



INFORMACJA O DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ

FUNDUSZY EMERYTALNYCH W OKRESIE

30.09.2013 – 30.09.2016

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

Spis treści

SYNTEZA.....	5
1 SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM	8
1.1 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	8
1.2 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH.....	10
1.3 KRAJOWY RYNEK INSTRUMENTÓW UDZIAŁOWYCH	13
1.4 RYNKI ZAGRANICZNE.....	15
2 CZŁONKOWIE FUNDUSZY EMERYTALNYCH, SKŁADKI I AKTYWA	17
2.1 CZŁONKOWIE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	17
2.2 CZŁONKOWIE PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	19
2.3 CZŁONKOWIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	20
2.4 SKŁADKI PRZEKAZANE DO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	20
2.5 AKTYWA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	22
2.6 AKTYWA PRACOWNICZYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	26
2.7 AKTYWA DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH.....	26
3 WYNIKI INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE.....	27
3.1 OTWARTE FUNDUSZE EMERYTALNE	27
3.2 PRACOWNICZE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	32
3.3 DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE.....	33
4 PORTFEL INWESTYCYJNY FUNDUSZY EMERYTALNYCH	34
4.1 STRUKTURA LOKAT FUNDUSZY EMERYTALNYCH	34
4.1.1 <i>Otwarte fundusze emerytalne.....</i>	<i>34</i>
4.1.2 <i>Dobrowolne fundusze emerytalne</i>	<i>41</i>
4.1.4 <i>Pracownicze fundusze emerytalne</i>	<i>43</i>
4.2 PAPIERY UDZIAŁOWE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH ..	44
4.3 PAPIERY DŁUŻNE W PORTFELACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	48
4.4 POZOSTAŁE INWESTYCJE OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH	51

Synteza

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

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

- do ZUS została przekazana część aktywów OFE o wartości 153,2 mld zł, co stanowiło 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE;
- zlikwidowany został mechanizm ustalania minimalnej wymaganej stopy zwrotu OFE oraz niedoboru w OFE, pokrywanego ze środków własnych PTE;
- 15,7% członków OFE złożyło w ZUS oświadczenia o dalszym przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE, wynoszącej po zmianie przepisów 2,92% podstawy wymiaru składki, składki pozostałych członków OFE nie są już przekazywane do OFE;
- składki emerytalne osób, które wchodzi na rynek pracy i nie zawarły umowy z OFE, automatycznie i w całości pozostają w ZUS – zniesiony został mechanizm nabywania członkostwa w OFE w drodze losowania;
- z 3,5% do 1,75% zmniejszona została maksymalna wysokość opłaty, jaką PTE może pobrać od składki kierowanej do OFE;
- wprowadzony został mechanizm stopniowego przekazywania środków zgromadzonych przez członka w OFE do ZUS w okresie 10 lat przed uzyskaniem przez ubezpieczonego wieku emerytalnego, co łącznie z wyżej wymienionymi zmianami powoduje, że w najbliższych latach saldo przepływów środków pieniężnych między OFE i ZUS będzie ujemne dla OFE;
- istotnej zmianie uległy przepisy regulujące prowadzenie polityki inwestycyjnej przez OFE:
 - ♦ zniesiono 5% limit maksymalnego zaangażowania aktywów OFE w lokaty poza granicami kraju i ustanowiono zamiast niego limit maksymalnego zaangażowania aktywów OFE w lokaty denominowane w walutach obcych: w 2014 r. 10%, w 2015 r. 20%, a od 2016 r. 30%,
 - ♦ wprowadzono obowiązek utrzymywania w 2014 r. co najmniej 75% aktywów OFE w akcjach, w latach 2015-2017 odpowiednio 55%, 35%, 15%, a od 2018 r. ograniczenie to zostaje zniesione,
 - ♦ z 5% do 10% zwiększony został limit zaangażowania w papiery wartościowe jednego emitenta lub grupy emitentów będących podmiotami związanymi,
 - ♦ wprowadzono zakaz inwestycji w instrumenty skarbowe (krajowe i zagraniczne) oraz przekazano 51,5% aktywów OFE do ZUS (głównie instrumenty skarbowe), co razem z likwidacją mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu spowodowało zwiększenie zmienności wyników inwestycyjnych OFE, a tym samym i ryzyka leżącego po stronie członków OFE, przy równoczesnym zmniejszeniu odpowiedzialności PTE za te wyniki;

- zlikwidowano część dodatkową Funduszu Gwarancyjnego wchodzącego w skład aktywów OFE, zwiększając część zarządzaną przez KDPW – spowodowało to wzrost ryzyka PTE związanego z koniecznością dopłaty do Funduszu Gwarancyjnego w sytuacji osiągnięcia przez Fundusz Gwarancyjny niższych wyników inwestycyjnych od osiąganych przez OFE w tym samym okresie.

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.

Zapowiadane kolejne zmiany w systemie emerytalnym zakładają przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne, zmianę charakteru środków zarządzanych przez OFE oraz przekazanie ich istotnej części na Fundusz Rezerwy Demograficznej.

Najważniejsze informacje z raportu:

Na koniec września 2016 roku do 12 OFE należało blisko 16,5 mln członków, a ich aktywa netto wyniosły 142,8 mld zł. W tym czasie do 3 pracowniczych funduszy emerytalnych należało 40,3 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 1,8 mld zł. Do 8 dobrowolnych funduszy emerytalnych należało 87,5 tys. członków, a ich aktywa wyniosły 144,1 mln zł.

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku oraz 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku członkowie OFE mieli czas na złożenie oświadczenia dotyczącego przekazywania części (2,92% podstawy) ich składki emerytalnej do OFE. Według danych ZUS, oświadczenia takie złożyło blisko 2,6 mln osób, czyli około 15,7% członków OFE. W ciągu ostatnich trzech lat do OFE trafiło 16,3 mld zł składek. W związku ze spadkiem liczby osób wnoszących składki i obniżeniem wysokości składki wyraźnie spadło tempo napływu nowych środków do OFE.

Trzyletnie stopy zwrotu otwartych funduszy mieściły się w przedziale od -4,8% do 3,3%. W tym czasie pracownicze fundusze emerytalne wypracowały nominalne stopy zwrotu z przedziału od 4,2% do 8,7%.

W wyniku systemowych zmian prawnych zmieniony został profil ryzyka inwestycyjnego OFE, które stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Ustawowy zakaz inwestowania w skarbowe instrumenty dłużne i zwiększenie dostępności instrumentów notowanych na zagranicznych rynkach finansowych bez określenia bezpiecznego benchmarku postawił zarządzających portfelami w zupełnie nowej sytuacji. Prowadzenie działalności w zmienionym otoczeniu prawnym i rynkowym wymaga większej aktywności, ale też zwrócenia szczególnej uwagi na aspekt zarządzania ryzykiem rynkowym i operacyjnym. Z drugiej strony, ze względu na poziom zaangażowania OFE na GPW, nie mają one możliwości przebudowania swoich portfeli bez wpływu na poziom cen akcji.

Przed przekazaniem aktywów z OFE do ZUS w lutym 2014 roku, inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych oraz akcjach notowanych na GPW, których udział w portfelu wynosił po około 40%. Po przekazaniu aktywów do ZUS udział papierów Skarbu Państwa w portfelach OFE spadł poniżej 1%, a od lutego 2016 roku OFE nie posiadają już takich instrumentów w swoich portfelach. Na koniec września 2016 r. udział krajowych instrumentów udziałowych w portfelu OFE wyniósł 75%, część dłużna stanowiła 10%, zaś inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe 7%.

OFE utrzymywały silną pozycję wśród uczestników GPW. Udział OFE w kapitalizacji GPW (spółki krajowe i zagraniczne) wynosił na koniec września 2016 r. 11%, a udział we free float 18%. Dla spółek krajowych udział OFE w kapitalizacji GPW wynosił 20%, a udział we free float 41%.

Od 2014 roku otwarte fundusze stanęły po stronie podaży na GPW, przy jednoczesnym zwiększaniu inwestycji poza granicami kraju. Wyraźnie również spadł średni dzienny udział OFE w obrotach GPW.

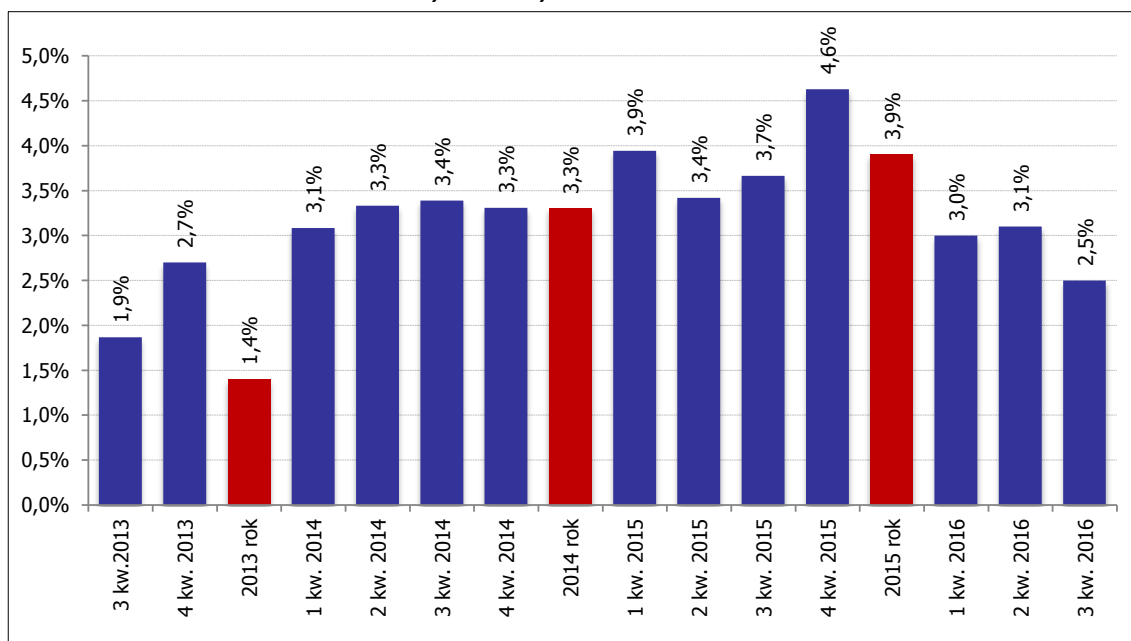
W portfelach DFE najważniejszymi pozycjami były akcje notowane na GPW (51%) oraz papiery wartościowe Skarbu Państwa (36%). W przypadku portfela pracowniczych funduszy emerytalnych podstawę stanowiły obligacje Skarbu Państwa (63%) i akcje notowane na GPW (29%).

1 Sytuacja na rynku finansowym

1.1 Otoczenie makroekonomiczne

Pomimo kolejnych fal kryzysu finansowego, gospodarka polska znajdowała się cały czas na ścieżce umiarkowanego rozwoju, którego dynamika jednak malała po 2008 roku. 2013 był najsłabszym pokryzysowym rokiem, z bardzo niewielką dynamiką wzrostu w pierwszych dwóch kwartałach i średniorocznym wzrostem na poziomie 1,6%. Począwszy od I kwartału 2014, obserwujemy powrót na stabilną ścieżkę umiarkowanego wzrostu, na poziomie około 3,5%, co znajduje odzwierciedlenie również w innych wskaźnikach makroekonomicznych. Rok 2015 był bardzo podobny do dynamiki PKB odnotowanej w roku 2014, natomiast pierwszy kwartał 2016 przyniósł pewne oznaki spowolnienia ze wzrostem 2,5%, potwierdzone słabszymi danymi za trzeci kwartał.

Wykres 1.1. Dynamika PKB w Polsce



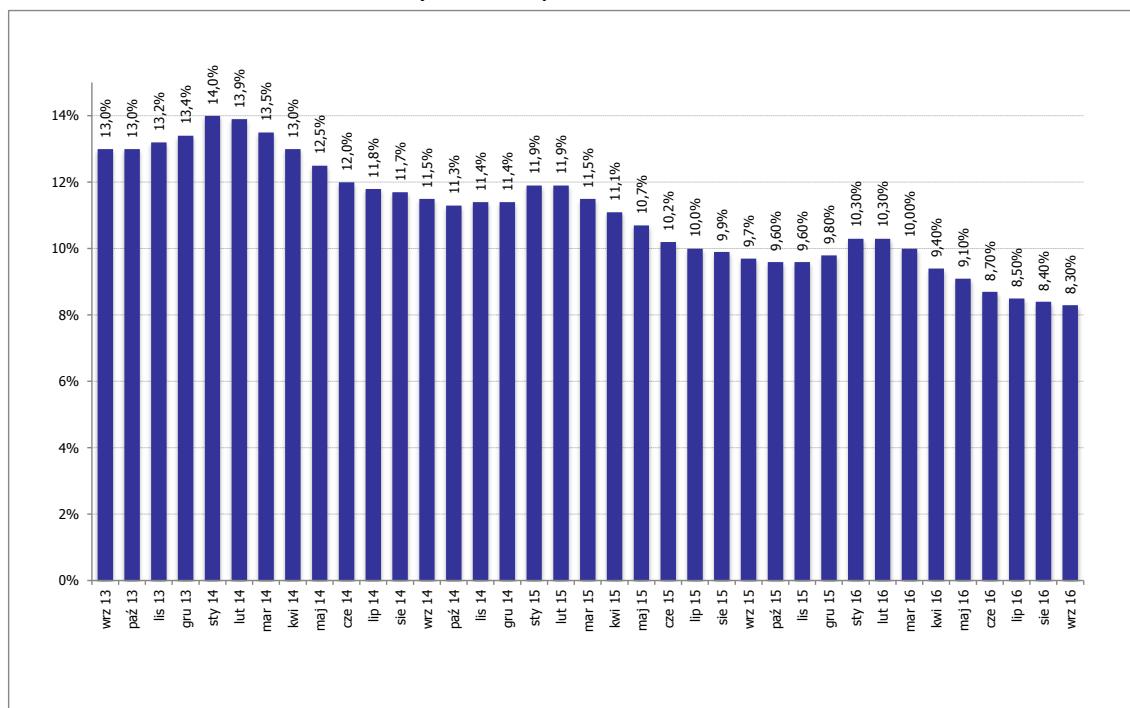
W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (ceny stałe)

Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Stopa bezrobocia we wrześniu 2016 spadła, do 8,3%, czyli najniższego poziomu od 1991 roku.

W analizowanym okresie obserwowano stabilny trend spadkowy stopy bezrobocia, przy typowych dla polskiego rynku wahaniami sezonowych. Najwyższy poziom tego wskaźnika w analizowanym okresie odnotowano w styczniu 2014 roku, kiedy to wynosił 14%. Stabilny wzrost gospodarczy, od początku 2014 roku, przekładał się na systematyczny spadek stopy bezrobocia, która na koniec września 2016 wynosiła 8,3%, co jest najniższym poziomem od ćwierćwiecza. Pomimo lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2016, obserwujemy najwyższy wskaźnik zatrudnienia od czasu szokowej transformacji ustrojowej przeprowadzonej na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku.

Wykres 1.2. Stopa bezrobocia w Polsce

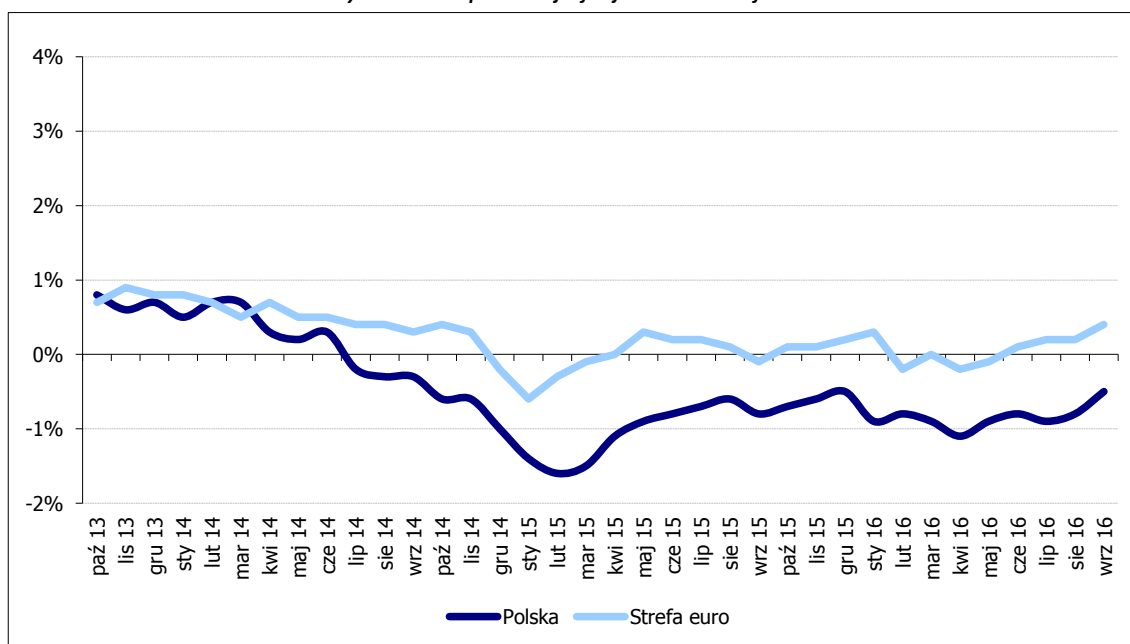


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Roczne wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce (pot. inflacja) kształtowały się w poszczególnych miesiącach w przedziale od (–1,6%) do 0,8%, zatem cały czas pozostawały istotnie poniżej poziomu ciągłego celu inflacyjnego określonego przez RPP (tj. 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt proc.). Zarówno w Polsce, jak i w strefie euro ostry spadek inflacji związany był ze spowolnieniem gospodarczym po roku 2012. W analizowanym okresie inflacja w Polsce była, z kilkoma wyjątkami, niższa niż w strefie euro. W roku 2014 po raz pierwszy od transformacji ustrojowej w 1989 roku pojawia się w Polsce deflacja, która utrzymywała się do końca analizowanego okresu. Ostatni rok analizowanego okresu w strefie euro to inflacja blisko oscylująca wokół zera.

W ostatnich dwóch i pół roku analizowanego okresu inflacja w Polsce była niższa niż w strefie euro.

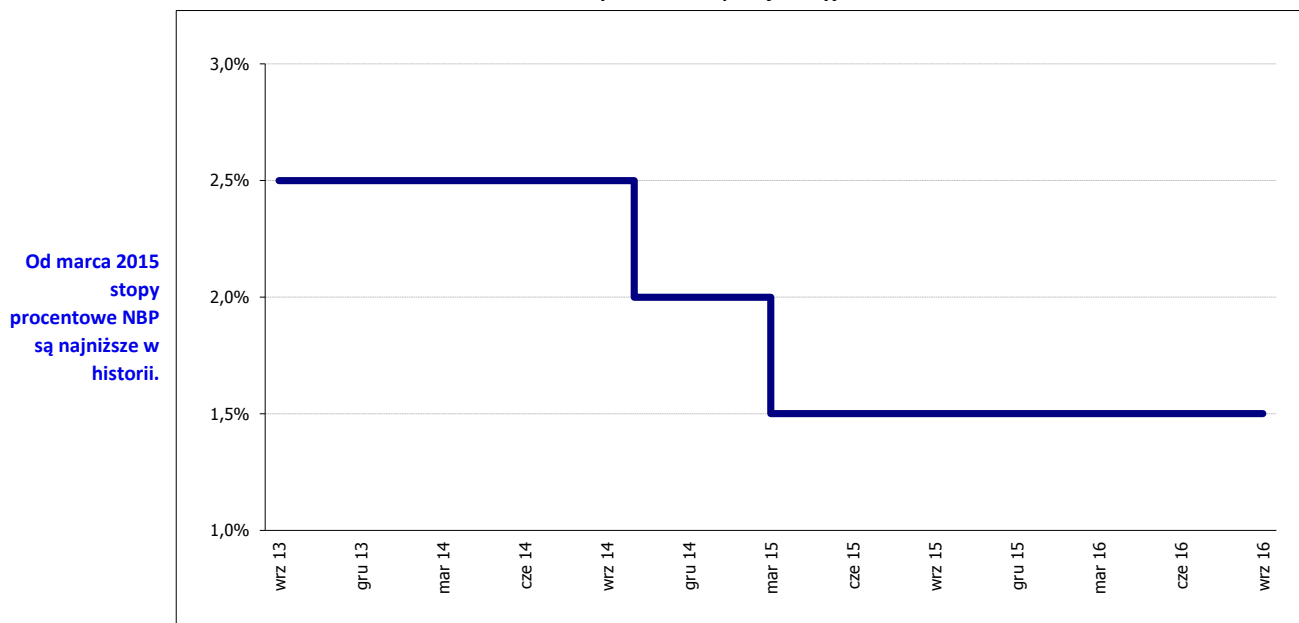
Wykres 1.3. Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro



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

Od października 2013, do września 2016 Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych, każdorazowo o 50 punktów bazowych. Na koniec września 2016 stopa referencyjna wynosiła 1,50% i była najniższa w historii, wciąż jednak pozostając powyżej rekordowo niskich, czasami nawet ujemnych stóp strefy euro. Półtora roku od marca 2015 to również najdłuższy okres w historii bez zmiany stopy referencyjnej.

