INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ

FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

30.09.2011 – 30.09.2014

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
Warszawa 2014

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

Spis treści

SYNTEZA 4

1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM 6

1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE 6
1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH 8
1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH 12
1.4 RYNKI ZAGRANICZNE 13

2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA 16

2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 16
2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 17
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 18
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 18
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 20
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 23
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 23

3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE 24

3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE 24
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE 29
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE 30

4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH 31

4.1 STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH 31
4.1.1 Otwarte fundusze emerytalne 31
4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne 38
4.1.3 Pracownicze fundusze emerytalne 39
4.2 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 39
4.3 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 43
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH 47
KONKLUZJE 49

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, pokrywany ze środków własnych PTE;
- składki emerytalne osób, które wchodzą 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), co razem z likwidacją mechanizmu minimalnej wymaganej stropy zwrotu spowodowało zwiększenie zmienności wyników inwestycyjnych OFE, a tym samym i ryzyka leżącego po stronie członków OFE, przy równoczesnym zmniejszeniu odpowiedzialności PTE za te wyniki;
- zlikwidowano część dodatkową Funduszu Gwarancyjnego wchodzącego w skład aktywów OFE, zwiększając część zarządzaną przez KDPW – spowodowało to wzrost ryzyka PTE

związanego z koniecznością dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego w sytuacji osiągnięcia przez Fundusz Gwarancyjny niższych wyników inwestycyjnych od osiąganych przez OFE w tym samym okresie.

Najważniejsze informacje z raportu:

Na koniec września 2014 r. do 12 OFE należało 16,7 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 159 mld zł. Uwzględnia to efekt przekazania do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE. W tym czasie do 4 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 44,8 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 9 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 79,5 tys. członków a ich aktywa wyniosły 42,7 mln zł.

W okresie ostatnich trzech lat do OFE trafiło 29,1 mld zł składek, jednak w związku z obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE. Na obniżenie tego wskaźnika będzie też wpływał spadek liczby osób wnoszących składki. W najbliższych latach do OFE będą trafiać składki zaledwie 2,5 mln osób, które złożyły do ZUS oświadczenia woli o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE po 1 lipca 2014 r.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od 28,8% do 36%, przy trzyletniej inflacji na poziomie 4,8%. Wszystkie fundusze osiągnęły dodatnie realne stopy zwrotu. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 25% do 28,1%.

Inwestycje OFE do końca stycznia 2014 r. koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych stanowiących 45,4% wartości portfeli OFE. Po przekazaniu aktywów do ZUS udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE spadł poniżej 1%. Na koniec września 2014 r. udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł prawie 80%, część dłużna stanowiła około 8%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe wzrosły do 4,4%. W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (około 60% portfela) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (30% portfela) na koniec analizowanego okresu. W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych dominowały obligacje Skarbu Państwa, instrumenty udziałowe i jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

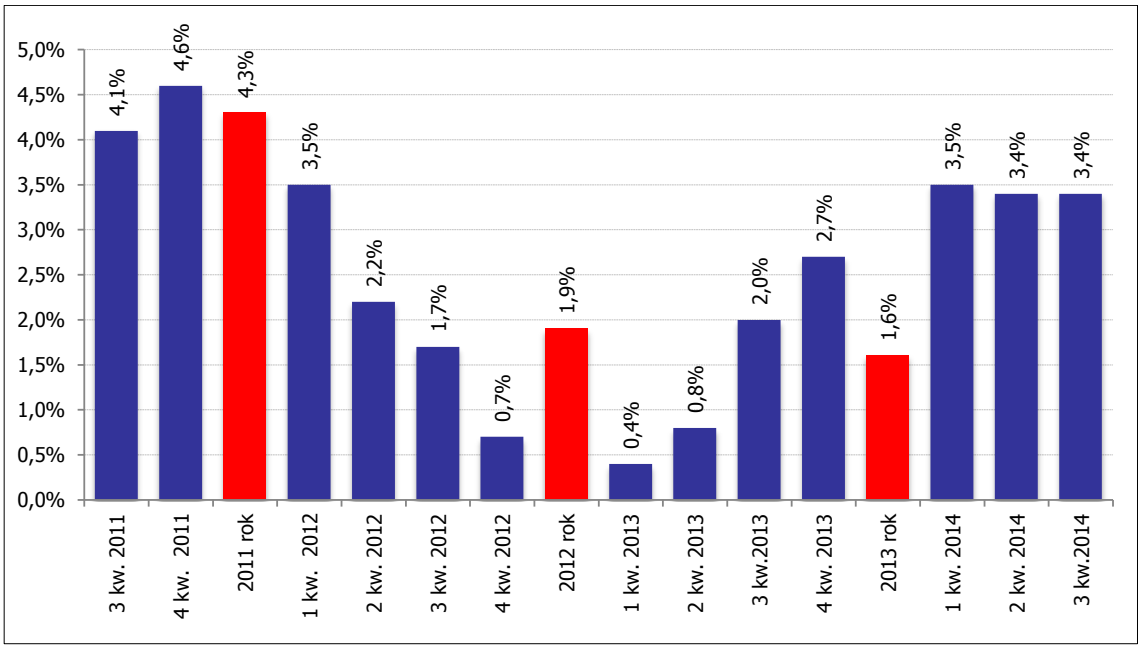
Przyjęte pod koniec 2013 r. przez Parlament RP rozwiązania prawne radykalnie zmieniły kształt polskiego systemu emerytalnego i wywołują dalekosiężne skutki zarówno dla krajowego rynku finansowego poprzez ograniczenie pozycji OFE na tym rynku, ograniczenie strumienia składek kierowanych do OFE, zmianę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

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

W przeciwieństwie do wielu gospodarek rozwiniętych, pomimo kolejnych fal kryzysu finansowego, gospodarka polska znajdowała się cały czas na ścieżce umiarkowanego rozwoju. Rok 2011, pomimo spadków na rynkach finansowych, zaowocował wzrostem PKB na poziomie 4,3%, czyli najwyższym od trzech lat. Jednak rok 2012 przyniósł wyraźne spowolnienie i dynamika wzrostu topniała z kwartału na kwartał. Ostatecznie w 2012 roku odnotowano wzrost PKB na poziomie 1,9%. Pierwsze dwa kwartały 2013 roku były kontynuacją wyhamowania dynamiki wzrostu, w stosunku do pierwszych kwartałów 2012 roku, z wynikiem zaledwie 0,4% i 0,8%. Trzeci i czwarty kwartał 2013 roku przyniósł pewne symptomy odbicia się od kryzysowego dna, ale mimo wszystko PKB całym roku urosło tylko o 1,6%. Po dwóch słabszych latach, rok 2014 to powrót na ścieżkę umiarkowanego wzrostu, na poziomie około 3,5%, co potwierdzają też inne wskaźniki makroekonomiczne.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce

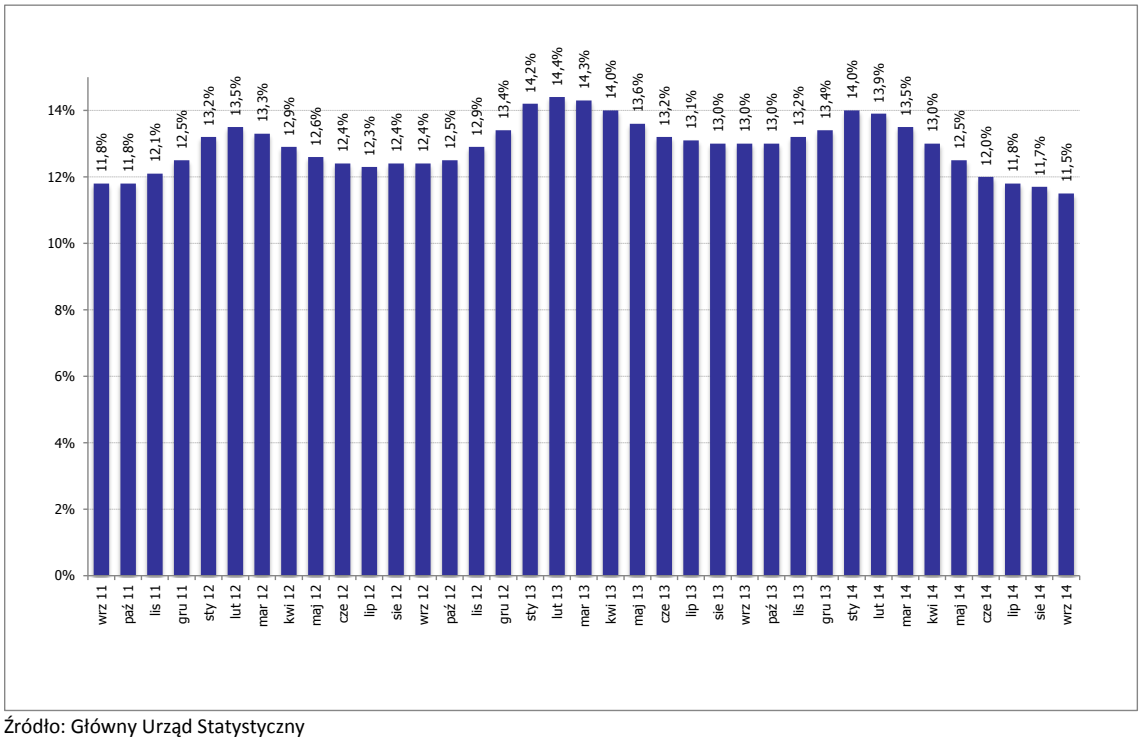


W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia w wrześniu 2014 spadła do 11,5%, najniższego poziomu w analizowanym okresie.

W analizowanym okresie obserwowano trend wzrostowy stopy bezrobocia aż do początku 2014 r., przy typowych dla polskiego rynku wahaniach sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano w lutym 2013 roku, kiedy to wzrósł on do poziomu 14,4%. Najniższą stopę bezrobocia w okresie trzyletnim, we wrześniu 2014 r., kiedy wyniosła 11,5%. Wrzesień jest miesiącem, gdy bezrobocie zwykle wzrasta po sezonowych spadkach, teraz jednak korzystna sytuacja na rynku pracy przeważyła nad wahaniami sezonowymi. Świadczy o tym także wyższa o ponad połowę niż we wrześniu 2013 liczba ofert pracy zgłaszanych przez pracodawców do Powiatowych Urzędów Pracy. W opinii MPiPS *Wrześniowy wynik jest najlepszy od 2001 roku, czyli od momentu, kiedy ministerstwo pracy zaczęło prowadzić takie statystyki.*

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

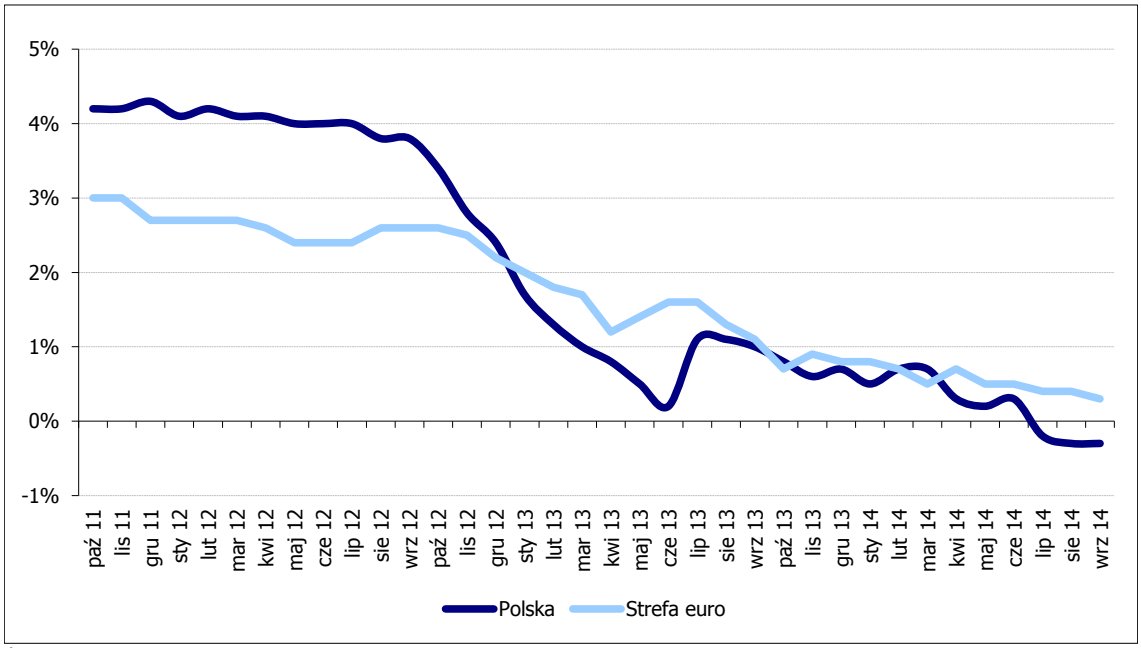


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

W trzecim kwartale 2014 roku po raz pierwszy mamy do czynienia z deflacją.

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. Inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (–0,3%) do 4,3%. Początkowo inflacja utrzymywała się powyżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.) a od roku 2013 poniżej. Na przełomie lat 2012/2013 obserwujemy zarówno w Polsce jak i w strefie euro ostry spadek inflacji, związany ze spowolnieniem gospodarczym. Począwszy od 2013 inflacja w Polsce była, z paroma wyjątkami, niższa niż w strefie euro. W trzecim kwartale 2014 roku po raz pierwszy w wolnorynkowej rzeczywistości mieliśmy w Polsce do czynienia z deflacją.

Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro

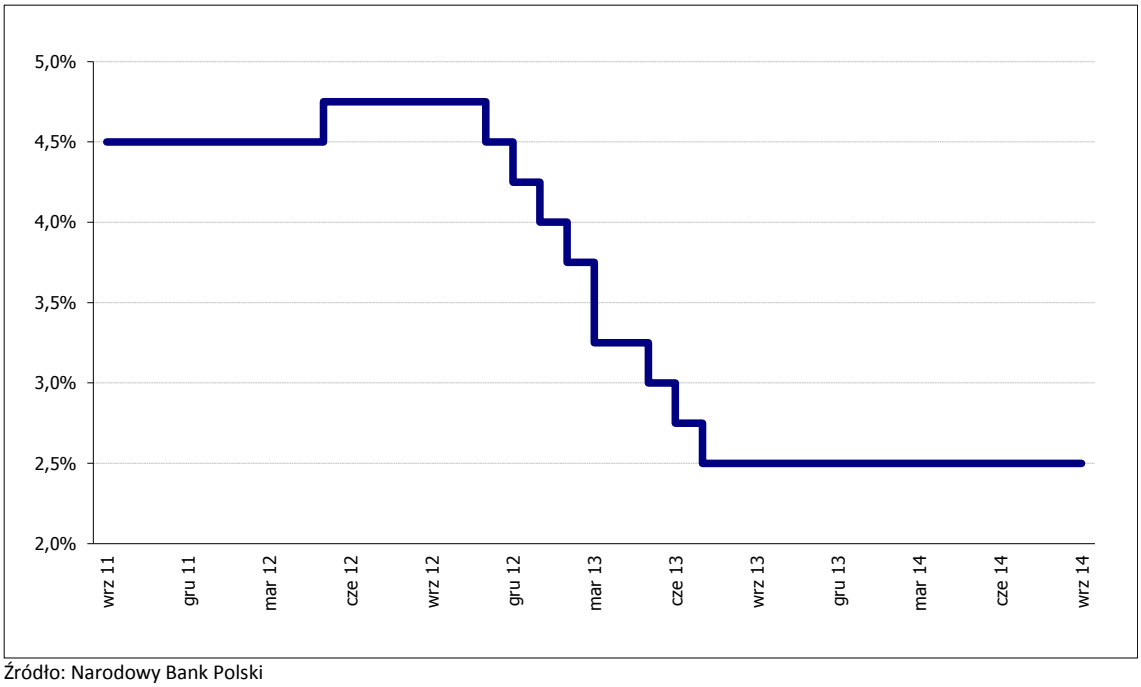


Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Europejski Bank Centralny (analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100)

W okresie od września 2011 do czerwca 2012 Rada Polityki Pieniężnej jeden raz podejmowała decyzje o podwyżce stóp, o 25 punktów bazowych. Od listopada 2012, w związku z bardzo wyraźnym spowolnieniem gospodarczym, rozpoczęła się seria obniżek stóp procentowych. Do lipca 2013 stopy obniżano ośmiokrotnie, siedem razy o 25 punktów bazowych, a w marcu 2013 o 50 punktów bazowych. Na koniec września 2014 stopa referencyjna wynosiła 2,50% i była najniższa w historii. Przez trzynaście kolejnych miesięcy stopy pozostawały na niezmienionym poziomie, choć analitycy przewidywali dalsze obniżki.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP

Od lipca 2013 stopy procentowe NPBP są najniższe w historii.



Źródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

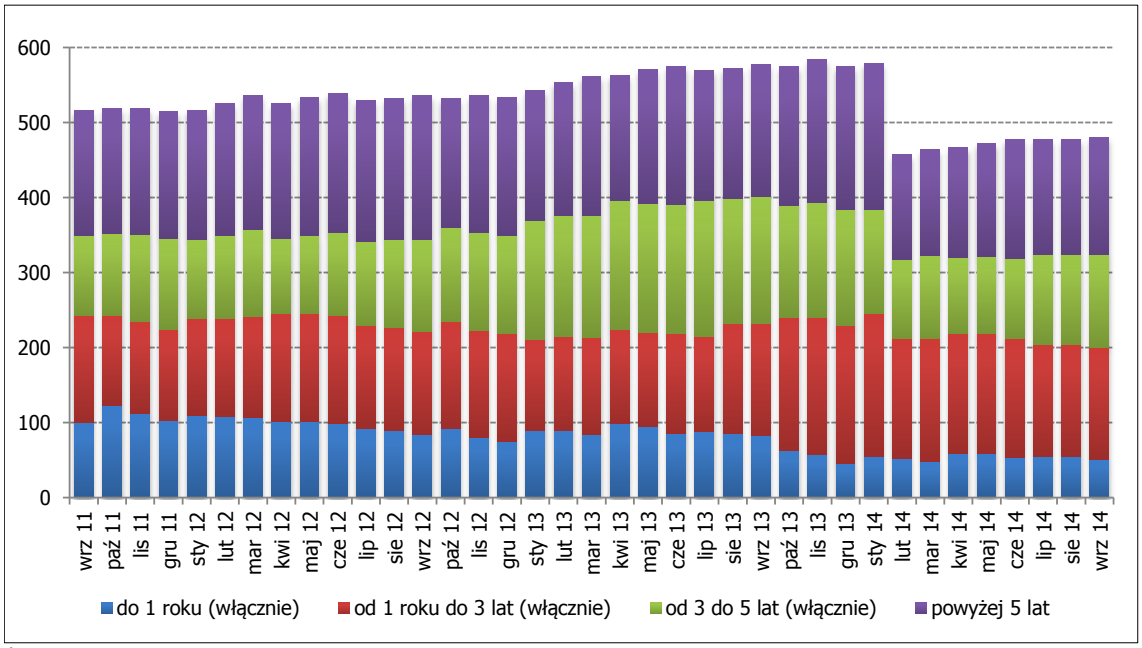
Poziom zadłużenia Skarbu Państwa wynosił 760 mld zł.

