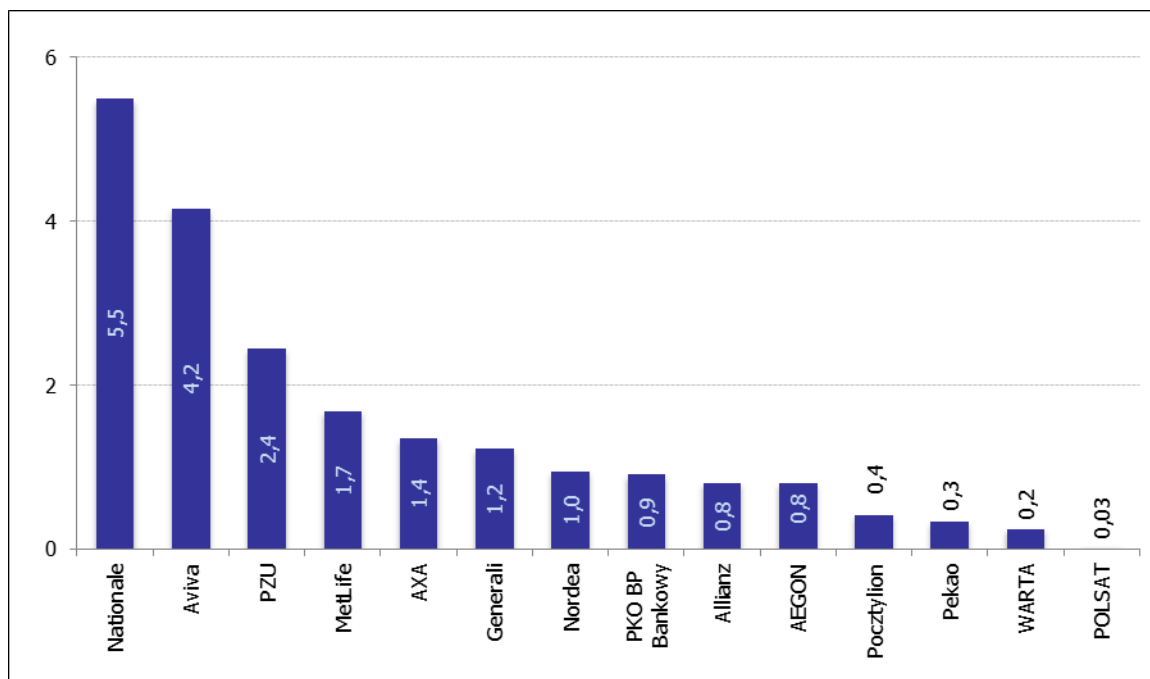


Zródło: Sprawozdania OFE

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 (5,5 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (4,2 mld zł) – fundusze te otrzymały 46% 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 0,3 mld zł, 0,2 mld zł oraz 0,03 mld zł.

Wykres 2.2. Składki przekazane do OFE od 1.04.2013 do 31.03.2016 (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 ustalenie 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.

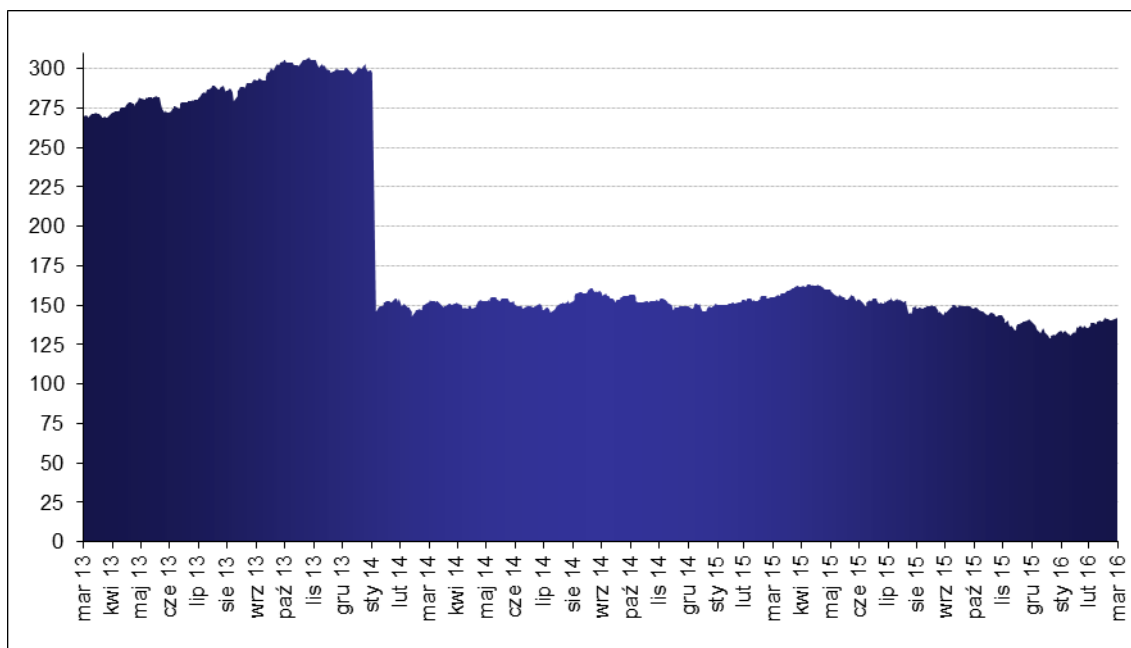
W 2015 roku OFE przekazały w ramach suwaka ponad 4,1 mld zł, a w I kwartale 2016 roku jeszcze 862,1 mln zł.

## 2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec marca 2016 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 143,5 mld zł, co oznacza spadek w ciągu ostatnich trzech lat o 126,1 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 marca 2016 roku OFE miały 143,5 mld zł aktywów netto.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Zródło: Dzielne sprawozdania OFE

Trzy  
największe  
OFE posiadały  
60% rynku.

Największe aktywa zgromadziły Nationale-Nederlanden OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec marca 2016 roku wyniósł 59,5%, 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 (0,47 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE ( mld zł)

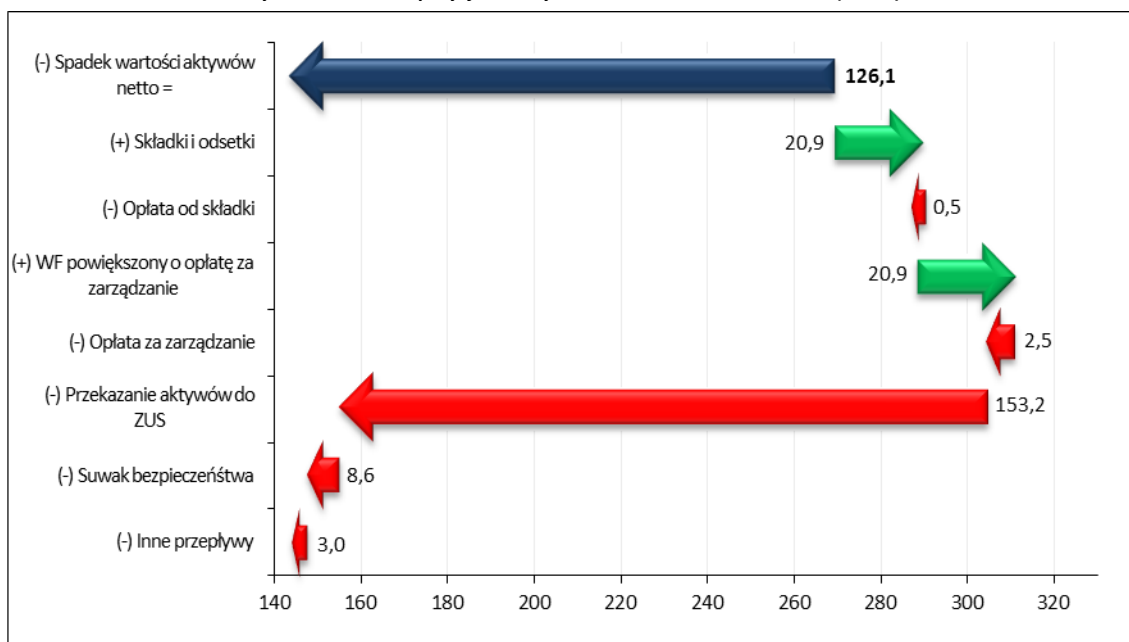
OFE	2013-03-29		2016-03-31	
AEGON OFE	11,5	4,3%	6,0	4,2%
Allianz Polska OFE	8,2	3,1%	6,5	4,5%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	60,7	22,5%	31,7	22,1%
AXA OFE	16,9	6,3%	9,3	6,5%
Generali OFE	13,6	5,0%	7,0	4,9%
MetLife OFE	21,5	8,0%	11,5	8,0%
Nationale-Nederlanden OFE	64,4	23,9%	35,0	24,4%
Nordea OFE	12,0	4,5%	6,6	4,6%
Pekao OFE	4,0	1,5%	2,1	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	9,4	3,5%	6,5	4,5%
OFE Pocztylion	5,1	1,9%	2,7	1,9%
OFE POLSAT	2,4	0,9%	-	-
OFE PZU "Złota Jesień"	36,2	13,4%	18,7	13,1%
OFE WARTA	3,6	1,3%	-	-
<b>Razem</b>	<b>269,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>143,5</b>	<b>100,0%</b>

Zródło: Dzielne sprawozdania OFE

Spadek aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 126,1 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 20,9 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 18,3 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 20,9 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 2,5 mld zł) oraz opłata od składki (0,5 mld zł).