Wykres 1.4. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

1.2 Krajowy rynek instrumentów dłużnych

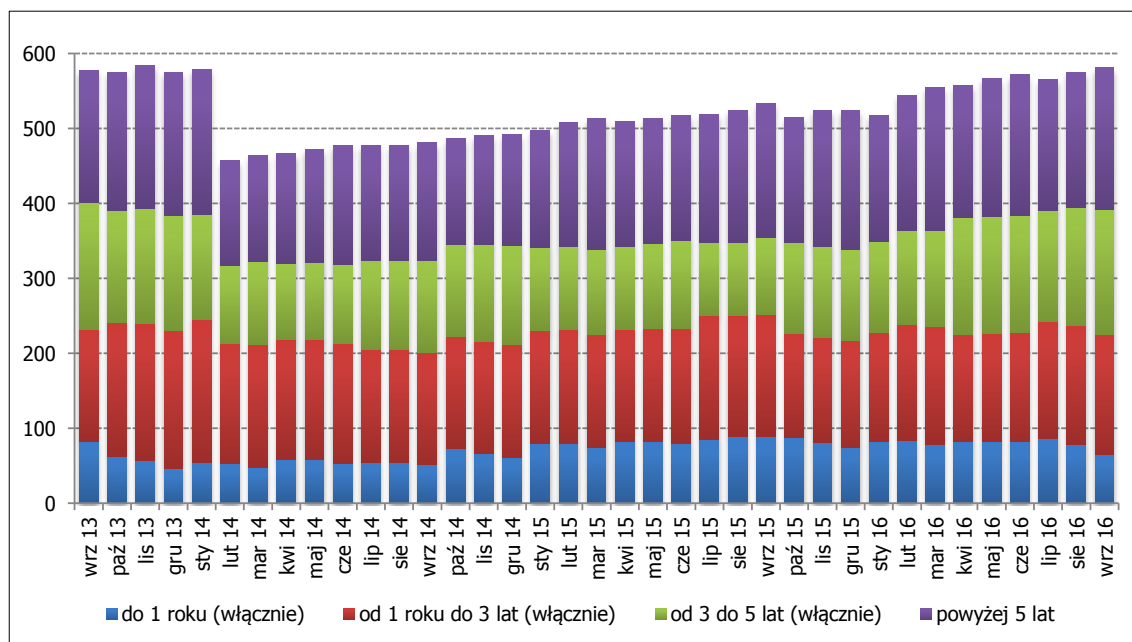
Poziom
zadłużenia
Skarbu Państwa
wynosił
903 mld zł.

Na koniec września 2016 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło 902,7 mld zł, co oznacza, że w ciągu trzech lat wzrosło o 6,5%. W strukturze zadłużenia dominował dług krajowy (603 mld zł), stanowiący na koniec września 2016 roku 67% całkowitego zadłużenia SP.

Relatywnie niewielki wzrost zadłużenia jest wynikiem tego, że zadłużenie Skarbu Państwa spadło skokowo w lutym 2014 na skutek umorzenia obligacji skarbowych z portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych (stanowiących 51,5% środków zgromadzonych w OFE). Zgodnie z *Komunikatem w sprawie przekazania części aktywów OFE do ZUS* opublikowanym przez Ministerstwo Finansów 4 lutego 2014 roku, operacja ta spowodowała obniżenie wielkości długu publicznego wg wartości nominalnej o 130,2 mld zł, czyli o ok. 7,6% w relacji do PKB i obniżenie długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) o 145,8 mld zł, czyli ok. 8,5% PKB. Należy jednak zauważyć, że zdarzenie to miało charakter w dużej mierze księgowy, przesuując zobowiązania na przyszłość do tzw. długu ukrytego (*implicit public debt*). Jednocześnie, warty odnotowania jest fakt, że już w kwietniu 2016 roku zadłużenie całkowite SP przekroczyło poziom ze stycznia 2014, czyli z momentu przed umorzeniem obligacji skarbowych z portfeli OFE.

Zadłużenie zagraniczne z tytułu skarbowych papierów wartościowych wyniosło 227 mld zł. Cały dług zagraniczny SP wyniósł 300 mld zł i w ciągu trzech lat wzrósł nominalnie o 16%.

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

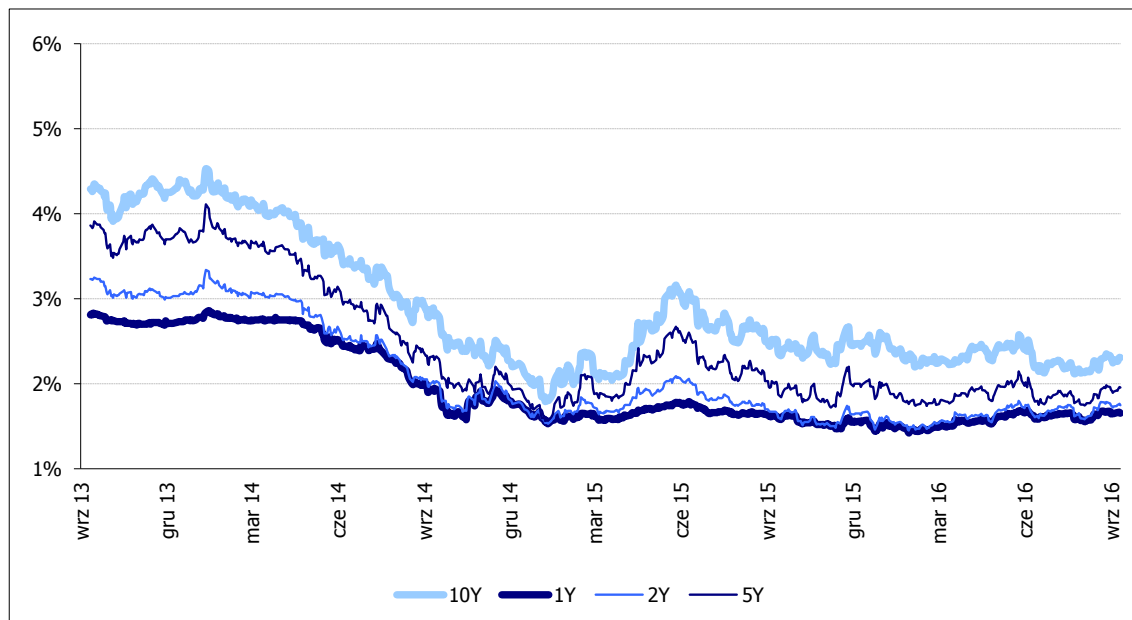


Źródło: Ministerstwo Finansów

Spada
rentowość
polskich
papierów
skarbowych

W okresie od września 2013 do września 2016 roku rentowność polskich papierów skarbowych charakteryzowała się dość znacznymi wahaniami z wyraźną tendencją spadkową z poziomu około 4,5% do około 2%. Od połowy 2013 obserwowaliśmy wzrost zróżnicowania wcześniej zbliżonych rentowności papierów skarbowych o terminach zapadalności od roku do 10 lat. W kolejnych miesiącach wyraźnie wzrosła rentowność papierów długoterminowych, ale od 2014 rentowności spadały, by ustabilizować się na poziomie zbliżonym do tego z przełomu 2014 i 2015 roku.

Wykres 1.6. Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN

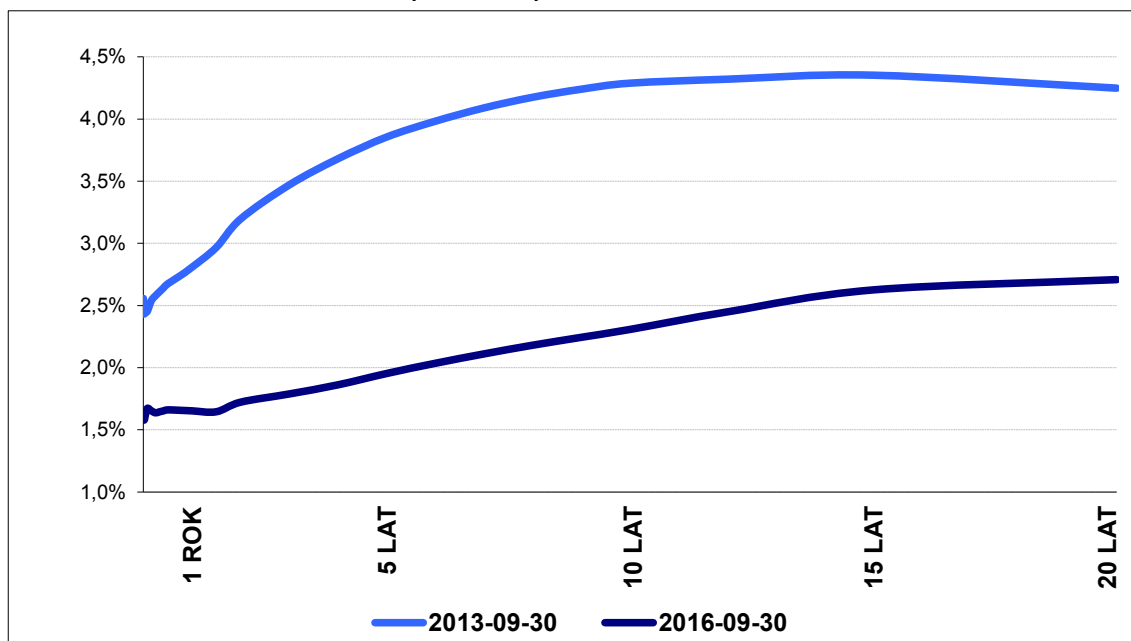


Źródło: Reuters

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

W okresie objętym analizą nastąpiło znaczące przesunięcie krzywej zerokuponowej w dół na całej jej długości, przy czym najwięcej dla średniego terminu zapadalności. W roku 2013 krzywa charakteryzowała się opadającą rentownością na długim końcu, natomiast w roku 2016 rentowności na długim krańcu nieznacznie rosły i krzywa nabrała bardziej klasycznego kształtu.

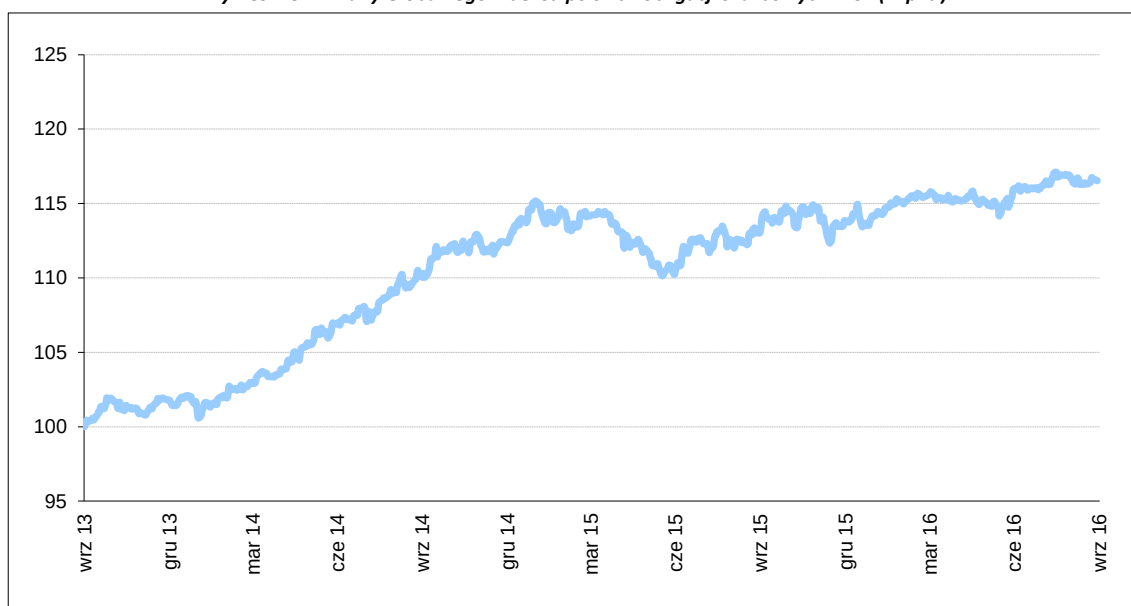
Wykres 1.7. Krzywa rentowności dla PLN



Źródło: Reuters

W okresie ostatnich 36 miesięcy wartość indeksu polskich obligacji rządowych, odzwierciedlającego zachowanie się inwestycji w krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu wzrosła o 16,3%, co jest wartością wyraźnie niższą niż w poprzednich analizowanych trzyletnich interwałach. Indeks stabilizuje się wyraźnie od roku 2015, jako efekt rekordowo niskich stóp procentowych.

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



Wartość na dzień 30.09.2013 = 100

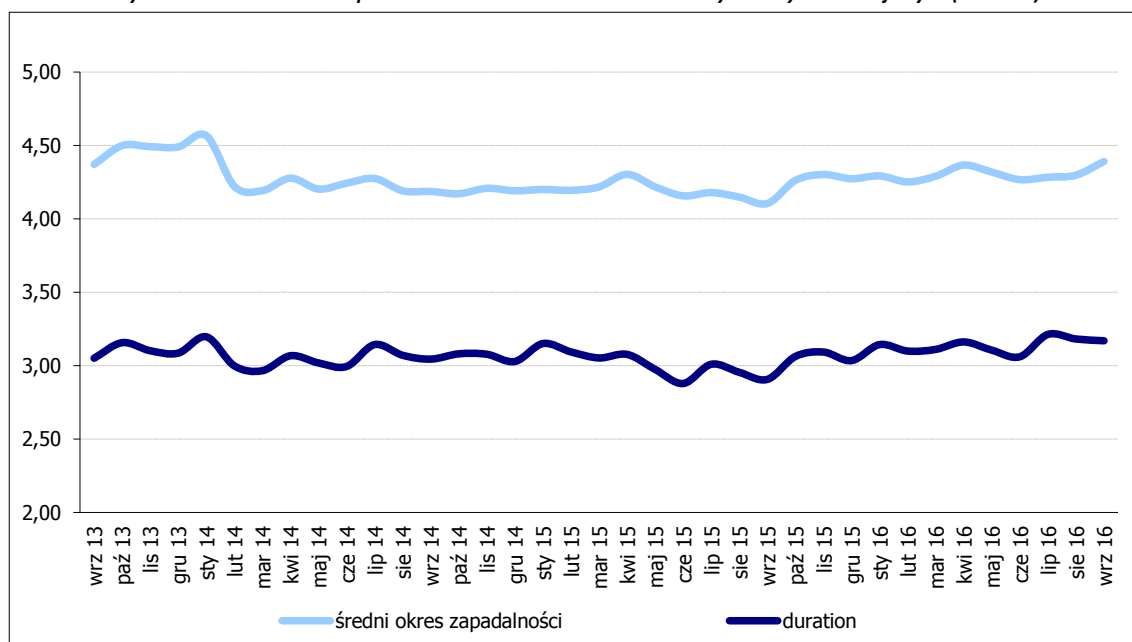
Źródło: Reuters (FTSE Poland Government Total Performance Index), obliczenia własne.

Średnia zapadalność krajowych rynkowych skarbowych papierów pozostawała stabilna w analizowanym okresie – wzrosła nieznacznie z 4,37 do 4,39. Średnia duration skarbowych

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

papierów wartościowych na początku okresu wynosiła 3,05 i wzrosła do poziomu 3,17 na koniec analizowanego okresu. Większy skokowy spadek zarówno zapadalności, jak i duration obserwowany w lutym 2014 był związany z umorzeniem obligacji z portfeli OFE, co zmieniło strukturę całego rynku papierów dłużnych.

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



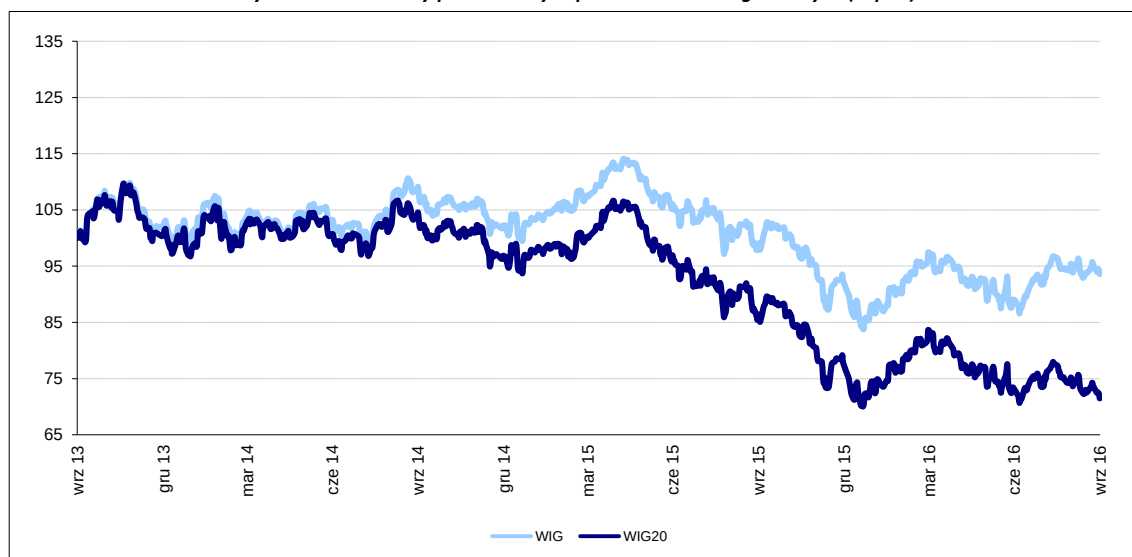
Źródło: Ministerstwo Finansów

1.3 Krajowy rynek instrumentów udziałowych

Okres od września 2013 do września 2016 na GPW można podzielić na cztery podokresy – pierwsze półtora roku to trend boczny z silnymi wahaniami, kolejne dziewięć miesięcy to bardzo wyraźne spadki, kiedy indeksy traciły ponad 20% swej wartości. Pierwszy kwartał 2016 to wyraźne odbicie, częściowo niwelujące bessę z trzech poprzednich kwartałów, wreszcie dwa ostatnie kwartały to silniejsze wahania zakończone nieznacznymi spadkami. W ciągu trzech lat indeks WIG stracił 6,4% swojej wartości, a indeks WIG20 aż 28,5%.

W okresie trzech lat indeks WIG stracił 6,4%, a indeks WIG20 aż 28,5%.

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



Wartość na dzień 30.09.2013 = 100

Źródło: GPW, obliczenia własne

Przedstawione poniżej podstawowe statystyki GPW obrazują zmiany koniunktury na rynku giełdowym. Rok 2013 to zarówno wzrosty, jak i spadki podstawowych indeksów przy trendzie wzrostowym całego rynku, rok 2014 to rok wahań, przy wygaszeniu wzrostów, choć jeszcze bez oznak recesji, rok 2015 to wyraźne spadki najważniejszych indeksów. Spośród indeksów giełdowych najsilniejsze wahania odnotowywał indeks małych spółek WIG80. W pierwszych trzech kwartałach 2016 roku obserwujemy spadki indeksów dużych spółek i wzrosty indeksów małych i średnich spółek. Na koniec analizowanego okresu kapitalizacja krajowych spółek była wyższa o 20% od wartości rynkowej spółek zagranicznych.

Tabela 1.1. Podstawowe statystyki GPW

Rok	I-III 2016	2015	2014	2013
Liczba spółek	484	487	471	450
w tym zagraniczne	53	54	51	47
liczba debiutów	13	30	28	23
liczba wycofań	16	13	7	11
Wartości indeksów				
WIG30	1 977	2 076	2 488	2 538
WIG20	1 710	1 859	2 316	2 401
mWIG40	4 030	3 567	3 483	3 345
sWIG80	14 383	13 211	12 108	14 337
WIG	47 085	46 467	51 416	51 284
Stopy zwrotu indeksów				
WIG30 (%)	-4,77%	-16,56%	-1,97%	-1,76%
WIG20 (%)	-8,05%	-19,72%	-3,54%	-7,05%
mWIG40 (%)	12,98%	2,40%	4,13%	31,06%
sWIG80 (%)	8,87%	9,11%	-15,55%	37,28%
WIG (%)	1,33%	-9,62%	0,26%	8,06%
Kapitalizacja (w mln zł)				
Spółki łącznie	948 560	1 082 862	1 252 958	840 780
Krajowe	515 671	516 785	591 165	593 464
Zagraniczne	432 889	566 077	661 793	247 316
Obroty				
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	144 140	225 287	232 864	256 147
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	134 100	203 464	205 297	220 153

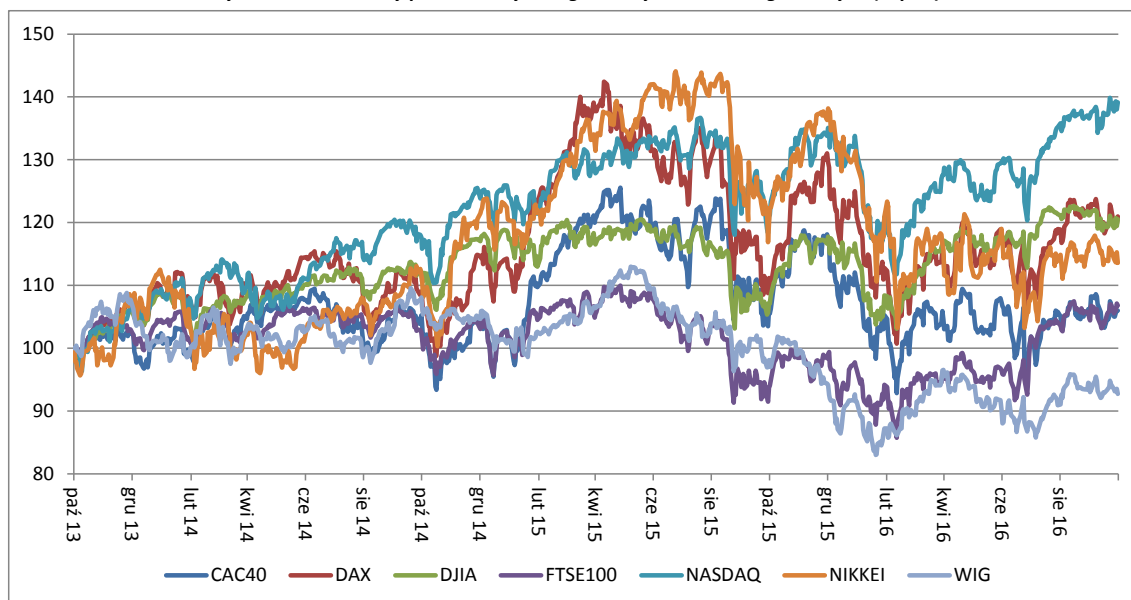
Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

1.4 Rynki zagraniczne

Koniunktura na zagranicznych rynkach kapitałowych w omawianym okresie była korzystniejsza niż w Polsce, a większość najważniejszych indeksów zagranicznych odnotowała wzrosty. Słabsze wyniki WIG na tle indeksów zagranicznych utrzymywały się od początku 2015 roku.