Na koniec września 2014 całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 760 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat spadło o 0,3%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (493 mld zł), stanowiący na koniec marca 2014 roku 65% całkowitego zadłużenia SP.

Należy zaznaczyć, że spadek 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 jednak charakter w dużej mierze księgowy, przesuwając zobowiązania na przyszłość do tzw. długu ukrytego (*implicit public debt*).

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wynosiło 203 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 267 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 13%.

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

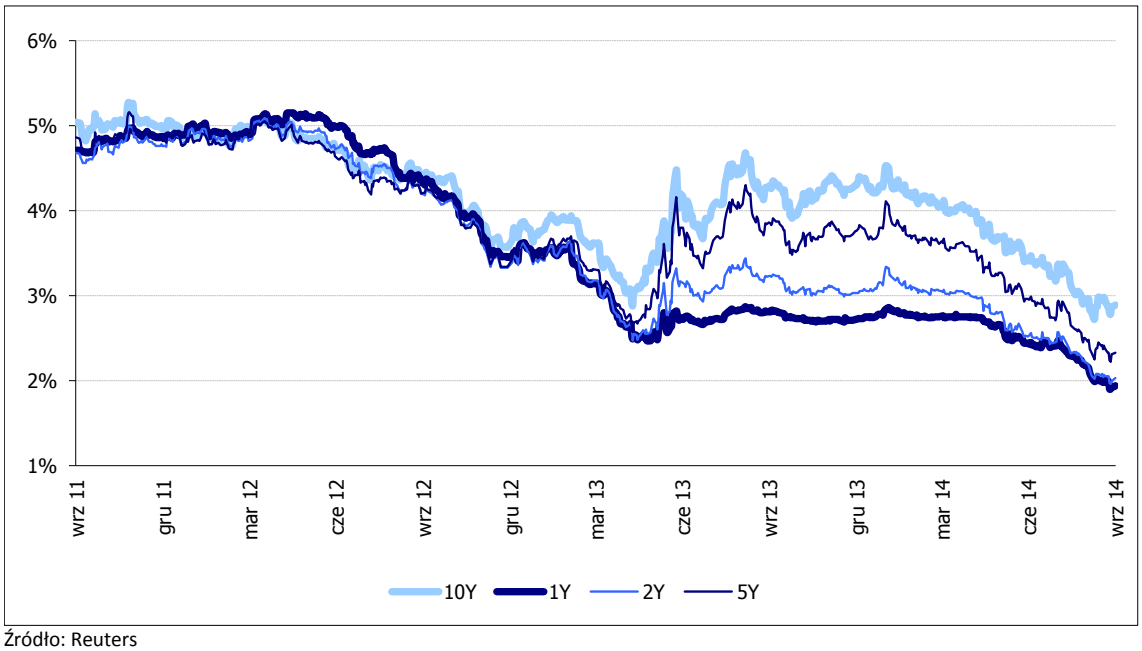


Źródło: Ministerstwo Finansów

Spada rentowość polskich papierów skarbowych

W okresie od września 2011 do września 2014 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją spadkową z poziomu około 5% do poniżej 3%. Do połowy 2013 obserwowaliśmy wyraźną konwergencję rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat, potem wyraźnie wzrosła rentowność papierów długoterminowych, ale od marca 2014 rentowności znów spadają a ich trajektorie ponownie się do siebie zbliżają.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

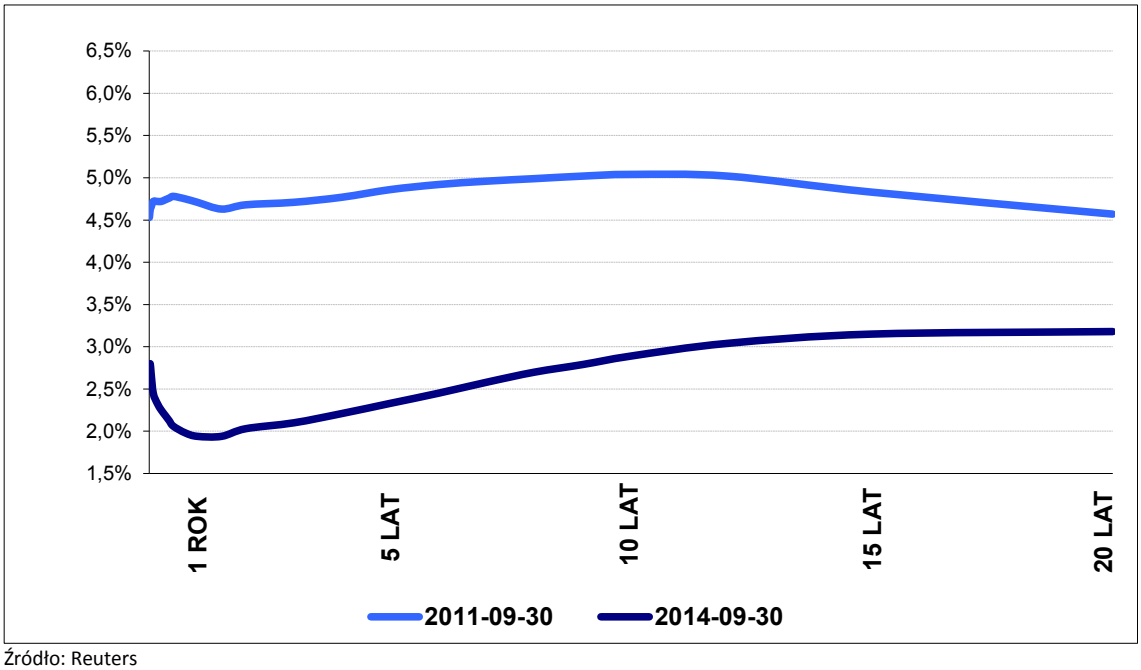


Źródło: Reuters

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

W okresie od września 2011 do września 2014 zmienił się znacząco kształt krzywej rentowności na polskim rynku finansowym. W roku 2011 krzywa była spłaszczona z rentownością na długim końcu nieco opadającą, w marcu 2014 krzywa miała zupełnie nieklasyczny kształt w przedziale krótko i średnioterminowym. W ciągu trzech lata znacząco obniżyły się wszystkie rentowności, szczególnie dla zobowiązań krótkoterminowych, gdzie spadły poniżej psychologicznej granicy2%.

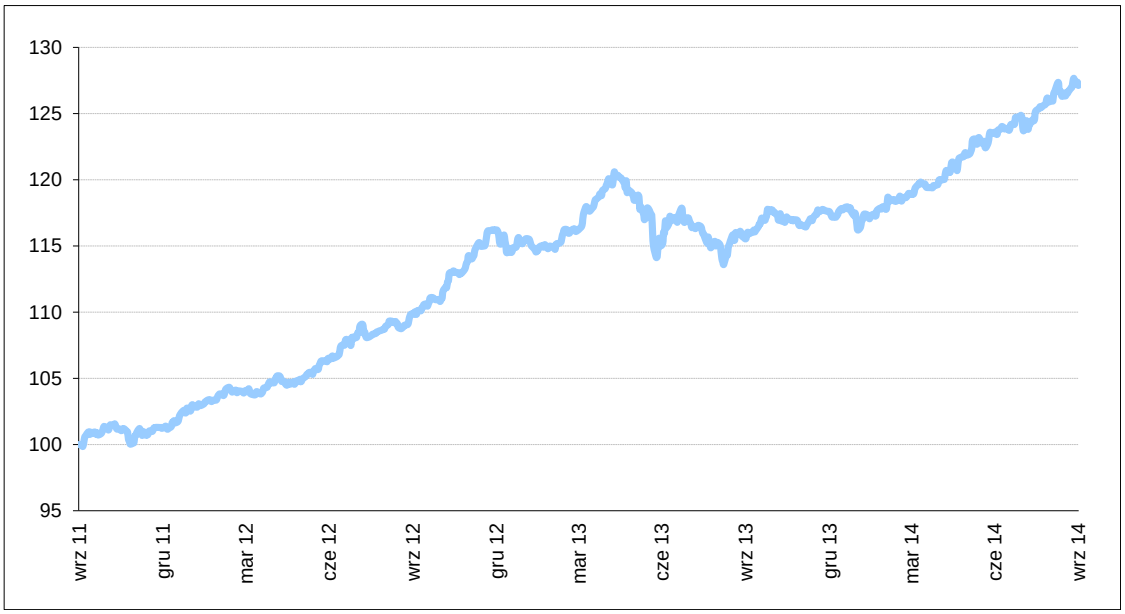
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



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 27,1%. Przed rokiem 2013, obserwujemy stabilny, niemalże liniowy wzrost tego indeksu, potem zaś serię wahań towarzyszących trendowi bocznemu i powrót na ścieżkę wzrostu.

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

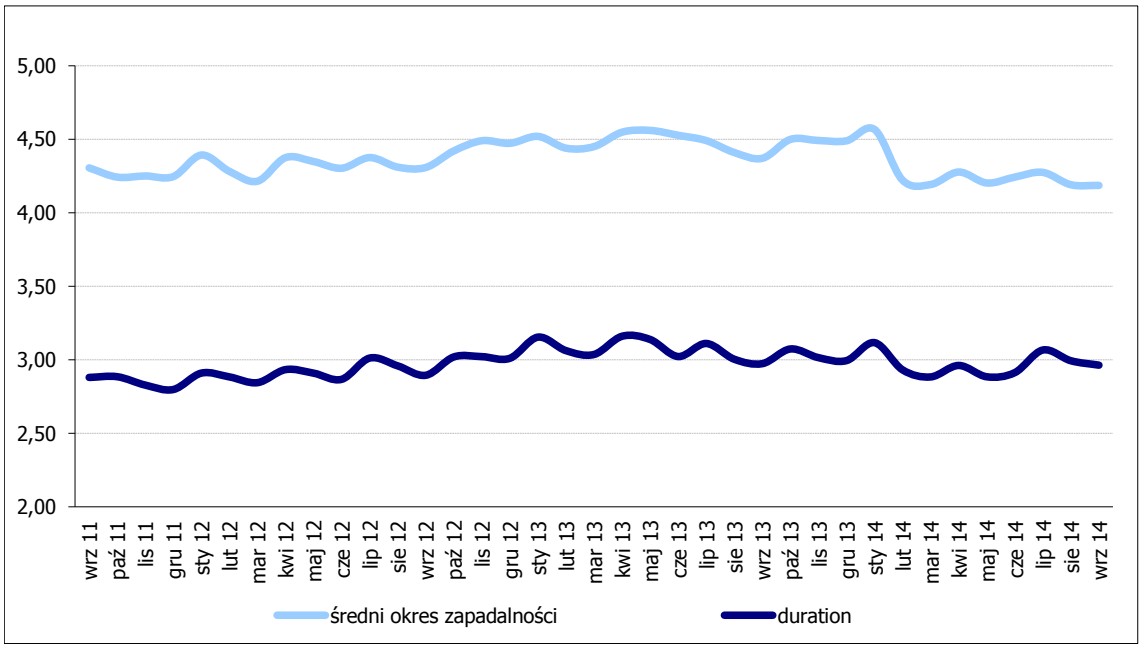


Wartość na dzień 30.09.2011 = 100

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

W okresie od września 2011 do września 2014 średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów wartościowych spadła z poziomu 4,31 roku na początku okresu do poziomu 4,19 w roku 2014, osiągając w styczniu 2014 trzyletnie maksimum na poziomie 4,57. W analizowanym okresie tylko minimalnie zmieniła się średnia duration skarbowych papierów wartościowych z 2,88 na 2,96 we wrześniu 2014 roku. W lutym 2014 obserwujemy skokowy spadek zarówno zapadalności, jak i duration, związany z umorzeniem obligacji z portfeli OFE, co zmienia strukturę całego rynku papierów dłużnych.

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



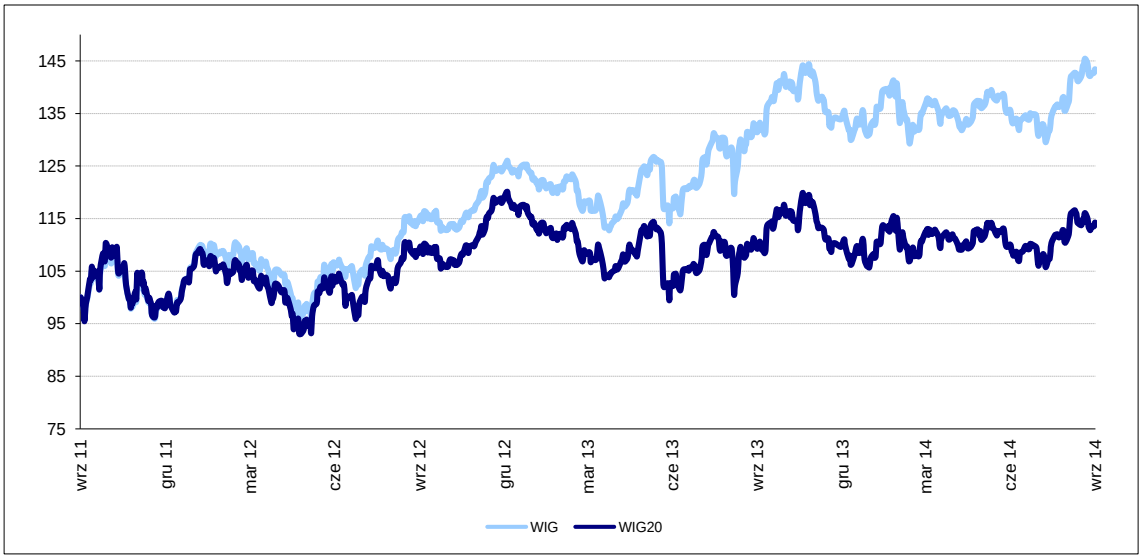
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

W okresie trzech lat indeks WIG zyskał 43,4%, a indeks WIG20 14,2%.

Okres od września 2011 do września 2014 na GPW można podzielić na dwa podokresy – pierwszy to rok dużych wahań bez zarysowanego trendu, kolejne dwa lata to to wyraźny trend wzrostowy. W pierwszym kwartale 2013 obserwowaliśmy wyraźne spadki towarzyszące sygnałom o złej ogólnej kondycji makroekonomicznej, a po połowie roku powrócił trend wzrostowy, skorygowany w czwartym kwartale 2013. W pierwszym półroczu 2014 zarysował się wyraźny trend boczny a trzeci kwartał to ponowne wzrosty, w wyniku których WIG przekroczył poziom 55 tysięcy punktów. W ciągu trzech lat indeks WIG zyskał 43,4% swojej wartości, a indeks WIG20 14,2%, co jest znakomitym rezultatem w pokryzysowej rzeczywistości, aczkolwiek coraz częściej pojawiają się głosy analityków o „przegrzaniu rynków" i nieuchronnej korekcie.

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



Wartość na dzień 30.09.2011 = 100
Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. W roku 2012 wszystkie indeksy odnotowały wzrosty, ale w roku 2011 wszystkie indeksy spadały. Spośród indeksów giełdowych zdecydowanie najsilniejsze wahania odnotowywał indeks najmniejszych spółek WIG250. Rok 2013 i pierwsze trzy kwartały 2014 cechowały spadki niektórych i wzrosty innych indeksów. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek przewyższała ponad dwukrotnie wartość rynkową spółek zagranicznych, przy czym łączna kapitalizacja na koniec trzeciego kwartału 2014 była wyższa niż w latach 2011-2013. Przez pierwsze trzy kwartały 2014 odnotowano też najwyższą w całym okresie liczbę transakcji na sesję.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

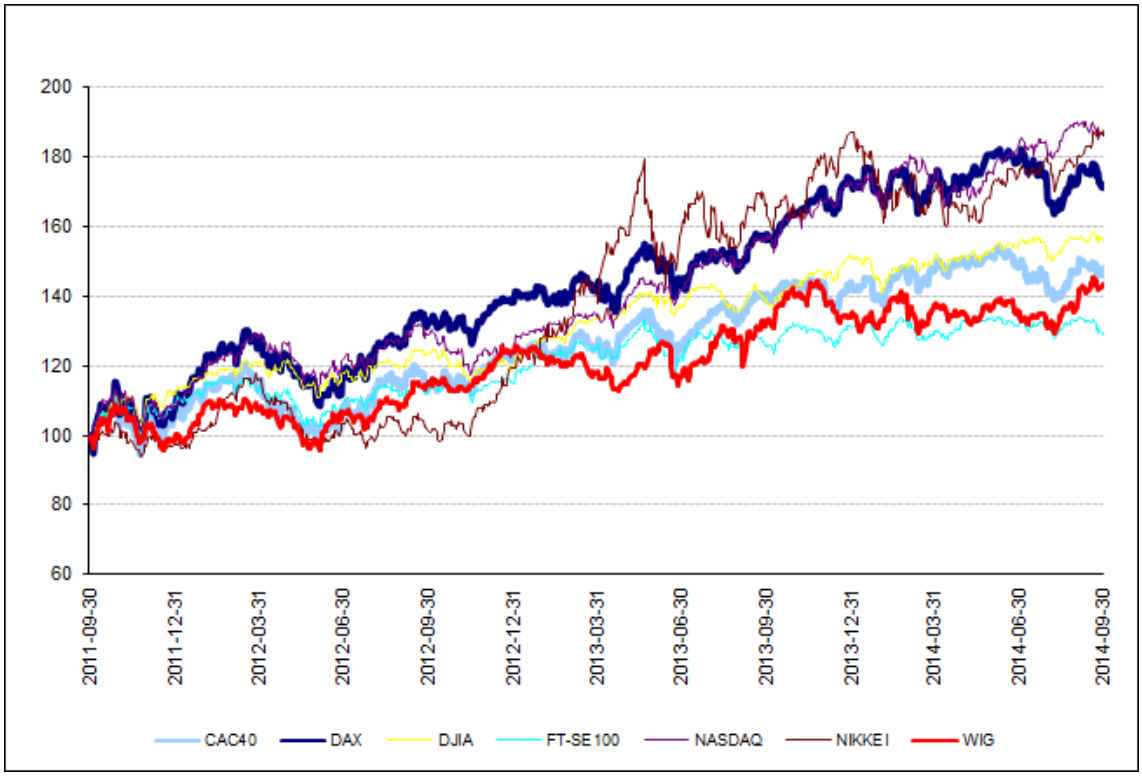
Rok	I-IX 2014	2013	2012	2011
Liczba spółek	463	450	438	426
w tym zagraniczne	49	47	43	39
liczba debiutów	18	23	19	38
liczba wycofań	5	11	7	12
Wartości indeksów				
WIG30	2 683,51	2 538	2 583	2 198
WIG20	2 500,29	2 401	2 583	2 144
mWIG40	3 639,74	3 345	2 553	2 174
WIG250	1 214,24	1 380	1 000	---
WIG	54 878,58	51 284	47 461	37 595
Stopy zwrotu indeksów				
WIG30 (%)	5,75%	-1,76%	17,50%	-20,36%
WIG20 (%)	4,14%	-7,05%	20,45%	-21,85%
mWIG40 (%)	8,80%	31,06%	17,42%	-22,51%
WIG250 (%)	-12,00%	37,98%	---	---
WIG (%)	7,01%	8,06%	26,24%	-20,83%
Kapitalizacja (w mln zł)				
Spółki łącznie	935 880	840 780	734 047	642 863
Krajowe	635 249	593 464	523 390	446 151
Zagraniczne	300 631	247 316	210 657	196 712
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	181 290	256 147	202 880	268 139
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	157 841	220 153	187 555	250 589
Liczba transakcji na sesję	55 891	51 918	46 374	55 343