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



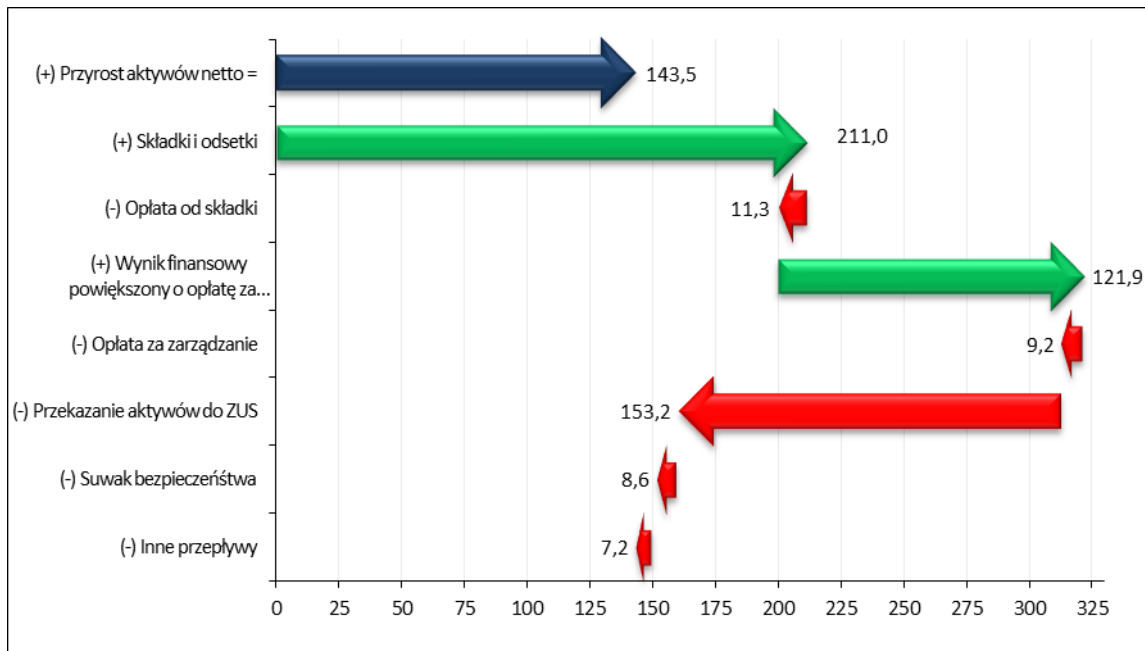
Zródło: Dzielne sprawozdania OFE, obliczenia własne

W roku 2014 OFE przekazały także do ZUS prawie 3,7 mld zł, w roku 2015 było to 4,1 mld zł, a w I kwartale 2016 roku 0,9 mld zł (łącznie w latach 2014-2016 w przekazano 8,6 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 i umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE. Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w roku 2014 na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości 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 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca marca 2016 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (211 mld zł), aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (112,8 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie, jest to kwota 121,9 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,3 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (9,2 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 marca 2016 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł (spadek w okresie ostatnich 36 miesięcy o 5,4%).

W czerwcu 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. Dodatkowo, w związku ze zmianą formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego, w I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA, zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, a fundusz i zarządzające nim towarzystwo zostaną zlikwidowane.

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec marca 2016 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 marca 2016 roku dysponował on aktywami o wartości 1,3 mld zł, co dawało mu 72,5% udziału w rynku.

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

PFE	2013-03-29	2014-03-31	2015-03-31	2016-03-31
PFE NESTLE POLSKA	37 550,3	45 665,6	54 206,9	0,0
PFE "Nowy Świat"	361 352,8	397 868,0	421 159,3	416 703,7
PFE "Słoneczna Jesień"	347 492,5	395 244,0	-	-
PFE Orange Polska	1 086 534,0	1 193 868,6	1 301 589,2	1 287 902,5
PFE UNILEVER Polska	44 061,4	54 298,4	64 991,5	71 608,2
<b>Razem</b>	<b>1 876 991,1</b>	<b>2 086 944,5</b>	<b>1 841 946,9</b>	<b>1 776 214,4</b>

Zródło: Sprawozdania PFE

## 2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na dzień 31 marca 2016 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 Pocztylion Plus, DFE PZU. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 119,5 mln zł.

Tabela 2.6. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	30.09.2013	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016
Allianz DFE	1 142,9	2 197,8	4 163,6	5 916,6
Generali DFE	32,7	49,2	66,5	101,0
MetLife Amplico DFE	7 820,3	15 088,3	22 268,3	24 361,0
Nationale-Nederlanden DFE	1 491,3	2 997,7	7 074,3	17 990,7
Nordea DFE	341,5	565,6	2 432,9	125,5
DFE Pekao	2 044,3	3 567,3	15 672,6	31 924,4
PKO DFE	1 953,3	3 112,6	7 227,1	20 089,0
DFE Pocztylion Plus	195,1	369,3	581,8	833,4
DFE PZU	4 132,2	6 595,2	10 845,8	18 121,8
<b>Razem</b>	<b>19 153,7</b>	<b>34 543,1</b>	<b>70 332,9</b>	<b>119 463,3</b>

Zródło: Sprawozdania DFE

Na koniec  
marca 2016  
roku aktywa  
netto PFE  
wyniosły  
1,8 mld zł.

Na koniec  
marca 2016  
roku aktywa  
netto DFE  
wyniosły  
119,5 mln zł.

### 3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

#### 3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 6,3% w okresie trzech lat.

W dniu 8 kwietnia 2016 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 29 marca 2013 roku do 31 marca 2016 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z października 2015 roku, wyniki wszystkich funduszy wyraźnie się pogorszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 6,344%. Było to dwudzieste czwarte 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 7,4 pkt. proc.

W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 9,07% uzyskał PKO BP Bankowy OFE, a najniższą 1,66% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 7,4 pkt. proc. i była większa o ok. 0,7 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu.

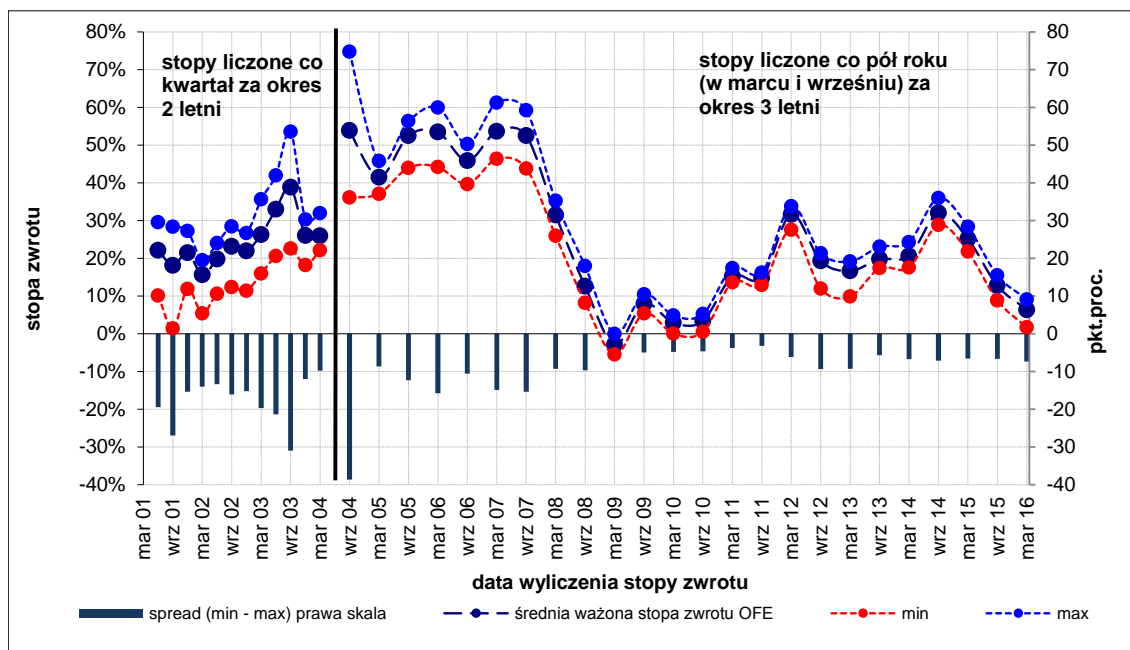
Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	29.03.2013	31.03.2016	
PKO BP Bankowy OFE	32,62	35,58	9,074%
MetLife OFE	32,88	35,72	8,637%
AXA OFE	33,41	36,26	8,530%
Nordea OFE	34,93	37,79	8,188%
OFE PZU „Złota Jesień”	33,68	35,95	6,740%
Allianz Polska OFE	32,38	34,55	6,702%
OFE Pocztylion	30,74	32,69	6,344%
AEGON OFE	32,76	34,55	5,464%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	33,40	35,19	5,359%
Nationale-Nederlanden OFE	36,37	38,15	4,894%
Pekao OFE	31,79	32,91	3,253%
Generali OFE	34,91	35,49	1,661%
<b>Średnia ważona stopa zwrotu OFE</b>		<b>6,344%</b>	
<b>Zmiana wartości indeksu WIG</b>		<b>8,571%</b>	
<b>Zmiana wartości indeksu WIG20</b>		<b>-15,712%</b>	
<b>Zmiana wartości indeksu WIG20TR</b>		<b>-4,095%</b>	
<b>Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government</b>		<b>15,094%</b>	

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 premialnych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premialnym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premialnego 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 premialnego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premialnym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premialnym i procentowego wskaźnika premialnego. Procentowy wskaźnik premialny 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 29.03.2013 do 31.03.2016 (w zł)

OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	Łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	53 639 864,84	46 891 394,59	100 531 259,43
Aviva OFE Aviva BZ WBK	41 242 842,26	50 777 981,15	92 020 823,41
OFE PZU "Złota Jesień"	19 120 120,67	33 668 976,30	52 789 096,97
MetLife OFE (dawne Amplico OFE)	21 163 254,05	6 341 116,17	27 504 370,22
AXA OFE	11 400 496,06	14 149 583,53	25 550 079,59
Generali OFE	2 159 504,63	17 242 599,60	19 402 104,23
Nordea OFE	15 232 131,12	490 798,61	15 722 929,73
AEGON OFE	3 341 756,94	13 254 439,17	16 596 196,11
PKO BP Bankowy OFE	11 945 367,10	5 466 408,26	17 411 775,36
Allianz Polska OFE	8 359 825,20	4 685 824,23	13 045 649,43
OFE Pocztylion	1 349 930,30	5 804 955,35	7 154 885,65
Pekao OFE	953 640,72	4 822 303,28	5 775 944,00
OFE WARTA	1 395 544,30	1 359 203,17	2 754 747,47
Razem OFE	<b>191 304 278,19</b>	<b>204 955 583,41</b>	<b>396 259 861,60</b>

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

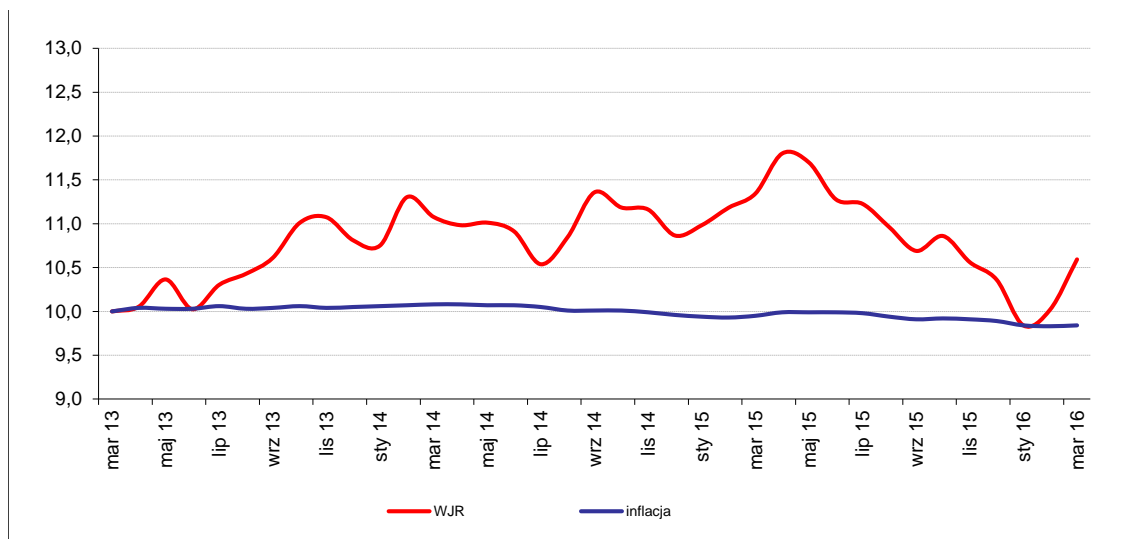
W badanym okresie 48% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 29 marca 2013 do 31 marca 2016 roku, wyniosła 396 mln zł, z czego 191 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 205 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: 48% środków przekazano do PTE, 52% powróciło do OFE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 7,65%.