Wśród indeksów badanych w analizowanym okresie zdecydowanie najwyższą dynamikę wzrostu osiągnął indeks NASDAQ.

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



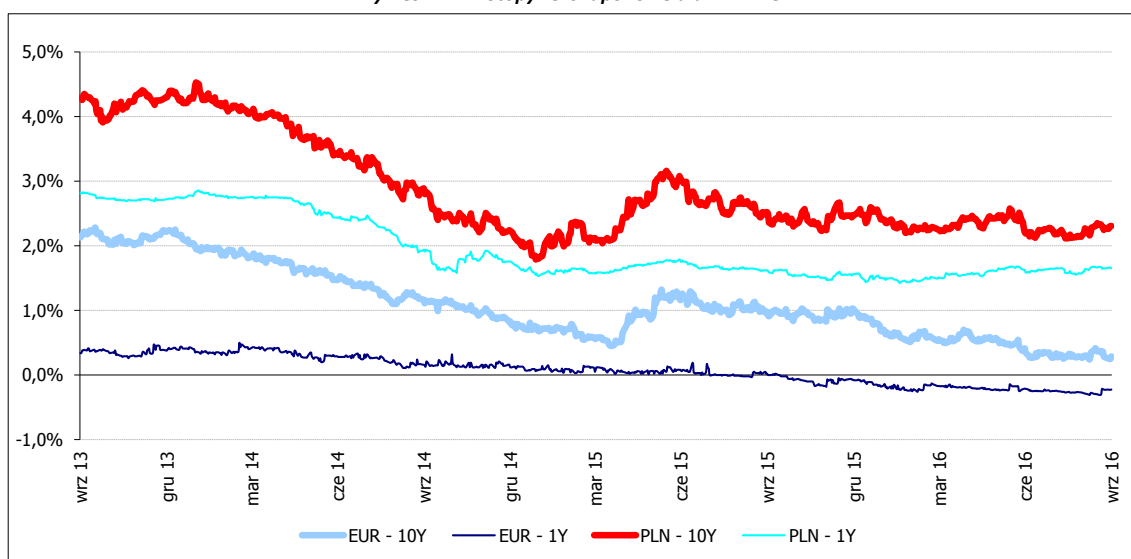
Wartość na dzień 30.09.2013 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W analizowanym okresie stopy zerokuponowe na rynku polskim były cały czas wyższe od stóp strefy euro, przy czym w obu przypadkach różnica między stopami instrumentów rocznych a dziesięcioletnich była mniejsza niż jeden punkt procentowy. Na koniec trzeciego kwartału 2016 stopy były rekordowo niskie zarówno w Polsce jak i strefie EURO, przy czym już od II półrocza 2015 roku stopa zerokuponowa w strefie euro zeszła poniżej zera (do poziomu -0,2%).

We wrześniu 2016 roku roczna stopa zerokuponowa strefy euro wynosiła -0,22%.

Wykres 1.12. Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR



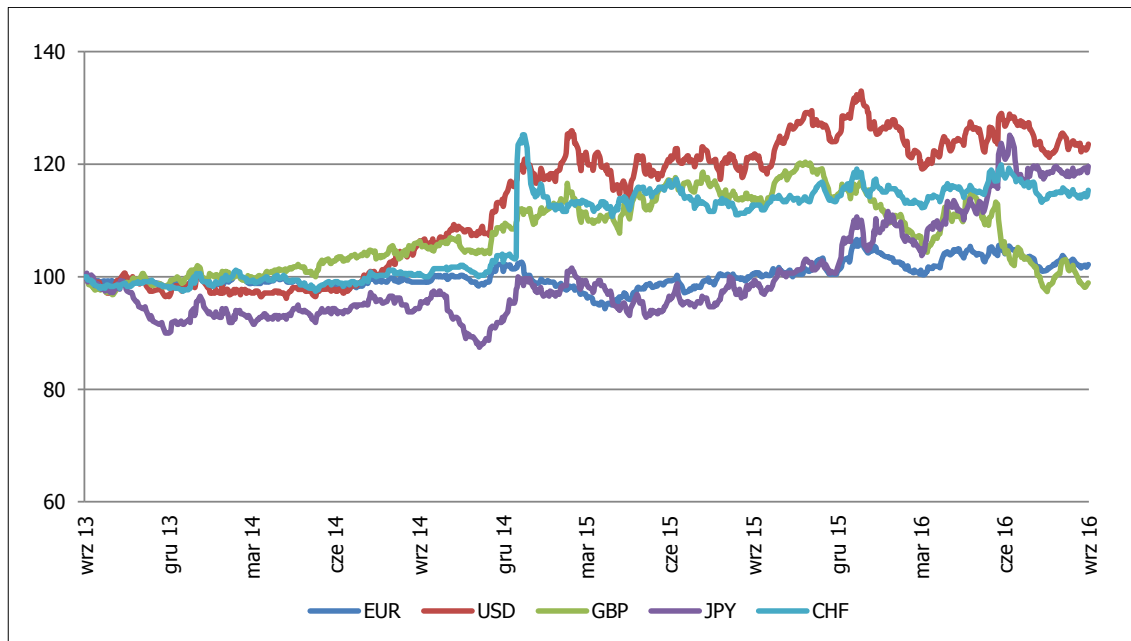
Źródło: Reuters

Okres od września 2013 do września 2016 roku to czas osłabienia kursu polskiej waluty. Początek roku 2015 to seria zawirowań na światowych rynkach walutowych – bardzo wyraźne

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

umocnienie się dolara względem euro, powodujące zbliżenie się niemalże do psychologicznej granicy zrównania kursów. Decyzja Centralnego Banku Szwajcarii ze stycznia 2015 roku o rezygnacji z obrony kursu CHF zaowocowała bardzo gwałtownym umocnieniem franka, z ekstremalnym kilkunastoprocentowym skokiem kursu w ciągu jednego dnia. Wynik brytyjskiego referendum o wyjściu z UE w czerwcu 2016 roku zaowocował z kolei znacznym osłabieniem funta w kolejnych miesiącach. W analizowanym okresie złotówka umocniła się tylko względem funta, pozostawała stabilna względem euro i znacząco osłabiła się względem dolara, jena i franka szwajcarskiego.

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



Wartość na dzień 30.09.2013 = 100

Źródło: Reuters, obliczenia własne

2 Członkowie funduszy emerytalnych, składki i aktywa

2.1 Członkowie otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2016 roku do otwartych funduszy emerytalnych należało blisko 16,5 mln członków, co oznacza, że w ciągu 36 miesięcy liczba członków wzrosła o 75 tys. Do 31 stycznia 2014 roku, przyrost ten wynikał z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo i podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu, którzy trafiali do OFE przede wszystkim w wyniku losowania. Od lutego 2014 roku obserwujemy powolny, ale systematyczny spadek liczby członków OFE. Prawie wszystkie osoby wchodzące na rynek pracy nie przystępują do OFE, co skutkuje tym, że cała ich składka emerytalna jest przekazywana do ZUS.

Na koniec września 2016 roku do OFE należało 16,5 mln członków.

W ciągu ostatnich 3 lat w czterech otwartych funduszach emerytalnych wzrosła liczba członków, a w przypadku ośmiu podmiotów liczba ta zmniejszyła się. Największy przyrost członków odnotował Allianz Polska OFE (481 tys. w tym w wyniku przejęcia OFE WARTA) i Nordea OFE (58 tys.).

Na zmianę łącznej liczby członków OFE w badanym okresie złożyły się dwie przyczyny: uzyskanie członkostwa przez osoby wchodzące na rynek pracy (łącznie przybyło 356 tys. nowych członków) oraz procesy przyczyniające się do zmniejszenia liczby członków. Wśród tych ostatnich należy wymienić osiągnięcie przez członka wieku emerytalnego i związane z tym zakończenie przekazywania środków z OFE do ZUS, przypadki śmierci czy wyjście z systemu w związku z przekazaniem kapitału emerytalnego na dochody budżetu państwa.

Tabela 2.1. Zmiana liczby członków OFE* w okresie od 30 września 2013 do 30 września 2016

OFE	Liczba członków w dniu 2013-09-30	Saldo transferów	Losowanie** w dniu 2014-01-31	Umowy pierwszorazowe	Liczba członków w dniu 2016-09-30
AEGON OFE	941 975	-5 369	0	164	916 061
Allianz Polska OFE	593 008	-931	72 495	4 498	1 073 656
Aviva OFE Aviva BZ WBK	2 677 494	-4 269	0	8 086	2 636 287
AXA OFE	1 164 101	-3 025	0	1 149	1 148 395
Generali OFE	1 010 932	-1 432	0	1 889	996 678
MetLife OFE	1 537 468	-3 010	72 492	3 417	1 584 708
Nationale-Nederlanden OFE	3 059 692	24 454	0	27 686	3 066 738
Nordea OFE	925 755	904	72 492	2 811	983 997
Pekao OFE	342 129	-1 205	0	240	333 672
PKO BP Bankowy OFE	957 612	-2 720	0	1 068	939 297
OFE Pocztylion	595 042	-3 190	0	290	583 288
OFE PZU "Złota Jesień"	2 230 230	81	0	14 454	2 194 167
OFE WARTA	346 502	-288	72 492	54	-
Razem	16 381 940	0	289 971	65 806	16 456 944

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

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

Źródło: Zakład Ubezpieczeń Społecznych, obliczenia własne

Fundusze emerytalne pozyskiwały członków przede wszystkim na rynku pierwotnym, czyli spośród osób, które dopiero zaczynały podlegać obowiązkowemu ubezpieczeniu społecznemu. Pozyskanie członka z rynku pierwotnego odbywało się poprzez podpisanie umowy przez ubezpieczonego z wybranym OFE lub uzyskanie członkostwa w funduszu w trybie losowania (do 31 stycznia 2014 roku).

W analizowanym okresie po raz ostatni zostało przeprowadzone przez ZUS losowanie osób, które nie zawarły umowy z OFE w terminie wymaganym przepisami prawa. W jego wyniku członkostwo w OFE uzyskało 290 tys. osób. Losowanie, jako forma uzyskiwania członkostwa w

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

OFE zostało zniesione od 1 lutego 2014 roku. Po tym terminie, całość składki emerytalnej osób, które samodzielnie nie podpisały umowy z OFE, przekazywana jest do ZUS.

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

Średnio w
czasie sesji
transferowej
zmieniło
fundusz 3,6
tys. osób.

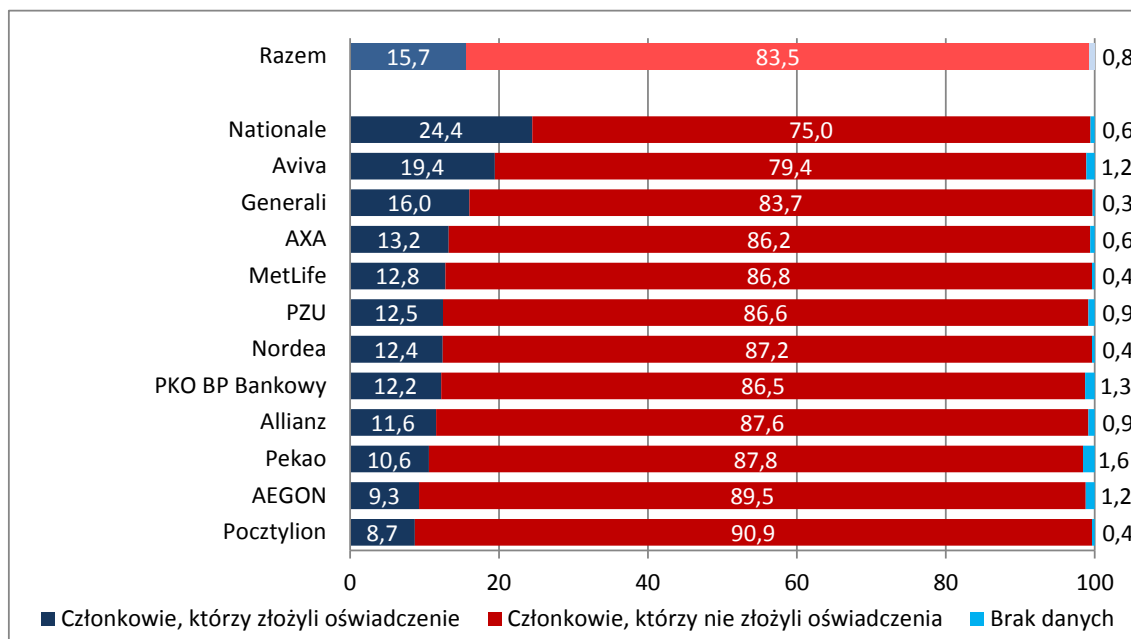
W analizowanym okresie miało miejsce 12 sesji transferowych, podczas których można było dokonać zmiany OFE. Średnio, sesja transferowa obejmowała 3,6 tys. osób. W ich wyniku OFE zmieniło łącznie 42,8 tys. członków, czyli mniej niż samodzielnie wybrało fundusz (65,8 tys.).

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

W okresie od 1 kwietnia do 31 lipca 2014 roku każdy członek OFE miał możliwość złożenia do ZUS oświadczenia o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE po 1 lipca 2014 roku. Od 1 kwietnia do 31 lipca 2016 roku ubezpieczeni ponownie mogli podjąć decyzję o zmianie alokacji części składki emerytalnej między OFE i ZUS, przy czym jeżeli ubezpieczony nie chciał zmieniać decyzji podjętej w poprzednim okienku transferowym, to nie musiał składać żadnej deklaracji. Według stanu na koniec września 2016 roku członkowie, którzy złożyli takie oświadczenie w pierwszym lub w drugim okienku transferowym, stanowili około 15,7% wszystkich członków OFE. W poszczególnych funduszach odsetek ten wahał się od 9% w OFE Pocztylion do 24% w Nationale-Nederlanden OFE. Należy podkreślić, że osoby, które nie złożyły oświadczenia o przekazywaniu części składki do OFE nadal pozostają członkami OFE, a fundusze zarządzają ich aktywami zgromadzonymi przed 1 lipca 2014 roku i dlatego ogólna liczba członków OFE nie uległa istotnej zmianie, mimo głębokich zmian wprowadzonych w 2014 roku.

Tylko 15,7%
członków OFE
przekazuje część
składki
emerytalnej do
OFE.

Wykres 2.1. Struktura członków OFE z uwzględnieniem oświadczeń o przekazywaniu składki do OFE na 30.09.2016 (w %)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

2.2 Członkowie pracowniczych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2016 roku do pracowniczych funduszy emerytalnych należało 40,3 tys. członków. W ciągu trzech lat liczba członków PFE spadła o 29%. Było to konsekwencją zmian formy prowadzenia programów emerytalnych z funduszu emerytalnego na umowę z towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Do PFE należy
40,3 tys.
członków.

Zgodnie z decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2014 r. nastąpiła zmiana formy i zarządzającego Pracowniczym Programem Emerytalnym „Słoneczna Jesień” tj. program emerytalny prowadzony jest obecnie w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego.

W związku ze zmianą formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego, w I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA, również zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego.

Tabela 2.2. Liczba członków PFE

PFE	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015	30.09.2016
PFE NESTLE POLSKA	2 678	2 825	3 208	-
PFE "Nowy Świat"	7 119	7 242	7 013	6 767
PFE Orange Polska	31 534	31 659	31 115	30 150
PFE UNILEVER POLSKA	2 793	3 087	3 290	3 418
PFE Słoneczna Jesień	12 475	-	-	-
Razem	56 599	44 813	44 626	40 335

Źródło: Sprawozdania PFE

2.3 Członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych

Od 2012 roku możliwe jest gromadzenie dodatkowych oszczędności w dobrowolnych funduszach emerytalnych (DFE). Na koniec września 2016 roku na rynku działało osiem DFE, do których należało 87,5 tys. członków. Warto zauważyć, że w styczniu 2016 roku nastąpiło przejście zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został następnie zlikwidowany w maju 2016 roku. Większość członków wybiera DFE prowadzone w formie indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), korzystając z ulgi podatkowej. Według danych na 30 września 2016 roku konta IKZE w DFE posiadało 84,1 tys. ubezpieczonych, natomiast konta IKE 2,6 tys., a blisko 1 tys. posiadało zarówno konto IKE jak i IKZE.

Tabela 2.3. Liczba członków DFE

DFE	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015	30.09.2016
Allianz DFE	399	584	735	837
Generali DFE	8	8	7	7
MetLife DFE	2 155	2 622	2 861	2 933
Nationale-Nederlanden DFE	466	762	1 360	3 835
Nordea DFE	101	138	477	-
DFE Pekao	5 082	8 550	11 269	13 230
PKO DFE	1 744	2 928	3 825	7 095
DFE Pocztynion Plus	1 781	3 087	3 110	3 109
DFE PZU	90 251	60 785	56 301	56 448
Razem	101 987	79 464	79 945	87 494

Źródło: Sprawozdania DFE

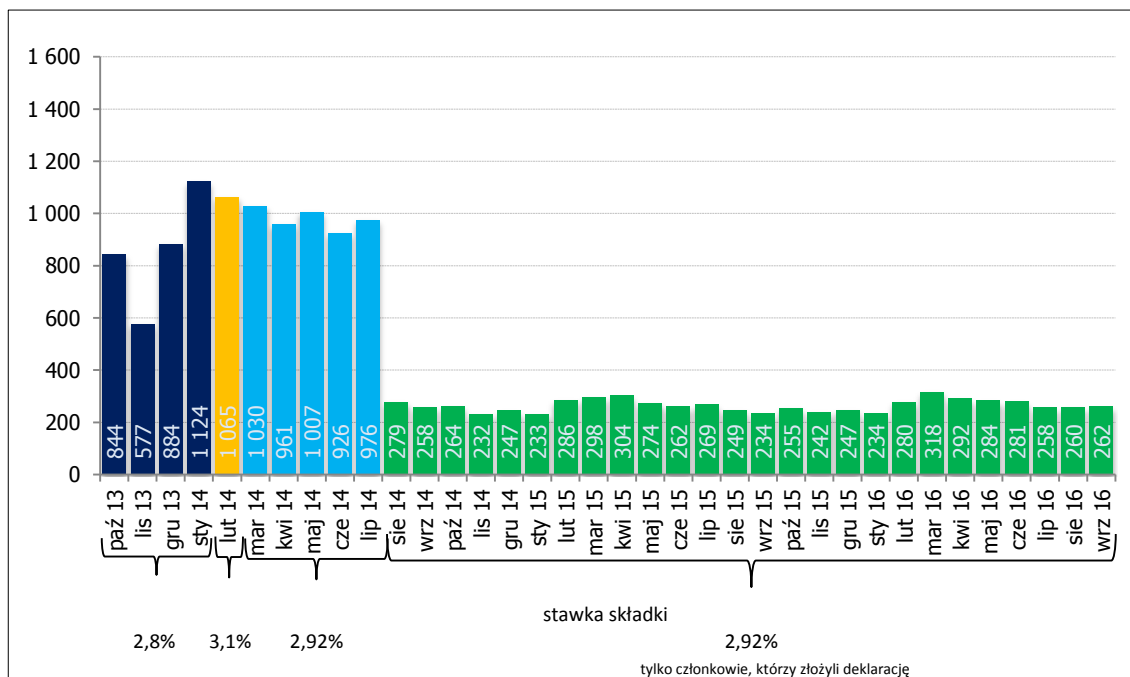
2.4 Składki przekazane do otwartych funduszy emerytalnych

W okresie od początku października 2013 roku do końca września 2016 roku OFE otrzymały, tytułem składek członkowskich, środki w kwocie 16,3 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 450 mln zł. Największa kwota środków została przekazana przez ZUS do OFE w styczniu 2014 roku (1,1 mld zł), zaś najmniejsza w listopadzie 2014 roku (0,2 mld zł). Składka za dany miesiąc trafia do OFE w kolejnym miesiącu kalendarzowym, z tego względu ewentualne zmiany wysokości składek wpływają na wysokość przekazywanych kwot w kolejnym miesiącu po ich wprowadzeniu. W 2013 roku wskaźnik podstawy wymiaru składki wynosił 2,8%. Za styczeń 2014 roku składki przekazane były w wysokości 3,1% podstawy, a od lutego 2014 roku obowiązuje stawka 2,92%, z tym, że od lipca 2014 roku do OFE trafiają składki tylko tych członków, którzy w okresie od kwietnia do lipca 2014 roku lub od kwietnia do lipca 2016 roku złożyli w ZUS odpowiednie oświadczenie w tej kwestii.

Do DFE należy
87,5 tys.
członków.

W ciągu trzech
lat do OFE trafiło
16,3 mld zł
składek.