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

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

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

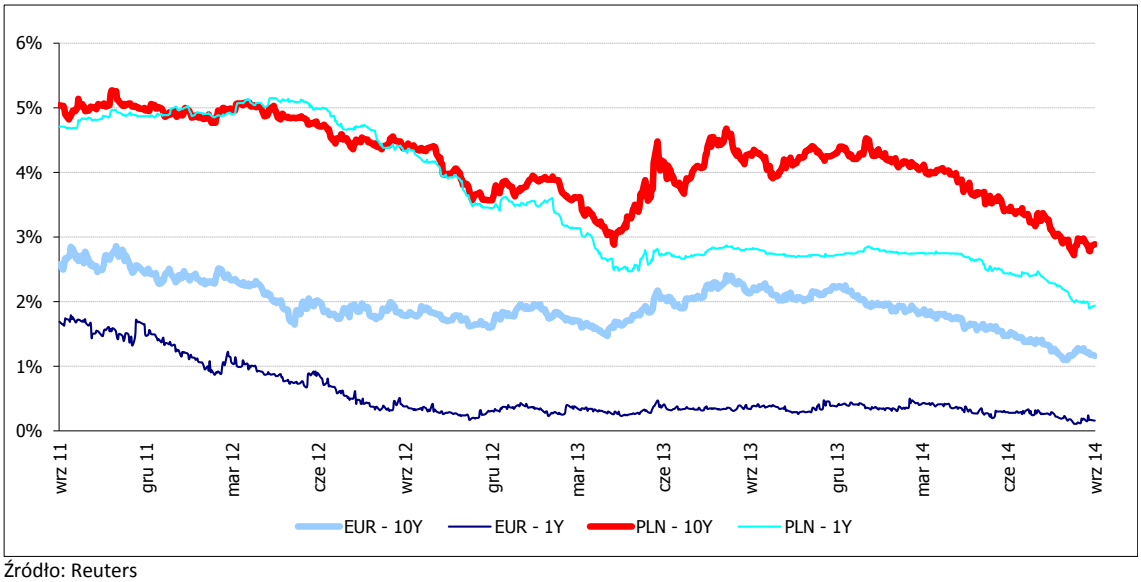


Wartość na dzień 30.09.2011 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

Jednoroczna stopa zerokuponowa w strefie euro od III kwartału 2012 oscyluje na bardzo niskim poziomie, poniżej 0,5%.

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym polskie stopy krótko i długookresowe do połowy 2013 osiągnęły zaskakującą konwergencję, by potem znów osiągać rozbieżne wartości. Na koniec trzeciego kwartału 2014 stopy były rekordowo niskie zarówno w Polsce jak i strefie EURO – roczna stopa strefy EUR odnotowała we wrześniu 2014 lokalne minimum na poziomie zaledwie 0,11%. Można przy tym zauważyć, że odpowiednie stopy Polskie zbliżyły się do poziomu stóp europejskich sprzed trzech lat.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR

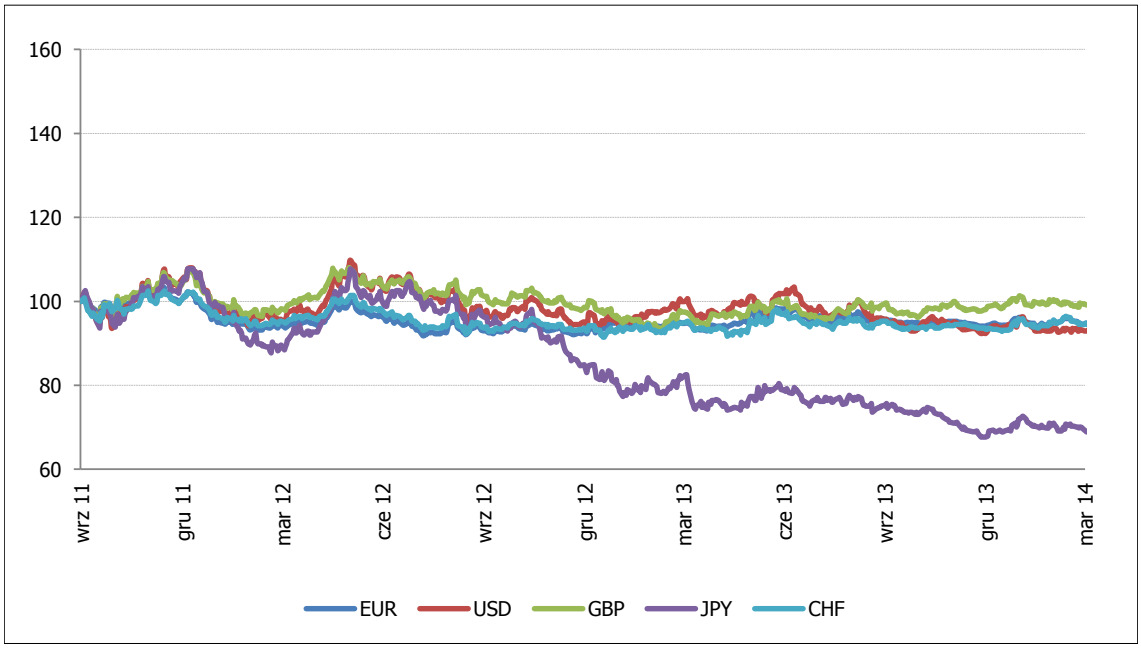


Źródło: Reuters

W analizowanym okresie, jen japoński wyraźnie osłabił się względem pozostałych walut.

Ostatnie trzy lata to generalnie stabilizacja kursu polskiej waluty w porównaniu do poprzednich okresów. W I kwartale 2012 nastąpiła krótkotrwała aprecjacja, a po niej złotówka osłabiła się i już dalej pozostała stabilna. W analizowanym okresie, złoty najbardziej osłabił się względem funta brytyjskiego – ta waluta umocniła nieco się względem pozostałych, co we wcześniejszych latach było domeną franka szwajcarskiego. Okres od połowy 2012 roku to gwałtowna deprecjacja japońskiej waluty – w ciągu trzech lat jen stracił do złotówki niemal 30%.

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



Wartość na dzień 30.09.2011 = 100
Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku do OFE należało 16,7 mln członków.

Na koniec września 2014 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało 16,7 mln członków, co oznacza, że w ciągu poprzednich 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 1,2 mln. Przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu.

W ciągu ostatnich 3 lat w dziesięciu otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a w przypadku dwóch podmiotów liczba ta zmniejszyła się. Kolejne dwa podmioty zostały przejęte prze inne fundusze. Największy przyrost członków odnotował Allianz Polska OFE (578 tys.) i PKO BP Bankowy OFE (425 tys.), oba te podmioty były funduszami przejmującymi inne fundusze. Pozytywnie na tle rynku wypadł także MetLife OFE, któremu przybyło odpowiednio 421 tys. członków, głównie w drodze losowania członków przez ZUS.

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 1,4 mln nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przejściem na wcześniejszą emeryturę lub przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Liczba członków OFE* w latach 2011 - 2014

OFE	Liczba członków w dniu 30.09.2011	Saldo transferów w okresie X 2011 – IX 2014	Losowania** w okresie X 2011 –I 2014	Umowy pierwszorazowe w okresie X 2011 – IX 2014	Liczba członków w dniu 30.09.2014
AEGON OFE	926 703	20 711	0	5 124	934 978
Allianz Polska OFE	507 177	-2 435	152 580	17 335	1 084 739
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 707 981	-42 092	0	29 132	2 673 058
AXA OFE	1 104 449	6 384	44 274	11 903	1 161 084
Generali OFE	884 826	7 995	103 928	21 111	1 007 981
ING OFE	2 953 580	-692	0	148 016	3 078 183
MetLife OFE (dawne Amplico)	1 184 112	21 586	384 882	29 996	1 605 701
Nordea OFE	906 416	-17 523	108 302	7 640	996 205
Pekao OFE	345 069	-2 445	0	3 199	340 454
PKO BP Bankowy OFE	528 199	23 220	103 928	7 394	953 273
OFE Pocztylion	585 796	-5 623	0	18 843	592 264
OFE Polsat	304 443	-3 701	0	1 289	-
OFE PZU „Złota Jesień”	2 208 791	-3 239	0	54 402	2 231 253
OFE WARTA	311 925	-2 146	108 302	4 633	-
Razem	**15 459 467**	**0**	**1 006 196**	**360 017**	**16 659 173**

**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.

Część funduszy znaczną liczbę nowych klientów pozyskiwała na rynku wtórnym, czyli poprzez przejęcie członków innych funduszy w trybie transferu. W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych. Średnio, sesja transferowa obejmowała 22 tys. osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 266 tys. członków, czyli mniej niż samodzielnie wybrało fundusz (360 tys.), jednak najwięcej nowych członków zostało przydzielonych do OFE w drodze losowania (1 mln).

266 tys. członków zmieniło fundusz emerytalny.

Od początku 2012 roku PTE nie mogą prowadzić działalności akwizycyjnej na rzecz OFE, a umowy o członkostwo zawierane są jedynie w trybie korespondencyjnym. Ma 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.

W okresie od października 2011 roku do września 2014 roku miało miejsce 5 losowań osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W wyniku losowań członkostwo w OFE uzyskało łącznie 1 mln osób, z czego najwięcej (384,8 tys.) trafiło do Amplico OFE. 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 1 lutego 2014 roku nie przeprowadza się losowań członków do OFE.

Od początku 2009 roku trwa również faza dekumulacji środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych. Przed 1 lutego 2014 roku, OFE przekazywały środki z przeznaczeniem na wypłaty emerytur okresowych dokonywane przez ZUS. Przepisy pozwalały także na powrót z OFE do ZUS osobom mającym prawo do tzw. emerytury mieszanej, co wiązało się z przekazaniem środków z OFE na dochody budżetu państwa. Nowelizacja przepisów prawa, która weszła w życie w lutym 2014 roku zmieniła zasady wypłaty emerytur w części kapitałowej. Obecnie w przypadku uzyskania uprawnień emerytalnych (np. emerytura okresowa, częściowa, emerytura po osiągnięciu wieku emerytalnego) całość kapitału emerytalnego zgromadzonego w OFE przekazywana jest do ZUS lub na dochody budżetu państwa, a wypłaty świadczeń realizowane są ze środków, którymi dysponuje ZUS. W okresie objętym analizą proces ten nie miał większego wpływu na wielkość aktywów OFE, ponieważ kapitał emerytalny osób, które przeszły dotychczas na emeryturę był stosunkowo niewielki. W kolejnych latach wpływ ten będzie jednak coraz wyższy.

Od lutego 2014 roku obowiązuje tzw. suwak bezpieczeństwa, który polega na tym, że kapitał emerytalny z OFE przenoszony jest do ZUS w ciągu 10 lat poprzedzających uzyskanie przez członka OFE wieku emerytalnego. Pierwsze rozliczenie i przepływy finansowe z tego tytułu dokonane zostaną dopiero pod koniec 2014 roku.

ZUS będzie wypłacał świadczenia emerytalne także z kapitałowej części systemu emerytalnego.

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 44,8 tys. członków. Oznacza to, że w ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 20,8%, co było konsekwencją zaprzestania działalności przez jeden z PFE. Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2014 r. nastąpiła zmiana formy i zarządzającego Pracowniczym Programem Emerytalnym „Słoneczna Jesień" tj. Pracowniczy Program Emerytalny prowadzony

Do PFE należy 44,8 tys. członków.

jest obecnie w formie Umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	30.09.2011	30.09.2012	30.09.2013	30.09.2014
PFE "Nowy Świat"	7 459	7 335	7 119	7 242
PFE NESTLE POLSKA	2 418	2 504	2 678	2 825
PFE Orange Polska S.A.	31 885	32 599	31 534	31 659
PFE UNILEVER Polska	2 360	2 559	2 793	3 087
PFE „Słoneczna Jesień“	12 476	12 487	12 475	-
Razem	**56 598**	**57 484**	**56 599**	**44 813**

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Do DFE należy 79,5 tys. członków.

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2014 roku na rynku działało dziewięć DFE, do których należało 79,5 tys. członków. W ostatnim roku zaobserwować można znaczący spadek liczby członków DFE, co wynika z weryfikacji członkostwa prowadzonej przez DFE PZU. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	30.03.2012	28.09.2012	29.03.2013	30.09.2013	31.03.2014	30.09.2014
Allianz DFE	5	107	333	399	467	584
Generali DFE			8	8	8	8
ING DFE		196	428	466	577	762
MetLife DFE (dawne Amplico)	1 064	1 295	1 966	2 155	2 518	2 622
Nordea DFE	3	48	98	101	121	138
DFE Pekao			3 988	5 082	6 434	8 550
PKO DFE	93	423	1 149	1 744	2 299	2 928
DFE Pocztylion Plus		181	1 215	1 781	2 973	3 087
DFE PZU	17 329	94 315	120 849	90 251	66 493	60 785
Razem	**18 494**	**96 565**	**130 034**	**101 987**	**81 890**	**79 464**

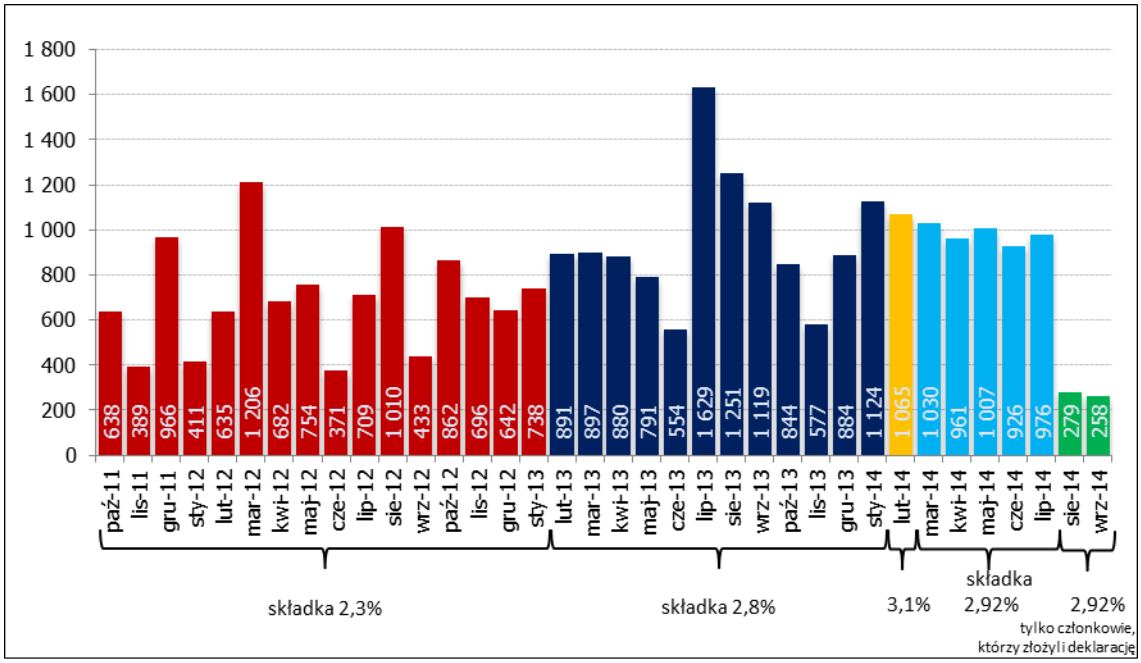
Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W ciągu trzech lat do OFE trafiło 29 mld zł składek.

W okresie od początku października 2011 roku do końca września 2014 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 29,1 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 0,8 mld zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w lipcu 2013 roku (1,6 mld zł), zaś najmniejsza w wrześniu 2014 roku (0,3 mld zł). Należy wskazać, że składka za dany miesiąc trafia do OFE w kolejnym miesiącu kalendarzowym, z tego względu ewentualne zmiany wysokości składek wpływają na wysokość przekazywanych kwot w kolejnym miesiącu po ich wprowadzeniu. Do końca 2012 roku odprowadzane było 2,3% podstawy wymiaru składki. W 2013 ten wskaźnik wynosił 2,8%. Za styczeń 2014 roku składki przekazane były w wysokości 3,1% podstawy, a od lutego 2014 roku obowiązuje stawka 2,92%, z tym, że od lipca 2014 roku do OFE trafiają składki tylko tych członków, którzy w okresie od kwietnia do lipca 2014 roku złożyli w ZUS odpowiednie oświadczenie w tej kwestii.