Nominalna średnia stopa zwrotu OFE na początku badanego okresu była zbliżona do wartości indeksu inflacji. Słabsze wyniki inwestycyjne OFE na koniec pierwszego półrocza 2013 roku sprawiły, że wskaźnik indeksowany stopą zwrotu spadł nieznacznie poniżej wskaźnika indeksowanego inflacją. Począwszy od trzeciego kwartału 2013 roku OFE zaczęły odrabiać straty, co przy jednoczesnym oscylowaniu indeksu inflacji wokół zera oraz osiągnięciu przez OFE dobrych wyników inwestycyjnych do końca 2015 roku przełożyło się na osiągnięcie przez OFE realnych zysków. Na początku pierwszego kwartału 2016 roku za sprawą słabych wyników OFE wskaźnik indeksowany stopą zwrotu ponownie zbliżył się do wskaźnika indeksowanego inflacją. Dobre wyniki inwestycyjne OFE osiągnięte w marcu 2016 roku przyczyniły się do odrobienia strat z początku 2016 roku. 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 29 marca 2013 roku do 31 marca 2016 roku osiągnęły dodatnią realną średnią stopę zwrotu wynoszącą 7,65%.

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



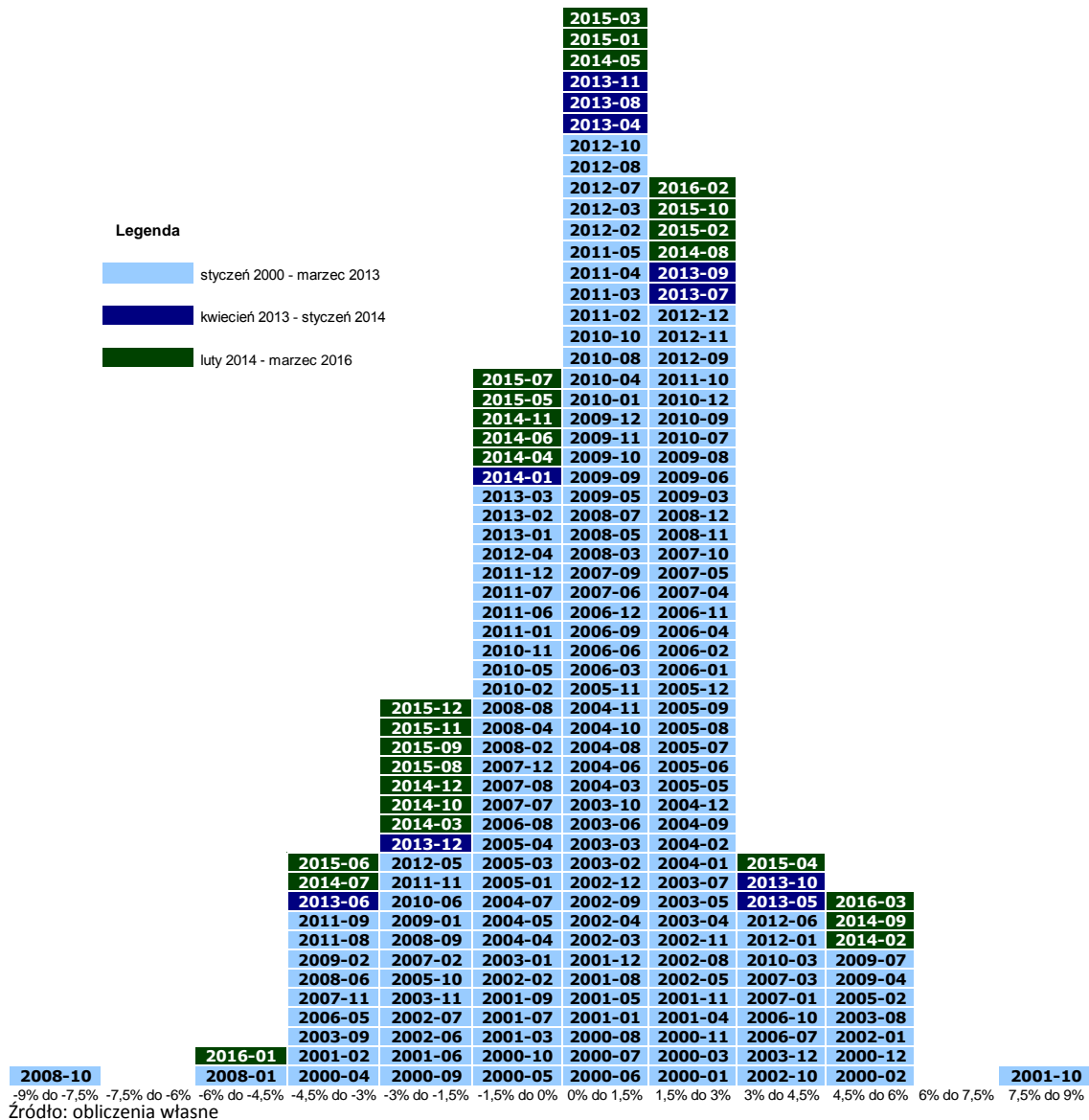
Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 29.03.2013=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do marca 2016 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 kwietnia 2013 roku do stycznia 2014 roku oznaczono kolorem granatowym, a z okresu od lutego 2014 roku do marca 2016 roku - okres 26 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 3,2 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2016 roku, stopa zwrotu  $-5,1\%$ ). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie  $8,2\%$  pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 26 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – marzec 2016) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 10,7 pkt. proc.), pomimo braku na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na takie wyniki w tym okresie miało upodobnienie się OFE do funduszy akcyjnych, których wyniki inwestycyjne są silnie zależne od koniunktury na giełdzie. Zmiana profilu ryzyka OFE nastąpiła w wyniku zmian prawnych polegających m.in. na przekazaniu do ZUS 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE głównie w formie instrumentów skarbowych, wprowadzeniu zakazu inwestycji w instrumenty skarbowe oraz obowiązku utrzymywania przez OFE w 2014 roku co najmniej 75% swoich aktywów w akcjach, a w roku 2015 odpowiednio 55%.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do marca 2016



Inwestycje w spółki PKN ORLEN, PEKAO i GRUPA KĘTY 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), JSW (sektor surowcowy) oraz LW BOGDANKA (sektor surowcowy).

**Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 29.03.2013 do 31.03.2016**

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	4 007
PEKAO	akcje	1 466
GRUPA KĘTY	akcje	1 459
CCC	akcje	1 348
TVN	akcje	1 247
AMREST HOLDINGS	akcje	1 202
BANK ZACHODNI WBK	akcje	1 071
KRUK	akcje	1 027
ASSECO POLAND	akcje	1 006
BUDIMEX	akcje	948
RAIFFEISEN BANK	akcje	-283
INTEGER.PL	akcje	-292
ZE PAK	akcje	-295
NFI EMPIK MEDIA & FASHION	akcje	-358
PKP CARGO	akcje	-461
GETIN NOBLE BANK	akcje	-831
LW BOGDANKA	akcje	-885
JSW	akcje	-915
PKO BP	akcje	-1 542
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	-2 101

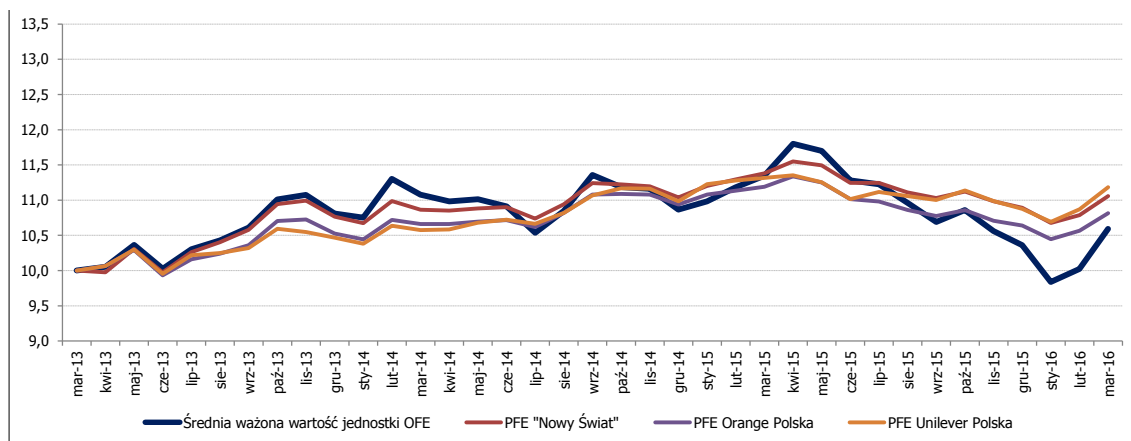
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

### 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 8,1% (PFE Orange Polska) do 11,8% (PFE UNILEVER POLSKA). PFE UNILEVER POLSKA, PFE „Nowy Świat” i PFE Orange Polska w badanym okresie osiągnęły wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż pod koniec analizowanego trzyletniego okresu PFE NESTLE POLSKA zmieniło formę swojej działalności. W I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, a fundusz i zarządzające nim towarzystwo zostaną zlikwidowane.

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 8,1% do 11,8%.

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



Wartość na dzień 29.03.2013 = 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.

Wartym zauważenia jest fakt, że na początku stycznia 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania funduszem Nordea DFE przez Powszechne Towarzystwo Emerytalne PZU S.A.