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

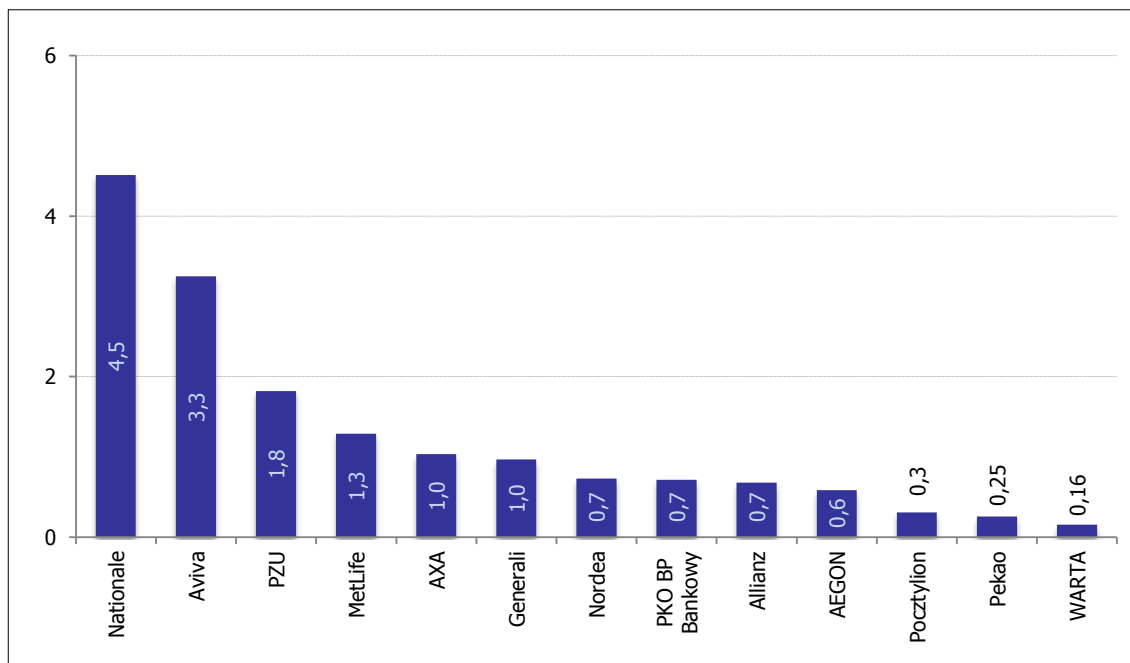


Źródło: Sprawozdania OFE

W okresie ostatnich 3 lat najwyższa kwota składek została przekazana do Nationale-Nederlanden OFE (4,5 mld zł) oraz Aviva OFE Aviva BZ WBK (3,3 mld zł) – fundusze te otrzymały 48% trzyletniej kwoty składek przekazanych przez ZUS do wszystkich OFE. Najniższą kwotę środków otrzymały natomiast OFE Pocztynion, Pekao OFE oraz OFE Warta (działający do września 2014 roku).

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

Wykres 2.3. Składki przekazane do OFE od 1.10.2013 do 30.09.2016 (mld zł)



Źródło: Sprawozdania OFE, obliczenia własne

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

mianem suwaka bezpieczeństwa, gdyż jego głównym celem, wskazanym przez twórców, jest ochrona członków OFE przed tzw. ryzykiem złej daty, obciążającym ustalanie wartości całego kapitału emerytalnego według wyceny z jednego dnia, co może przełożyć się na znaczące obniżenie tej wartości w przypadku, gdy przeliczenie nastąpi w niesprzyjających warunkach rynkowych, np. chwilowego, ale znaczącego spadku cen instrumentów finansowych.

Tabela 2.4 Umorzenia w ramach suwaka bezpieczeństwa (mln zł)

	2014	2015	3 kwartały 2016	Razem
AEGON	148,8	161,8	104,8	415,4
Allianz	148,4	164,8	107,7	420,9
Aviva	841,3	929,8	600,3	2 371,4
AXA	186,6	206,7	136,1	529,4
Generali	183,5	198,8	125,5	507,7
MetLife	389,6	423,8	267,4	1 080,9
Nationale -Nederlanden	776,4	847,2	540,8	2 164,4
Nordea	128,5	142,8	93,9	365,1
Pekao	54,7	58,6	36,6	149,9
PKO BP Bankowy	136,8	156,0	102,8	395,6
Pocztynion	88,1	94,4	59,7	242,2
PZU	597,7	671,1	429,4	1 698,2
Suma:	3 680,4	4 055,7	2 605,1	10 341,2

Źródło: Sprawozdania OFE

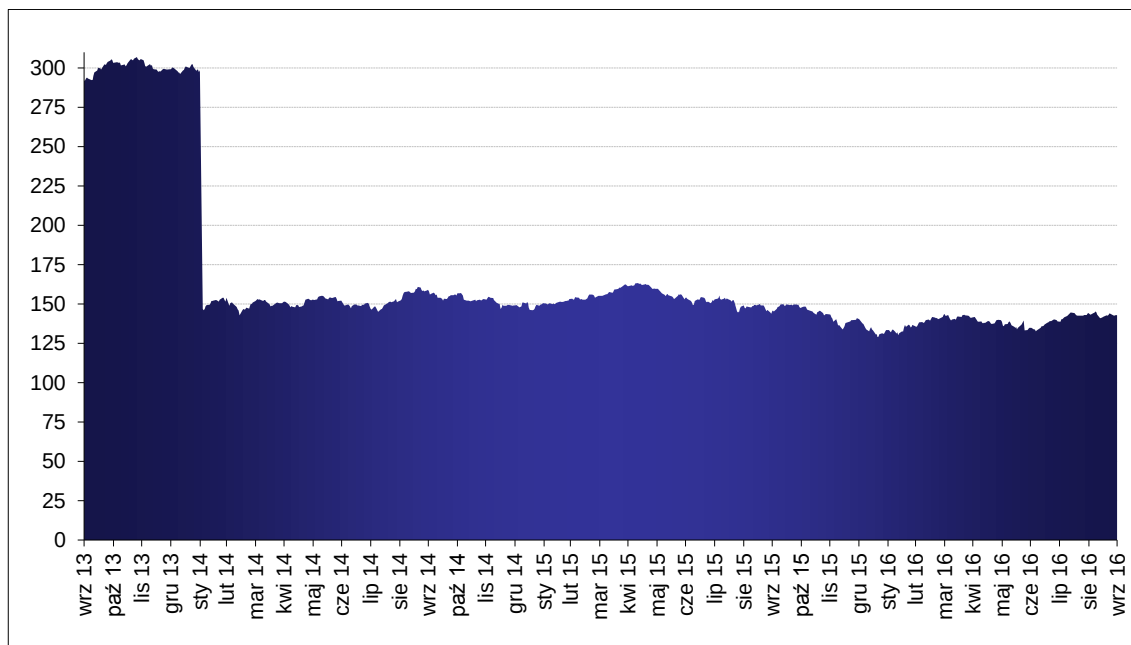
Zgodnie z przepisami prawa, pierwsze przekazanie środków w ramach suwaka nastąpiło w IV kwartale 2014 roku i obejmowało okres od lutego 2014 roku. Łącznie OFE przekazały wówczas do ZUS kwotę 3,7 mld zł, co stanowiło 2,3% wartości aktywów netto OFE wg stanu na koniec września 2014 roku. Wystąpiło znaczące zróżnicowanie w zakresie wielkości środków przekazanych do ZUS przez poszczególne OFE, tak w ujęciu nominalnym jak i względnym. W 2015 roku OFE przekazały w ramach suwaka ponad 4 mld zł, a w trzech pierwszych kwartałach 2016 roku ponad 2,6 mld zł.

2.5 Aktywa otwartych funduszy emerytalnych

Na koniec września 2016 roku łączna wartość aktywów netto OFE wyniosła 142,8 mld zł, co oznacza spadek w ciągu ostatnich trzech lat o 149,2 mld zł. Zgodnie z postanowieniami art. 23 ustawy z dnia 6 grudnia 2013 roku *o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*, 3 lutego 2014 roku otwarte fundusze emerytalne przekazały do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych aktywa o wartości 153,2 mld zł.

Na koniec
września 2016
roku OFE miały
142,8 mld zł
aktywów netto.

Wykres 2.4. Wartość aktywów netto OFE (mld zł)



Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Trzy
największe
OFE posiadały
60% rynku.

Największe aktywa zgromadziły Nationale-Nederlanden OFE, Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU Żłota Jesień, które w całym analizowanym okresie utrzymywały dominującą pozycję na rynku OFE. Łączny udział w rynku tych trzech funduszy na koniec września 2016 roku wyniósł 59,4%, co oznacza spadek w ciągu trzech lat o około 0,4 pkt proc.

Udział w rynku OFE mierzony wielkością aktywów netto najbardziej zwiększyły Allianz Polska OFE oraz Nationale-Nederlanden OFE (odpowiednio: 1,6 i 0,4 pkt. proc.). Największy spadek udziału w rynku OFE zanotowały natomiast Aviva OFE Aviva BZ WBK oraz OFE PZU „Żłota Jesień” (odpowiednio: 0,46 i 0,45 pkt. proc.).

Tabela 2.5. Aktywa netto OFE

Nazwa OFE	2013-09-30		2016-09-30	
	wartość (mld zł)	udział w rynku	wartość (mld zł)	udział w rynku
AEGON OFE	12,3	4,2%	5,9	4,1%
Allianz Polska OFE	8,9	3,0%	6,6	4,6%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	65,4	22,4%	31,4	21,9%
AXA OFE	18,3	6,3%	9,2	6,4%
Generali OFE	14,7	5,0%	6,9	4,9%
MetLife OFE	23,3	8,0%	11,5	8,0%
Nationale-Nederlanden OFE	70,1	24,0%	34,9	24,4%
Nordea OFE	13,2	4,5%	6,7	4,7%
Pekao OFE	4,4	1,5%	2,1	1,5%
PKO BP Bankowy OFE	12,9	4,4%	6,5	4,6%
OFE Pocztylion	5,6	1,9%	2,7	1,9%
OFE PZU "Żłota Jesień"	39,2	13,4%	18,5	13,0%
OFE WARTA	3,9	1,3%	-	-
Razem	292,0	100,0%	142,8	100,0%

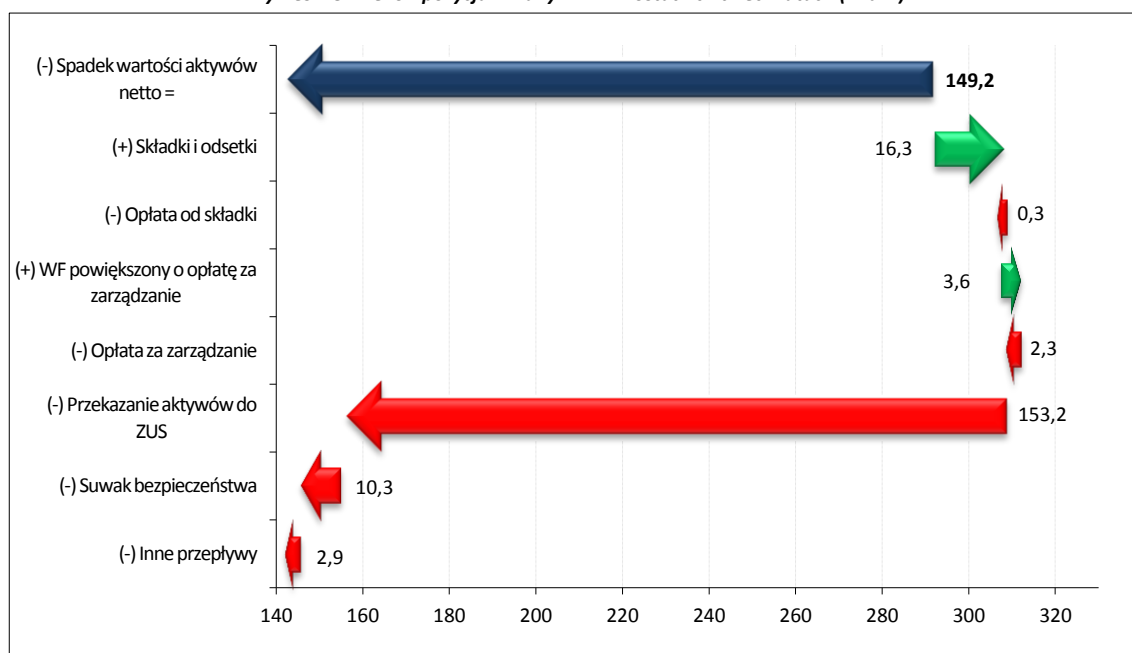
Źródło: Dzielne sprawozdania OFE

Przekazanie
aktywów do
ZUS wywołało
istotny spadek
wartości
aktywów netto.

Spadek aktywów netto OFE w okresie analizowanych trzech lat wyniósł 149,2 mld zł. W tym okresie ZUS przekazał funduszom składki brutto o wartości 16,3 mld zł. OFE wygenerowały zysk na poziomie 1,2 mld zł (po powiększeniu o opłatę za zarządzanie była to kwota blisko 3,6 mld zł). Jednakże, największy wpływ na zmianę wartości aktywów netto OFE miało przekazanie w dniu 3 lutego 2014 roku części aktywów o wartości 153,2 mld zł na konta w ZUS, w związku z ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.

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

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



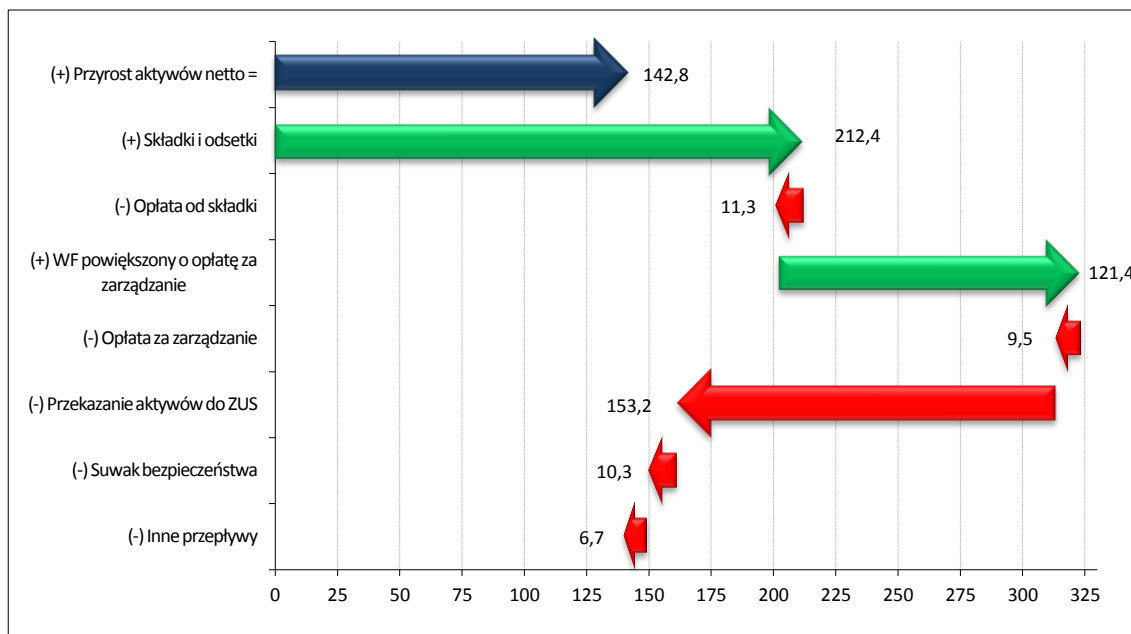
Źródło: Dzienniki sprawozdania OFE, obliczenia własne

W latach 2014-2016 OFE przekazały do ZUS 10,3 mld zł, w związku z osiągnięciem przez część swoich członków wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego (tzw. suwak bezpieczeństwa).

W bilansach funduszy wykazano także inne przepływy wpływające na wartość aktywów netto OFE i powodujące ich spadek o 2,9 mld zł. Były to przede wszystkim zmiany w stanie zobowiązań i umorzenia na rzecz uposażonych w związku ze śmiercią członków OFE. Do omawianej kategorii zaliczono także przepływy związane z przekazaniem w roku 2014 na rzecz PTE środków z likwidacji części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego o wartości blisko 1 mld zł. Warto podkreślić, że operacja ta nie wpłynęła na wartość środków należących do członków OFE. Dodatkowo, w związku z tym, że wypłaty emerytur okresowych realizowane były przez ZUS, całość kapitałów emerytalnych tych osób została przekazana z OFE do ZUS, co także przekładało się na spadek wartości aktywów OFE.

Analogiczna analiza przeprowadzona za okres od początku działalności OFE (1999 rok) do końca września 2016 roku wykazuje, że główną pozycją determinującą wartość aktywów netto OFE były składki członków przekazane przez ZUS (212,4 mld zł), aktywa przekazane do ZUS w lutym 2014 roku (153,2 mld zł) oraz wypracowany wynik finansowy netto (111,9 mld zł, przed potrąceniem opłat za zarządzanie, jest to kwota 121,4 mld zł). W mniejszym stopniu na wartość aktywów netto wpływały koszty związane z opłatą od składki (11,3 mld zł) oraz koszty z tytułu zarządzania OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (9,5 mld zł).

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, ZUS, obliczenia własne

2.6 Aktywa pracowniczych funduszy emerytalnych

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

Łączna wartość aktywów netto PFE na koniec września 2016 roku kształtowała się na poziomie 1,8 mld zł. Oznacza to spadek w okresie trzech lat o 10%. Jedną z przyczyn tego spadku było wycofanie się z rynku dwóch podmiotów na skutek zmiany formy prowadzenia pracowniczego programu emerytalnego.

Aktywa zgromadzone w pracowniczych funduszach emerytalnych stanowiły na koniec września 2016 roku 1,3% 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 2016 roku dysponował on aktywami o wartości 1,3 mld zł, co dawało mu 72,6% udziału w rynku.

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

PFE	2013-09-30	2014-09-30	2015-09-30	2016-09-30
PFE NESTLE POLSKA	42 069,2	50 209,2	54 748,0	-
PFE "Nowy Świat"	380 877,1	409 450,9	412 748,3	415 872,3
PFE "Słoneczna Jesień"	375 249,9	-	-	-
PFE Orange Polska	1 139 771,9	1 262 300,1	1 273 716,6	1 299 522,6
PFE UNILEVER Polska	49 523,8	60 119,5	66 444,3	74 680,5
Razem	1 987 491,9	1 782 079,7	1 807 657,2	1 790 075,3

Źródło: Sprawozdania PFE

2.7 Aktywa dobrowolnych funduszy emerytalnych

Na koniec
września 2016
roku aktywa
netto DFE
wyniosły
144,1 mln zł.

Na dzień 30 września 2016 roku na rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych funkcjonowało osiem podmiotów. W styczniu 2016 roku nastąpiło przejęcie zarządzania Nordea DFE przez PTE PZU, a fundusz Nordea DFE został zlikwidowany w maju 2016 roku. Łączna wartość aktywów netto DFE kształtowała się na poziomie 144,1 mln zł.

Tabela 2.7. Aktywa netto DFE (tys. zł)

DFE	30.09.2013	30.09.2014	30.09.2015	30.09.2016
Allianz DFE	1 142,9	2 769,4	4 578,7	6 701,7
Generali DFE	32,7	50,0	64,6	115,2
MetLife Amplico DFE	7 820,3	16 602,9	22 171,0	25 880,7
Nationale-Nederlanden DFE	1 491,3	3 530,1	8 600,8	25 078,4
Nordea DFE	341,5	734,9	2 539,9	0,0
DFE Pekao	2 044,3	7 152,4	19 655,4	38 831,7
PKO DFE	1 953,3	4 129,7	8 443,1	24 727,7
DFE Pocztylion Plus	195,1	457,3	674,0	939,3
DFE PZU	4 132,2	7 307,4	12 112,4	21 802,9
Razem	19 153,7	42 734,1	78 839,9	144 077,5

Źródło: Sprawozdania DFE

3 Wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce

3.1 Otwarte fundusze emerytalne

W dniu 11 października 2016 roku Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła i podała do publicznej wiadomości wysokość średniej ważonej stopy zwrotu OFE za okres od 30 września 2013 roku do 30 września 2016 roku. W stosunku do poprzedniego okresu publikacji z kwietnia 2016 roku, wyniki wszystkich funduszy wyraźnie się pogorszyły. Średnia ważona stopa zwrotu wyniosła 0,133%. Było to dwudzieste piąte 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.

Średnia ważona stopa zwrotu OFE wyniosła 0,1% w okresie trzech lat.

W analizowanym okresie siedem OFE osiągnęło dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu 3,33% uzyskał MetLife OFE, a najniższą -4,85% Generali OFE. Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 8,2 pkt. proc. i była większa o ok. 0,8 pkt. proc. niż w poprzednim ustaleniu przez KNF 3-letnich stóp zwrotu.

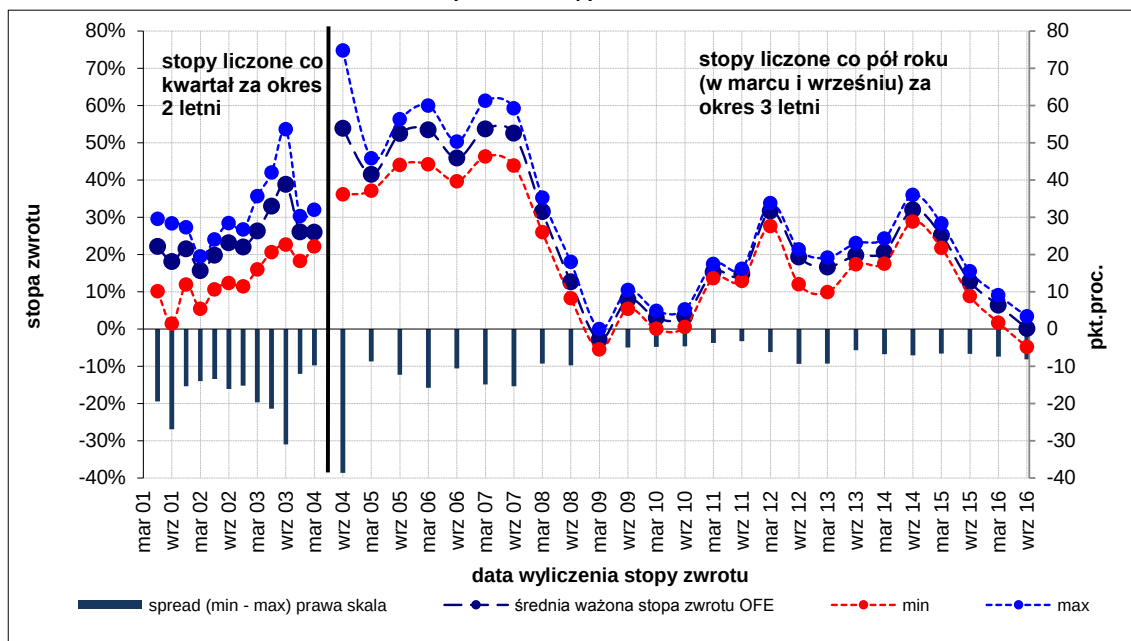
Różnica między najwyższą i najniższą stopą zwrotu OFE wyniosła 8,2 pkt. proc.