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

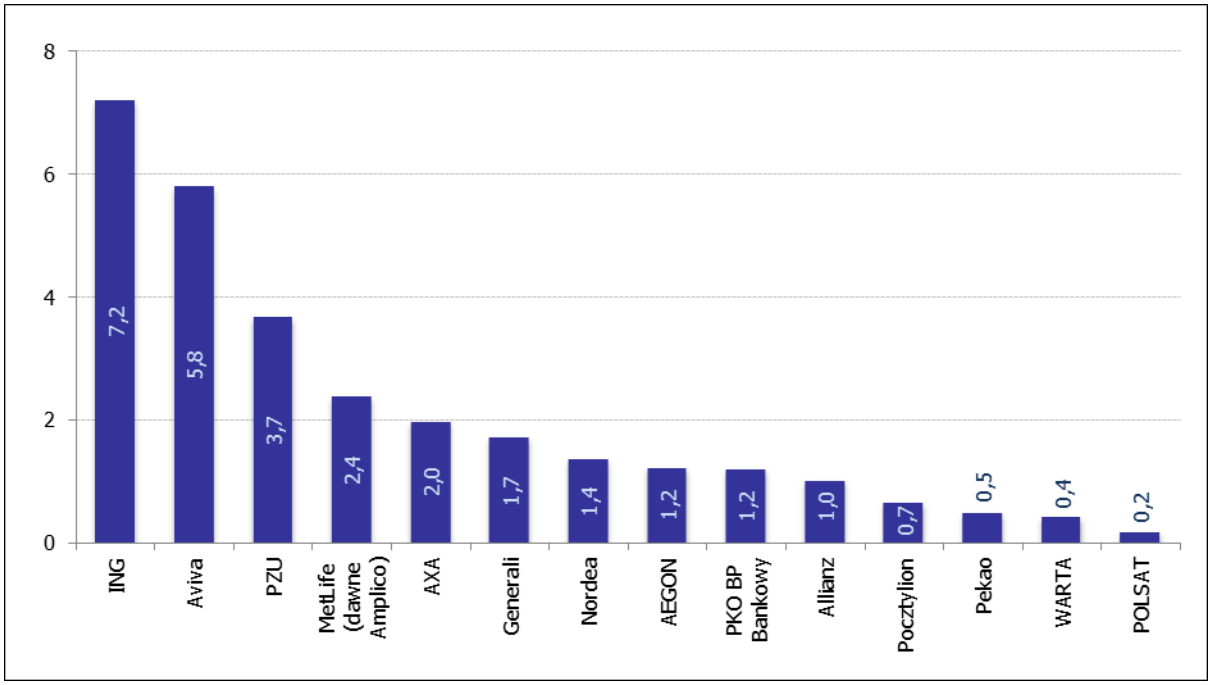


Źródło: Sprawozdania finansowe OFE

Prawie połowa składek trafiła do ING OFE oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK.

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do ING OFE (7,2 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (5,8 mld zł) – fundusze te otrzymały 44,4% 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 0,5 mld zł, 0,4 mld zł oraz 0,2 mld zł.

Wykres 2.2. Składki przekazane do OFE od 1.10.2011 do 30.09.2014 (mld zł)



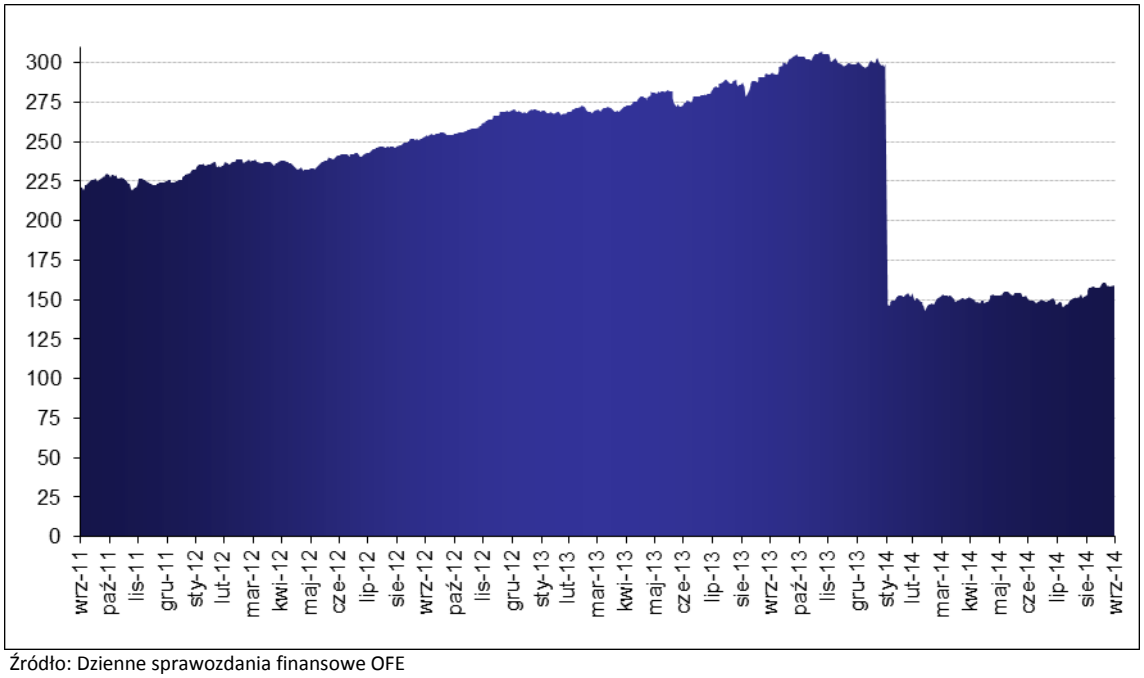
Źródło: Sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku OFE miały 159 mld zł aktywów netto.

Na koniec września 2014 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 159 mld zł, co oznacza spadek w ciągu ostatnich trzech lat o 63 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.

Wykres 2.3. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Największe aktywa zgromadziły ING OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Złota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2014 roku wyniósł 59,5%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o 0,9 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły Allianz Polska OFE oraz PKO BP Bankowy OFE (odpowiednio: 1,4 i blisko 1,2 pkt. proc.), które to podmioty przejęły inne fundusze emerytalne. Największy spadek udziału w rynku OFE zanotował natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK (0,6 pkt proc.).

Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (zł)

OFE	2011-09-30		2014-09-30	
AEGON OFE	9 384 453 534,60	4,2%	6 774 283 491,02	4,3%
Allianz Polska OFE	6 648 508 316,47	3,0%	7 066 210 105,53	4,4%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	51 038 895 621,90	23,0%	35 557 706 772,16	22,4%
AXA OFE	13 859 951 245,70	6,2%	10 062 235 027,35	6,3%
Generali OFE	11 084 815 774,23	5,0%	7 996 855 507,84	5,0%
ING OFE	52 871 581 035,68	23,8%	37 948 964 616,11	23,9%
MetLife OFE (dawne Amplico)	17 046 316 950,08	7,7%	12 734 222 789,49	8,0%
Nordea OFE	9 993 130 967,59	4,5%	7 271 836 005,47	4,6%
Pekao OFE	3 349 739 543,44	1,5%	2 397 509 076,55	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	7 255 349 889,36	3,3%	7 060 057 643,10	4,4%
OFE Pocztylion	4 229 422 628,55	1,9%	3 012 680 688,68	1,9%
OFE POLSAT	2 029 780 988,67	0,9%	-	-
OFE PZU "Złota Jesień"	30 224 263 011,34	13,6%	21 138 894 421,17	13,3%
OFE WARTA	3 019 587 429,03	1,4%	-	-
Suma	**222 035 796 936,64**	**100,0%**	**159 021 456 144,47**	**100,0%**

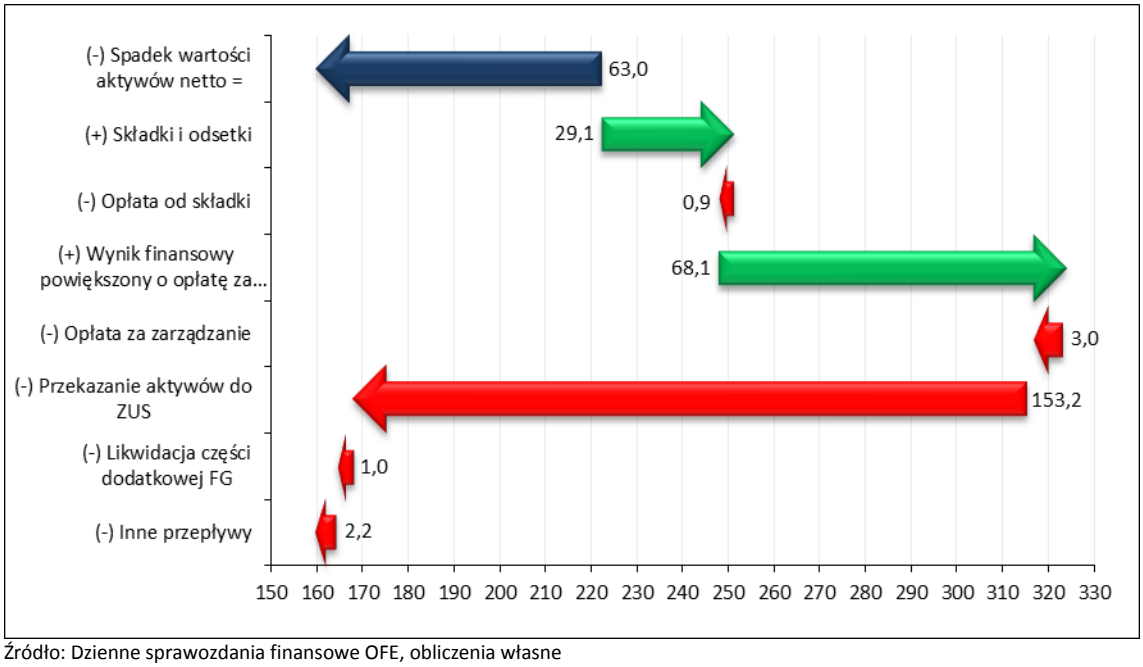
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Przekazanie aktywów do ZUS wywołało istotny spadek wartości aktywów netto.

Spadek aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 63 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 29,1 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 65,1 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota 68,1 mld zł). Jednak 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 3 mld zł) oraz opłata od składki (0,9 mld zł).

Wykres 2.4. Dekompozycja zmiany WAN od 30.09.2011 do 30.09.2014 (mld zł)



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Likwidacja części dodatkowej FG wpłynęła na zmniejszenie WAN

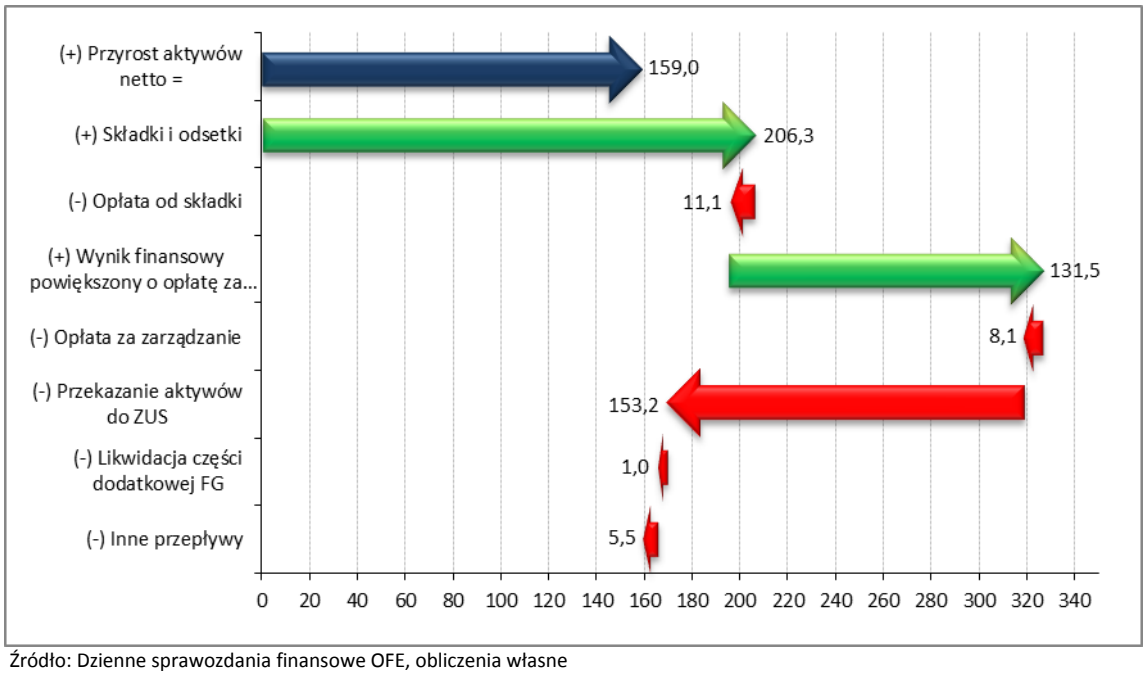
Czynnikiem istotnie wpływającym na wartość aktywów netto OFE było przekazanie na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości ponad 950 mln zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE.

W bilansach funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań, umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE. Dodatkowo, w związku z tym, że wypłaty emerytur okresowych realizowane są 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. -2,2 mld zł.

Zysk netto OFE od początku ich istnienia to 123,5 mld zł.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2014 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (206,3 mld zł), aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (123,5 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie, jest to kwota 131,5 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,1 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (8,1 mld zł).

Wykres 2.5. Dekompozycja zmiany WAN od 31.05.1999 do 30.09.2014 roku (mld zł)



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku aktywa netto PFE wyniosły 1,8 mld zł.

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2014 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł (wzrost w okresie ostatnich 36 miesięcy o 13,9%). Od czerwca 2014 roku na rynku pracowniczych funduszy emerytalnych ubył jeden podmiot, gdyż Pracowniczy Program Emerytalny prowadzony jest obecnie w formie Umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA.

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec września 2014 roku 1,1% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych.

Dominującą pozycję na rynku PFE pod względem zarządzanych aktywów netto, zajmował w całym analizowanym okresie Pracowniczy Fundusz Emerytalny Orange Polska S.A. Na koniec września 2014 roku dysponował on aktywami o wartości 1,3 mld zł, co dawało mu 70,8% udziału w rynku.

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

PFE	2011-09-30	2012-09-28	2013-09-30	2014-09-30
PFE NESTLE POLSKA	27 036,2	34 408,2	42 745,3	50 209,2
PFE "Nowy Świat"	296 339,7	338 732,9	382 434,9	409 450,9
PFE "Słoneczna Jesień"	292 240,5	333 652,5	379 150,9	-
PFE Orange Polska	918 197,3	1 034 686,2	1 225 434,7	1 262 300,1
PFE UNILEVER Polska	30 577,4	39 879,5	50 229,3	60 119,5
Razem	**1 564 391,2**	**1 781 359,2**	**2 079 995,0**	**1 782 079,7**

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku aktywa netto DFE wyniosły 42,7 mln zł.

Na dzień 30 września 2014 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało dziewięć podmiotów: Allianz DFE, Generali DFE, ING DFE, MetLife Amplico DFE, Nordea DFE, DFE Pekao, PKO DFE, DFE Pocztylion Plus, DFE PZU. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 42,7 mln zł.

Tabela 2.6. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	2012-03-30	2012-09-28	2013-03-29	2013-09-30	2014-03-31	2014-09-30
Allianz DFE	0,6	37,0	872,7	1 142,9	2 197,8	2 769,4
Generali DFE	-	-	32,3	32,7	49,2	50,0
ING DFE	-	45,1	896,8	1 491,3	2 997,7	3 530,1
MetLife DFE (dawne Amplico)	72,9	286,3	4 642,7	7 820,3	15 088,3	16 602,9
Nordea DFE	0,4	42,8	251,2	341,5	565,6	734,9
DFE Pekao	-	-	1 343,4	2 044,3	3 567,3	7 152,4
PKO DFE	12,2	142,6	1 389,3	1 953,3	3 112,6	4 129,7
DFE Pocztylion Plus	-	1,6	130,5	195,1	369,3	457,3
DFE PZU	183,4	911,1	3 401,9	4 132,2	6 595,2	7 307,4
Razem	**269,6**	**1 466,6**	**12 960,9**	**19 153,7**	**34 543,1**	**42 734,1**

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 32,0% w okresie trzech lat.

W dniu 7 października 2014 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2011 roku do 30 września 2014 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2014 roku, wyniki wszystkich funduszy uległy poprawie. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 31,993%. Było to dwudzieste pierwsze 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 7,1 pkt proc.

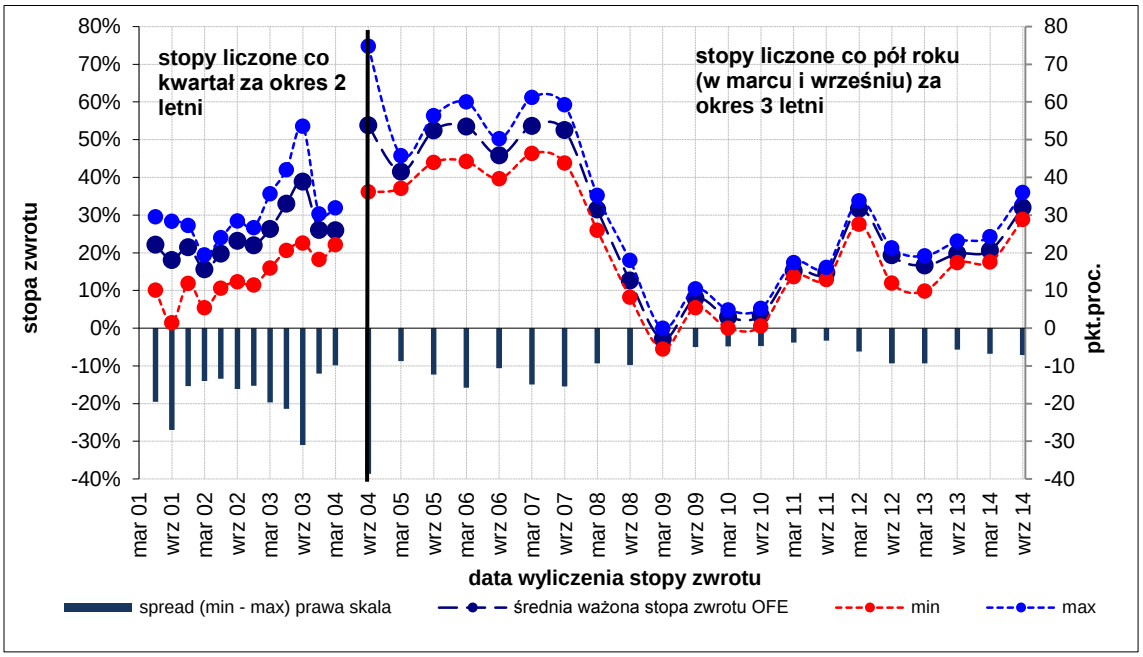
W analizowanym okresie wszystkie OFE osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 35,95% uzyskał Nordea OFE, a najniższą 28,82% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 7,1 pkt. proc. i była nieco wyższa (o ponad 0,3 pkt. proc.) niż w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu. W porównaniu do poprzedniej publikacji średniej ważonej stopy zwrotu OFE, organ nadzoru ustalił i podał do publicznej wiadomości wysokość tej stopy na podstawie stóp zwrotu 12 OFE (poprzednio 13 OFE). Ma to związek z likwidacją OFE WARTA i przejęciem jej aktywów przez Allianz Polska OFE.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2011	30.09.2014	
Nordea OFE	29,79	40,50	35,952%
MetLife OFE(dawne Amplico OFE)	27,98	37,52	34,096%
PKO BP Bankowy OFE	28,21	37,58	33,215%
Allianz Polska OFE	27,58	36,74	33,212%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	28,77	38,11	32,464%
AEGON OFE	28,40	37,38	31,620%
Pekao OFE	27,53	36,20	31,493%
ING OFE	31,27	41,05	31,276%
AXA OFE	29,14	38,20	31,091%
OFE PZU „Złota Jesień”	29,26	38,26	30,759%
OFE Pocztylion	26,83	34,84	29,855%
Generali OFE	30,54	39,34	28,815%
Średnia ważona stopa zwrotu	**31,993%**		