Tabela 3.5. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	29.03.2013	31.03.2016	
Allianz DFE*	10,97	12,66	15,4%
DFE Pekao	10,26	12,72	24,0%
DFE Pocztylion Plus	10,23	10,92	6,7%
DFE PZU	14,71	23,10	57,0%
Generali DFE	10,04	11,34	12,9%
MetLife DFE	15,13	22,73	50,2%
Nationale-Nederlanden DFE	11,30	19,48	72,4%
Nordea DFE*	14,38	19,00	32,1%
PKO DFE	11,65	13,72	17,8%

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

## 4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

### 4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

#### 4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne

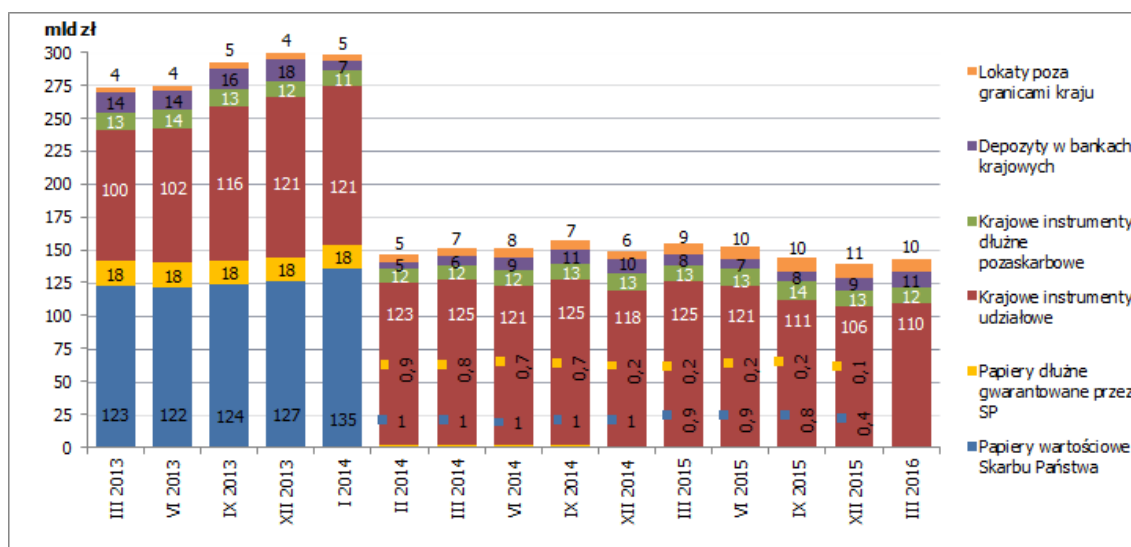
W analizowanym okresie największy wpływ na strukturę portfeli inwestycyjnych OFE miały następujące czynniki:

- 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 samorządowych<sup>1</sup> 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)

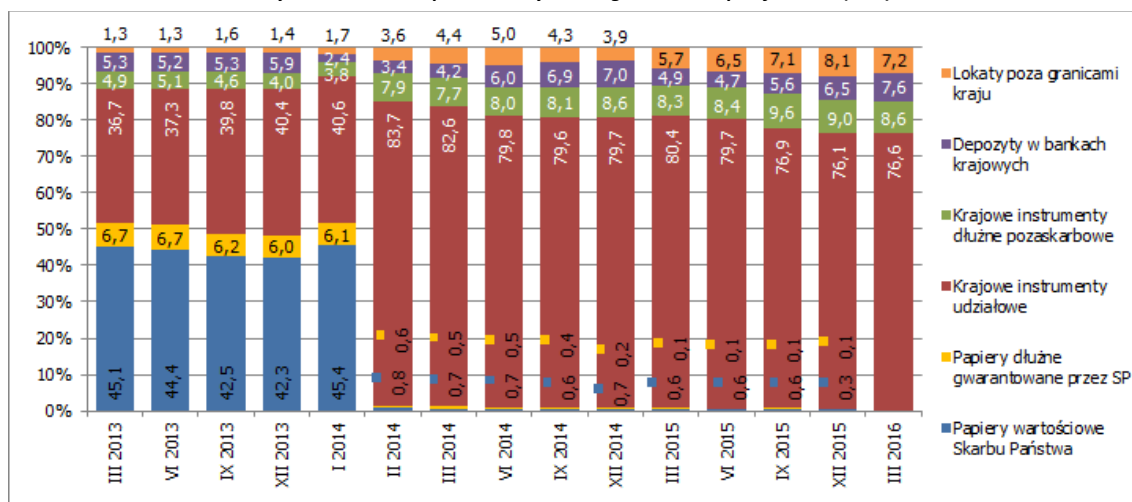


Obligacje EIB sklasyfikowano jako inwestycje krajowe, bankowe papiery wartościowe jako papiery dłużne  
 Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

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 lipca 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 56,7% na koniec marca 2013 roku do 9,1% na 31 marca 2016 roku, a z drugiej strony zwiększenie udziału akcji (krajowych i zagranicznych) z 38% w marcu 2013 roku do ponad 83% 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, a od lutego 2016 roku OFE nie posiadają tych papierów w swoich portfelach. We wcześniejszym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Od marca 2013 roku do 31 stycznia 2014 roku średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 43%, zaś krajowych instrumentów udziałowych 39%.

Od 2014 roku nastąpił widoczny wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju. W marcu 2013 roku stanowiły one 1,3% wartości portfela OFE, a na koniec marca 2016 roku już 7,2%.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 31.03.2016

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	109 314,09	76,42%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	10 193,95	7,13%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	9 585,63	6,70%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	7 018,87	4,91%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	1 451,42	1,01%
Hipoteczne listy zastawne	1 002,79	0,70%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	684,08	0,48%



Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	639,39	0,45%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	583,80	0,41%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	564,84	0,39%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	386,05	0,27%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	264,65	0,19%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	250,58	0,18%
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	233,72	0,16%
Publiczne listy zastawne	140,91	0,10%
Obligacje dochodowe o zmiennym oprocentowaniu	135,27	0,09%
Obligacje dochodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	128,02	0,09%
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	116,06	0,08%
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	91,05	0,06%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	64,21	0,04%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	57,53	0,04%
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	43,56	0,03%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	35,83	0,03%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	33,79	0,02%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	16,97	0,01%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	7,62	0,01%
Prawa poboru notowane na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	5,72	0,00%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,73	0,00%
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	0,00%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	0,00	0,00%
<b>Suma</b>	<b>143 051,11</b>	<b>100,00%</b>

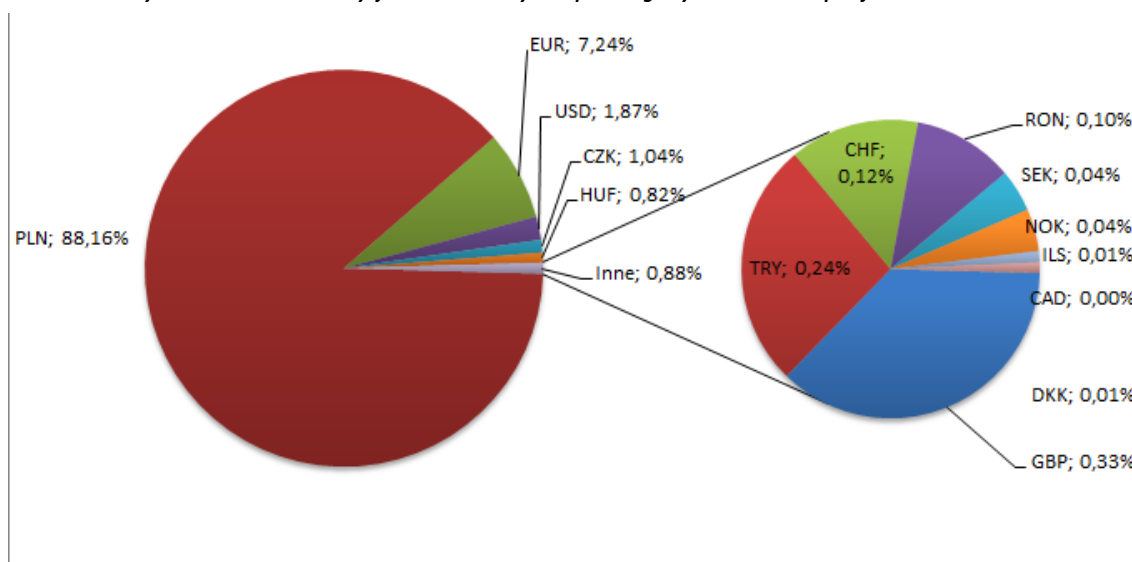
Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 31 marca 2016 roku OFE ulokowały 88% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W analizowanym okresie 3-letnim nastąpił znaczący wzrost (o 8,5 pkt. proc.) udziału lokat denominowanych w walutach obcych w wyniku zmniejszenia wartości aktywów denominowanych w złotychkach na skutek przekazania

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

obligacji skarbowych do ZUS oraz w związku z większym zainteresowaniem zarządzających zagranicznymi rynkami kapitałowymi. Na koniec marca 2016 wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, w następnej kolejności w dolarach amerykańskich 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 marca 2016 roku wynosiła 4,2 mld zł, co stanowiło 2,8% portfela OFE.

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 31.03.2016

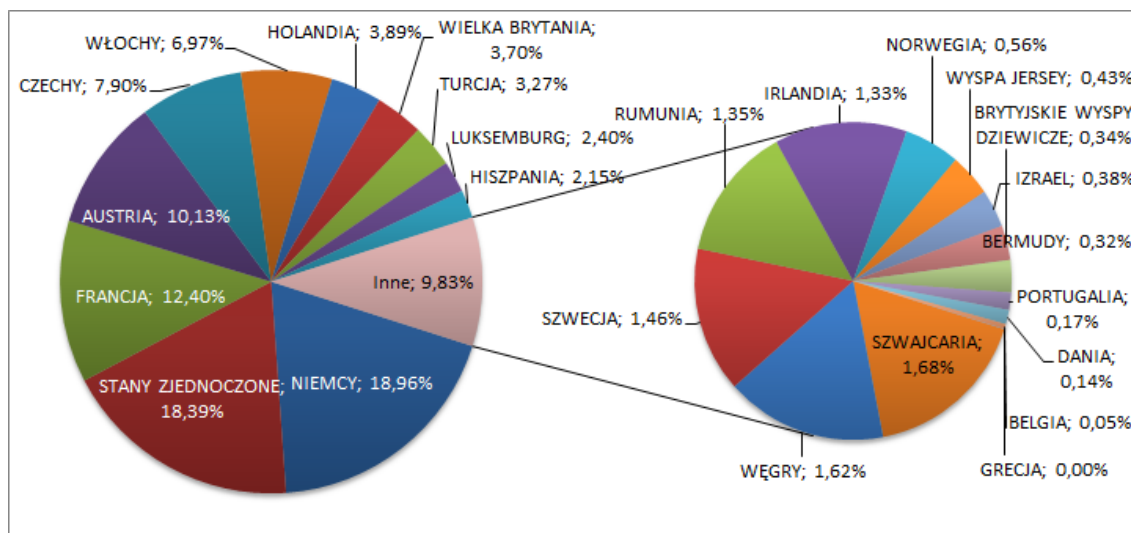


Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 31 marca 2016 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości 10,3 mld zł, co stanowiło 7,2% wartości całego portfela. W tej kwocie prawie 94% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 305 instrumentów finansowych (z czego 274 to instrumenty udziałowe) emitentów z 25 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 marca 2016 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z Niemiec i USA (po około 18%) oraz Francji i Austrii. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej (ponad 75% portfela lokat poza granicami kraju), Ameryki Północnej (19%) i państw europejskich spoza UE (przede wszystkim w Turcji). W 2015 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 31.03.2016



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. W 2016 roku limit ten wynosi 35%.