Tabela 3.1. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE

Nazwa OFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2013	30.09.2016	
MetLife OFE	34,88	36,04	3,326%
PKO BP Bankowy OFE	34,82	35,89	3,073%
Allianz Polska OFE	34,10	34,91	2,375%
Nordea OFE	37,41	38,18	2,058%
AXA OFE	35,31	35,81	1,416%
OFE Pocztylion	32,78	33,15	1,129%
OFE PZU „Złota Jesień”	35,79	35,90	0,307%
AEGON OFE	34,45	34,37	-0,232%
Aviva OFE Aviva BZ WBK	35,34	34,97	-1,047%
Nationale-Nederlanden OFE	38,75	37,92	-2,142%
Pekao OFE	33,89	32,93	-2,833%
Generali OFE	36,92	35,13	-4,848%
Średnia ważona stopa zwrotu OFE			0,133%
Zmiana wartości indeksu WIG			-6,395%
Zmiana wartości indeksu WIG20			-28,518%
Zmiana wartości indeksu WIG20TR			-20,222%
Zmiana wartości indeksu FTSE Poland Government			16,280%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

Wykres 3.1. Stopy zwrotu OFE*



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

Źródło: KNF

Ustalane i ogłaszane przez KNF 3-letnie stopy zwrotu OFE mają wpływ na podział rachunków premialnych i przychody powszechnych towarzystw emerytalnych. PTE uzyskują uprawnienie do wycofania na rachunek rezerwowy środków zgromadzonych na rachunku premialnym, w zależności od stopy zwrotu uzyskanej przez zarządzany przez nie OFE oraz relacji stopy zwrotu do poziomu inflacji. Środki z rachunku premialnego mogą zostać przekazane na rachunek rezerwowy, a następnie do PTE, jako dodatkowe wynagrodzenie za wyniki inwestycyjne OFE pod warunkiem, że stopa zwrotu funduszu zarządzanego przez towarzystwo za okres ostatnich 6 lat jest nie niższa niż wskaźnik inflacji wyliczany i podawany przez GUS za ten okres. PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu wycofuje z rachunku premialnego całość środków, PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu przekazuje całość środków do OFE. Pozostałe PTE wycofują część środków zgromadzonych na rachunku premialnym, stanowiącą iloczyn środków zgromadzonych na rachunku premialnym i procentowego wskaźnika premialnego. Procentowy wskaźnik premialny oblicza się jako iloraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który uzyskał najniższą stopę zwrotu oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusze o najwyższej i najniższej stopie zwrotu.

Tabela 3.2. Podział rachunku premiowego za półroczne okresy przypadające od 30.09.2013 do 30.09.2016 (w mln zł)

Nazwa OFE	Kwota przekazana na rachunek rezerwowy	Kwota przekazana do funduszu	łącznie
Nationale-Nederlanden OFE	31,3	41,0	72,3
Aviva OFE Aviva BZ WBK	30,6	35,9	66,4
OFE PZU "Złota Jesień"	18,4	21,5	39,8
MetLife OFE	20,8	3,2	24,0
AXA OFE	11,1	8,1	19,2
Generali OFE	1,1	13,8	14,9
Nordea OFE	12,9	0,8	13,7
AEGON OFE	4,4	8,3	12,6
PKO BP Bankowy OFE	10,7	2,7	13,4
Allianz Polska OFE	8,3	4,0	12,3
OFE Pocztynion	1,9	3,7	5,6
Pekao OFE	1,1	3,8	4,9
OFE WARTA	0,4	0,5	0,9
Razem OFE	152,9	147,3	300,2

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, obliczenia własne

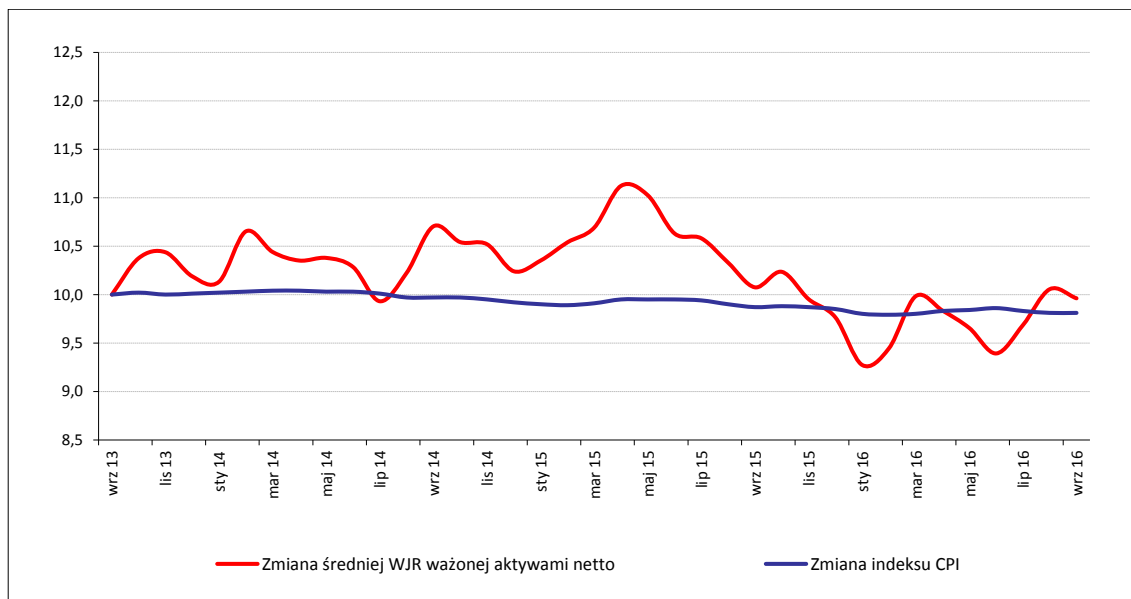
Łączna wartość środków zgromadzonych na rachunkach premiowych OFE, podlegająca podziałowi w okresie od 30 września 2013 do 30 września 2016 roku, wyniosła 300 mln zł, z czego 153 mln zł zostało przeniesione na rachunek rezerwowy poszczególnych OFE, a 147 mln zł zostało przekazane do OFE i poprawiło wyniki finansowe funduszy. Na taki podział środków z rachunku premiowego najistotniejszy wpływ miały wyniki osiągnięte przez największe OFE. Wyniki inwestycyjne tych podmiotów sprawiły, że podział środków ustalił się w następujących proporcjach: 51% środków przekazano do PTE, 49% powróciło do OFE.

Nominalna stopa zwrotu ze średniej WJR OFE ważonej aktywami netto od początku badanego okresu do listopada 2015 roku, za wyjątkiem lipca 2014 roku, była wyższa od zmiany wartości wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index*, CPI). Słabsze wyniki inwestycyjne OFE pod koniec 2015 roku i na początku 2016 roku sprawiły, że nominalna stopa zwrotu OFE była niższa niż zmiana wskaźnika CPI. W pierwszym kwartale 2016 roku OFE, dzięki lepszym wynikom inwestycyjnym i przy jednocześnie utrzymującej się stabilności wskaźnika CPI, odrobiły część strat z poprzednich miesięcy. Odwrócenie koniunktury na krajowej giełdzie papierów wartościowych w drugim kwartale 2016 roku przełożyło się wystąpienie ujemnej realnej stopy zwrotu OFE. Począwszy od trzeciego kwartału 2016 roku OFE zaczęły odrabiać straty z poprzedniego kwartału i na koniec analizowanego okresu realna stopa zwrotu OFE wyniosła 1,53% przy utrzymującej się od III kwartału 2014 r. deflacji.

W badanym okresie 51% środków z rachunku premiowego trafiło do PTE.

Średnia realna stopa zwrotu OFE wyniosła 1,53%.

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



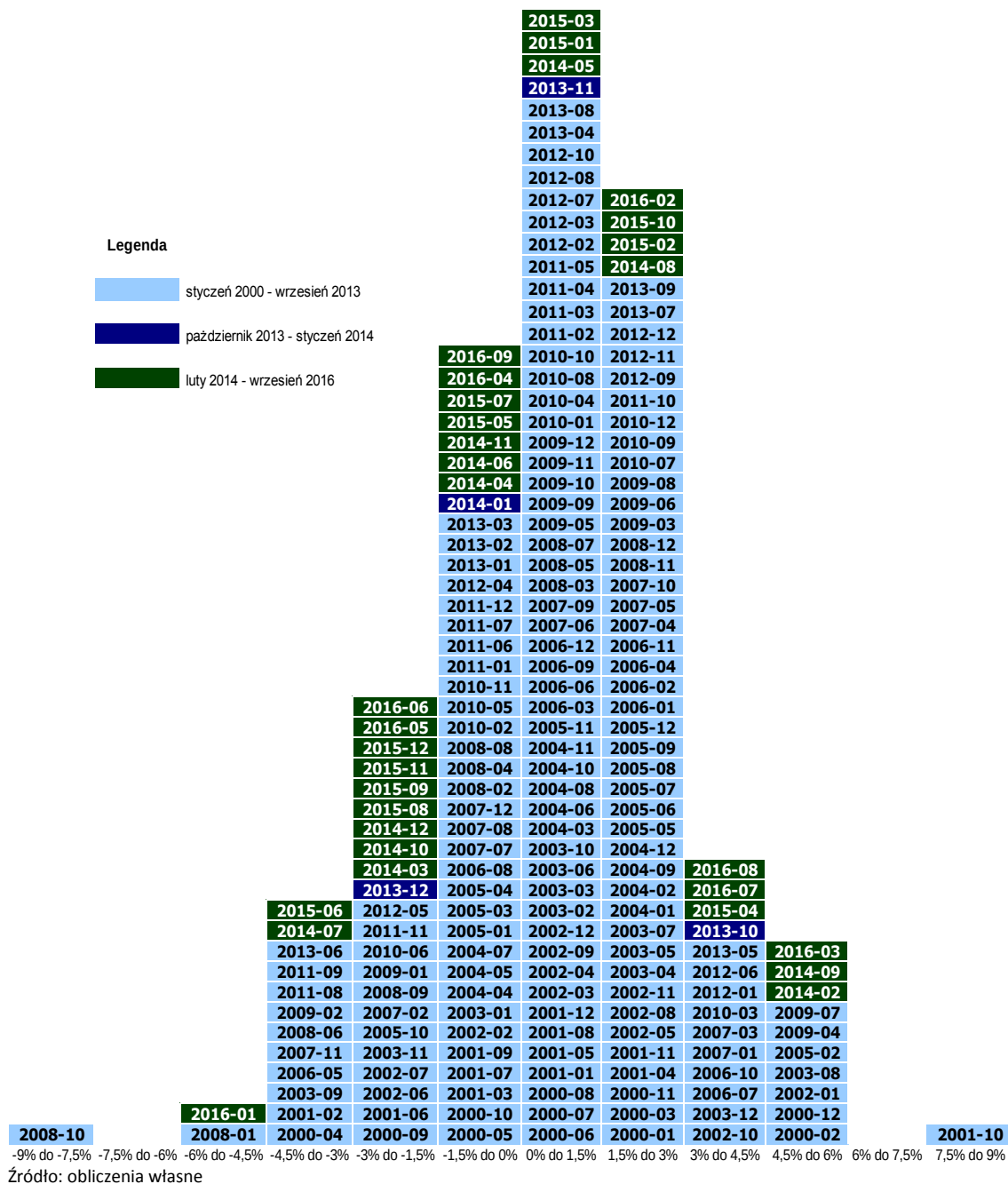
30.09.2013=10

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

Analiza histogramu miesięcznych stóp zwrotu OFE w okresie od stycznia 2000 roku do września 2016 roku pokazuje wyniki odnotowane w badanym okresie na tle wyników historycznych. W całym okresie stopy charakteryzuje asymetria rozkładu względem stopy zerowej, ale dominują stopy dodatnie. Należy podkreślić tutaj fakt, iż obserwowane wartości stóp zwrotu OFE są skupione wokół swojej średniej, a sam histogram posiada wysmukły kształt.

Stopy zwrotu z okresu od października 2013 roku do stycznia 2014 roku oznaczono kolorem granatowym, a z okresu od lutego 2014 roku do września 2016 roku - okres 32 miesięcy po przekazaniu do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE - kolorem ciemnozielonym. Analizując histogram, warto zwrócić uwagę na skrajną ujemną wartość, która wystąpiła w październiku 2008 roku. Był to najgorszy miesiąc w historii OFE. Stopa na poziomie –8,3% odchyła się o 3,2 pkt. proc. od drugiego w kolejności, najgorszego wyniku inwestycyjnego na rynku OFE (styczeń 2016 roku, stopa zwrotu –5,1%). W drugim ogonie histogramu, skrajna stopa zwrotu na poziomie 8,2% pojawiła się w październiku 2001 roku. Trzeba również zauważyć, że 32 ostatnie obserwacje (okres luty 2014 – wrzesień 2016) cechuje stosunkowo duży rozrzut od wartości średniej (rozstęp pomiędzy skrajnymi obserwacjami z tego okresu wynosi 10,7 pkt. proc.), pomimo braku na rynkach finansowych zdarzeń porównywalnych do tych z ostatniego kryzysu finansowego. Kluczowy wpływ na taki kształt histogramu miało upodobnienie się OFE do funduszy akcyjnych, których wyniki inwestycyjne są silnie zależne od koniunktury na giełdzie. Zmiana profilu ryzyka OFE nastąpiła w wyniku zmian prawnych polegających m.in. na przekazaniu do ZUS 51,5% środków zgromadzonych na rachunkach członków OFE głównie w formie instrumentów skarbowych, wprowadzeniu zakazu inwestycji w instrumenty skarbowe oraz obowiązku utrzymywania przez OFE w 2014 roku co najmniej 75% swoich aktywów w akcjach, w roku 2015 co najmniej 55%, a w 2016 roku odpowiednio 35%.

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



Inwestycje w spółki PKN ORLEN, GRUPA KĘTY i AMREST HOLDINGS pozwoliły funduszom osiągnąć najwyższe nominalne zyski w badanym okresie. Relatywnie duże straty OFE odnotowały na inwestycjach w akcje spółek PKO BP (sektor bankowy), LPP (sektor handlu detalicznego), KGHM Polska Miedź (sektor surowcowy), Getin Noble Bank (sektor bankowy) oraz PZU (sektor ubezpieczeniowy).

Tabela 3.3. Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 30.09.2013 do 30.09.2016

Nazwa instrumentu	Kategoria lokat	Łączny zysk w mln zł
PKN ORLEN	akcje	4 030
GRUPA KĘTY	akcje	1 727
AMREST HOLDINGS	akcje	1 452
KRUK	akcje	1 237
ING BANK ŚLĄSKI	akcje	1 231
CCC	akcje	938
BUDIMEX	akcje	896
INTER CARS	akcje	806
ORBIS	akcje	747
TVN	akcje	686
INTEGER.PL	akcje	-712
LW BOGDANKA	akcje	-714
PGE	akcje	-805
PEKAO	akcje	-809
MBANK	akcje	-850
PZU	akcje	-1 289
GETIN NOBLE BANK	akcje	-1 339
KGHM POLSKA MIEDŹ	akcje	-1 363
LPP	akcje	-2 321
PKO BP	akcje	-3 542

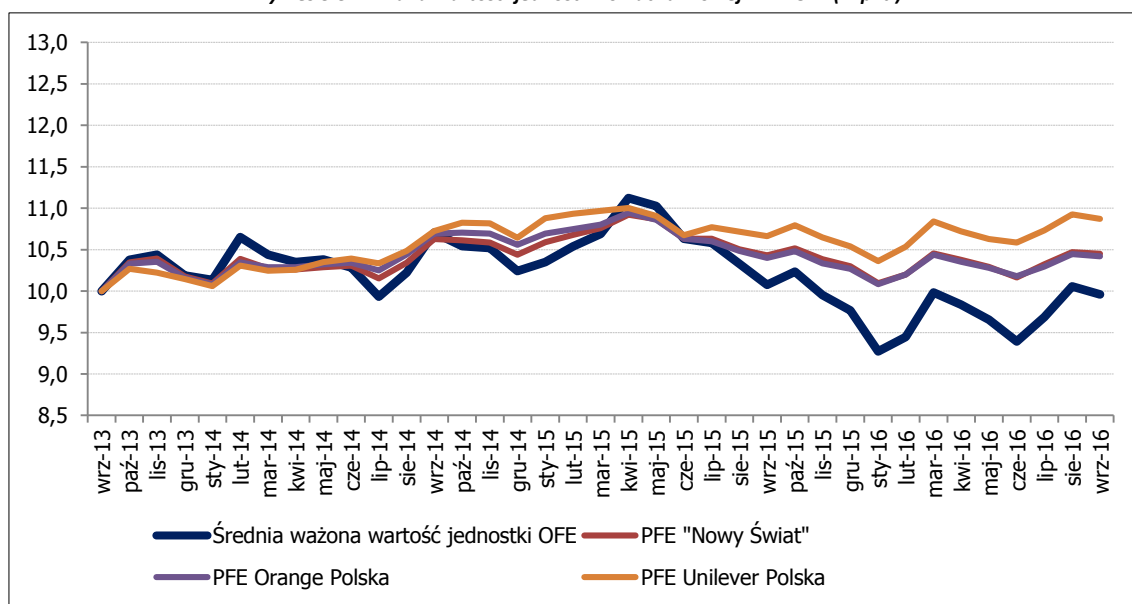
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

3.2 Pracownicze fundusze emerytalne

Wyniki inwestycyjne PFE kształtowały się w przedziale od 4,2% do 8,7%.

Na rynku PFE wyniki inwestycyjne osiągane przez poszczególne podmioty w okresie 3 lat (mierzone zmianą wartości jednostki rozrachunkowej) kształtowały się w przedziale od 4,2% (PFE Orange Polska) do 8,7% (PFE UNILEVER POLSKA). Wszystkie PFE w badanym okresie osiągnęły wyniki lepsze niż średnia stopa zwrotu na rynku OFE. Średnia stopa zwrotu ważona aktywami netto PFE wyniosła 4,4% w okresie trzyletnim. W I kwartale 2016 roku aktywa i składki członków PFE NESTLE POLSKA zostały przeniesione do programu prowadzonego w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, a fundusz i zarządzające nim towarzystwo zostaną zlikwidowane.

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



Wartość na dzień 30.09.2013 = 10

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

3.3 Dobrowolne fundusze emerytalne

Na koniec września 2016 roku na rynku działało osiem dobrowolnych funduszy emerytalnych. Okres, w jakim działają DFE jest jeszcze dosyć krótki, a ich aktywa niewielkie, stąd uzyskane i prezentowane stopy zwrotu są wskaźnikiem stosunkowo mało miarodajnym, aby na ich podstawie oceniać długoterminową efektywność inwestycyjną DFE.

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

Tabela 3.5. Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE

Nazwa DFE	WJR (zł)		Stopa zwrotu w okresie
	30.09.2013	30.09.2016	
Allianz DFE*	11,49	13,05	13,58%
DFE Pekao	11,47	12,64	10,20%
DFE Pocztylion Plus	10,57	11,31	7,0%
DFE PZU	16,80	24,94	48,45%
Generali DFE	10,17	12,93	27,14%
MetLife DFE	18,96	23,46	23,73%
Nationale-Nederlanden DFE	15,69	21,62	37,79%
PKO DFE	12,94	14,37	11,05%

*Stopa zwrotu wyliczona na wartościach jednostki rozrachunkowej typu I

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

4 Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych

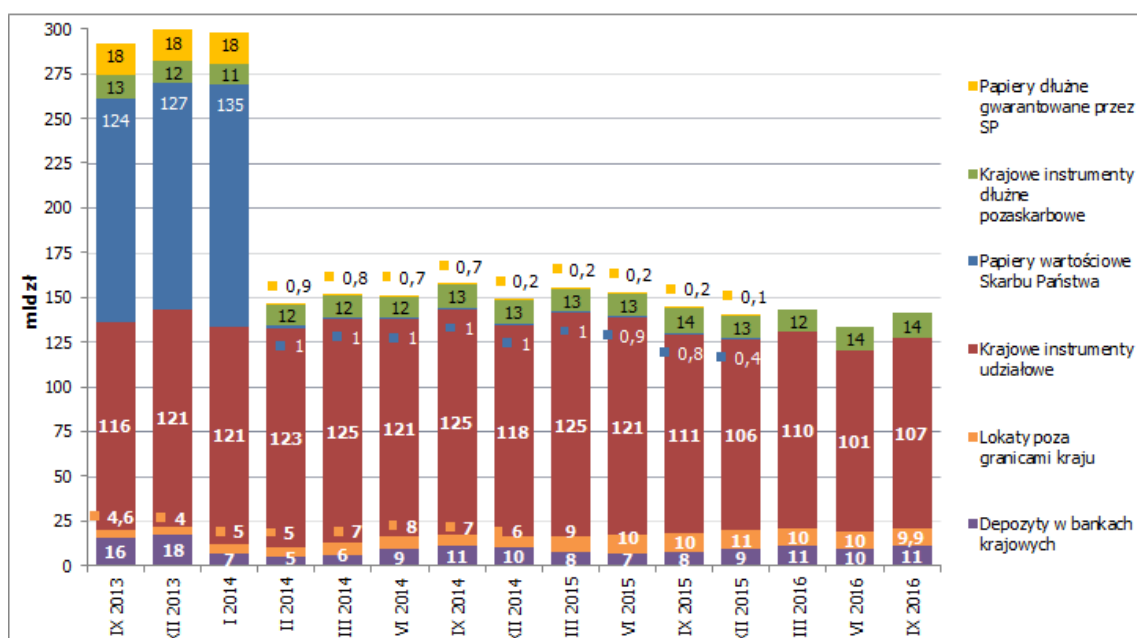
4.1 Struktura lokat funduszy emerytalnych

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 dokonana na mocy ustawy z dnia 6 grudnia 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, w szczególności przekazanie 3 lutego 2014 roku przez OFE do ZUS aktywów stanowiących równowartość 51,5% środków zgromadzonych przez członków OFE,
- zmienna koniunktura na rynku kapitałowym i finansowym oraz relatywnie gorsze stopy zwrotu osiągane na polskiej GPW na tle innych rynków,
- zmiany w poziomie składek emerytalnych przekazywanych do OFE.