Źródło: Dzienne 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 premiowych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premiowym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premiowego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE, jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczany i podawany przez GUS za ten okres. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premiowego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premiowym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premiowym i procentowego wskaźnika premiowego. Procentowy wskaźnik premiowy 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. Rachunek premiowy za półroczne okresy przypadające od 30.09.2011 do 30.09.2014 (w zł)

OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	Łącznie
ING OFE	75 361 808,51	29 930 323,38	105 292 131,89
Aviva OFE Aviva BZ WBK	52 160 127,69	46 493 940,56	98 654 068,25
OFE PZU "Złota Jesień"	21 436 874,38	37 282 161,03	58 719 035,41
MetLife OFE (dawne Amplico OFE)	25 836 048,23	8 546 648,62	34 382 696,85
AXA OFE	10 677 346,75	16 833 077,83	27 510 424,58
Generali OFE	6 716 841,56	15 152 802,22	21 869 643,78
Nordea OFE	18 214 017,50	1 343 695,16	19 557 712,66
AEGON OFE	3 773 718,08	14 771 438,42	18 545 156,50
PKO BP Bankowy OFE	9 755 097,13	7 379 443,76	17 134 540,89
Allianz Polska OFE	9 978 140,64	3 794 352,83	13 772 493,47
OFE Pocztylion	833 967,01	7 408 364,77	8 242 331,79
Pekao OFE	1 628 693,58	4 922 855,29	6 551 548,87
OFE WARTA	2 639 136,33	2 101 907,60	4 741 043,92
Razem OFE	**239 011 817,38**	**195 961 011,46**	**434 972 828,84**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

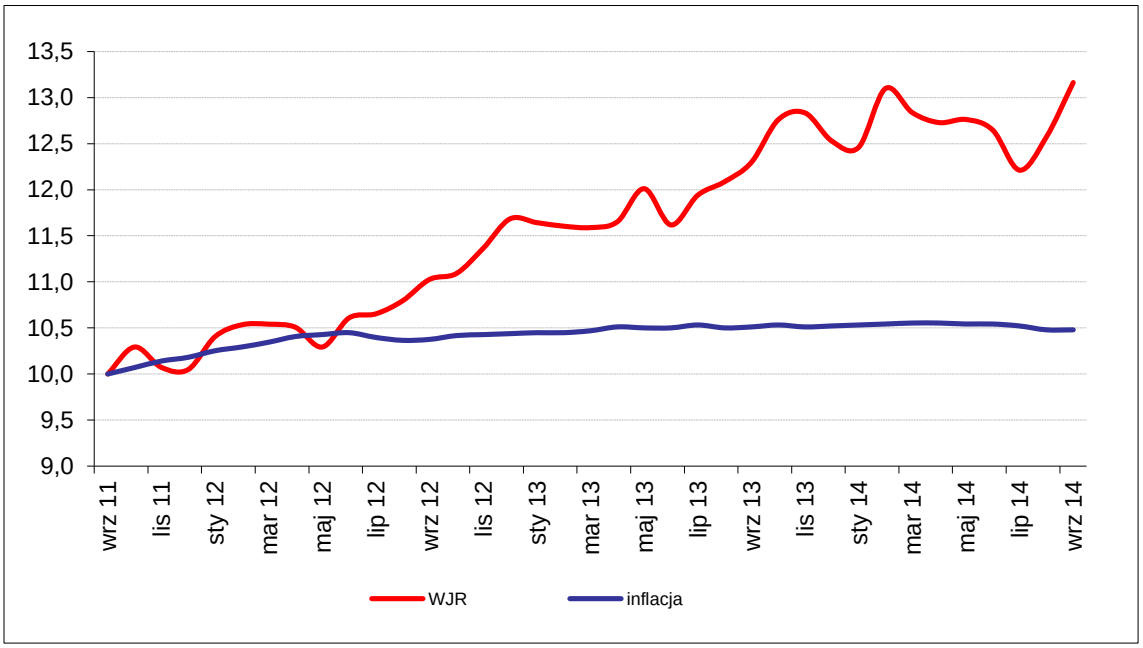
W badanym okresie 55% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 30 września 2011 do 30 września 2014 roku, wyniosła 435 mln zł, z czego 239 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 196 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Na taki podział środków z rachunku premiowego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągane przez największe podmioty: ING OFE i Aviva OFE. Wyniki inwestycyjne tych podmiotów sprawiły, że podział środków ustalił się w następujących proporcjach: 55% środków przekazano do PTE, 45% powróciło do OFE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 25,6%.

Nominalna średnia stopa zwrotu OFE przez kilka pierwszych miesięcy badanego okresu oscylowała wokół wartości indeksu inflacji. W trzecim kwartale 2012 roku OFE zaczęły odrabiać straty, co przy jednoczesnym osłabieniu trendu wzrostowego inflacji oraz osiągnięciu przez OFE dobrych wyników inwestycyjnych w kolejnych miesiącach, złożyło się na ostateczny rezultat, zgodnie z którym w analizowanym okresie średnia stopa zwrotu OFE była wyraźnie wyższa niż skumulowana inflacja (warto tutaj również wspomnieć, że w III kwartale 2014 roku inflacja roczna podawana w stosunku do analogicznego miesiąca roku poprzedniego była po raz pierwszy ujemna). Otwarte fundusze od 30 września 2011 roku do 30 września 2014 roku osiągnęły dodatnią realną średnią stopę zwrotu wynoszącą 25,61%.

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



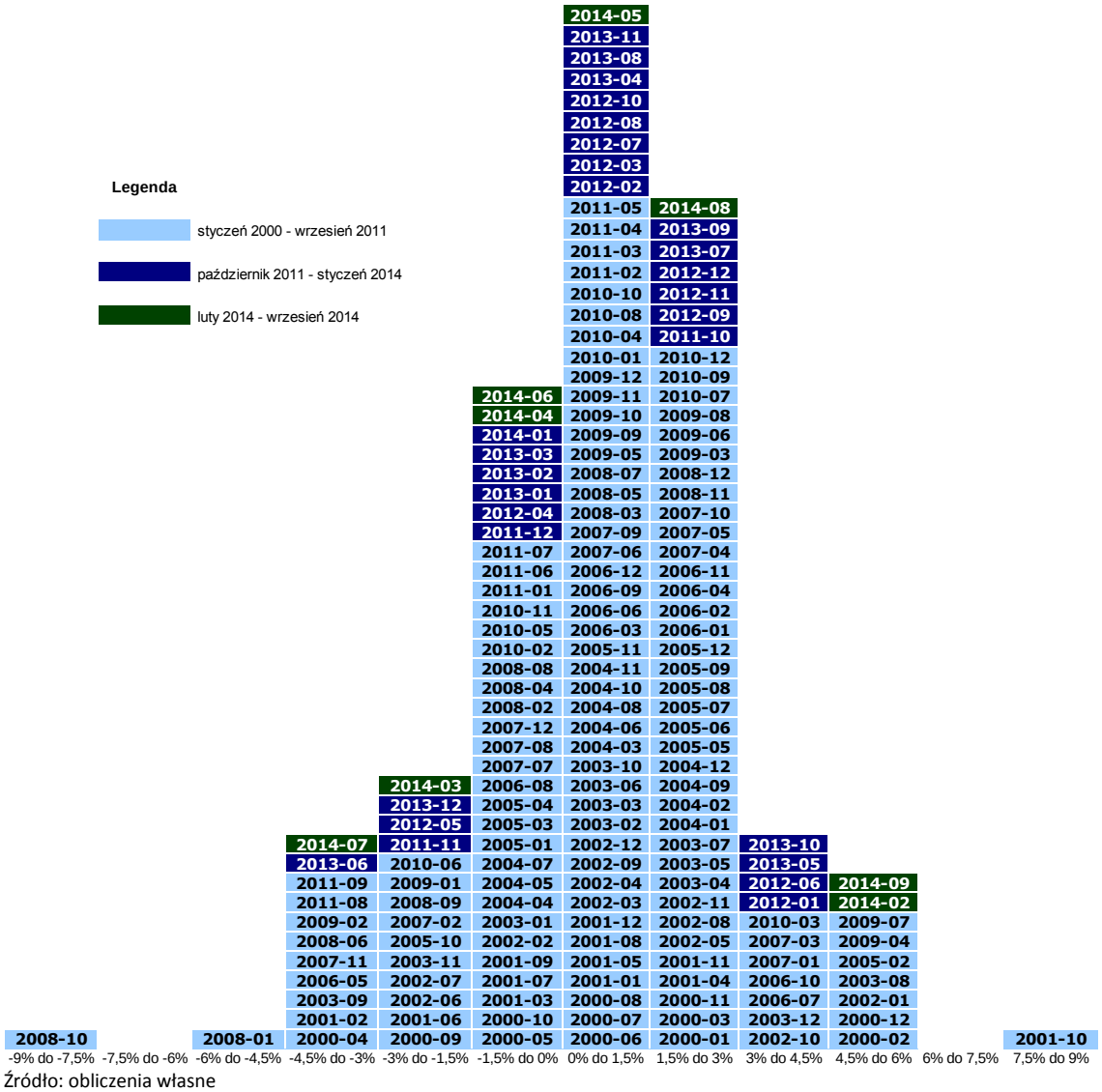
Średnia ważona aktywami netto wartość jednostki rozrachunkowej OFE, 30.09.2011=10
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, dzienne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2014 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Należy podkreślić tutaj fakt, iż obserwowane wartości stóp zwrotu OFE są skupione wokół swojej średniej, a sam histogram posiada wysmukły kształt.

Stopy zwrotu z okresu od października 2011 roku do stycznia 2014 roku oznaczono kolorem granatowym, a z okresu od lutego 2014 roku do września 2014 roku - okres 8 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% odchyla się o 3,5 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2008 roku, stopa zwrotu –4,8%). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2 pkt. proc. pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 8 ostatnich obserwacji (okres luty 2014 – wrzesień 2014) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 8,57 pkt. proc.), pomimo braku zaobserwowania na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego.

Przewaga ciemnych kolorów po stronie dodatnich stóp zwrotu wskazuje na to, że badany okres wpisał się pozytywnie w historię stóp zwrotu OFE.

Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2014



Źródło: obliczenia własne

Stopa zwrotu z subportfela akcyjnego wyniosła 58,0% a z dłużnego 19,1%.

W okresie od 30 września 2011 roku do 30 września 2014 roku średnia stopa zwrotu OFE z subportfela akcyjnego wyniosła 57,95% i była wyższa o 14,55 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG oraz wyższa o 37,03 pkt. proc. od zmiany indeksu WIG30. *Spread* pomiędzy skrajnymi wynikami osiągniętymi na subportfelu akcyjnym przez poszczególne OFE ukształtował się na poziomie 17,88 pkt. proc.

Średnia stopa zwrotu OFE z subportfela papierów dłużnych wyniosła 19,13% i była zdecydowanie niższa (o 8,01 pkt. proc.) niż zmiana indeksu krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Maksymalny *spread* między wynikami osiągniętymi na ww. subportfelu przez poszczególne OFE kształtował się na poziomie 5,79 pkt. proc.

Tabela 3.3. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2011 roku do 30.09.2014 roku

Miara	Stopa zwrotu z subportfela i indeksów	
	instrumenty udziałowe	instrumenty dłużne
Minimum:	51,98%	16,80%
Średnia:	57,95%	19,13%
Mediana	54,86%	18,69%
Maksimum:	69,86%	22,59%
Indeks WIG	43,40%	
Indeks WIG20	14,23%	
Indeks WIG30	20,92%	
Indeks obligacji		27,14%

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, FTSE

Inwestycje w spółki LPP, PZU, PKO BP i PEKAO pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek JSW (sektor surowcowy), GETIN (sektor bankowy), GLOBE TRADE CENTRE (sektor deweloperski) oraz KERNEL (sektor przemysłu spożywczego).

Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2011 roku do 30.09.2014 roku

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
LPP	akcje	4 934
PZU	akcje	4 079
PKO BP	akcje	3 534
PEKAO	akcje	3 239
BANK ZACHODNI WBK	akcje	2 644
MBANK	akcje	2 411
DS1019	obligacje	1 814
ING BANK ŚLĄSKI	akcje	1 798
IDS1018	obligacje	1 717
GETIN NOBLE BANK	akcje	1 565
MOL RT	akcje	-220
ROVESE	akcje	-244
POLIMEX-MOSTOSTAL	akcje	-255
CEDC	akcje	-255
NEW WORLD RESOURCES	akcje	-291
Orange Polska	akcje	-347
KERNEL	akcje	-435
GLOBE TRADE CENTRE	akcje	-476
GETIN	akcje	-545
JSW	akcje	-577

**04.01.2012 miała miejsce korekta kursu Getin Holding o wartość wydzielonych aktywów w związku z przeniesieniem na GET Bank S.A. części majątku GETIN Holding S.A.*
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

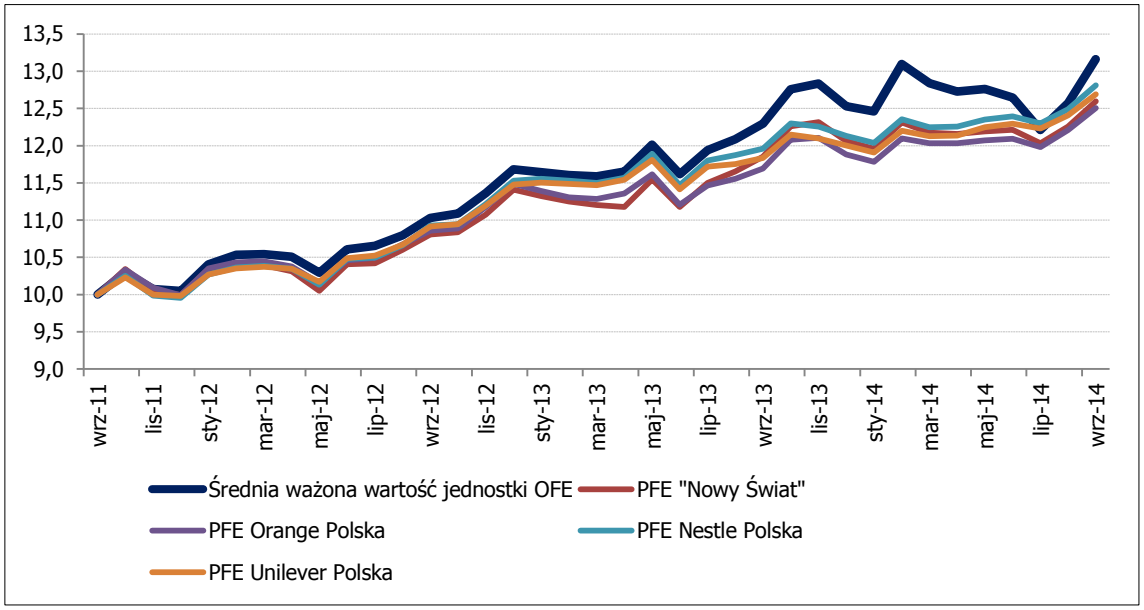
3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie ostatnich 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale 25,0% do 28,1%.

25% (PFE Orange Polska) do 28,1% (PFE NESTLE POLSKA). Wszystkie PFE, w badanym okresie, osiągnęły wyniki gorsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE.

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



Wartość na dzień 30.09.2011 = 10
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

W 2012 roku rozpoczęły działalność dobrowolne fundusze emerytalne.

W 2012 roku rozpoczęły działalność dobrowolne fundusze emerytalne. Do 30 września 2012 roku na rynku działało dziewięć DFE. Okres, w jakim działają DFE jest jeszcze bardzo krótki, a ich aktywa niewielkie, stąd uzyskane i prezentowane stopy zwrotu są wskaźnikiem stosunkowo mało miarodajnym, aby na ich podstawie oceniać długoterminową efektywność inwestycyjną DFE.

Tabela 3.5. Stopy zwrotu DFE od pierwszej wyceny do 30.09.2014 roku

Nazwa DFE	Data pierwszej wyceny	Stopa zwrotu od pierwszej wyceny do 30.09.2014
Allianz DFE*	23.03.2012	23,6%
DFE Pekao	24.10.2012	21,4%
DFE Pocztylion Plus	22.08.2012	6,9%
DFE PZU	19.01.2012	106,2%
Generali DFE	28.12.2012	7,0%
ING DFE	17.07.2012	66,3%
MetLife DFE	31.01.2012	127,8%
Nordea DFE	26.03.2012	89,7%
PKO DFE	16.03.2012	38,9%

**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,
- koniunktura na rynku kapitałowym i finansowym,
- zmiany w poziomie składek emerytalnych przekazywanych do OFE.

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

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[1] spowodowało całkowite odwrócenie proporcji w portfelach OFE.