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

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 31.03.2016

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	-	-	lokaty niedozwolone
2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	
3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
5. Depozyty bankowe w walucie polskiej	10 193 948 635,40	7,09%	20%
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	684 081 047,34	0,48%	

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
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	109 364 847 531,19	76,06%	Nie mniej niż: 75% do 31.12.2014, 55% do 31.12.2015, 35% do 31.12.2016, 15% do 31.12.2017.
8. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, nienotowane na rynku regulowanym	7 615 100,00	0,01%	
9. Akcje spółek notowanych na zagranicznym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	9 591 344 010,01	6,67%	
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	173 587 694,22	0,12%	10%
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	15%
14. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	639 388 273,43	0,44%	40%
16. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	-	-	
17. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	328 859 717,08	0,23%	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	135 266 122,27	0,09%	20%
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	128 024 044,03	0,09%	
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	583 801 822,64	0,41%	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	91 047 572,31	0,06%	
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	564 836 657,34	0,39%	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	7 269 456 878,75	5,06%	10%
28. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 23 i 24	386 053 690,30	0,27%	
26. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, inne niż papiery wartościowe w pkt. 15 i 21	233 717 052,57	0,16%	5%
27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23	35 832 700,20	0,0%	
29. Krajowe listy zastawne	1 143 695 776,21	0,80%	40%

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym	-	-	10%
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	43 561 990,77	0,03%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	-	-	0%
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK	1 451 415 229,32	1,01%	-
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0%
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	725 744,44	0,00%	-
Pozostałe składniki bilansowe	742 433 770,66	0,5%	-
<b>Aktywa</b>	<b>143 793 541 060,48</b>	<b>100,0%</b>	-

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

Pozostałe limity inwestycyjne nieprzypisane do konkretnych kategorii lokat:

- 10% aktywów w lokaty denominowane w walucie innej niż krajowa do 31.12.2014, 20% do 31.12.2015, 30% od 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% tożsamy w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,
- 20% na instrumenty udziałowe inne niż akcje spółek notowanych na rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji,

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

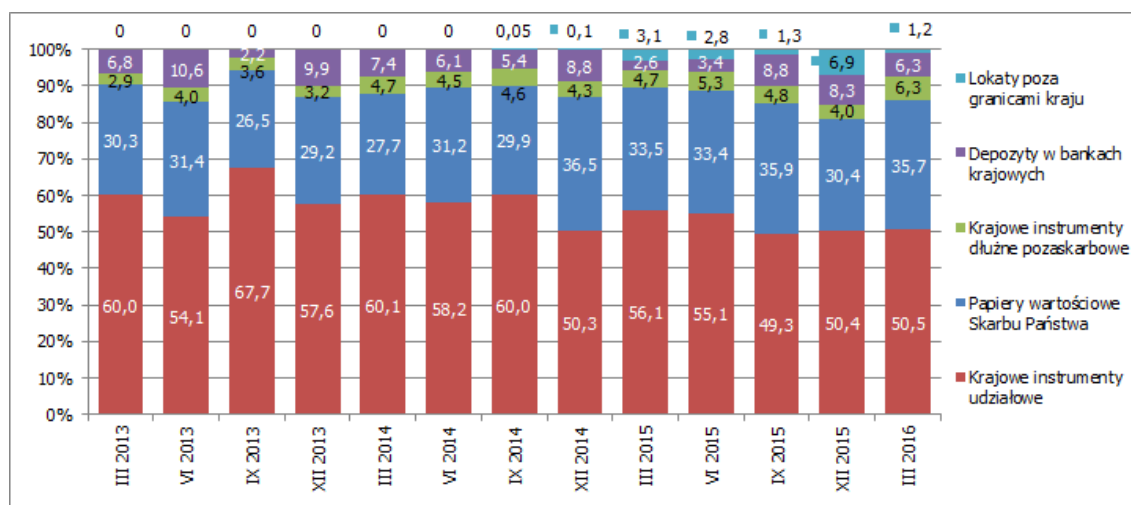
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

#### 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 marca 2016 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 50,5% 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 1,2% wartości portfela. Niski poziom zaangażowania w tego rodzaju lokaty utrzymywał się, z wyjątkiem III i IV kwartału 2015 roku w związku z lokatami jednego dobrowolnego funduszu, z których zarządzający w krótkim czasie się wycofali.

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 (25% wartości portfela na koniec marca 2016 roku). W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne i samorządowe - 6% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane 6% portfela DFE. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 31.03.2016

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	59 916,06	50,40%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	29 891,27	25,14%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	8 512,22	7,16%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	7 497,48	6,31%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	4 903,21	4,12%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	4 053,46	3,41%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	1 419,13	1,19%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	891,60	0,75%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	714,45	0,60%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	356,68	0,30%
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	348,66	0,29%
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	227,15	0,19%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	150,50	0,13%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	10,08	0,01%
<b>Suma</b>	<b>118 891,97</b>	<b>100,00%</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 31 marca 2016 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 28% do 75% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 3,5% do prawie 70%. Dłużne instrumenty pozaskarbowe w niektórych DFE stanowiły około 1/3 wartości portfela, podczas gdy inne fundusze nie posiadały takich lokat. Udział depozytów bankowych kształtował się od 1% do 51%, zaś lokat zagranicznych od zera do 5% 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 31 marca 2016 roku były obligacje Skarbu Państwa (61%) i akcje notowane na GPW (35%).

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

Tabela 4.4. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2016 roku

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	909 588,50	51,17%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	622 707,43	35,03%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	164 788,66	9,27%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	59 419,69	3,34%
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	11 408,43	0,64%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	5 647,20	0,32%
Hipoteczne listy zastawne	4 006,92	0,23%
Depozyty w bankach lub instytucjach kredytowych państw UE, EOG i OECD w walucie polskiej	0,00	0,00%
<b>Suma</b>	<b>1 777 566,82</b>	<b>100,00%</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

W 3 pracowniczych funduszach emerytalnych profile ryzyka poszczególnych funduszy są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią od 30% do 40% wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. W przypadku PFE Nestle Polska aktywa na koniec analizowanego okresu były równe zero w związku z wytransferowaniem środków z zarządzanych pracowniczych programów emerytalnych do funduszy inwestycyjnych.

#### 4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

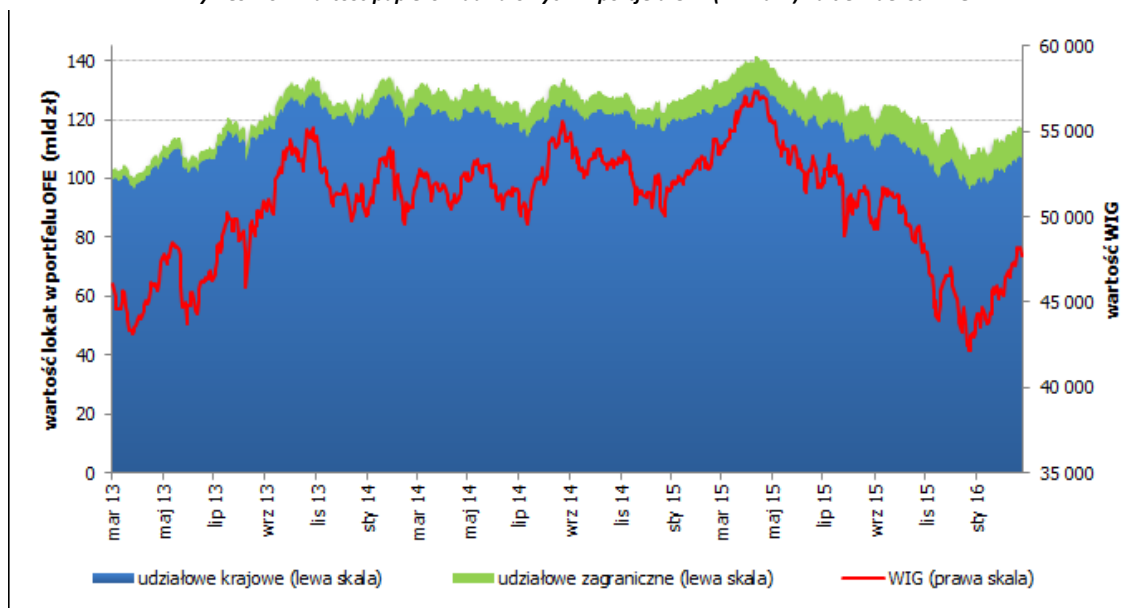
W okresie od 29 marca 2013 roku do 31 marca 2016 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe, zarówno krajowe, jak i zagraniczne wyniosło 72,5% wartości portfela, kształtując się w przedziale 37% – 88,2%. Od początku analizowanego okresu do listopada 2013 roku udział tego rodzaju instrumentów (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 marca 2016 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły 83,3% wartości portfela OFE. Wartość portfela udziałowego wzrosła w analizowanym okresie ze 103,5 mld zł do 119,2 mld zł.

Papiery udziałowe stanowiły 83% portfela OFE.

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 do 35%, a w 2017 roku będzie wynosił 15%. Pomimo obniżenia limitów, biorąc pod uwagę zakaz inwestowania w obligacje skarbowe oraz ograniczone alternatywy inwestycyjne, a także relatywnie wysokie zaangażowanie w spółki z GPW przy ograniczonych możliwościach zbycia dużych pakietów akcji, OFE nadal utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe.



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



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Na koniec marca 2016 92% portfela udziałowego OFE stanowiły akcje notowane na rynku polskim.