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



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

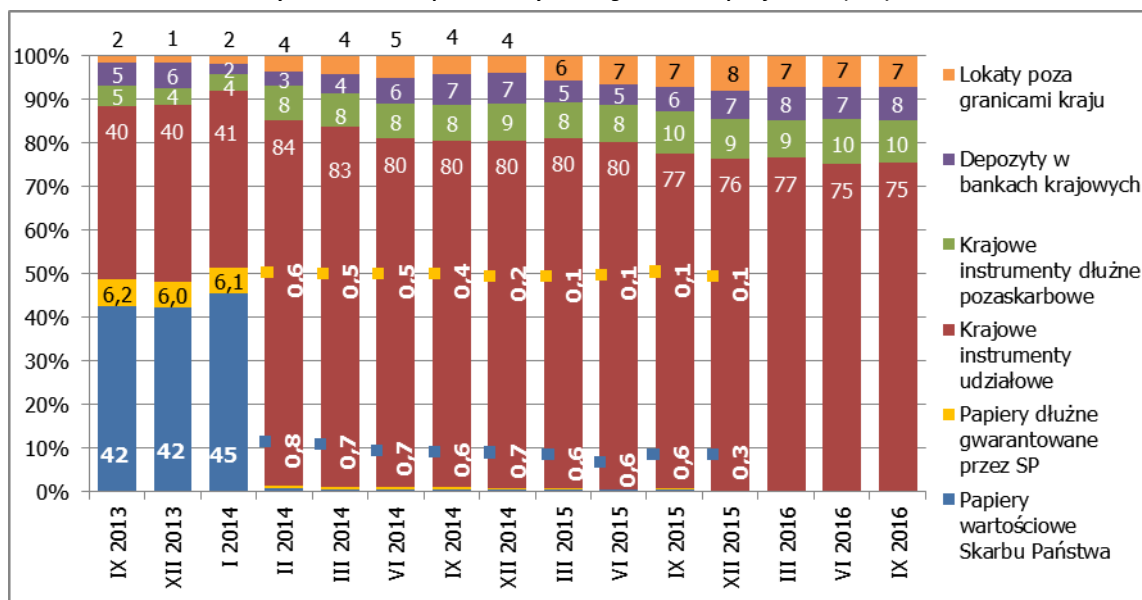
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

¹ OFE w okresie przejściowym (do 4 lutego 2016 r.) mogły posiadać także obligacje Skarbu Państwa i gwarantowane przez Skarb Państwa, jeżeli nie podlegały one przekazaniu do ZUS i były nabyte przed 4 lutego 2014 r.

Kolejnym czynnikiem kształtującym alokację aktywów OFE w analizowanym okresie były zmiany wysokości składek emerytalnych przekazywanych do II filara systemu emerytalnego. W 2013 roku było to 2,8% podstawy wymiaru składki, w styczniu 2014 roku 3,1%, a od lutego 2014 roku 2,92%. Od 1 lipca 2014 roku składki do OFE są przekazywane tylko dla osób, które złożyły oświadczenie w tej sprawie (około 16% wszystkich członków OFE).

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



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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Najważniejsze zmiany zachodzące w strukturze lokat OFE wobec opisanych powyżej zjawisk to zredukowanie części dłużnej portfela z 54% na koniec września 2013 roku do 10% na 30 września 2016 roku, a z drugiej strony zwiększenie udziału akcji (krajowych i zagranicznych) z 41% we wrześniu 2013 roku do ponad 82% na koniec analizowanego okresu.

W wyniku przekazania części obligacyjnej aktywów OFE do ZUS oraz zakazu lokowania aktywów OFE w ten rodzaj instrumentów, papiery wartościowe Skarbu Państwa stanowiły poniżej 1% wartości całego portfela OFE, a od lutego 2016 roku OFE nie posiadają tych papierów w swoich portfelach. We wcześniejszym okresie inwestycje OFE koncentrowały się na polskich skarbowych papierach wartościowych, a ich udział w portfelach OFE wynosił ponad 40%.

Jednocześnie nastąpił ponad dwukrotny wzrost wartości lokat OFE poza granicami kraju do 10 mld zł. We wrześniu 2013 roku stanowiły one 1,6% wartości portfela OFE, a na koniec września 2016 roku już 7%.

Tabela 4.1. Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2016

Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	106 364,8	75,26%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	10 859,9	7,68%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	9 674,4	6,85%
Niezabezpieczone całkowite obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	6 605,1	4,67%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	1 471,2	1,04%
Hipoteczne listy zastawne	1 358,6	0,96%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	1 023,8	0,72%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	635,4	0,45%

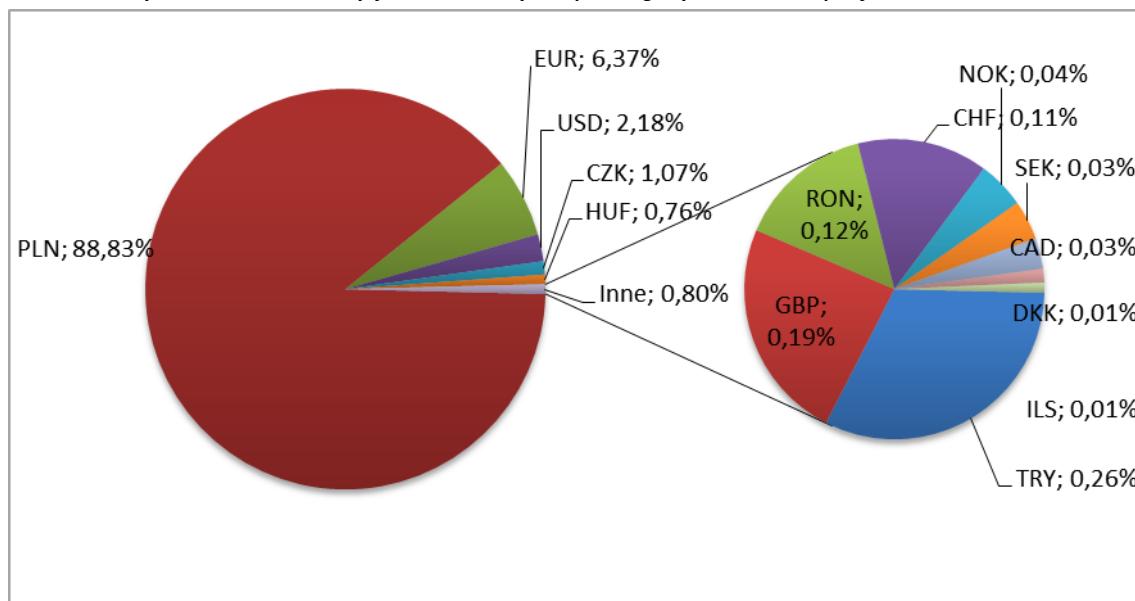
Kategoria lokat	Wartość (w mln zł)	Udział w portfelu
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	623,5	0,44%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	574,6	0,41%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe zerokuponowe spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	523,9	0,37%
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	506,3	0,36%
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	266,6	0,19%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków	242,6	0,17%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium UE, EOG i OECD	130,0	0,09%
Obligacje przychodowe o zmiennym oprocentowaniu	128,9	0,09%
Niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	70,9	0,05%
Zabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, emitowane przez inne podmioty niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	66,2	0,05%
Depozyty w bankach krajowych w walutach państw UE, EOG i OECD	62,7	0,04%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	30,5	0,02%
Publiczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	30,4	0,02%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	20,0	0,01%
Obligacje o stałym oprocentowaniu zamienne na akcje spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	18,0	0,01%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium UE, EOG i OECD, będące przedmiotem oferty publicznej	14,5	0,01%
Prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	11,2	0,01%
Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	5,3	0,004%
Akcje będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium UE, EOG i OECD nienotowane na rynku regulowanym	5,1	0,004%
Prawa do dywidendy z akcji spółek giełdowych, notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych	0,3	0,000%
Suma	141 324,6	100,00%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

89% lokat
OFE jest
denominowa
nych w
walucie
krajowej.

Na dzień 30 września 2016 roku OFE ulokowały prawie 89% swoich aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie krajowej. W ciągu trzech lat nastąpił wzrost wartości i udziału w portfelu lokat denominowanych w walutach obcych. Wynikało to ze zmniejszenia wartości aktywów denominowanych w złotych na skutek przekazania obligacji skarbowych do ZUS oraz z większego zainteresowania zarządzających aktywami OFE zagranicznymi rynkami kapitałowymi. Na koniec września 2016 roku wszystkie otwarte fundusze emerytalne posiadały w portfelach inwestycyjnych instrumenty denominowane w walucie innej niż PLN. W większości były one denominowane w euro, w następnej kolejności w dolarach amerykańskich lub czeskiej koronie, w mniejszym stopniu w innych walutach. Do tej kategorii lokat zaliczają się również instrumenty finansowe notowane w ramach *dual listingu* i nabywane przez OFE w Polsce, których wartość na koniec września 2016 roku wynosiła 4,6 mld zł, co stanowiło 3,3% portfela OFE.

Wykres 4.3. Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2016

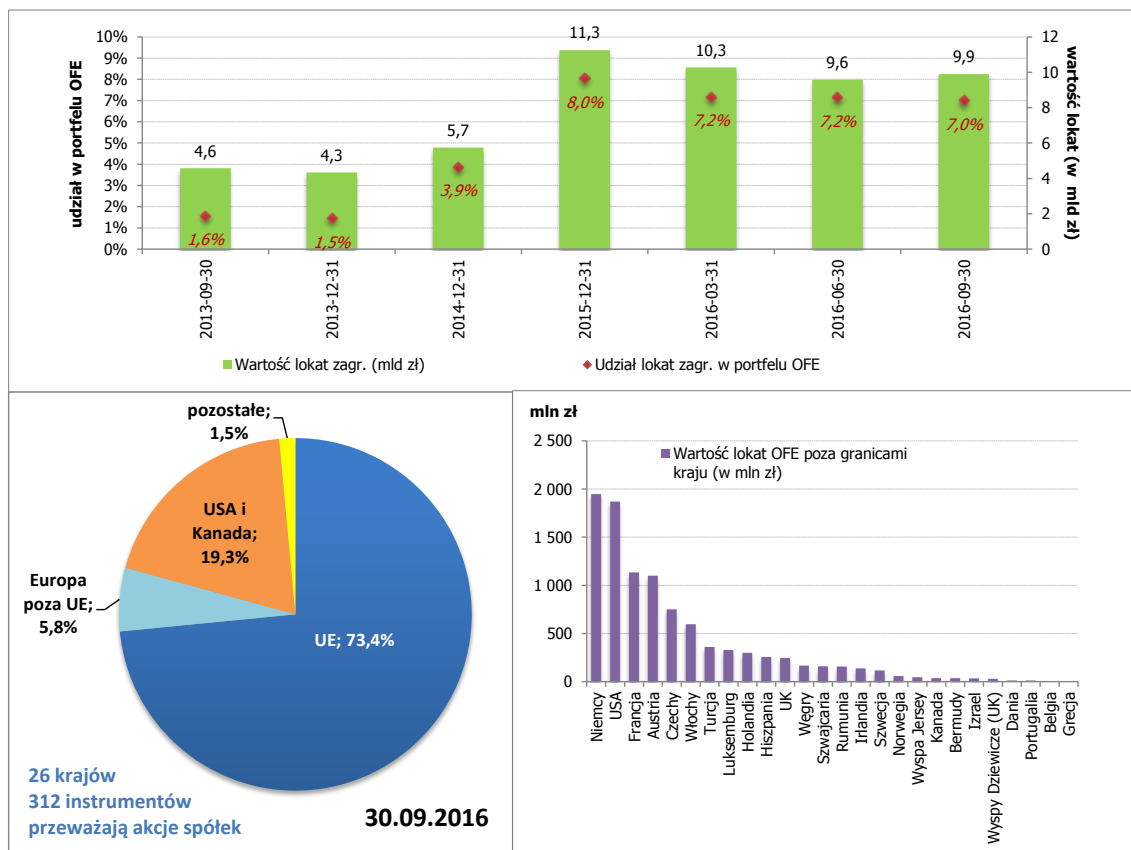


Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Na dzień 30 września 2016 roku OFE ulokowały za granicą środki o wartości prawie 10 mld zł, co stanowiło 7% wartości całego portfela. W tej kwocie prawie 98% stanowiły instrumenty udziałowe. Lokaty poza granicami kraju obejmowały 312 instrumentów finansowych emitentów z 26 krajów. Dla porównania 3 lata wcześniej takie inwestycje miały wartość 4,6 mld zł, stanowiły 1,6% wartości portfela i obejmowały 65 instrumentów z 12 krajów. Większa aktywność OFE poza granicami kraju jest konsekwencją diametralnej zmiany ich polityki inwestycyjnej, dokonanej poprzez zmianę przepisów prawa i próbę dywersyfikacji portfeli przez zarządzających. Istotnym czynnikiem była również relatywnie lepsza koniunktura na giełdach zagranicznych w porównaniu do GPW w Warszawie oraz większa płynność nabywanych instrumentów zagranicznych.

Na koniec września 2016 roku największa część portfela OFE obejmującego lokaty poza granicami kraju była ulokowana w instrumentach emitentów z Niemiec i USA (w sumie prawie 40%) oraz Francji i Austrii. OFE lokują środki przede wszystkim w instrumenty emitentów z państw Unii Europejskiej (prawie ¾ portfela lokat poza granicami kraju).

Wykres 4.4. Inwestycje OFE poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Limity inwestycyjne

Z dniem 1 lutego 2014 roku nastąpiła radykalna zmiana w przepisach regulujących zasady polityki lokacyjnej OFE w zakresie limitów inwestycyjnych. Wprowadzono zakaz lokowania aktywów OFE w instrumenty skarbowe oraz określono minimalny limit udziału akcji w aktywach na poziomie 75%, który obowiązywał do 31 grudnia 2014 roku i w kolejnych latach ulegał obniżeniu. W 2016 roku limit ten wynosił 35%.

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

Ustawodawca, wdrażając zmiany, przewidział okres na dostosowanie portfeli OFE do nowych limitów inwestycyjnych. Do dnia 4 lutego 2016 roku OFE mogły posiadać w swoich aktywach skarbowe papiery wartościowe, obligacje na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i bankowe papiery wartościowe emitowane przez BGK gwarantowane przez Skarb Państwa, które zostały nabyte przed 4 lutego 2014 roku i nie zostały przekazane do ZUS. Na dzień 30 września 2016 roku OFE nie posiadały w swoich portfelach tego typu instrumentów.

Patrząc na wykorzystanie określonych w prawie limitów inwestycyjnych przez OFE widoczne jest ponad dwukrotnie wyższe zaangażowanie OFE w instrumenty udziałowe, dla których minimalny limit wynosi obecnie 35%. Ze względu na skalę zaangażowania na GPW, OFE nie mają możliwości szybkiego przebudowania swoich portfeli bez wpływu na poziom cen akcji. Zakaz inwestycji w papiery skarbowe, dostępność oraz charakterystyka emisji korporacyjnych

i samorządowych papierów dłużnych uniemożliwiają budowę zrównoważonego subportfela dłużnego, a tym samym obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego.

Tabela 4.2. Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2016

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
1. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	lokaty niedozwolone
2. Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom	-	-	
3. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
4. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw UE, EOG i OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty	-	-	
5. Depozyty bankowe w walucie polskiej	10 859,9	7,57%	20%
6. Depozyty bankowe denominowane w walutach państw UE, EOG i OECD	62,7	0,04%	
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	106 382,8	74,19%	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	41,7	0,03%	
9. Akcje spółek notowanych na zagranicznym rynku regulowanym oraz obligacje zamienne na akcje tych spółek, a także notowane na tym rynku prawa poboru i prawa do akcji	9 674,4	6,75%	
10. Akcje, prawa poboru i prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, nienotowane na rynku regulowanym	5,1	0,0%	
11. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte	101,4	0,07%	10%
12. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
13. Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	-	-	15%
14. Tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
15. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	1 023,8	0,71%	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	878,1	0,61%	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	128,9	0,09%	20%
20. Obligacje przychodowe emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	130,0	0,09%	
21. Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem krajowej oferty publicznej	623,5	0,43%	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	66,2	0,05%	
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	574,6	0,40%	10%

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

Kategoria ustawowa**	Wartość na dzień wyceny (w mln zł)	Udział w aktywach	Limit udziału w aktywach*
24. Inne niż będące przedmiotem oferty publicznej obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty inne niż właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw UE, EOG i OECD, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium tych państw	-	-	
25. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na krajowym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 21 i 22	7 149,0	4,99%	10%
28. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na zagranicznym rynku regulowanym, inne niż papiery wartościowe w pkt. 23 i 24	-	-	
26. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem krajowej oferty publicznej, inne niż papiery wartościowe w pkt. 15 i 21	266,6	0,19%	5%
27. Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium państw UE, EOG i OECD, inne niż papiery wartościowe w pkt. 16 i 23	14,5	0,0%	
29. Krajowe listy zastawne	1 358,6	0,95%	40%
30. Dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucję kredytową, mającą siedzibę na terytorium państw UE, EOG i OECD	-	-	
31. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym	-	-	10%
32. Kwity depozytowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym	5,3	0,00%	
33. Obligacje emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	-	-	lokaty niedozwolone jeśli są gwarantowane przez Skarb Państwa
34. Obligacje inne niż w pkt. 33, bankowe papiery wartościowe i listy zastawne emitowane przez BGK***	1 977,5	1,38%	
35. Inne krajowe papiery wartościowe	-	-	0%
36. Inne zagraniczne papiery wartościowe	0,3	0,00%	-
Pozostałe składniki aktywów	2 066,9	1,4%	-
Aktywa	143 391,5	100,0%	-

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

Pozostałe limity inwestycyjne nieprzypisane do konkretnych kategorii lokat:

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

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

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

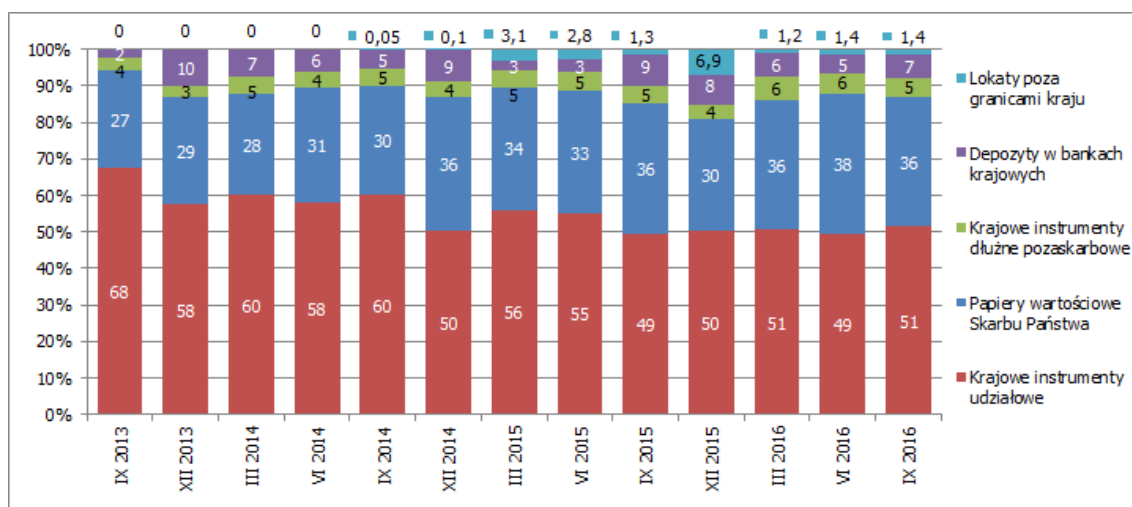
4.1.2 Dobrowolne fundusze emerytalne

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

W analizowanym okresie inwestycje DFE koncentrowały się na akcjach spółek notowanych na GPW oraz polskich skarbowych papierach wartościowych. Na koniec września 2016 roku krajowe instrumenty udziałowe stanowiły 51% wartości portfela DFE, a papiery wartościowe Skarbu Państwa 36%. Wśród papierów dłużnych w portfelach DFE dominowały obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu (prawie 29% wartości portfela na koniec września 2016 roku). W grupie instrumentów dłużnych pozaskarbowych największą część stanowiły obligacje korporacyjne i samorządowe - 5% wartości portfela. W bankach krajowych w postaci depozytów było ulokowane ponad 6% portfela DFE.

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

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



Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

W III kwartale 2014 roku w portfelach DFE pojawiły się lokaty poza granicami kraju, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 1,4% wartości portfela. Poziom zaangażowania w tego rodzaju lokaty był relatywnie niski. Wyjątkiem był IV kwartał 2015 roku, w związku z lokatami jednego dobrowolnego funduszu, z których zarządzający w krótkim czasie się wycofali. Lokaty poza granicami kraju to akcje spółek notowanych na rynku regulowanym.

Tabela 4.3. Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2016

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	71 540	50,8%
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	40 358	28,7%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	9 346	6,6%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	9 317	6,6%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium RP	4 141	2,9%
Akcje spółek notowanych na rynku regulowanym w państwach innych niż RP	2 003	1,4%
Niebędące przedmiotem oferty publicznej zabezpieczone całkowicie obligacje i dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki	895	0,6%
Zabezpieczone całkowicie obligacje o zmiennym oprocentowaniu podmiotów innych niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP	721	0,5%
Prawa do akcji notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	663	0,5%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	582	0,4%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, będące przedmiotem oferty publicznej	461	0,3%
Niezabezpieczone całkowicie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu spółek nienotowanych na rynku regulowanym na terytorium RP,	354	0,3%

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP		
Obligacje o stałym oprocentowaniu emitowane przez BGK na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym gwarantowane lub poręczane przez SP	233	0,2%
Prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	175	0,1%
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez BGK inne niż określone w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym	10	0,01%
Suma	140 800	100,0%

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

DFE różnią się realizowaną polityką inwestycyjną i profilem ryzyka.