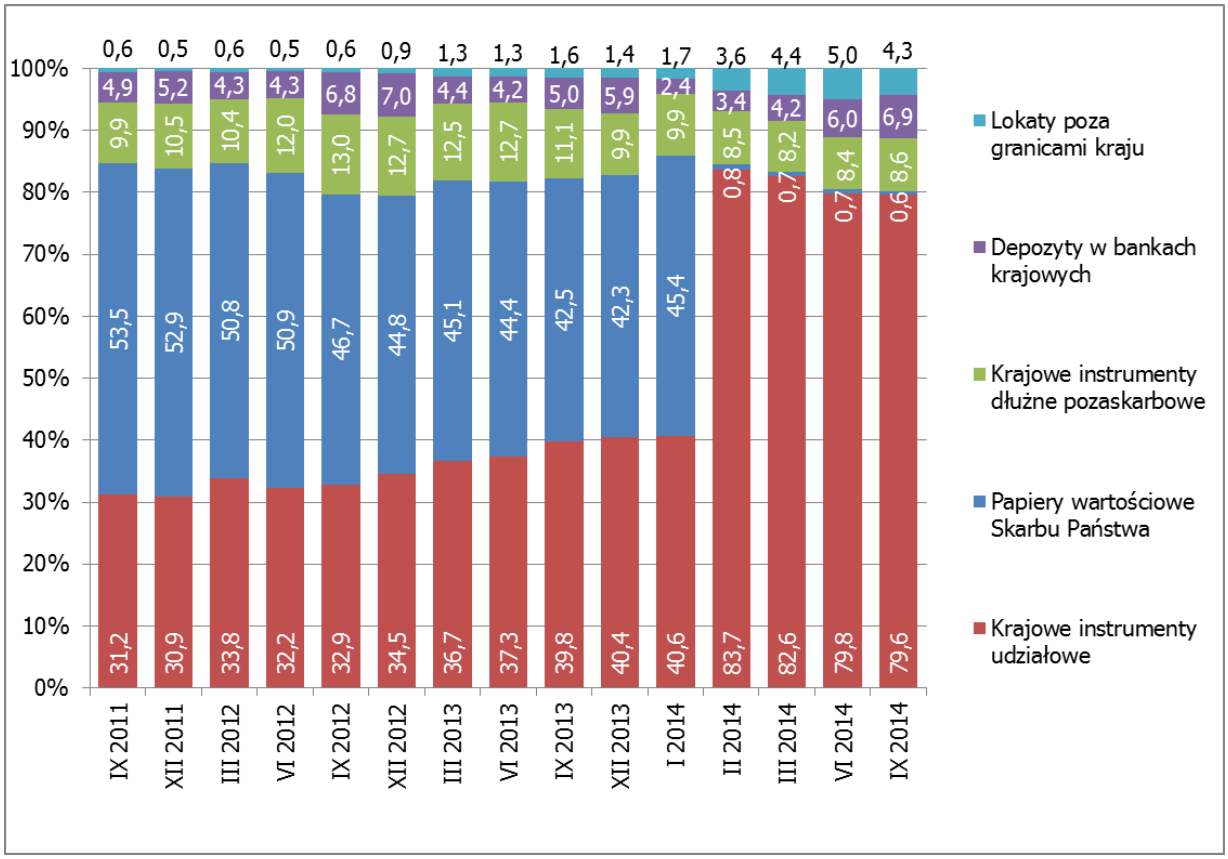
W analizowanym okresie, można wyróżnić kilka charakterystycznych trendów rynkowych, które miały wpływ na kompozycję portfeli inwestycyjnych OFE do momentu przekazania części aktywów do ZUS. Początek analizowanego okresu trzyletniego to okres gwałtownych spadków cen na giełdach papierów wartościowych związanych z kryzysem zadłużenia niektórych państw ze strefy euro oraz następująca po nich faza wysokiej zmienności. II połowa 2012 roku przyniosła poprawę koniunktury i dynamiczne wzrosty cen akcji. I połowa 2013 roku przyniosła kolejną falę spadków, po której nastąpił dynamiczny wzrost notowań cen akcji trwający do listopada 2013 roku. Po tym okresie rynek akcji poruszał się w trendzie horyzontalnym z okresami dużej nerwowości i gwałtownych przecen i wzrostów, związanymi z niespokojną sytuacją międzynarodową, konfliktami na Ukrainie i w Afryce Północnej, niepewnością na rynkach surowcowych, a także sygnałami spowolnienia wzrostu gospodarczego. Jednocześnie utrzymywała się bardzo korzystna koniunktura na rynku polskich obligacji. Obniżanie stóp

[1] OFE w okresie przejściowym mogą posiadać także obligacje Skarbu Państwa i gwarantowane przez Skarb Państwa, jeżeli nie podlegały one przekazaniu do ZUS i były nabyte przed 31 stycznia 2014 roku.

procentowych przez RPP, wzrost cen i spadek rentowności zapewniały inwestorom relatywnie wysokie zyski na tych papierach.

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%.

Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)



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

Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych powyżej zjawisk to zredukowanie części dłużnej portfela z prawie 64% na koniec września 2011 roku do 9,3% na 30 września 2014 roku. Z drugiej strony nastąpiło zwiększenie udziału części akcyjnej z 31% we wrześniu 2011 roku do prawie 84% na koniec analizowanego okresu.

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

Od 3 lutego 2014 roku, w wyniku przekazania części obligacyjnej aktywów OFE do ZUS oraz zakazu lokowania aktywów OFE w ten rodzaj instrumentów, papiery wartościowe Skarbu Państwa stanowiły poniżej 1% wartości całego portfela OFE. We wcześniejszym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych. Do 31 stycznia 2014 roku średni udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE wynosił 47,3%, zaś krajowych instrumentów udziałowych 36%. W 2014 roku nastąpił widoczny wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju. Na koniec września 2014 roku, stanowiły one 4,4% portfela OFE.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2014

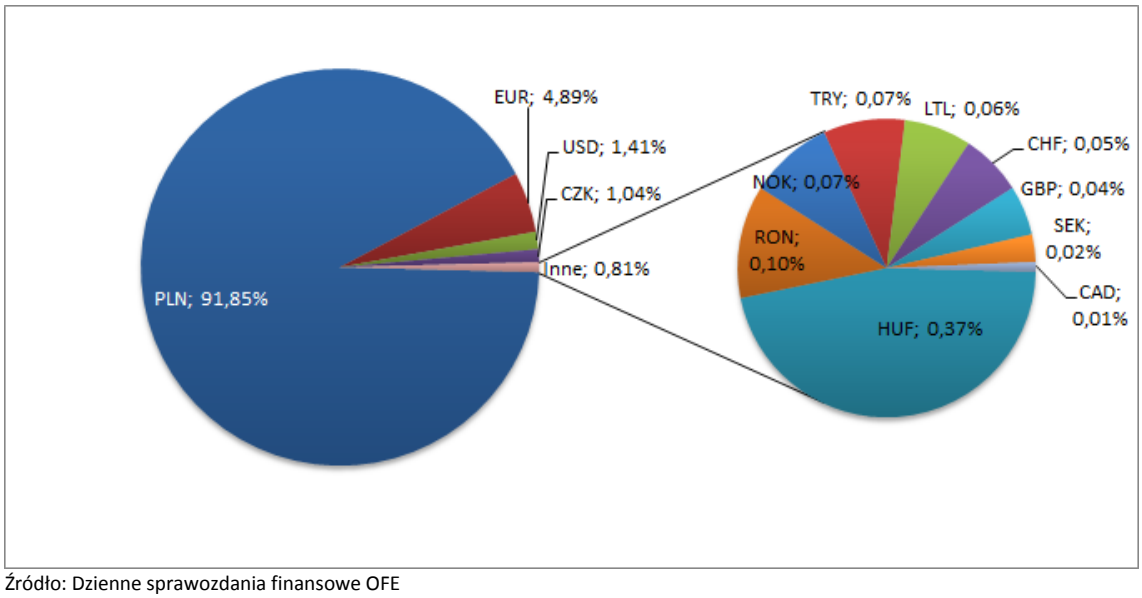
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	124 952,37	79,36%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	10 621,66	6,75%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	6 879,76	4,37%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	6 661,12	4,23%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	1 198,34	0,76%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	962,92	0,61%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	834,63	0,53%
Hipoteczne listy zastawne	759,82	0,48%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	708,00	0,45%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	637,56	0,40%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	592,58	0,38%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	412,17	0,26%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	336,38	0,21%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	240,62	0,15%
Publiczne listy zastawne	231,98	0,15%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	168,25	0,11%
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	166,76	0,11%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	155,08	0,10%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	151,24	0,10%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	148,26	0,09%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	124,81	0,08%
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek niepublicznych	118,78	0,08%
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	88,19	0,06%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu gwarantowane lub poręczone przez SP	80,62	0,05%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	64,30	0,04%
Akcje notowane w innych systemach obrotu na terytorium RP	46,62	0,03%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	38,72	0,02%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	26,82	0,02%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej 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	14,72	0,01%
Zabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, emitowane przez inne podmioty niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	8,68	0,01%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	6,36	0,004%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	4,19	0,003%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	1,02	0,001%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	0,00	0,000%
Suma	**157 443,31**	**100,00%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Prawie 92% lokat OFE jest denominowanych w walucie krajowej.

OFE lokowały prawie 92% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W skali całego rynku aktywa denominowane w walutach obcych stanowiły na koniec września 2014 roku 8,15% wartości portfeli wszystkich OFE. W wyniku zmniejszenia wartości aktywów denominowanych w złotówkach na skutek przekazania obligacji skarbowych do ZUS oraz w związku z większym zainteresowaniem zarządzających zagranicznymi rynkami kapitałowymi nastąpił znaczący wzrost udziału lokat denominowanych w walutach obcych. Od 31 stycznia 2014 roku udział tego rodzaju lokat wzrósł o 4,3 pkt. proc. Na koniec analizowanego okresu wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, dolarach amerykańskich lub czeskiej koronie, w mniejszym stopniu w innych walutach.

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2014

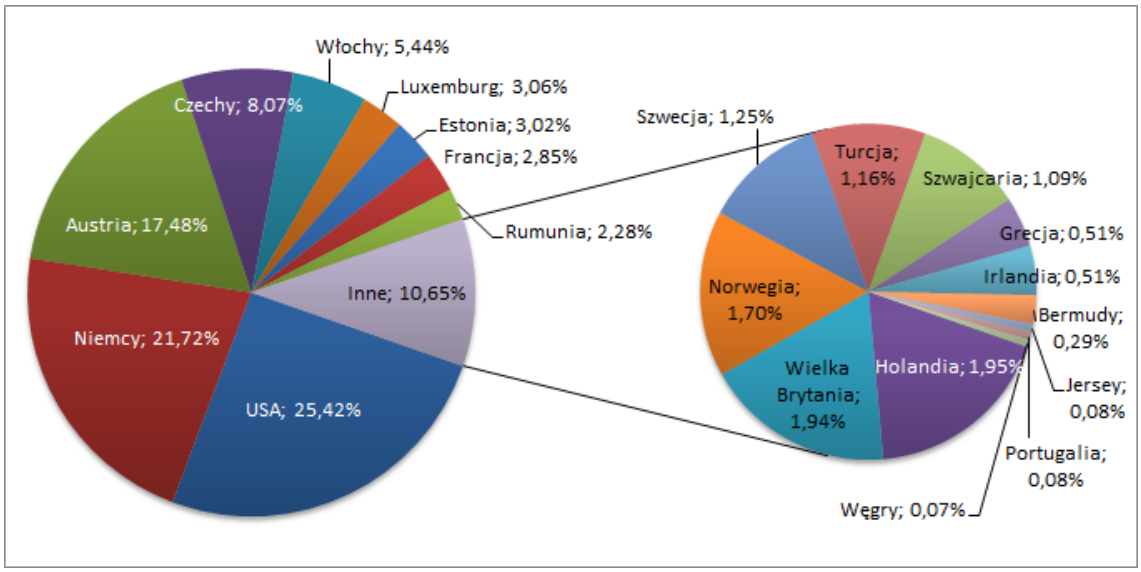


Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 30 września 2014 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości 6,8 mld zł, co stanowiło 4,4% wartości całego portfela. W tej kwocie prawie 98% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 165 instrumentów finansowych (z czego 161 to instrumenty udziałowe) z 21 krajów. Dla porównania na dzień 31 stycznia 2014 roku takie inwestycje stanowiły 1,7% wartości portfela i obejmowały 69 instrumentów z 16 krajów.

Na koniec września 2014 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach z USA (ponad ¼), Niemiec (ponad 20%) oraz Austrii i Czech. OFE lokują środki przede wszystkim w państwach Unii Europejskiej (prawie 72% portfela lokat poza granicami kraju) oraz Ameryki Północnej (ponad 25%) i państwach europejskich spoza UE (przede wszystkim w Turcji). Na koniec analizowanego okresu OFE nie posiadały inwestycji w krajach Azji ani Ameryki Południowej.

Wykres 4.3. Udział inwestycji OFE poza granicami kraju w portfelu wg kraju emisji na 30.09.2014



Źródło: Dzienne 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 będzie obowiązywał do 31 grudnia 2014 roku i w kolejnych latach będzie obniżany.

Ustawodawca przewidział okres na dostosowanie portfeli OFE do nowych limitów inwestycyjnych.

Do dnia 4 lutego 2016 roku OFE mogą posiadać w swoich aktywach skarbowe papiery wartościowe, obligacje na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i bankowe papiery wartościowe emitowane przez BGK, które zostały nabyte przed 4 lutego 2014 roku i nie zostały przekazane do ZUS. Na dzień 30 września 2014 roku lokaty te stanowiły 1,1% wartości aktywów OFE.

Do dnia 4 lutego 2015 roku OFE powinny 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 będą spełniały zmienionych ograniczeń lokacyjnych.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2014

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**	1 002 880 216,11	0,6%	0,0 %
2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom**	-	-	
3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty**	80 624 714,85	0,1%	
4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty**	-	-	

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
5. Depozyty bankowe w walucie polskiej	10 621 655 469,93	6,7%	20,0 %
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	240 616 893,92	0,2%	
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	124 997 456 101,09	78,4%	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	27 842 466,05	0,0%	
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	6 661 115 829,09	4,2%	
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	239 434 769,78	0,2%	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	637 560 148,65	0,4%	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	219 379 975,88	0,1%	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	148 255 765,83	0,1%	20 %
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	124 808 167,19	0,1%	
21. Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	412 168 624,84	0,3%	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	8 684 977,08	0,0%	
22. Inne niż będące przedmiotem krajowej oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, mające siedzibę w kraju, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu	707 996 564,22	0,4%	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	14 717 320,51	0,0%	
25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22	8 179 055 502,63	5,1%	10,0 %
28. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 23 i 24	4 185 383,91	0,0%	

Kategoria ustawowa	Wartość na dzień wyceny (w zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
26. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, inne niż papiery wartościowe w pkt. 15 i 21	166 760 275,10	0,1%	5,0 %
27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23	-	-	
29. Krajowe listy zastawne	991 799 537,62	0,6%	40,0 %
30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym	-	-	10,0 %
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	-	-	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym**	592 575 896,12	0,4%	0,0 %
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK	1 198 340 813,11	0,8%	-
35. Inne krajowe papiery wartościowe	165 397 177,06	0,1%	0,0 %**
Pozostałe składniki bilansowe	**2 128 691 497,68**	**1,3 %**	**-**
Aktywa	**159 339 968 749,33**	**100 %**	**-**

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

Pozostałe limity inwestycyjne nieprzypisane do konkretnych kategorii lokat:

- *10% aktywów w lokaty denominowane w walucie innej niż krajowa do 31.12.2014, 20% do 31.12.2015, 30% od 2016r.*
- *10% aktywów na papiery jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi,*
- *2% aktywów na certyfikaty inwestycyjne emitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty i nie więcej niż 35% emisji*
- *5% aktywów w niepubliczne certyfikaty emitowane przez FIZ i 1 % na lokaty emitowane przez jeden FIZ,*
- *5% aktywów na jednostki uczestnictwa emitowane przez jeden FIO lub SFIO i 15% we wszystkich FIO lub SFIO zarządzanych przez jedno TFI,*
- *5% aktywów na certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez jeden fundusz sekurytyzacyjny,*
- *10% lub 20% tożsamych w prawach emisji akcji, praw poboru, kwitów depozytowych,*
- *20% na instrumenty udziałowe inne niż akcje spółek notowanych na rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji,*

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

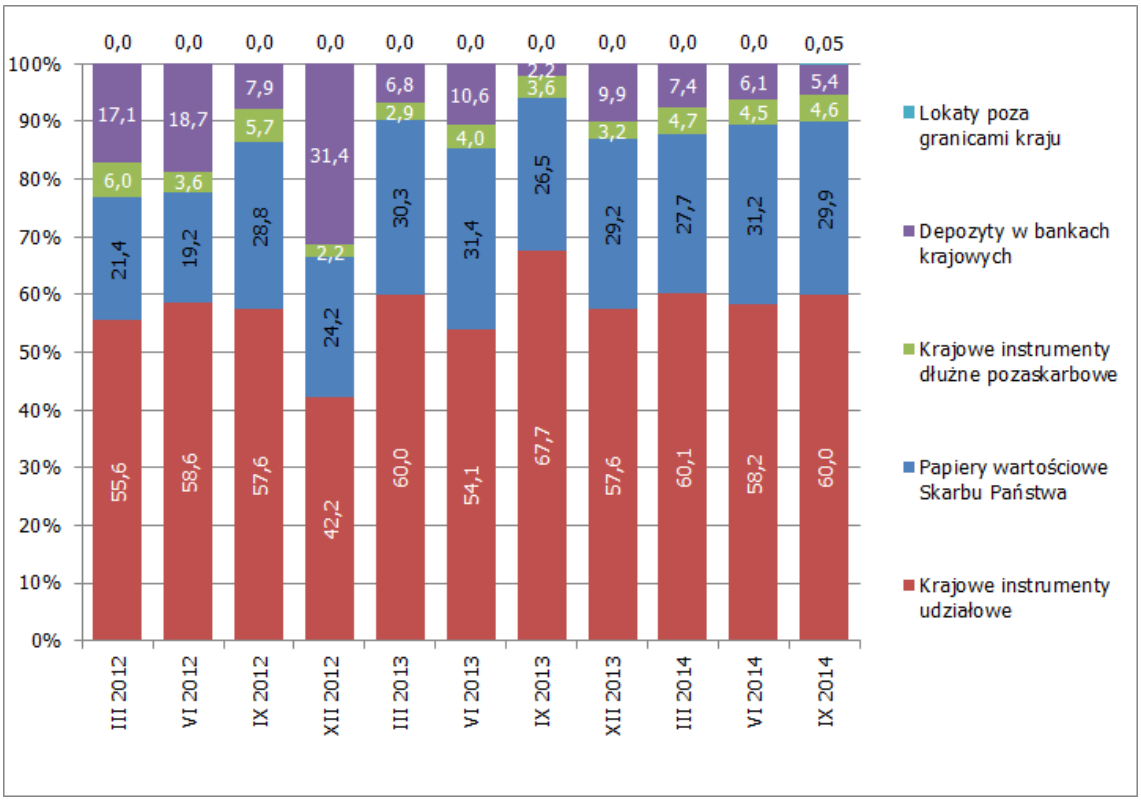
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

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

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

Wykres 4.4. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu DFE (w %)



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec września 2014 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 60% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa prawie 30%. Lokaty poza granicami kraju stanowią poniżej 0,1% wartości portfela. Spośród papierów dłużnych w portfelach DFE dominują obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu (23% wartości portfela), podczas gdy obligacje korporacyjne i samorządowe stanowiły 3,8% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów na koniec września 2014 roku było ulokowane 5,4% portfela DFE.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2014

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	25 360,89	59,838%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	9 706,70	22,902%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	2 395,61	5,652%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	1 844,03	4,351%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	830,78	1,960%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	571,43	1,348%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	455,98	1,076%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	357,08	0,843%
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	345,88	0,816%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym	248,50	0,586%

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP		
Zdematerializowane niezabezpieczone całkowicie obligacje zerokuponowe spółek niepublicznych	154,50	0,365%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	52,50	0,124%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	27,04	0,064%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	20,48	0,048%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	10,11	0,024%
Prawa poboru do akcji będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	1,34	0,003%
SUMA	**42 382,86**	**100,000%**

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

4.1.3 Pracownicze fundusze emerytalne

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

Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2014 roku były obligacje Skarbu Państwa (58,1%) i akcje notowane na GPW (32,4%) oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (7,3%).