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE była notowana na polskim rynku finansowym. W okresie po przekazaniu części aktywów OFE do ZUS, wyraźnie widoczne jest zjawisko powiększania się udziału instrumentów udziałowych spoza GPW, szczególnie lokat poza granicami kraju. Potwierdza to analiza sald obrotów transakcji kupna i sprzedaży.

W okresie do końca stycznia 2014 roku 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* dokupowały akcje na GPW. W okresie po przekazaniu w lutym 2014 roku części aktywów OFE do ZUS, otwarte fundusze stanęły po stronie podaźowej na rynku krajowym, przede wszystkim na GPW, przy równoczesnym znaczącym wzroście nadwyżki transakcji kupna na instrumentach udziałowych poza granicami kraju. Od 2014 roku tylko w 3 z 9 kwartałów OFE dokupywały akcje na GPW, a II połowa 2015 roku wyróżniała się znacznym wolumenem sprzedaży na rynku krajowym.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o prawie 6,6 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Jedynie w czterech kwartałach wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna. Ponadto od 2014 roku widoczny jest wzrost wolumenu transakcji OFE na akcjach zagranicznych.

W I kwartale 2016 roku OFE sprzedawały instrumenty udziałowe zarówno na rynku krajowym jak również za granicą.



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

Okres	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w okresie
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
II kwartał 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.	3 142,2	15,1	-55,9	-2 138,1	2,1%
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	1 259,6	906,0	-959,3	-1,4%
III kwartał 2015 r.	741,0	2 485,3	2 343,0	-1 270,3	-6,6%
IV kwartał 2015 r.	732,7	-500,1	-781,2	-538,4	-6,7%
I kwartał 2016 r.	819,0	612,3	612,3	263,9	5,5%
<b>Suma w okresie przed przekazaniem aktywów z OFE do ZUS (10 m-cy)</b>	<b>9 314,9</b>	<b>-4 862,4</b>	<b>-6 297,8</b>	<b>-1 091,6</b>	<b>12,6%</b>
<b>Suma w okresie po przekazaniu aktywów OFE do ZUS (26 m-cy)</b>	<b>11 045,0</b>	<b>4 306,9</b>	<b>2 995,4</b>	<b>-5 462,0</b>	<b>-3,6%</b>
<b>SUMA w okresie 3-letnim</b>	<b>20 359,9</b>	<b>-555,5</b>	<b>-3 302,4</b>	<b>-6 553,6</b>	<b>8,6%</b>
<b>średnia kwartalna</b>	<b>1 696,7</b>	<b>-46,3</b>	<b>-275,2</b>	<b>-546,1</b>	<b>0,7%</b>

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

Różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji. 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. W IV kwartale 2015 roku OFE odpowiedziały na wezwanie do sprzedaży akcji LW Bogdanka i ACE oraz brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Globe Trade Center.

Otwarte fundusze emerytalne angażowały się również na rynku pierwotnym w proces prywatyzacji realizowany przez Skarb Państwa za pośrednictwem rynku kapitałowego. Po 2014 roku tego rodzaju oferty się nie pojawiały.

Tabela 4.6 Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa

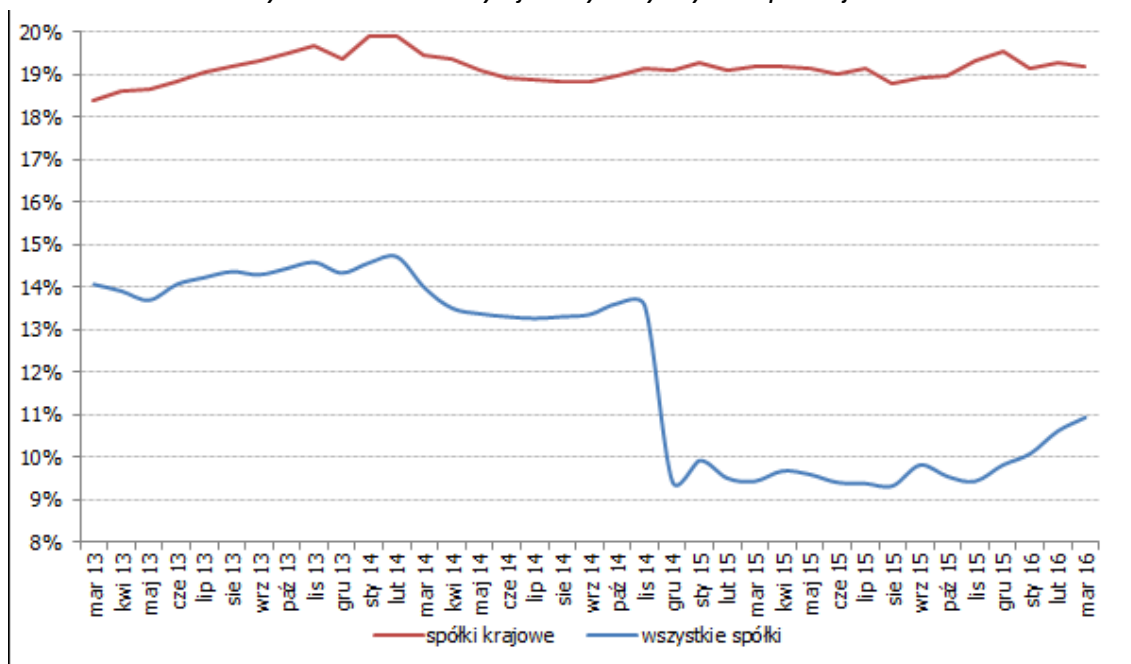
Nazwa spółki	Data zawarcia umowy sprzedaży	Wartość akcji oferowanych przez Skarb Państwa (mln zł)	Wartość akcji nabywanych przez OFE (mln zł)
ZAKŁADY AZOTOWE W TARNOWIE-MOŚCICACH S.A. (GRUPA AZOTY S.A.)	2013-04-18	584,0	19,7
ENERGA S.A.	2013-12-11	2 300,2	380,8
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2014-07-02*	121,5	239,5
<b>Razem</b>		<b>3 047,3</b>	<b>640,0</b>

\* OFE nabywały również akcje oferowane przez Polskie Inwestycje Rozwojowe (pula PIR: 1,2 mld zł)  
 Źródło: Ministerstwo Skarbu Państwa, Raporty dzienne OFE

W analizowanym okresie do stycznia 2014 roku udział OFE w kapitalizacji GPW oscylował około 14%, ale od lutego 2014 roku stopniowo się zmniejszał aż do sierpnia 2015 roku. W grudniu 2014 roku gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji GPW wynikał z debiutu na warszawskiej giełdzie spółki Banco Santander, która podniosła kapitalizację GPW o 380 mld zł czyli ponad 40%. Od III kwartału 2015 roku udział ten powoli zaczął rosnąć. Na koniec marca 2016 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 10,9%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił 14,1%, przy maksimum 14,7% w lutym 2014 roku. W analizowanym okresie 3-letnim wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe na rynku krajowym wzrosła z 100 mld zł do 110 mld zł.

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

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na dzień 31 marca 2016 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 8,6%. 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 20%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec marca 2016 roku znajdowały się akcje 27 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 31 marca 2016 roku wyniósł 17,3%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 0,5 mld do 5 mld zł gdzie wynosił ponad 45%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 6,5%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 31.03.2016

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)*	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW*
<50 mln zł	136	27	2 869,2	69,4	0,3%	0,1%	2,4%	6,50%
50-100 mln zł	68	35	4 962,9	330,2	0,5%	0,3%	6,7%	14,61%
100-500 mln zł	152	121	36 283,4	4 922,3	3,6%	4,5%	13,6%	33,00%
500 mln - 1 mld zł	44	40	32 401,1	6 906,5	3,2%	6,3%	21,3%	45,05%
1-5 mld zł	51	47	111 602,7	22 417,2	11,2%	20,5%	20,1%	42,72%
5-10 mld zł	14	14	95 338,5	13 391,4	9,5%	12,3%	14,0%	24,02%
>10 mld zł	18	18	716 612,6	61 277,2	71,7%	56,1%	8,6%	12,49%
<b>Razem</b>	<b>483</b>	<b>302</b>	<b>1 000 070,4</b>	<b>109 314,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>10,9%</b>	<b>17,3%</b>

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 31 marca 2016 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 19,2% oraz 40,1% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 54% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

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

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 31.03.2016

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50 mln zł	126	23	2 593,4	63,5	0,5%	0,1%	2,4%	6,5%
50-100 mln zł	63	33	4 613,0	326,2	0,9%	0,3%	7,1%	15,6%
100-500 mln zł	135	112	32 144,7	4 729,2	6,0%	4,6%	14,7%	34,6%
500 mln - 1 mld zł	38	37	27 892,6	6 641,2	5,2%	6,4%	23,8%	48,1%
1-5 mld zł	43	42	90 735,1	19 512,5	16,8%	18,9%	21,5%	50,9%
5-10 mld zł	11	11	70 238,8	12 986,1	13,0%	12,6%	18,5%	34,9%
>10 mld zł	13	13	311 073,7	59 075,1	57,7%	57,2%	19,0%	39,1%
<b>Razem</b>	<b>429</b>	<b>271</b>	<b>539 291,4</b>	<b>103 333,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>19,2%</b>	<b>40,1%</b>

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

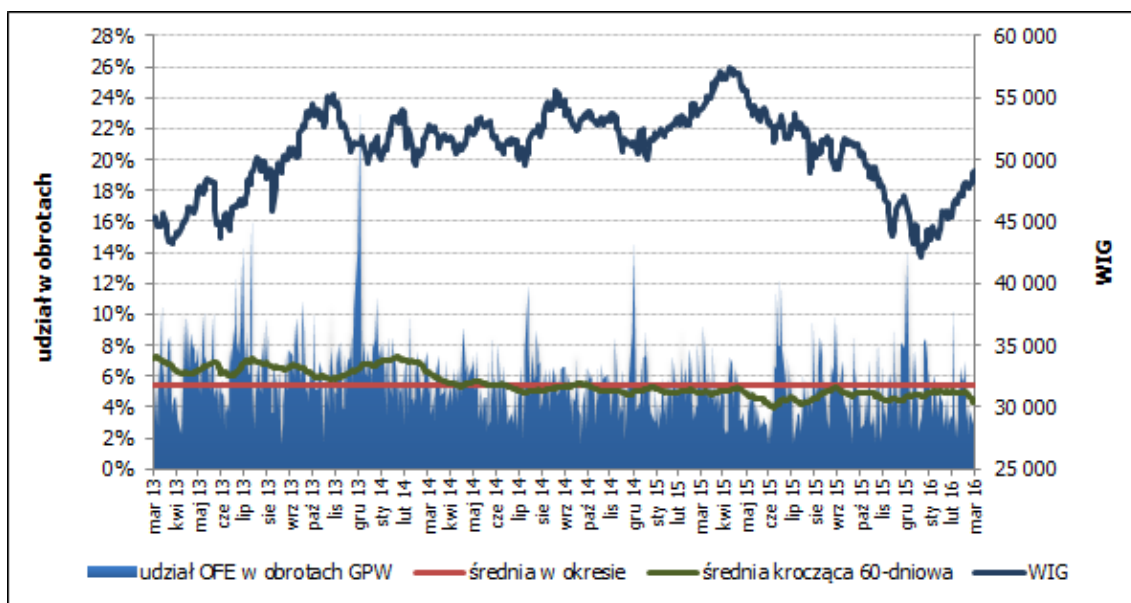
W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Na koniec marca 2016 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 64,1 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 5,2 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły średnio 54,6% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 50% do 58%.

Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 54,6% portfela akcyjnego OFE.

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

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

Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie

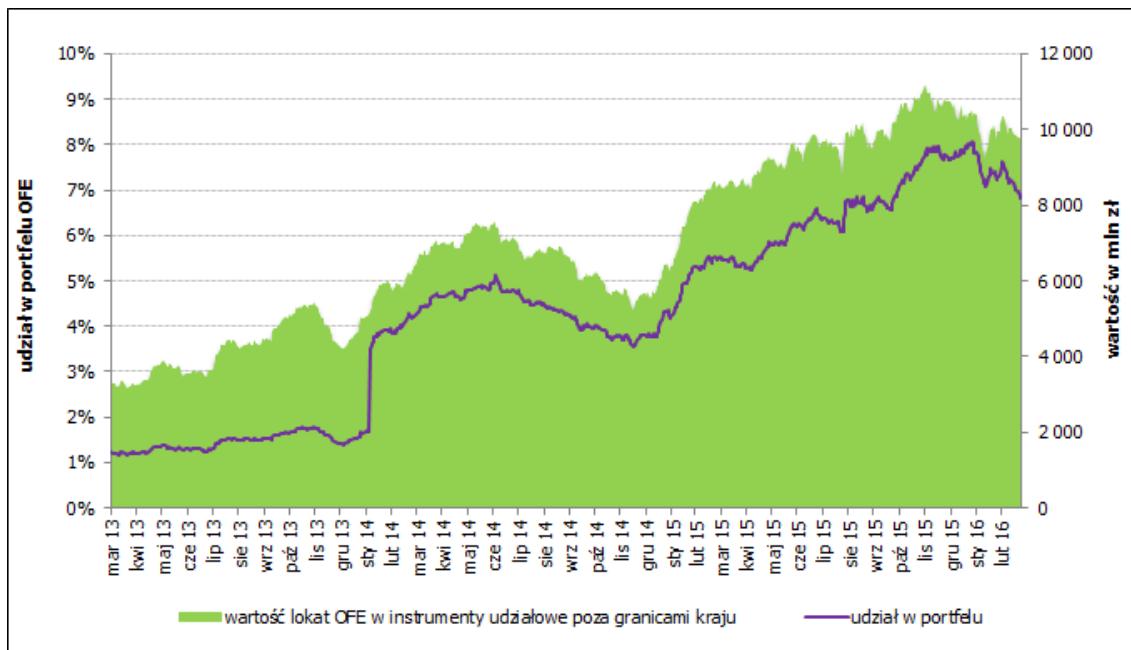


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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

Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 4,4% portfela, kształtując się w przedziale 1,2% – 8,1%. Do końca stycznia 2016 roku udział lokat zagranicznych w portfelu systematycznie rósł. Wartość zagranicznego portfela akcyjnego wzrosła prawie 3-krotnie z 3,3 mld zł w marcu 2013 roku do 9,6 mld zł na koniec marca 2016 roku. Jest to konsekwencją zmian prawnych w zakresie polityki inwestycyjnej, próbą dywersyfikacji portfela akcyjnego oraz jest związane z lepszą płynnością akcji notowanych na giełdach zagranicznych.

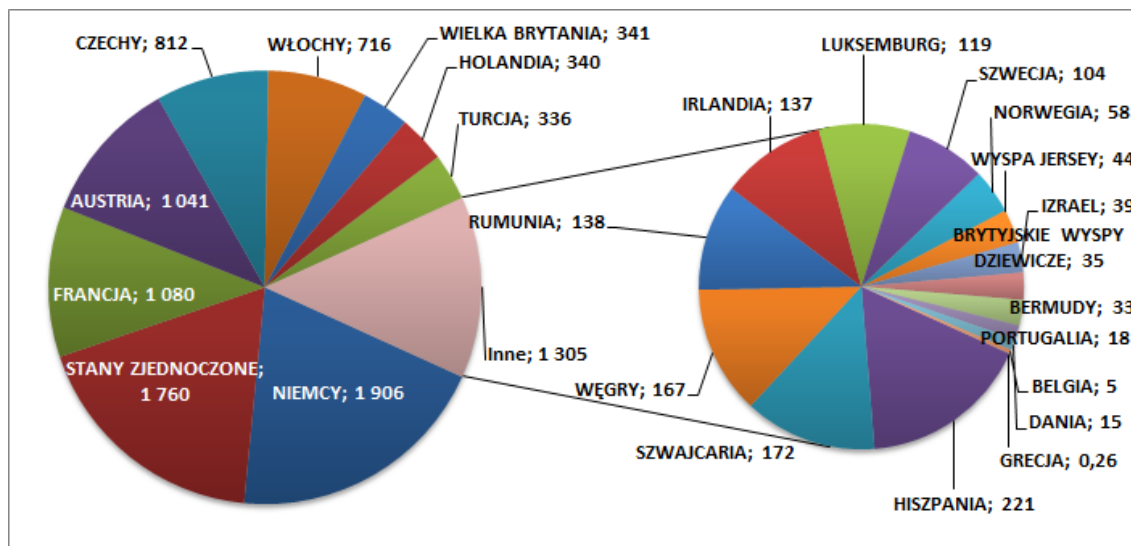
Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoim subportfelu lokat poza granicami kraju 274 instrumenty udziałowe wyemitowane przez spółki z 25 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, Francji i Austrii. 19% stanowiły akcje spółek amerykańskich.

Wykres 4.10. Wartość lokat OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na dzień 31.03.2016 (w mln zł)



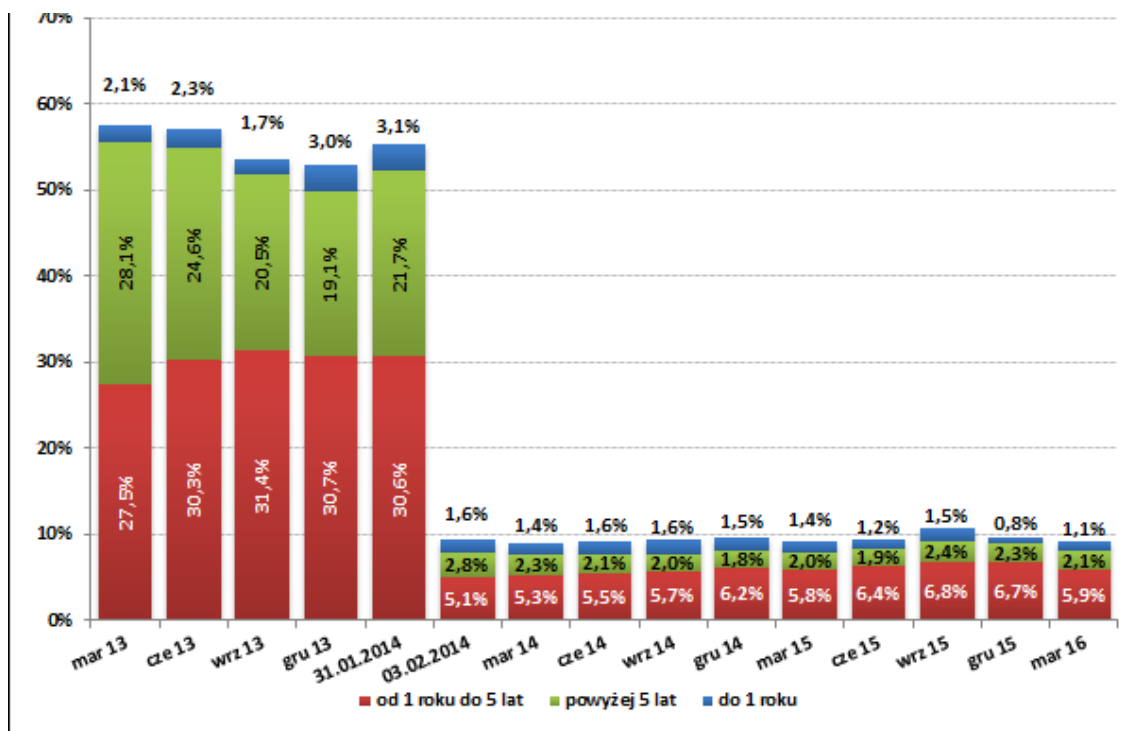
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

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

W analizowanym 3-letnim okresie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe kształtowało się w przedziale 9% - 58%. Od 22 marca 2013 roku do 31 stycznia 2014 roku średni udział papierów dłużnych w portfelach OFE wynosił 54,5%. 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 marca 2016 roku portfel dłużny stanowił 9,1% wartości całego portfela OFE.

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

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



Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

W okresie marzec 2013 – 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 około 40% całego portfela funduszy emerytalnych przy wartości inwestycji w te instrumenty na poziomie pomiędzy 100 mld zł do 120 mld zł. Mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (około 15%) oraz obligacje zerokuponowe (poniżej 1%). 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 dominują obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

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 marca 2016.

**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)
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 %	0,0 %	0,4 %	53,7 %	156,7
2013-12-31	38,0 %	13,7 %	0,8 %	0,0 %	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 %	0,0 %	-	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 %	-	-	0,6 %	9,0 %	13,9
2014-09-30	1,6 %	6,9 %	-	-	0,6 %	9,1 %	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
2015-12-31	1,0 %	7,9 %	-	-	0,8 %	9,7 %	13,6
2016-03-31	1,0 %	7,3 %	0,0 %	-	0,8 %	9,1 %	13,0

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Ze względu na emitenta, do końca stycznia 2014 roku najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE były obligacje skarbowe (SPW). Uległo to radykalnej zmianie 3 lutego 2014 roku po przekazaniu części aktywów z OFE do ZUS, kiedy udział tych instrumentów w portfelu OFE spadł poniżej 1%. Od lutego 2016 roku, w związku z zakończeniem okresu przejściowego związanego z zakazem lokat w obligacje skarbowe, OFE nie posiadają takich papierów w swoich portfelach.