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

Tabela 4.4. Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 30.09.2016

Rodzaj lokat	Udział w portfelu DFE		
	minimum	średnia	maksimum
Papiery wartościowe Skarbu Państwa	19,7%	37,7%	60,4%
Krajowe instrumenty udziałowe	27,9%	48,6%	71,9%
Krajowe instrumenty dłużne pozaskarbowe	0,0%	7,0%	40,3%
Krajowe depozyty bankowe	0,0%	5,4%	17,5%
Zagraniczne instrumenty udziałowe	0,0%	1,3%	7,3%

Źródło: Sprawozdania finansowe DFE

Na dzień 30 września 2016 roku poziom zaangażowania poszczególnych DFE w instrumenty udziałowe kształtował się w przedziale od 28% do 72% wartości portfela. W przypadku papierów wartościowych Skarbu Państwa był to przedział od 20% do 60%. Niektóre fundusze nie posiadały lokat w depozyty bankowe, dłużne instrumenty pozaskarbowe bądź lokat poza granicami kraju.

4.1.4 Pracownicze fundusze emerytalne

Najważniejszymi pozycjami portfela pracowniczych funduszy emerytalnych na dzień 30 września 2016 roku były obligacje Skarbu Państwa (63%) i akcje notowane na GPW (29%).

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

Tabela 4.5. Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2016 roku

Kategoria lokat	Wartość (w tys. zł)	Udział w portfelu
Obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu	1 023 865	57,1%
Akcje notowane na rynku regulowanym na terytorium RP	517 080	28,8%
Obligacje skarbowe zerokuponowe	98 288	5,5%
Depozyty w bankach krajowych w walucie polskiej	84 803	4,7%
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	46 263	2,6%
Hipoteczne listy zastawne	12 081	0,7%
Obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu	11 626	0,6%
Prawa do akcji będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP nienotowane na rynku regulowanym	37	0,0%
Suma	1 794 043	100,0%

Źródło: Sprawozdania finansowe PFE

W 3 funkcjonujących pracowniczych funduszach emerytalnych profile ryzyka poszczególnych funduszy są zbliżone. Instrumenty udziałowe stanowią około 30% wartości portfela PFE pozycjonując je w grupie funduszy stabilnego wzrostu. W przypadku PFE Nestle Polska aktywa na koniec analizowanego okresu były równe zero w związku ze zmianą instytucji zarządzającej w pracowniczych programach emerytalnych i wytransferowaniem środków do funduszy inwestycyjnych.

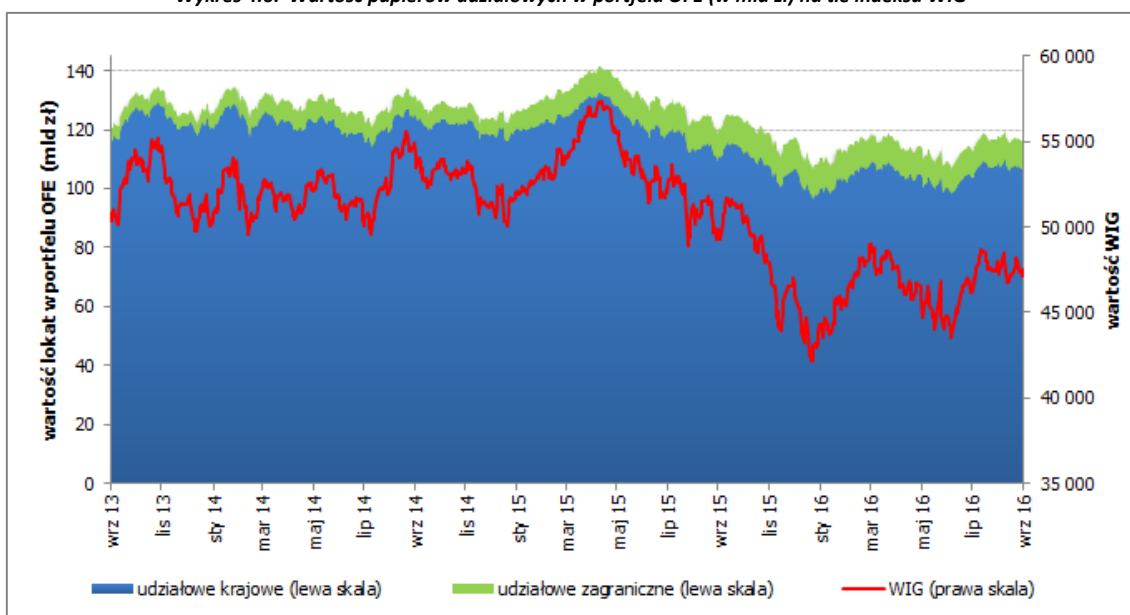
4.2 Papiery udziałowe w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

Papiery
udziałowe
stanowiły 82%
portfela OFE.

W analizowanym 3-letnim okresie wartość inwestycji OFE w krajowe i zagraniczne udziałowe papiery wartościowe kształtowała się w przedziale 107 do 142 mld zł. Systematyczny spadek wartości portfela akcji OFE od maja 2015 roku to przede wszystkim konsekwencja głębokiego spadku cen na rynku akcji, a w 2016 roku dodatkowo relatywnie gorszej koniunktury na GPW w porównaniu do innych rynków.

Przeniesienie ponad połowy aktywów otwartych funduszy emerytalnych do ZUS w 2014 roku spowodowało skokowy wzrost udziału subportfela akcyjnego z 42% do 87% i radykalną zmianę profilu ryzyka OFE, które stały się *de facto* funduszami polskich akcji. Do końca 2014 roku OFE miały obowiązek utrzymywać minimum 75% wartości aktywów w akcjach, prawach poboru i prawach do akcji. W 2015 roku limit ten zmniejszył się do 55%, w 2016 roku do 35%, a w 2017 roku będzie wynosił 15%. Wobec zakazu inwestowania w obligacje skarbowe, pomimo obniżenia minimalnego limit zaangażowania, OFE nadal utrzymują wysokie zaangażowanie w instrumenty udziałowe. Na koniec września 2016 roku udziałowe papiery wartościowe stanowiły 82% wartości portfela OFE. Wynika to między innymi z wysokiego zaangażowania w spółki z GPW przy ograniczonych możliwościach zbycia dużych pakietów akcji, a także z ograniczonych alternatyw inwestycyjnych.

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



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW

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

W analizowanym 3-letnim okresie transakcje sprzedaży instrumentów udziałowych notowanych na GPW, jakie przeprowadzały OFE, przewyższały o 2,8 mld zł realizowane przez fundusze transakcje kupna. Otwarte fundusze stanęły po stronie podaży na rynku krajowym, co było szczególnie widoczne po zmianach prawnych w systemie emerytalnym i przekazaniu w lutym 2014 roku części aktywów OFE do ZUS. Od 2014 roku tylko w 4 z 11 kwartałów OFE dokupywały akcje na GPW, a II połowa 2015 roku wyróżniała się znacznym wolumenem sprzedaży na rynku krajowym. Jest to znacząca zmiana w porównaniu do wcześniejszego okresu, gdy fundusze emerytalne akumulowały papiery w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym i *per saldo* dokupywały akcje na GPW będąc źródłem stabilnego

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYCJI EMERYTALNYCH

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

strumienia kapitału dla polskiego rynku kapitałowego z długoterminową perspektywą inwestycyjną.

W przypadku lokat w instrumenty udziałowe poza granicami kraju wartość transakcji kupna przewyższyła wartość transakcji sprzedaży o 5,8 mld zł w okresie analizowanych 3 lat. Jedynie w czterech kwartałach wartość transakcji sprzedaży była wyższa niż wartość transakcji kupna.

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

Okres	Składki do OFE pomniejszone o opłatę od składki (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na instrumentach notowanych na GPW (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na rynku krajowych instrumentów udziałowych (w mln zł)	Saldo wartości transakcji OFE na lokatach w instrumenty udziałowe poza granicami kraju (w mln zł)	Zmiana indeksu WIG w okresie
		(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	(sprzedaż - kupno)	
IV kwartał 2013 r.	2 225	-1 004	-2 137	538	2,0%
I kwartał 2014 r.	3 142	15	-56	-2 138	2,1%
II kwartał 2014 r.	2 844	308	45	-1 050	-0,8%
III kwartał 2014 r.	1 488	94	-120	646	5,7%
IV kwartał 2014 r.	731	-41	-100	1 103	-6,3%
I kwartał 2015 r.	805	-438	-441	-2 229	5,2%
II kwartał 2015 r.	827	1 260	906	-959	-1,4%
III kwartał 2015 r.	741	2 485	2 343	-1 270	-6,6%
IV kwartał 2015 r.	733	-500	-781	-538	-6,7%
I kwartał 2016 r.	819	612	612	264	5,5%
II kwartał 2016 r.	844	98	-595	81	-8,7%
III kwartał 2016 r.	768	-129	-181	-199	5,2%
Suma w okresie przed przekazaniem aktywów z OFE do ZUS (4 m-ce)	6 452	-1 501	-2 780	-2 311	-
Suma w okresie po przekazaniu aktywów OFE do ZUS (32 m-ce)	12 657	4 276	2 220	-5 580	-
SUMA w okresie 3-letnim	15 967	2 760	-504	-5 753	-6,4%
średnia kwartalna	1 331	230	-42	-479	-0,5%

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

Różnica pomiędzy saldem w wartości transakcji na GPW, a ogółem transakcji na instrumentach udziałowych była najczęściej wynikiem wprowadzania do obrotu giełdowego nowych emisji akcji lub odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji.

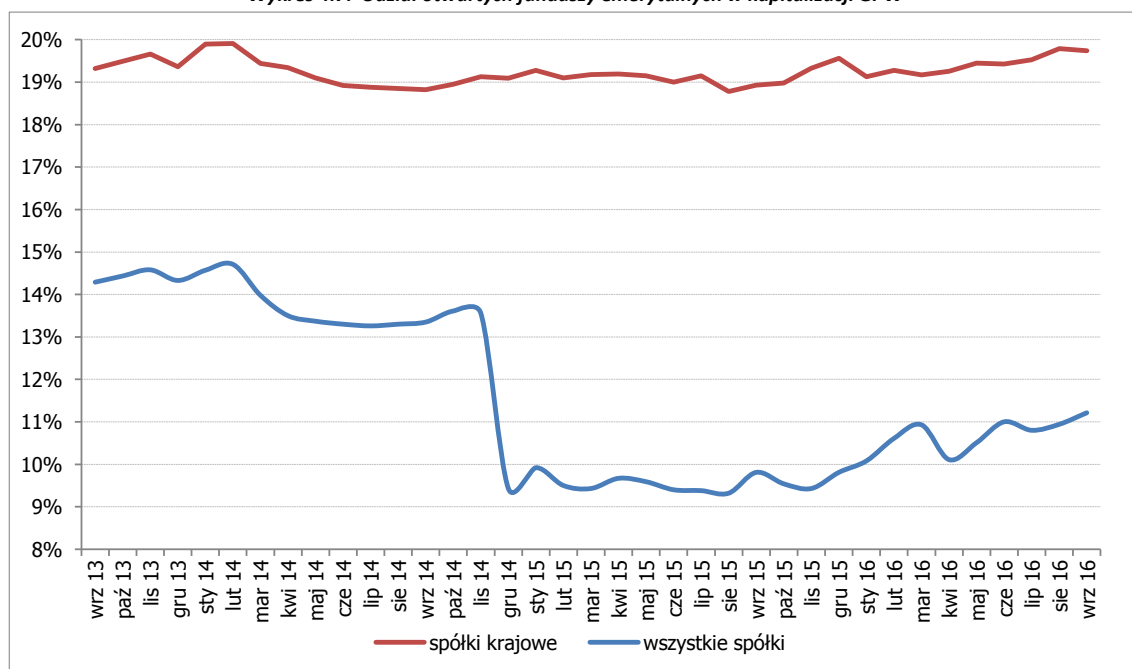
W IV kwartale 2013 roku OFE kupowały akcje spółki Energa S.A. oferowane przez Skarb Państwa. W II kwartale 2014 roku różnica w saldach wynikała z nabywania przez OFE w subskrypcji akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. i Prime Car Management S.A. W III kwartale 2014 roku OFE nabywały akcje PGE S.A. z puli Skarbu Państwa i Polskich Inwestycji Rozwojowych. W IV kwartale 2014 OFE nabywały w subskrypcji akcje nowej emisji Grupy Lotos S.A. W maju 2015 roku OFE kupowały akcje debiutujących na GPW spółek Wirtualna Polska S.A. oraz Uniwheels AG. W IV kwartale 2015 roku OFE odpowiedziały na wezwanie do sprzedaży akcji LW Bogdanka i ACE oraz brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Globe Trade Center. W II kwartale 2016 OFE brały udział w subskrypcji akcji nowej emisji spółki Alior Bank S.A. i odpowiadały na wezwanie do sprzedaży akcji kilku spółek wychodzących z GPW.

W analizowanym okresie udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się w przedziale od 9,3% w sierpniu 2015 roku do 14,7% w lutym 2014 roku. W grudniu 2014 roku gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji GPW wynikał z debiutu na warszawskiej giełdzie spółki Banco Santander, która podniosła kapitalizację GPW o 380 mld zł czyli ponad 40%. Biorąc pod uwagę

Udział OFE w kapitalizacji spółek notowanych na GPW wynosił 11%, a udział we free float 18%.

tylko spółki krajowe, udział OFE w ich kapitalizacji ulegał niewielkim zmianom pozostając na poziomie około 19%.

Wykres 4.7. Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Na koniec analizowanego okresu OFE posiadały w swoich portfelach akcje 308 spółek notowanych na GPW.

50% portfela akcyjnego OFE ulokowana była w 17 największych spółkach notowanych na GPW.

Półowę wartości subportfela akcyjnego otwartych funduszy złożonego z akcji notowanych na GPW stanowiły lokaty w największe spółki (o kapitalizacji powyżej 10 mld zł), a udział OFE w kapitalizacji tych spółek wyniósł 8,2%. Znaczące w portfelach OFE są również spółki o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł, które na koniec analizowanego okresu stanowiły ¼ subportfela akcji, a udział funduszy w kapitalizacji tej grupy spółek wyniósł 20%. Najmniejsze zaangażowanie OFE ma miejsce w spółkach o najniższej kapitalizacji do 50 mln zł, chociaż w portfelach OFE na koniec września 2016 roku znajdowały się akcje 29 takich spółek.

Udział OFE we *free float* na GPW na dzień 30 września 2016 roku wyniósł 17,9%. Najwyższy poziom tego wskaźnika dotyczył spółek o kapitalizacji od 1 mld do 5 mld zł gdzie wynosił około 43%, najniższy był w spółkach najmniejszych (kapitalizacja poniżej 50 mln zł) – 8%.

Tabela 4.7. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2016

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW*	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)*	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW*	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW*
<50 mln zł	127	29	2 702,0	84,0	0,3%	0,1%	3,1%	7,97%
50-100 mln zł	79	43	5 743,6	418,3	0,6%	0,4%	7,3%	17,37%
100-500 mln zł	145	115	34 775,3	4 410,3	3,7%	4,1%	12,7%	32,09%
500 mln - 1 mld zł	46	40	32 512,2	5 993,5	3,4%	5,6%	18,4%	39,38%
1-5 mld zł	55	49	125 417,7	25 636,0	13,2%	24,1%	20,4%	43,22%
5-10 mld zł	15	15	102 002,8	16 690,2	10,8%	15,7%	16,4%	30,55%
>10 mld zł	17	17	645 406,3	53 132,5	68,0%	50,0%	8,2%	11,85%
Razem	484	308	948 559,9	106 364,8	100,0%	100,0%	11,2%	17,9%

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

OFE posiadają prawie 20% kapitalizacji polskich spółek notowanych na GPW, a udział w ich *free float* wynosi 41%.

Można również przeanalizować zaangażowanie OFE w akcje wyłącznie polskich spółek notowanych na GPW. W takim przypadku zauważalne jest, iż udział funduszy emerytalnych

DEPARTAMENT NADZORU INWESTYJCJI EMERYTALNYCH

w kapitalizacji tych spółek, jak również we *free float*, jest wyraźnie większy niż w przypadku wszystkich spółek. Na dzień 30 września 2016 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 19,7% oraz 41,4% we *free float*. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek stanowiła 54% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 4.8. Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2016

Kapitalizacja spółki (mln zł)	Liczba spółek z GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (mln zł)	Zaangażowanie OFE (mln zł)	Udział segmentu w kapitalizacji GPW	Udział w subportfelu akcji OFE	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50 mln zł	119	26	2 488,1	82,2	0,5%	0,1%	3,3%	8,2%
50-100 mln zł	71	39	5 165,6	408,8	1,0%	0,4%	7,9%	18,9%
100-500 mln zł	132	108	31 780,6	4 220,0	6,2%	4,1%	13,3%	32,9%
500 mln - 1 mld zł	38	37	26 370,2	5 879,5	5,1%	5,8%	22,3%	43,4%
1-5 mld zł	47	44	107 561,5	24 063,6	20,9%	23,6%	22,4%	49,5%
5-10 mld zł	13	13	84 435,6	16 272,5	16,0%	16,0%	19,3%	39,6%
>10 mld zł	11	11	257 869,2	50 882,5	50,0%	50,0%	19,7%	40,3%
Razem	431	278	515 670,7	101 809,1	100,0%	100,0%	19,7%	41,4%

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

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

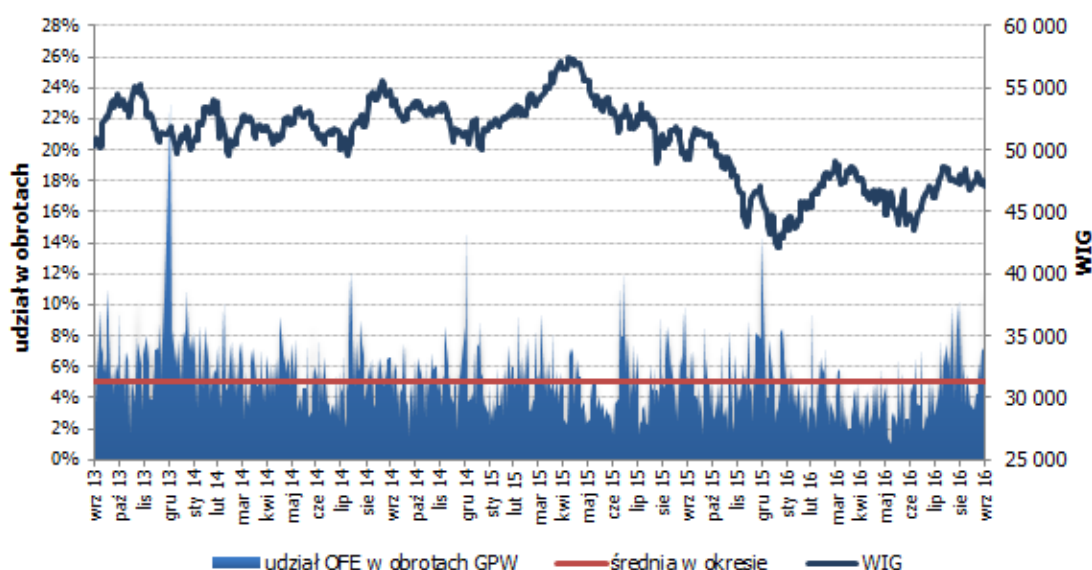
W strukturze subportfela akcyjnego OFE istotny był udział akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wynika to oczywiście z kapitalizacji spółek wchodzących w skład tego indeksu oraz ich płynności. Na koniec września 2016 roku wartość akcji z indeksu WIG20 w portfelach inwestycyjnych OFE wyniosła 58 mld zł (spadek w okresie 3 lat o 9 mld zł). Akcje z indeksu WIG20 w analizowanym okresie stanowiły od 50% do 57% subportfela udziałowego OFE.

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

W analizowanych 3 latach średni udział OFE w obrotach krajowego, regulowanego rynku giełdowego kształtował się na poziomie 5%. Wyraźnie spadł średni dzienny udział OFE w obrotach GPW z poziomu 6,9% w okresie przed przekazaniem aktywów do ZUS do poziomu 4,8% w okresie późniejszym. Średni dzienny udział OFE w obrotach GPW po stronie kupna był wyższy niż po stronie sprzedaży w okresie przed przekazaniem aktywów i niższy po ich przekazaniu.

Średni udział OFE w obrotach GPW wyniósł 5%.

Wykres 4.8. Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie



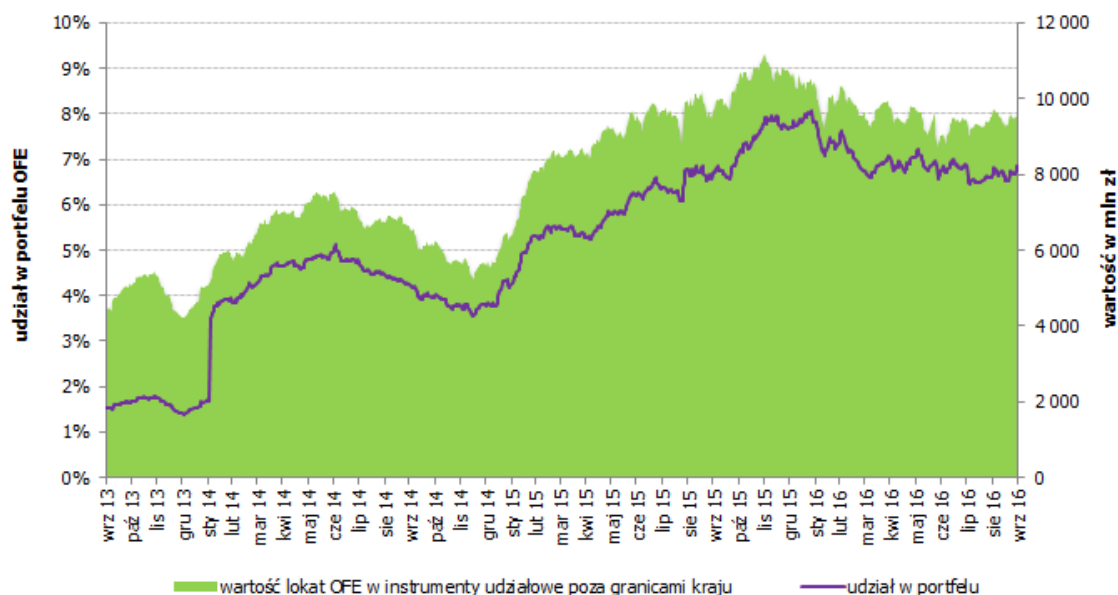
Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne

Średnie zaangażowanie OFE za 36 miesięcy w udziałowe instrumenty poza granicami kraju wyniosło 5,3% portfela, kształtując się w przedziale 1,4% – 8,1%. Do końca stycznia 2016 roku udział lokat zagranicznych w portfelu systematycznie rósł. Wartość zagranicznego portfela

akcyjnego wzrosła ponad 2-krotnie z 4,4 mld zł we wrześniu 2013 roku do 9,7 mld zł na koniec września 2016 roku.