Tabela 4.4. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2014 roku

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	906 033,05	51,46 %
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	570 735,97	32,41 %
Jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych	129 114,53	7,33 %
Obligacje skarbowe zerokuponowe	78 184,85	4,44 %
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	38 575,72	2,19 %
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	21 241,53	1,21 %
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczone przez SP	12 128,96	0,69 %
Akcje notowane w innych systemach obrotu na terytorium RP	2 634,22	0,15 %
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	2 043,02	0,12 %
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	110,78	0,01 %
SUMA	**1 760 802,63**	**100,00%**

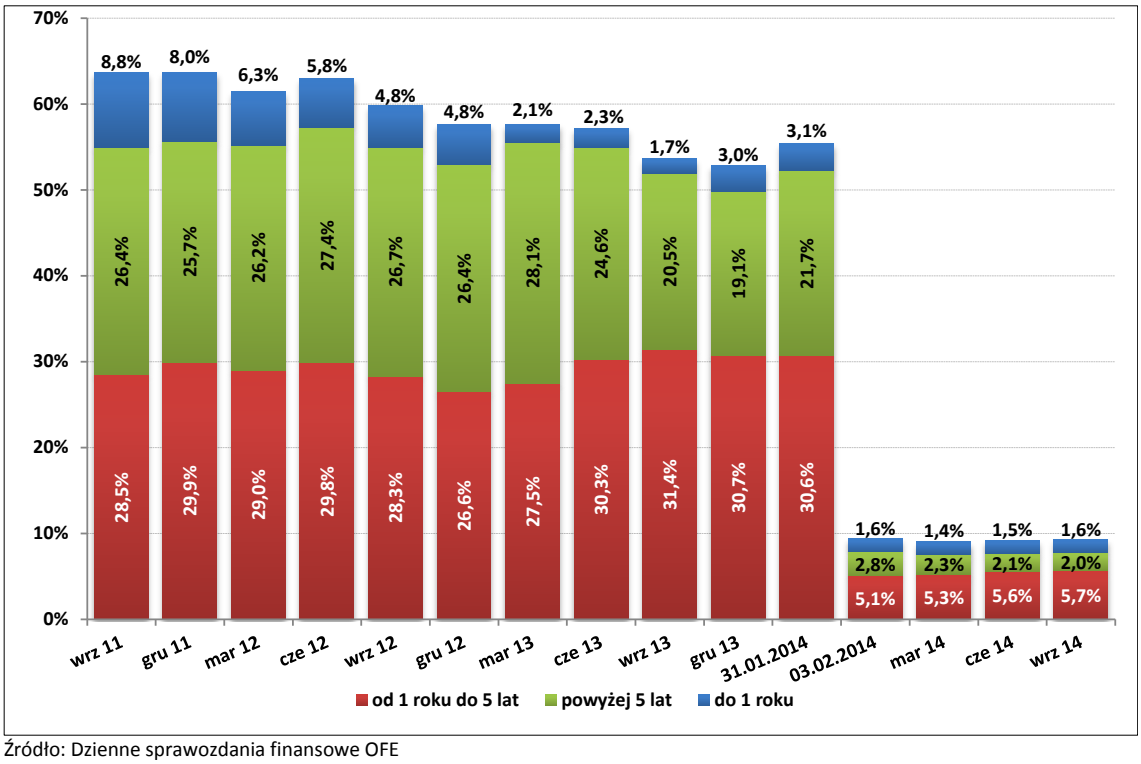
Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

4.2 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

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

W okresie od 30 września 2011 roku do 30 września 2014 roku średnie zaangażowanie OFE w dłużne papiery wartościowe wynosiło 47,9% portfela, kształtując się w przedziale 8,54% - 65%. Od czerwca 2012 roku następował systematyczny spadek udziału portfela dłużnego w portfelu otwartych funduszy emerytalnych. 3 lutego 2014 roku nastąpiło przekazanie ponad połowy aktywów z OFE do ZUS i udział dłużnych instrumentów w portfelach OFE spadł skokowo z 55,4% do 9,4%. Na koniec września 2014 roku portfel dłużny stanowił 9,3% wartości całego portfela OFE.

Wykres 4.5. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

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

Od lutego 2014 roku dominują obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

W okresie wrzesień 2011 – styczeń 2014 inwestycje OFE koncentrowały się przede wszystkim na następujących rodzajach dłużnych papierów wartościowych: denominowanych w złotych, emitowanych przez Skarb Państwa, o stałym oprocentowaniu i o terminie wykupu od 1 roku do 5 lat. Największym zainteresowaniem OFE cieszyły się obligacje o stałym oprocentowaniu. Stanowiły one od 38% do 43% całego portfela funduszy emerytalnych. Mniej miejsca w portfelach OFE zajmowały obligacje o zmiennym oprocentowaniu (od 11 do 16%) oraz obligacje zerokuponowe (od 0,5% do 9%). W ciągu tych 28 miesięcy wyraźnie rosło zaangażowanie w obligacje o zmiennym kuponie względem zaangażowania w obligacje zerokuponowe. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku.

Od lutego 2014 roku struktura portfela dłużnego diametralnie się zmieniła. Dominują w nim obligacje o zmiennym oprocentowaniu stanowiące 6,9% portfela OFE. Wynika to z konstrukcji instrumentów emitowanych przez spółki publiczne i banki, opartych na zmiennym kuponie, które stanowiły główny składnik portfela dłużnego na koniec września 2014.

Tabela 4.5. 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
2011-09-30	41,82 %	11,88 %	8,52 %	1,17 %	0,33 %	**63,72%**
2011-12-31	43,12 %	11,37 %	8,34 %	0,49 %	0,33 %	**63,66%**
2012-03-30	42,45 %	12,64 %	5,53 %	0,49 %	0,34 %	**61,45%**
2012-06-29	42,75 %	15,50 %	4,04 %	0,33 %	0,39 %	**63,01%**
2012-09-28	41,22 %	15,23 %	2,39 %	0,49 %	0,45 %	**59,78%**
2012-12-31	39,01 %	16,05 %	1,87 %	0,30 %	0,43 %	**57,65%**
2013-03-29	40,73 %	15,32 %	0,90 %	0,30 %	0,43 %	**57,67%**
2013-06-28	40,80 %	15,16 %	0,58 %	0,17 %	0,43 %	**57,14%**
2013-09-30	38,25 %	14,51 %	0,47 %	0,02 %	0,40 %	**53,65%**
2013-12-31	38,03 %	13,73 %	0,78 %	0,00 %	0,33 %	**52,87%**
2014-01-31	41,27 %	12,94 %	0,84 %	-	0,33 %	**55,37%**
2014-02-03	1,28 %	7,41 %	0,04 %	-	0,66 %	**9,40%**
2014-03-31	1,08 %	7,26 %	-	-	0,64 %	**8,99%**
2014-06-30	1,53 %	6,88 %	-	-	0,63 %	**9,04%**
2014-09-30	1,58 %	6,88 %	-	-	0,63 %	**9,09%**

Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

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

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

Ze względu na emitenta, do końca stycznia 2014 roku najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE były obligacje skarbowe (SPW). W okresie wrzesień 2011-styczeń 2014 ich udział w portfelach OFE podlegał dość istotnym zmianom. Na koniec września 2011 roku instrumenty te stanowiły 53,5% portfela, w lipcu 2012 roku udział ten spadł poniżej 50% i zmniejszał się do końca 2013 roku. Na koniec stycznia 2014 roku wyniósł 45,4%, co było związane z ustanowieniem dolnego limitu zaangażowania OFE w papiery skarbowe i gwarantowane przez skarb państwa na potrzeby przekazania części aktywów do ZUS.

Tabela 4.6. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta

Data	Skarb Państwa	BGK	Banki krajowe inne niż BGK	EIB	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	FIZ	Emitenci zagr.	RAZEM
2011-09-30	53,46%	6,27%	1,29%	0,05%	1,36%	0,67%	0,01%	0,60%	**63,72 %**
2011-12-31	52,93%	6,71%	1,72%	0,03%	1,36%	0,64%		0,28%	**63,66 %**
2012-03-30	50,84%	6,37%	1,83%	0,03%	1,48%	0,62%		0,27%	**61,45 %**
2012-06-29	50,88%	7,39%	1,83%	0,03%	2,11%	0,61%		0,15%	**63,01 %**
2012-09-28	46,69%	7,33%	2,74%	0,03%	2,28%	0,59%		0,12%	**59,78 %**
2012-12-31	44,84%	7,10%	2,55%	0,03%	2,47%	0,57%		0,11%	**57,65 %**
2013-03-29	45,08%	7,08%	2,29%	0,03%	2,50%	0,59%		0,11%	**57,67 %**
2013-06-28	44,39%	7,25%	2,32%		2,50%	0,55%	0,01%	0,14%	**57,14 %**
2013-09-30	42,47%	6,73%	1,66%		2,14%	0,51%	0,01%	0,13%	**53,65 %**
2013-12-31	42,29%	6,44%	1,79%		1,89%	0,32%	0,01%	0,13%	**52,87 %**
2014-01-31	45,38%	6,49%	1,25%		1,80%	0,32%	0,00%	0,12%	**55,37 %**
2014-02-03	0,81%	1,65%	2,54%		3,49%	0,66%	0,01%	0,25%	**9,40 %**
2014-03-31	0,68%	1,53%	2,43%		3,42%	0,64%	0,01%	0,28%	**8,99 %**
2014-06-30	0,66%	1,20%	3,24%		3,17%	0,65%		0,25%	**9,17 %**
2014-09-30	0,64%	1,14%	3,63%		3,02%	0,64%		0,24%	**9,30 %**

Źródło: Dzienne 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 i energetycznym.

Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie oscylując w przedziale 0,1% – 0,6% wartości portfela, przy czym wartość tych inwestycji systematycznie spadała z 1,3 mld zł we wrześniu 2011 roku do 380 mln zł we

wrześniu 2014. Inwestycje w papiery emitowane przez spółki publiczne i niepubliczne utrzymywały się również na niskim poziomie, ale ich wartość rosła w analizowanym okresie z 3 mld zł do 4,7 mld zł ze względu na uczestnictwo OFE w nowych emisjach. Równocześnie spadła wartość inwestycji w obligacje samorządowe z 1,5 mld zł do 1 mld zł, co wynikało głównie z braku nowych możliwości inwestycyjnych. Najbardziej wzrosło zaangażowanie OFE w papiery dłużne (certyfikaty inwestycyjne i obligacje) emitowane przez banki krajowe z 2,9 mld zł do 5,7 mld zł w okresie wrzesień 2011 – wrzesień 2014.

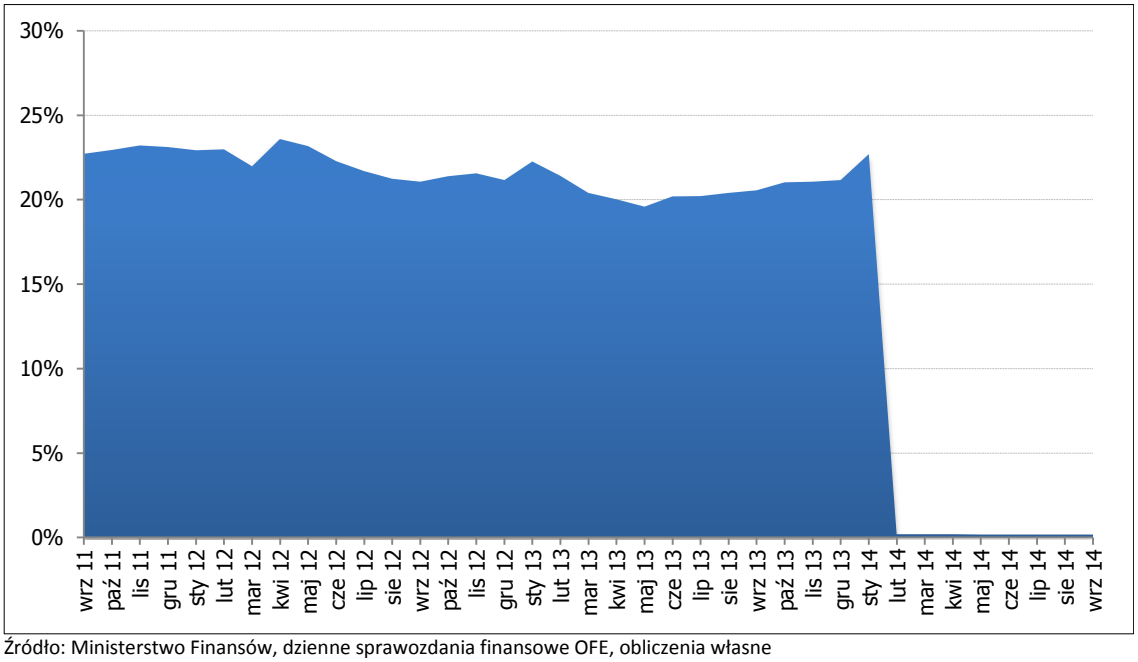
Do stycznia 2014 roku ponad 20% SPW należało do OFE.

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

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

OFE do stycznia 2014 roku odgrywały istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Średni udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP w okresie od września 2011 do stycznia 2014 wynosił 21,7%. W lutym, w związku z przekazaniem obligacji Skarbu Państwa do ZUS wskaźnik ten spadł do poziomu 0,2% i utrzymuje się na tym poziomie. Od 4 lutego 2016 roku, po zakończeniu okresu przejściowego, otwarte fundusze nie będą już posiadały w swoich portfelach skarbowych papierów wartościowych.

Wykres 4.6. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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

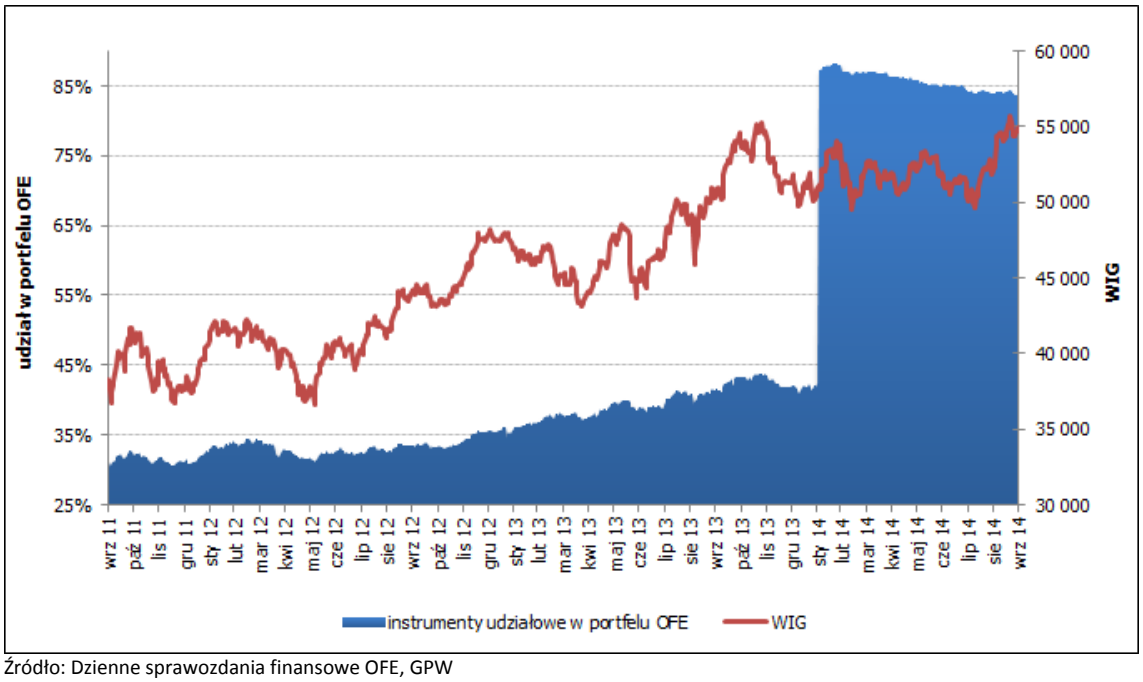
4.3 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2014 roku papiery udziałowe stanowiły 83,8% portfela OFE.

W okresie od 30 września 2011 roku do 30 września 2014 roku średnie zaangażowanie OFE w udziałowe papiery wartościowe wyniosło 47,1% wartości portfela, kształtując się w przedziale 30,4% – 88,2%. Od maja 2012 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 po przekazaniu 51,5% aktywów OFE do ZUS wzrósł skokowo do 87,2%. Na koniec analizowanego okresu udziałowe papiery wartościowe stanowiły 83,8% wartości portfela OFE.

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

Wykres 4.7. Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW

Na koniec września 2014 95% portfela udziałowego OFE stanowiły akcje notowane na rynku polskim.

Zdecydowana większość akcji posiadanych przez OFE (średnio 97,1% w analizowanym okresie) jest notowana na polskim rynku finansowym. Widoczne jest jednak systematyczne zwiększanie się udziału papierów notowanych na regulowanych rynkach zagranicznych. Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w te instrumenty wyniosło 2,9% portfela akcyjnego, kształtując się w przedziale 0,7 % – 6%. Wartość zagranicznego portfela akcyjnego systematycznie rosła w całym analizowanym okresie z 0,5 mld zł we wrześniu 2011 roku do ponad 7 mld zł w połowie 2014 roku. Na koniec września OFE posiadały w swoim subportfelu zagranicznym 161 instrumentów udziałowych z 21 krajów o wartości 6,7 mld zł.

Zjawisko powiększania się udziału instrumentów spoza GPW jest także widoczne w analizie zaangażowania OFE w transakcje zawierane na tym rynku. Do końca 2013 roku transakcje kupna instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, w ujęciu kwartalnym, miały wartość większą niż realizowane przez fundusze transakcje sprzedaży. Fundusze emerytalne, wykorzystując spadek cen do akumulowania papierów w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, per saldo dokupowały akcje na GPW. W

I kwartale 2013 roku saldo transakcji na instrumentach udziałowych było najwyższe w całym 3-letnim okresie i wyniosło ponad 8,5 mld zł. W styczniu 2014 roku OFE jeszcze generowały nadwyżkę kupna nad sprzedażą, ale od lutego 2014 roku wyraźnie widoczne jest odwrócenie tego trendu - OFE stanęły po stronie podażowej, redukując swoje zaangażowanie na GPW w celu przebudowy i dywersyfikacji portfeli.