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

Data	Skarb Państwa	BGK	Banki krajowe inne niż BGK	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagr.	RAZEM
2013-03-29	45,1%	7,1%	2,3%	2,5%	0,6%	-	0,1%	57,6%
2013-06-28	44,4%	7,3%	2,3%	2,5%	0,5%	0,0%	0,1%	57,1%
2013-09-30	42,5%	6,7%	1,7%	2,1%	0,5%	0,0%	0,1%	53,7%
2013-12-31	42,3%	6,4%	1,8%	1,9%	0,3%	0,0%	0,1%	52,9%
2014-01-31	45,4%	6,5%	1,2%	1,8%	0,3%	0,0%	0,1%	55,4%
2014-02-03	0,8%	1,6%	2,5%	3,5%	0,7%	0,0%	0,3%	9,4%
2014-03-31	0,7%	1,5%	2,4%	3,4%	0,6%	0,0%	0,3%	9,0%
2014-06-30	0,7%	1,2%	3,2%	3,2%	0,7%	-	0,2%	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%
2015-12-31	0,3%	1,1%	3,2%	3,8%	0,8%	-	0,5%	9,7%
2016-03-31	-	1,0%	3,1%	3,6%	0,8%	-	0,6%	9,1%

Źródło: 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. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne kształtował się w przedziale 1,8%-3,8% przy wartościach 4,7 mld zł do 7 mld zł.



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

Wartość inwestycji w obligacje samorządowe spadła, w wyniku wykupu wcześniejszych emisji, z 1,6 mld zł na początku analizowanego okresu do około 1 mld zł pod koniec 2013 roku i oscylowała około tego poziomu do I połowy 2015 roku. W I połowie 2015 roku nastąpił wzrost wartości i udziału tego rodzaju inwestycji w portfelach OFE do 1,1 mld zł na 31 marca 2016 roku, co stanowiło 0,8% portfela OFE.

Systematycznie rosło zaangażowanie OFE w papiery dłużne (certyfikaty inwestycyjne i obligacje) emitowane przez banki krajowe z 2,3% wartości portfela OFE do 4% we wrześniu 2015 roku, wartości tego rodzaju lokat kształtowały się w przedziale 3,6 mld zł do 6,7 mld zł.

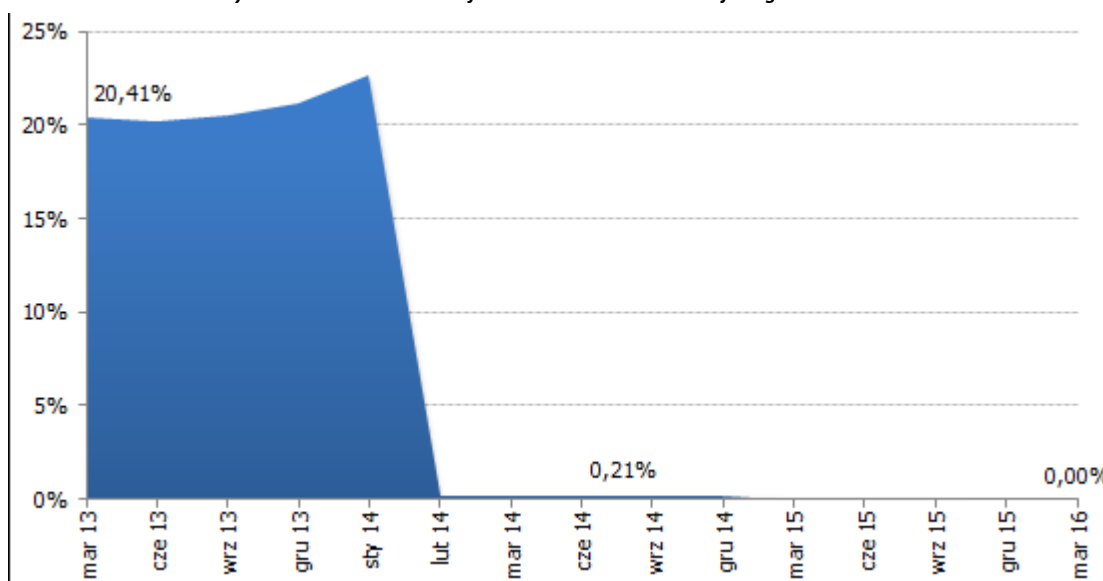
OFE do stycznia 2014 roku odgrywały istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Średni udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w okresie od marca 2013 do stycznia 2014 wynosił 20%. W lutym, w związku z przekazaniem obligacji Skarbu Państwa do ZUS wskaźnik ten spadł do poziomu 0,2%. Od 4 lutego 2016 roku, po zakończeniu okresu przejściowego, otwarte fundusze nie posiadały w swoich portfelach skarbowych papierów wartościowych.

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

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

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

Wykres 4.12. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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



#### 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 marca 2016 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 10,9 mld zł, co stanowiło 7,6% wartości portfela. Ponad 96% stanowiły depozyty w PLN. Spośród 12 banków, największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A., w którym fundusze ulokowały prawie 26% wartości tych lokat.

Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 31.03.2016

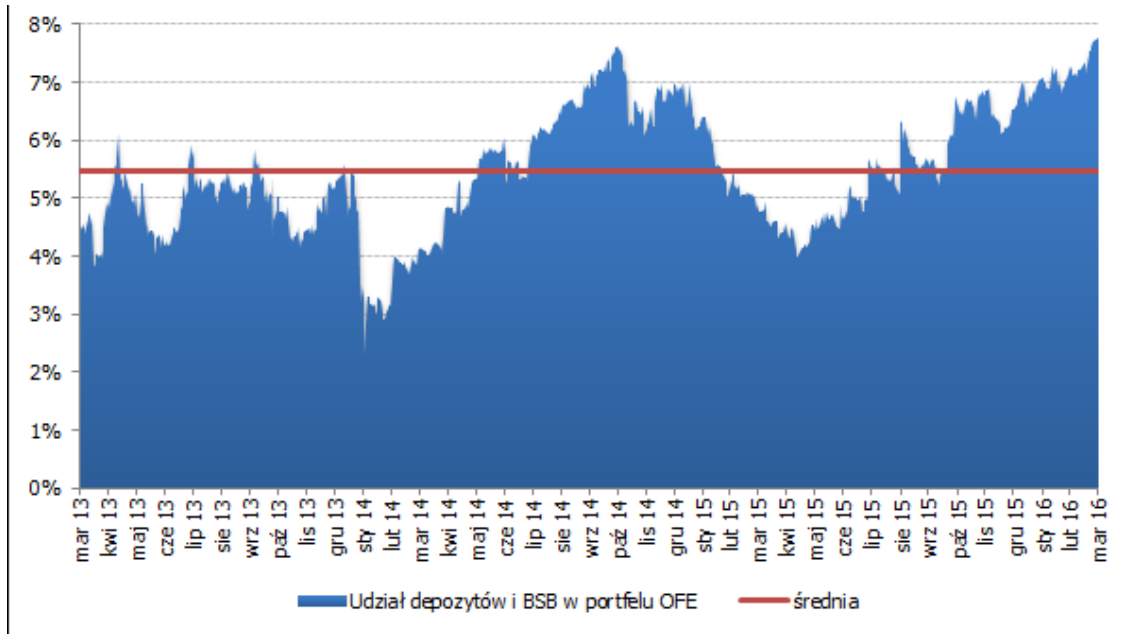
Lp.	Nazwa banku	Wartość depozytów (w zł)	Udział depozytów w portfelu	Udział banku w portfelu depozytów
1	BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	2 826 365 101,73	1,98%	25,98%
2	PKO BANK POLSKI S.A.	2 805 564 704,91	1,96%	25,79%
3	BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	1 194 853 038,88	0,84%	10,98%
4	MBANK S.A.	937 434 267,32	0,66%	8,62%
5	BANK MILLENNIUM S.A.	925 600 000,00	0,65%	8,51%
6	BANK ZACHODNI WBK S.A.	600 000 000,00	0,42%	5,52%
7	DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	515 212 569,90	0,36%	4,74%
8	ALIOR BANK S.A.	250 000 000,00	0,17%	2,30%
9	BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	487 000 000,00	0,34%	4,48%
10	RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	196 000 000,00	0,14%	1,80%
11	BANK BPH S.A.	100 000 000,00	0,07%	0,92%
12	ING BANK ŚLĄSKI S.A.	40 000 000,00	0,03%	0,37%
	<b>Suma:</b>	<b>10 878 029 682,74</b>	<b>7,60%</b>	<b>100,00%</b>

Zródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie średni udział tych instrumentów w portfelu OFE kształtował się na poziomie 5,5% (od 2,3% do 7,8%). Najwyższy udział był widoczny w II połowie 2014 roku oraz października 2015 roku do końca marca 2016 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 w przedziale 280-360 mln zł miesięcznie. Ponownie wzrost wartości depozytów był widoczny w marcu 2016 roku.

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

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 wymaga 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 marca 2016 r. 10,9%, a udział we *free float* 17,3%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 19,2%, a udział we *free float* 40,1%. 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 nowo wchodzących 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 2 lat 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 wynosił 55%, w 2016 został obniżony do 35%, W 2017 roku będzie wynosił 15%. 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, chociaż w okresie dwóch ostatnich lat to nie nastąpiło.

## 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 2013 - 2016 .....	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 1.04.2013 do 31.03.2016 (mld zł).....	19
Wykres 2.3.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł) .....	20
Tabela 2.4.	Aktywa netto OFE ( mld 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 29.03.2013 do 31.03.2016 (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 marca 2016 .....	28
Tabela 3.3.	Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 29.03.2013 do 31.03.2016.....	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 31.03.2016.....	32
Wykres 4.3.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 31.03.2016.....	34

Wykres 4.4.	Struktura inwestycji OFE poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na 31.03.2016.....	35
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 31.03.2016.....	35
Tabela 4.3.	Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 31.03.2016 .....	38
Tabela 4.4.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 31.03.2016 roku .....	39
Wykres 4.6.	Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG .....	40
Tabela 4.5.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych .....	41
Tabela 4.6	Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa.....	42
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	42
Tabela 4.7.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 31.03.2016.....	43
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 31.03.2016.....	43
Wykres 4.8.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie .....	44
Wykres 4.9.	Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju.....	44
Wykres 4.10.	Wartość lokat OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wg pochodzenia emitenta na dzień 31.03.2016 (w mln zł) .....	45
Wykres 4.11.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu .....	46
Tabela 4.9.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru .....	47
Tabela 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta .....	47
Wykres 4.12.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa.....	48
Tabela 4.11	Depozyty w portfelu OFE na 31.03.2016.....	49
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](http://www.knf.gov.pl)