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

Wykres 4.9. Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

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

4.3 Papiery dłużne w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych

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

Do 31 stycznia 2014 roku dłużne papiery wartościowe stanowiły ponad połowę wartości portfela OFE. 3 lutego 2014 roku nastąpiło przekazanie ponad połowy aktywów OFE do ZUS i udział dłużnych instrumentów w portfelach OFE spadł skokowo z 55,4% do 9,4%. Od tego momentu wartość inwestycji otwartych funduszy w papiery dłużne utrzymywała się na poziomie około 14 mld zł. Na koniec września 2016 roku subportfel dłużny stanowił 10% wartości całego portfela OFE.

Do końca stycznia 2014 roku najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE ze względu na emitenta, były obligacje skarbowe. Uległo to radykalnej zmianie po umorzeniu obligacji przeniesionych do ZUS, kiedy udział tych instrumentów w portfelu OFE spadł poniżej 1%. Od lutego 2016 roku, w związku z zakończeniem okresu przejściowego związanego z zakazem lokat w obligacje skarbowe, OFE nie posiadają takich papierów w swoich portfelach.

Po przekazaniu obligacji skarbowych do ZUS w portfelu dłużnym OFE najistotniejszą kategorią są papiery dłużne wyemitowane przez banki krajowe oraz obligacje spółek publicznych i niepublicznych. Spośród obligacji korporacyjnych najwięcej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze paliwowym, deweloperskim, energetycznym i medialnym. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne kształtował się w przedziale 1,8%-3,8% przy wartościach 4,7 mld zł do 6,3 mld zł.

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

Data	Skarb Państwa	BGK	Banki krajowe inne niż BGK	EBI	Spółki publiczne i niepubliczne	Samorząd terytorialny	Emitenci zagr.	RAZEM	Wartość subportfela dłużnego (w mld zł)
2013-09-30	42,5%	6,7%	1,7%	-	2,1%	0,5%	0,1%	53,6%	156,7
2013-12-31	42,3%	6,4%	1,8%	-	1,9%	0,3%	0,1%	52,9%	158,4
2014-01-31	45,4%	6,5%	1,2%	-	1,8%	0,3%	0,1%	55,4%	165,1
2014-02-03	0,8%	1,6%	2,5%	-	3,5%	0,7%	0,3%	9,4%	13,8
2014-03-31	0,7%	1,5%	2,4%	-	3,4%	0,6%	0,3%	9,0%	13,6
2014-06-30	0,7%	1,2%	3,2%	-	3,2%	0,7%	0,2%	9,2%	13,9
2014-09-30	0,6%	1,1%	3,6%	-	3,0%	0,6%	0,2%	9,3%	14,7
2014-12-31	0,7%	0,9%	3,7%	-	3,3%	0,7%	0,2%	9,5%	14,2
2015-03-31	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,1%	0,7%	0,4%	9,2%	14,3
2015-06-30	0,6%	1,0%	3,6%	-	3,2%	0,7%	0,5%	9,5%	14,4
2015-09-30	0,6%	1,1%	4,0%	-	3,7%	0,9%	0,6%	10,8%	15,5
2015-12-31	0,3%	1,1%	3,2%	-	3,8%	0,8%	0,5%	9,7%	13,6
2016-03-31	-	1,0%	3,1%	-	3,6%	0,8%	0,6%	9,1%	13,0
2016-06-30	-	1,5%	3,8%	0,4%	3,7%	0,8%	0,6%	10,8%	14,4
2016-09-30	-	1,4%	3,4%	0,7%	3,5%	0,8%	0,3%	10,1%	14,2

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Wzrosło zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez banki krajowe i utrzymuje się na poziomie pomiędzy 3 i 4% portfela. Wartość inwestycji w obligacje samorządowe oscylowała w przedziale 1-1,5 mld zł i nie przekroczyła 1% wartości całego portfela. Zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na niskim poziomie.

Do końca stycznia 2014 roku obligacje o stałym oprocentowaniu stanowiły około 40% całego portfela funduszy emerytalnych przy wartości inwestycji w te instrumenty na poziomie pomiędzy 110 mld zł do 120 mld zł. Po przekazaniu obligacji skarbowych do ZUS charakterystyka portfela dłużnego diametralnie się zmieniła. Dominują w nim obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Taka struktura portfela OFE była nie tylko pochodną decyzji zarządzających funduszami, ale także była zdeterminowana przez rodzaj instrumentów dłużnych dostępnych na polskim rynku. Instrumenty emitowane przez spółki publiczne i banki, oparte na zmiennym kuponie, stały się głównym składnikiem portfela dłużnego OFE.

Tabela 4.10. 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
2013-09-30	38,3 %	14,5 %	0,5 %	0,0 %	0,4 %	53,7 %
2013-12-31	38,0 %	13,7 %	0,8 %	0,0 %	0,3 %	52,9 %
2014-01-31	41,3 %	12,9 %	0,8 %	-	0,3 %	55,4 %
2014-02-03	1,3 %	7,4 %	0,0 %	-	0,7 %	9,4 %
2014-03-31	1,1 %	7,3 %	-	-	0,6 %	9,0 %
2014-06-30	1,5 %	6,9 %	-	-	0,6 %	9,0 %
2014-09-30	1,6 %	6,9 %	-	-	0,6 %	9,1 %
2014-12-31	1,0 %	7,6 %	0,3 %	-	0,7 %	9,5 %
2015-03-31	1,1 %	7,3 %	0,2 %	-	0,7 %	9,2 %
2015-06-30	1,2 %	7,5 %	0,1 %	-	0,7 %	9,5 %
2015-09-30	1,4 %	8,4 %	0,1 %	-	0,8 %	10,8 %
2015-12-31	1,0 %	7,9 %	-	-	0,8 %	9,7 %
2016-03-31	1,0 %	7,3 %	0,0 %	-	0,8 %	9,1 %
2016-06-30	1,8 %	7,5 %	0,3 %	-	1,1 %	10,8 %
2016-09-30	1,6 %	7,1 %	0,4 %	-	1,0 %	10,1 %

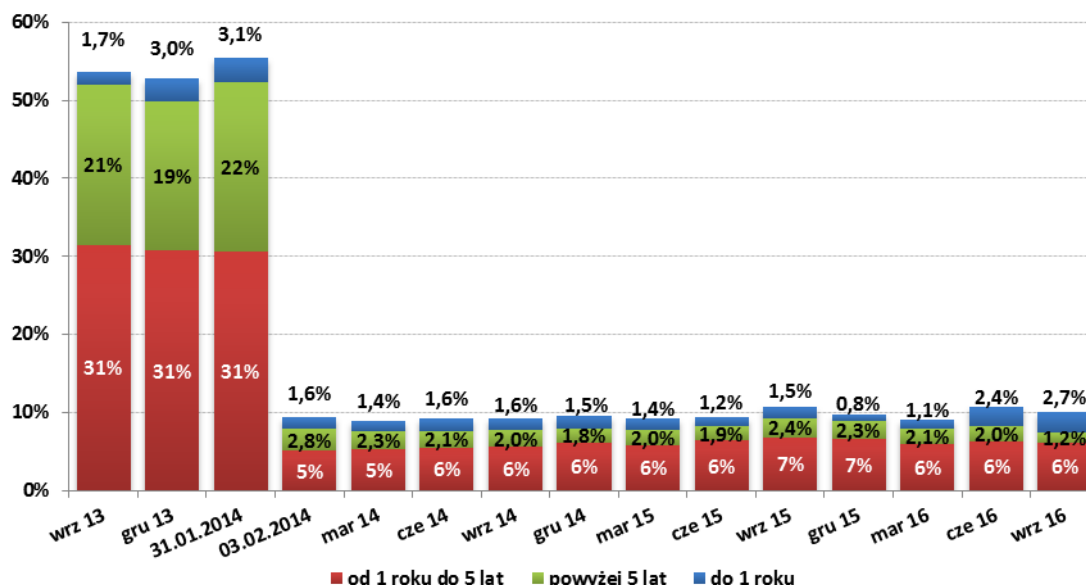
Do stycznia 2014 roku większość obligacji w portfelu OFE miała stały kupon.

Od lutego 2014 roku dominują obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Biorąc po uwagę okres do wykupu w portfelach OFE dominowały papiery dłużne o okresie do wykupu od 1 roku do 5 lat. Najmniejszą część stanowią papiery o terminie zapadalności powyżej 5 lat.

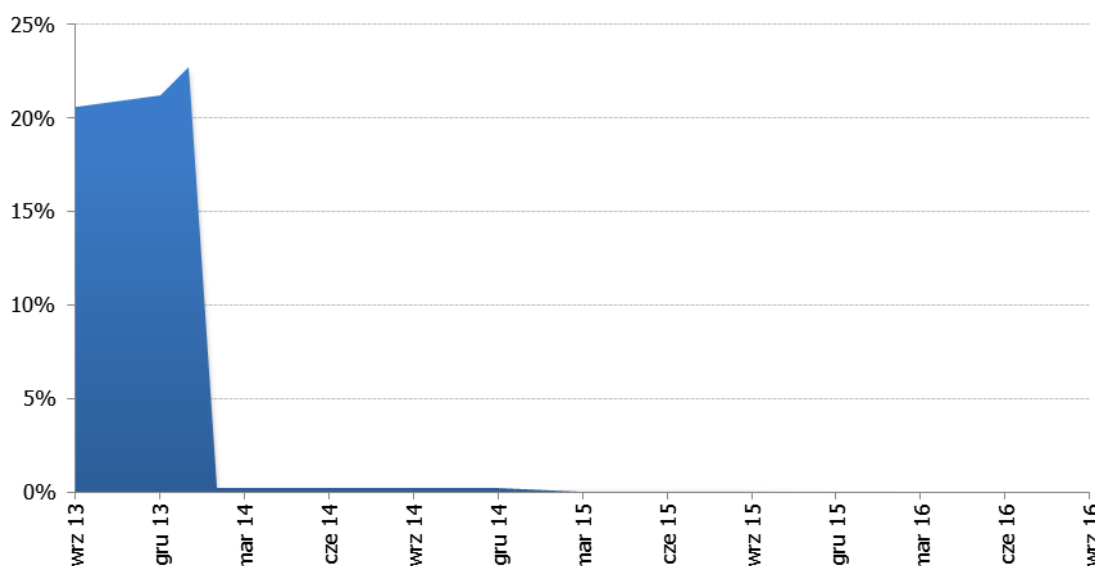
Wykres 4.10. Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Do stycznia 2014 roku OFE odgrywały istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Ich średni udział w finansowaniu krajowego zadłużenia SP wynosił ponad 20%. W lutym 2014 roku, w związku z przekazaniem obligacji Skarbu Państwa do ZUS wskaźnik ten spadł do poziomu 0,2%. Od lutego 2016 roku otwarte fundusze nie posiadają w swoich portfelach skarbowych papierów wartościowych.

Wykres 4.11. Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa



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

4.4 Pozostałe inwestycje otwartych funduszy emerytalnych

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

Na koniec września 2016 roku OFE wartość depozytów bankowych wynosiła 10,9 mld zł, co stanowiło 7,7% wartości portfela. Ponad 99% stanowiły depozyty w PLN. W 3 spośród 13 banków OFE ulokowały prawie 60% wartości swoich depozytów. Największym kontrpartnerem OFE był Bank Pekao S.A.

Tabela 4.11 Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2016

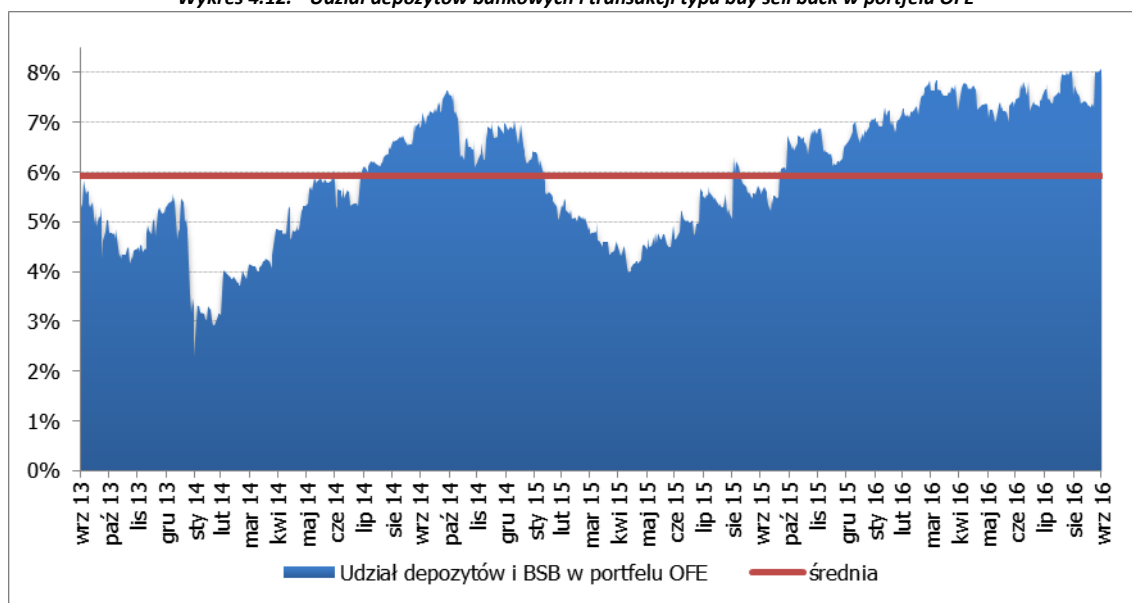
Lp.	Nazwa banku	Wartość depozytów (w mln zł)	Udział w portfelu OFE	Udział banku w portfelu depozytów
1	BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	2 694	1,9%	24,7%
2	PKO BANK POLSKI S.A.	2 146	1,5%	19,6%
3	BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A.	1 431	1,0%	13,1%
4	BANK ZACHODNI WBK S.A.	900	0,6%	8,2%
5	BANK MILLENNIUM S.A.	772	0,5%	7,1%
6	MBANK S.A.	768	0,5%	7,0%
7	BANK BGŻ BNP PARIBAS S.A.	780	0,6%	7,1%
8	RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	422	0,3%	3,9%
9	DEUTSCHE BANK POLSKA S.A.	410	0,3%	3,8%
10	ING BANK ŚLĄSKI S.A.	300	0,2%	2,7%
11	BANK ZACHODNI WBK S.A.	100	0,1%	0,9%
12	BANK BPH S.A.	100	0,1%	0,9%
13	ALIOR BANK S.A.	100	0,1%	0,9%
	Suma:	10 923	7,7%	100,0%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

W analizowanym okresie udział depozytów w portfelu OFE kształtował się w przedziale od 2,4% do 8%. Lokaty w depozyty bankowe są istotnym elementem zarządzania płynnością funduszu, szczególnie w kontekście zmniejszenia strumienia nowych składek i jednocześnie realizowaniem wypłat środków w ramach tzw. „suwaka bezpieczeństwa”. W listopadzie 2014 roku pierwsza, skumulowana wypłata z tego tytułu wyniosła 3,3 mld zł, a w późniejszym okresie oscylowała w przedziale 280-360 mln zł miesięcznie.

Średni udział depozytów i transakcji *buy sell back* w portfelach OFE wyniósł 6%.

Wykres 4.12. Udział depozytów bankowych i transakcji typu *buy sell back* w portfelu OFE



Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE

Spis tabel i wykresów

Wykres 1.1.	Dynamika PKB w Polsce.....	8
Wykres 1.2.	Stopa bezrobocia w Polsce	9
Wykres 1.3.	Stopa rocznej inflacji w Polsce i strefie euro	9
Wykres 1.4.	Stopa referencyjna NBP	10
Wykres 1.5.	Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wg terminów wykupu (mld zł).....	11
Wykres 1.6.	Rentowność instrumentów skarbowych denominowanych w PLN	11
Wykres 1.7.	Krzywa rentowności dla PLN	12
Wykres 1.8.	Zmiany Globalnego Indeksu polskich obligacji skarbowych FTSE (w pkt.)	12
Wykres 1.9.	Średni okres zapadalności oraz duration SPW emitowanych na rynkach krajowych (w latach)	13
Wykres 1.10.	Zmiany podstawowych polskich indeksów giełdowych (w pkt.)	13
Tabela 1.1.	Podstawowe statystyki GPW	14
Wykres 1.11.	Zmiany podstawowych zagranicznych indeksów giełdowych (w pkt.)	15
Wykres 1.12.	Stopy zerokuponowe dla PLN i EUR	15
Wykres 1.13.	Zmiany kursów wybranych walut w stosunku do złotego (w pkt.)	16
Tabela 2.1.	Zmiana liczby członków OFE* w okresie od 30 września 2013 do 30 września 2016.....	17
Wykres 2.1.	Struktura członków OFE z uwzględnieniem oświadczeń o przekazywaniu składki do OFE na 30.09.2016 (w %).....	19
Tabela 2.2.	Liczba członków PFE	19
Tabela 2.3.	Liczba członków DFE	20
Wykres 2.2.	Kwota składek brutto przekazanych do OFE (mld zł)	21
Wykres 2.3.	Składki przekazane do OFE od 1.10.2013 do 30.09.2016 (mld zł).....	21
Tabela 2.4.	Umorzenia w ramach suwaka bezpieczeństwa (mld zł)	22
Wykres 2.4.	Wartość aktywów netto OFE (mld zł)	23
Tabela 2.5.	Aktywa netto OFE	23
Wykres 2.5.	Dekompozycja zmiany WAN w ostatnich trzech latach (mld zł)	24
Wykres 2.6.	Dekompozycja zmiany WAN za cały okres funkcjonowania OFE (mld zł)	25
Tabela 2.6.	Wartość aktywów netto pracowniczych funduszy emerytalnych (tys. zł)	26
Tabela 2.7.	Aktywa netto DFE (tys. zł).....	26
Tabela 3.1.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu OFE	27
Wykres 3.1.	Stopy zwrotu OFE*	28
Tabela 3.2.	Podział rachunku premiowego za półroczne okresy przypadające od 30.09.2013 do 30.09.2016 (w mln zł)	29
Wykres 3.2.	Zmiana średniej ważonej jednostki rozrachunkowej OFE na tle zmiany indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce.....	30
Diagram 3.1.	Histogram miesięcznych stóp zwrotu OFE od stycznia 2000 do września 2016	31
Tabela 3.3.	Papiery wartościowe przynoszące OFE największe zyski i straty w okresie od 30.09.2013 do 30.09.2016.....	32
Wykres 3.3.	Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej PFE i OFE (w pkt.).....	33
Tabela 3.5.	Wartości jednostek rozrachunkowych i stopy zwrotu DFE	33
Wykres 4.1.	Wartość podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w mld zł)	34
Wykres 4.2.	Udział podstawowych kategorii lokat w portfelu OFE (w %)	35
Tabela 4.1.	Zagregowany portfel inwestycyjny OFE na dzień 30.09.2016.....	35

Wykres 4.3.	Udział inwestycji denominowanych w poszczególnych walutach w portfelu na 30.09.2016.....	37
Wykres 4.4.	Inwestycje OFE poza granicami kraju	38
Tabela 4.2.	Stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych przypisanych kategoriom lokat OFE na 30.09.2016.....	39
Tabela 4.3.	Zagregowany portfel inwestycyjny DFE na dzień 30.09.2016	41
Tabela 4.4.	Zróżnicowanie portfeli inwestycyjnych DFE na dzień 30.09.2016	42
Tabela 4.5.	Portfel inwestycyjny PFE według stanu na dzień 30.09.2016 roku	43
Wykres 4.6.	Wartość papierów udziałowych w portfelu OFE (w mld zł) na tle indeksu WIG	44
Tabela 4.6.	Saldo obrotów wygenerowanych przez OFE w poszczególnych kwartałach analizowanego okresu na instrumentach udziałowych	45
Wykres 4.7.	Udział otwartych funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW.....	46
Tabela 4.7.	Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW na 30.09.2016.....	46
Tabela 4.8.	Zaangażowanie OFE w akcje polskich spółek notowanych na GPW na 30.09.2016.....	47
Wykres 4.8.	Udział OFE w obrotach GPW w Warszawie	47
Wykres 4.9.	Lokaty OFE w instrumenty udziałowe poza granicami kraju	48
Tabela 4.9.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na emitenta	49
Tabela 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na typ papieru	49
Wykres 4.10.	Udział papierów dłużnych w portfelach OFE w podziale na okres do wykupu	50
Wykres 4.11.	Udział OFE w finansowaniu zadłużenia krajowego Skarbu Państwa.....	50
Tabela 4.11	Depozyty w portfelu OFE na 30.09.2016.....	51
Wykres 4.12.	Udział depozytów bankowych i transakcji typu buy sell back w portfelu OFE.....	51



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