Tabela 4.7. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych

Rok i kwartał	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w kwartale
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
IV kwartał 2011 r.	1 923,5	-1 558,0	-1 580,4	-1,8%
I kwartał 2012 r.	2 173,6	-2 989,7	-3 108,3	9,8%
II kwartał 2012 r.	1 743,2	-193,2	-441,8	-1,1%
III kwartał 2012 r.	2 077,0	-1 319,6	-1 470,6	7,2%
IV kwartał 2012 r.	2 122,7	-1 384,9	-2 522,8	8,5%
I kwartał 2013 r.	2 438,3	-8 580,9	-8 745,0	-4,9%
II kwartał 2013 r.	2 146,5	-2 315,2	-2 461,7	-0,9%
III kwartał 2013 r.	3 859,1	-1 031,4	-1 112,4	12,4%
IV kwartał 2013 r.	2 224,8	-1 003,7	-2 137,2	2,0%
I kwartał 2014 r., w tym:	3 142,2	15,1	-55,9	2,1%
styczeń 2014 r.	*1 084,5*	*-512,1*	*-586,5*	*-0,9%*
luty-marzec 2014 r.	*2 057,7*	*527,2*	*530,6*	*3,0%*
II kwartał 2014 r.	2 843,5	308,2	45,1	-0,8%
III kwartał 2014 r.	1 487,6	93,6	-119,8	5,7%
SUMA	**28 182,1**	**-19 959,7**	**-23 710,7**	**43,4%**
średnia kwartalna	**2 348,5**	**-1 663,3**	**-1 975,9**	**3,0%**

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

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

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

Tabela 4.8 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)
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2012-02-24	2 515,2	1 396,4
PKO BANK POLSKI S.A.	2012-07-18	3 087,5	1 372,3
	2013-01-24*	856,3	2 602,9
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI S.A.	2013-02-13	214,8	147,9
ZESPÓŁ ELEKTROWNI PĄTNÓW-ADAMÓW-KONIN S.A.	2012-10-29	681,5	348,2
ZAKŁADY AZOTOWE W TARNOWIE-MOŚCICACH S.A. (GRUPA AZOTY S.A.)	2013-04-18	584,0	19,7
ENERGA S.A.	2013-12-11	2 300,2	380,8
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2014-07-02**	121,5	239,5
Razem		**10 402,6**	**6 507,7**

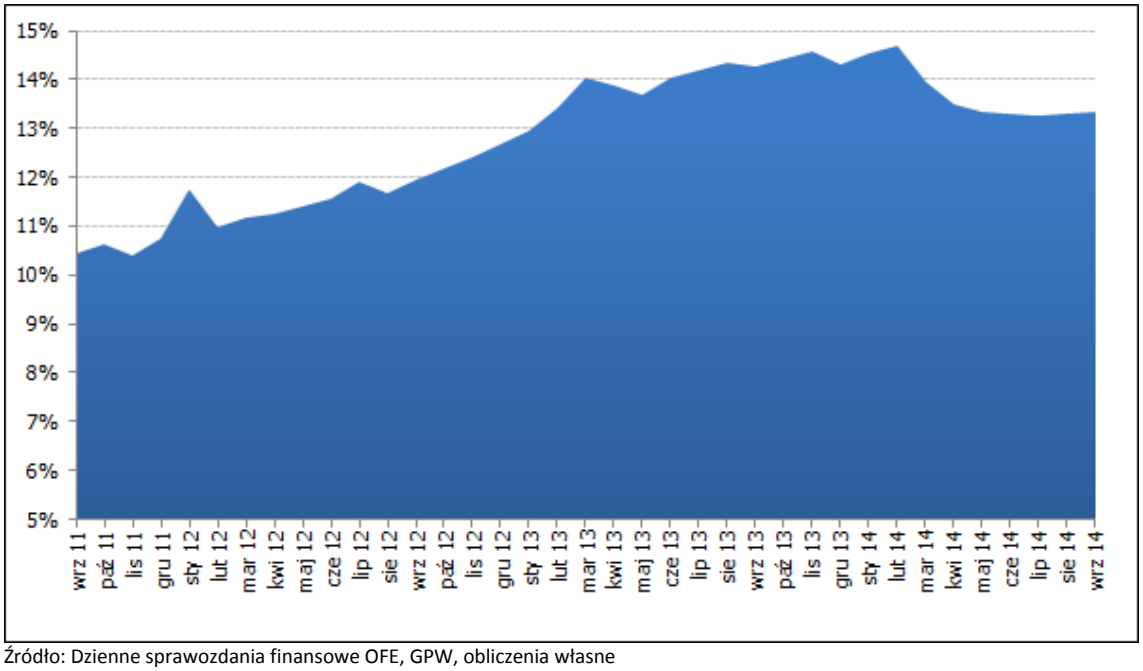
** OFE nabywały również akcje oferowane przez BGK (pula BGK: 4 387,5 mln zł)*

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

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 13,4%, a udział we *free float* 25,2%.

W analizowanym okresie do stycznia 2014 roku wyraźnie widoczny był trend zwiększania udziału OFE w kapitalizacji GPW, ale od lutego 2014 roku trend uległ odwróceniu i udział od tej pory stopniowo się zmniejszał. Na koniec września 2014 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 13,4%, podczas gdy trzy lata wcześniej wynosił 10,5%. Wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wzrosła z 69,1 mld zł do 125,3 mld zł. W tym samym czasie systematycznie rosła wartość zagranicznych papierów udziałowych w portfelach OFE z 0,5 mld zł do 6,7 mld zł. Wyraźnie widoczne jest zwiększanie zaangażowania otwartych funduszy w papiery udziałowe notowane na rynkach zagranicznych, co jest odpowiedzią na zmiany prawne w zakresie polityki inwestycyjnej oraz próbą dywersyfikacji portfela akcyjnego.

Wykres 4.8. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Prawie 62% portfela akcyjnego OFE ulokowane jest w 20 największych spółkach notowanych na GPW.

Na dzień 30 września 2014 roku prawie 62% 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 11,5%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 21% subportfela akcji, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 23%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec września 2014 roku znajdowały się akcje 33 takich spółek.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2014 roku wyniósł 25,2%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł gdzie wynosił 49,5%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 5,7%.

Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2014

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)*	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we *free float* spółek GPW*
<50	147	33	3 407,3	80,4	0,4%	0,1%	2,4%	5,7%
50 - 100	48	24	3 418,9	205,8	0,4%	0,2%	6,0%	13,2%
100 - 500	145	119	35 040,1	5 442,4	3,7%	4,4%	15,5%	35,0%
500 - 1 000	38	32	27 332,9	4 764,6	2,9%	3,8%	17,4%	38,7%
1 000 – 5 000	54	46	115 805,7	26 358,3	12,4%	21,1%	22,8%	49,5%
5 000 – 10 000	11	11	78 808,0	10 938,3	8,4%	8,8%	13,9%	25,8%
>=10 000	20	20	672 067,3	77 162,6	71,8%	61,8%	11,5%	20,9%
Razem	**463**	**285**	**935 880,3**	**124 952,4**	**100,0%**	**100,0%**	**13,4%**	**25,2%**

**nie obejmuje New Connect, dotyczy wszystkich spółek (nie tylko tych, które posiadają w swoich w portfelach OFE)*
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

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

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 30 września 2014 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 18,8% oraz 40,2% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 67,7% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.10. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2014

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we *free float* spółek GPW
<50	140	30	3 219,6	76,7	0,5%	0,1%	2,4%	5,6%
50 - 100	43	22	3 063,9	199,5	0,5%	0,2%	6,5%	14,0%
100 - 500	128	108	30 558,0	4 902,1	4,8%	4,1%	16,0%	34,7%
500 - 1 000	32	28	22 647,8	4 465,9	3,6%	3,7%	19,7%	44,8%
1 000 – 5 000	47	43	104 887,0	24 439,0	16,6%	20,5%	23,3%	51,6%
5 000 – 10 000	8	8	57 606,8	10 780,1	9,1%	9,0%	18,7%	38,4%
>=10 000	15	15	411 452,3	74 326,2	65,0%	62,4%	18,1%	38,4%
Razem	**413**	**254**	**633 435,3**	**119 189,4**	**100,0%**	**100,0%**	**18,8%**	**40,2%**

**nie obejmuje New Connect, dotyczy wszystkich spółek (nie tylko tych, które posiadają w swoich w portfelach OFE)*
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

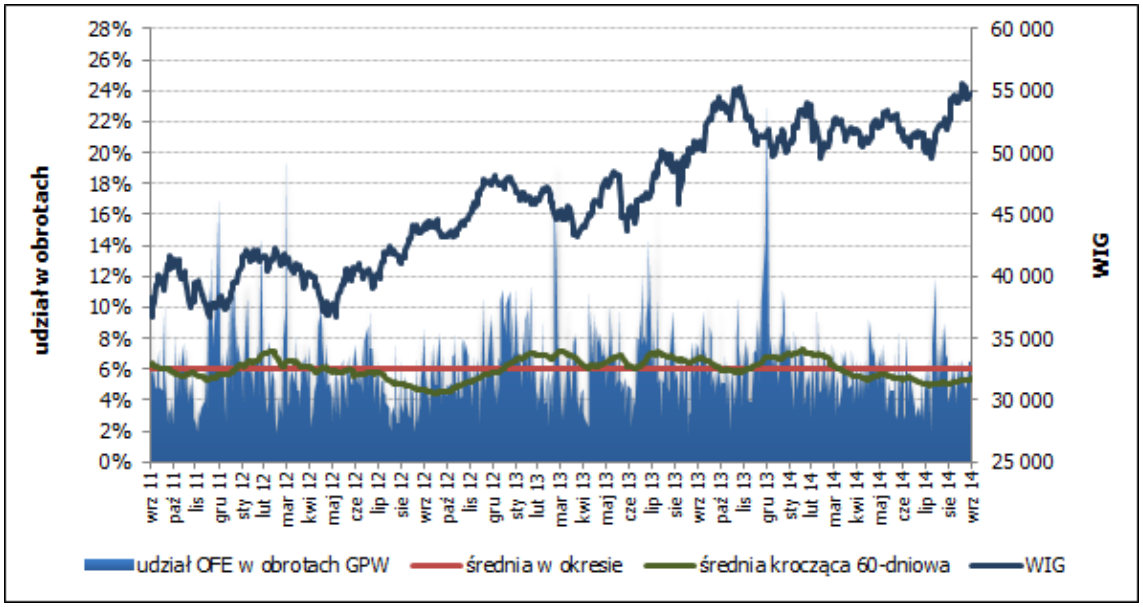
Akcje spółek z WIG20 stanowiły średnio 58% portfela akcyjnego OFE.

W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Na koniec września 2014 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 73,3 mld zł (wzrost w okresie 3 lat o 30,7 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w całym analizowanym okresie stanowiły średnio 58% subportfela udziałowego OFE wahając się w przedziale od 52,7% do 62,7%.

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie około 6%. Średnia krocząca udziału OFE w obrotach GPW z 60 kolejnych sesji fluktuowała w przedziale 4,4% – 7,2%.

Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 6%.

Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE, GPW, 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 papierach wartościowych nabywanych 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.

Na koniec września 2014 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 10,86 mld zł, co stanowiło 6,9% wartości portfela. Prawie 98% stanowiły depozyty w PLN. Największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A., w którym fundusze ulokowały 31,5% wartości tych lokat.

Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2014 (w zł)

Nazwa banku	Wartość depozytów	Udział depozytów w portfelu	Udział banku w portfelu depozytów
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	3 422 854 708,52	2,17%	31,51%
PKO BANK POLSKI S.A.	1 884 603 453,50	1,20%	17,35%
MBANK S.A.	1 796 901 820,06	1,14%	16,54%
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	1 627 380 985,07	1,03%	14,98%
BANK MILLENNIUM S.A.	1 323 400 000,00	0,84%	12,18%
BNP PARIBAS BANK POLSKA S.A.	380 000 000,00	0,24%	3,50%
DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	242 967 378,68	0,15%	2,24%
RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	180 000 000,00	0,11%	1,66%
ING BANK ŚLĄSKI S.A.	4 164 018,02	0,00%	0,04%
SUMA	**10 862 272 363,85**	**6,90%**	**100,00%**

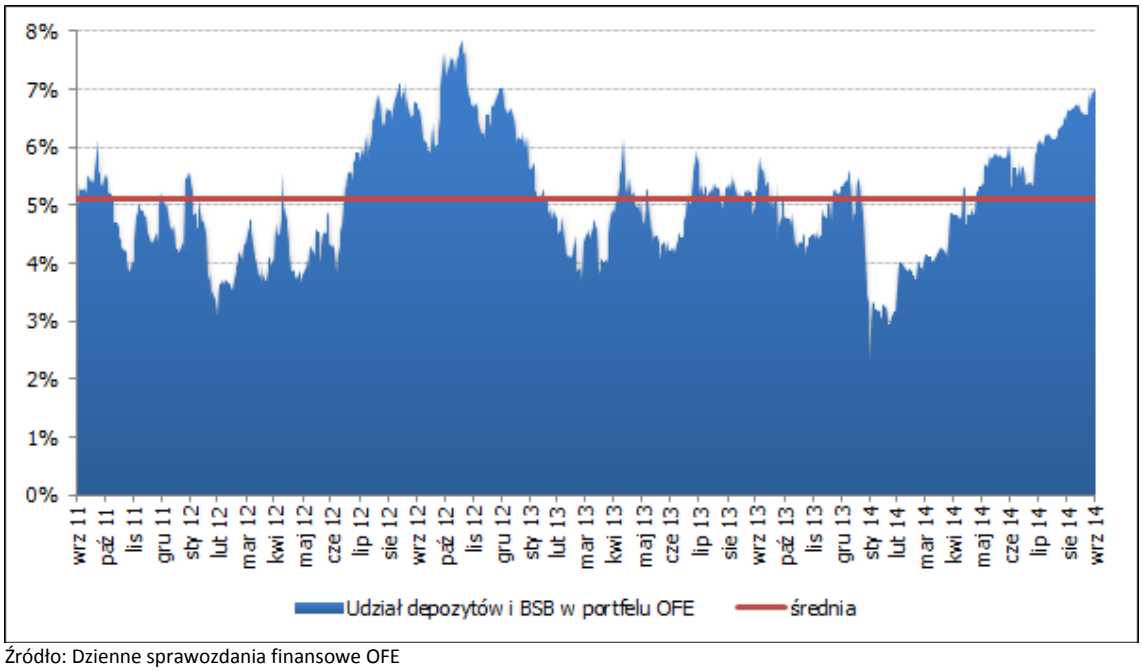
Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie średni udział tego typu instrumentów w zagregowanym portfelu OFE kształtował się na poziomie 5,1% przy wartościach w przedziale 2,3% – 7,9%. Najwyższy udział

Średni udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 5,1%.

depozytów i BSB obserwowany był w okresie od lipca 2012 do stycznia 2013 roku. Ponadto od grudnia 2013 roku widoczny jest systematyczny wzrost wartości depozytów w portfelach OFE, 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 kwota wypłaty z tego tytułu wyniosła 3,3 mld zł.

Wykres 4.10. Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE



Źródło: Dzienne sprawozdania finansowe OFE

Konkluzje

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

Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec września 2014 r. ponad 13%, a udział we *free float* 25%. 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:

- ograniczenie korzystnego dla OFE salda przepływów z ZUS z powodu uruchomienia tzw. suwaka bezpieczeństwa, oraz ograniczenie składek kierowanych do OFE poprzez domyślne pozostawianie nowych składek ubezpieczonych w ZUS w przypadku osób, które nie zadeklarują przekazywania tychże składek do OFE;
- likwidacja tzw. benchmarku wewnętrznego z mechanizmem pokrywania niedoboru w OFE przez PTE połączona ze swobodą lokowania aktywów poza granicami kraju pozwala na większą dywersyfikację portfeli inwestycyjnych OFE w oparciu o instrumenty notowane poza granicami kraju;
- sukcesywne przebudowywanie portfeli OFE w kierunku bardziej zrównoważonym w oparciu o dłużne instrumenty finansowe i przy równoczesnym ograniczeniu zaangażowania w akcje.

Minimalny limit zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe na poziomie 75% będzie obowiązywał do końca roku 2014, a następnie do końca 2017 roku będzie ulegał stopniowemu obniżaniu. W kolejnych latach alokacja aktywów OFE będzie zależała od dostępności i atrakcyjności instrumentów finansowych innych niż akcje. Niski poziom wykorzystania obecnie obowiązujących limitów inwestycyjnych (z wyłączeniem akcji) wskazuje na to, że istnieje pole do kreowania podaży tego rodzaju instrumentów, jako potencjalnego przedmiotu lokat OFE.

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce 6
Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce 7
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro 7
Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP 8
Wykres 1.5. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł) 9
Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN 9
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN 10
Wykres 1.8. Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.) 10
Wykres 1.9. Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach) 11
Wykres 1.10. Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.) 12
Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW 13
Wykres 1.11. Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.) 14
Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR 14
Wykres 1.13. Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.) 15
Tabela 2.1. Liczba członków OFE* w latach 2011 - 2014 16
Tabela 2.2. Liczba członków PFE 18
Tabela 2.3. Liczba członków DFE 18
Wykres 2.2. Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mln zł) 19
Wykres 2.3. Składki przekazane do OFE od 1.10.2011 do 30.09.2014 (mld zł) 19
Wykres 2.4. Wartość aktywów netto OFE (mld zł) 20
Tabela 2.4. Aktywa netto OFE (zł) 21
Wykres 2.5. Dekompozycja zmiany WAN od 30.09.2011 do 30.09.2014 (mld zł) 21
Wykres 2.6. Dekompozycja zmiany WAN od 31.05.1999 do 30.09.2014 roku (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. Rachunek premiowy za półroczne okresy przypadające od 30.09.2011 do 30.09.2014 (w zł) 26
Wykres 3.2. Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle inflacji w Polsce 27
Diagram 3.1. Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2014 28
Tabela 3.3. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych z części akcyjnej i dłużnej portfela inwestycyjnego w okresie od 30.09.2011 roku do 30.09.2014 roku 29
Tabela 3.4. Papiery wartościowe, na których sektor OFE zrealizował największe zyski i straty w okresie od 30.09.2011 roku do 30.09.2014 roku 29
Wykres 3.3. Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.) 30
Tabela 3.5. Stopy zwrotu DFE od pierwszej wyceny do 30.09.2014 roku 30
Wykres 4.1. Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %) 32
Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2014 33

Wykres 4.2. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2014 34
Wykres 4.3. Udział inwestycji OFE poza granicami kraju w portfelu wg kraju emisji na 30.09.2014 35
Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2014 35
Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2014 38
Tabela 4.4. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2014 roku 39
Wykres 4.5. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu 40
Tabela 4.5. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru 41
Tabela 4.6. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta 41
Wykres 4.6. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa 42
Wykres 4.7. Papiery udziałowe w portfelu OFE na tle indeksu WIG 43
Tabela 4.7. Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych 44
Tabela 4.8 Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa 44
Wykres 4.8. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW 45
Tabela 4.9. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2014 46
Tabela 4.10. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2014 46
Wykres 4.9. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie 47
Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2014 (w zł) 47
Wykres 4.10. Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE 48

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