

EMIL **SZWEDA**

**OBLIGACJE
POZASKARBOWE**

W PORTFELACH
OFE 2012/2013



 **obligacje.pl**

Warszawa, 15.02.2014 r.

SPIS TREŚCI

Aegon Otwarty Fundusz Emerytalny – fundusz, który polubił wyższe kupony	4
Allianz Otwarty Fundusz Emerytalny – przeciwnik BGK docenił deweloperów	6
Amplico Otwarty Fundusz Emerytalny – frontalny odwrót	8
Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny – poparzony dmucha na zimne	10
AXA Otwarty Fundusz Emerytalny – bez strachu i bez ryzyka	12
Generali Otwarty Fundusz Emerytalny – przeciętniak idealny	14
ING Otwarty Fundusz Emerytalny – król podwórka	16
Nordea Otwarty Fundusz Emerytalny – kosmopolita	18
Pekao Otwarty Fundusz Emerytalny – mały, ale bez kompleksów	20
PKO Bankowy Otwarty Fundusz Emerytalny – OFE typu high yeild	22
Pocztylion Otwarty Fundusz Emerytalny – chęci są, brakuje środków	24
PZU Otwarty Fundusz Emerytalny – rycerz na białym koniu	26
Warta Otwarty Fundusz Emerytalny – mysz za peletonem	28

Drogi użytkowniku Obligacje.pl

Wiedza o posunięciach największych inwestorów zaangażowanych na rynku obligacji korporacyjnych może mieć niebagatelne znaczenie w codziennych decyzjach inwestycyjnych.

Z tą właśnie myślą przygotowaliśmy raport o obligacjach pozaskarbowych w portfelach Otwartych Funduszy Emerytalnych.

Analiza posunięć OFE przeczy pokutującym przekonaniom o podobnych do siebie decyzjach czy też o braku woli zawierania transakcji na rynku wtórnym. Najlepszy dowód do 6,6 mld zł w obligacjach drogowych, które zmieniły właściciela w 2013 r. (biorąc pod uwagę zmiany tylko w portfelach funduszy). Podczas gdy ING redukowało zaangażowanie o 1,6 mld zł w obligacjach drogowych, PZU kupił ich za 2 mld złotych. OFE PZU Złota Jesień był największym kupującym spośród funduszy emerytalnych, także w przypadku typowych obligacji korporacyjnych, choć jak na portfel wart 1,9 mld zł liczba dokonanych inwestycji jest zaskakująco niska.

OFE inwestowały nie tylko w obligacje banków i największych polskich firm powiązanych ze skarbem państwa. Przeciwnie – papiery PGNiG czy innych spółek sektora energetycznego częściej opuszczały portfele funduszy niż je powiększały. Podobnie rzecz miała się z obligacjami większości banków.

W zamian zarządzający funduszami chętnie inwestowali w obligacje deweloperów. Fakt, że papiery Echa znalazły się w portfelach jedenastu z trzynastu funduszy dobrze wróży planowanej publicznej emisji obligacji dewelopera. Kto myśli o inwestycjach w inne obligacje w ramach ofert publicznych szykowanych na 2014 rok, może prześledzić zmiany w portfelach funduszy dotyczące Bestu, Kruka i Getin Noble Bank oraz Orlenu.

Niektórzy zarządzający wykazywali się nie lada odwagą i sięgali nawet po obligacje oferujące dwucyfrowe oprocentowanie. Na liście przeszłych inwestycji znajdziemy takie pozycje jak EGB, Pragma Inkaso, GC Investment, a nawet Orzeł.

W publikacji nie skupiamy się na statycznym obrazie całości, ale staramy się dojrzeć różnice w podejściu do rynku u poszczególnych zarządzających i przestawić zmiany w ujęciu dynamicznym, w miarę możliwości wskazując także na możliwą motywację, która mogła towarzyszyć niektórym transakcjom.

Wierzmy, że nasz raport okaże się ciekawą i użyteczną lekturą, której edycje w kolejnych latach warte będą ponowienia, w zależności od odbioru opracowania przez użytkowników Obligacje.pl.

Miłej lektury!

Emil Szweda

REDAKTOR NACZELNY

obligacje.pl

AEGON OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – FUNDUSZ, KTÓRY POLUBIŁ WYŻSZE KUPONY

Aegon, tak jak większość OFE (dziewięć z trzynastu), w ubiegłym roku zredukował zaangażowanie w nieskarbowe papiery dłużne. Na koniec roku w portfelu funduszu znajdowały się papiery nieskarbowe o wartości prawie 567 mln zł – to o 27,3 proc. mniej (212,5 mln zł) niż przed rokiem (z pominięciem obligacji drogowych). Przy czym ubytek 60,5 mln zł przypada na wykupione serie GTC i Magellana, które częściowo zostały zainwestowane ponownie w obligacje Magellana innej serii (40,6 mln zł).

Fundusz zredukował natomiast zaangażowanie w obligacje PKO BP (48 mln zł), PGNiG (150 mln zł), Banku Gospodarstwa Krajowego (101 mln zł) oraz Energi (40 mln zł) – łącznie o 340,6 mln zł. Warto odnotować, że są to papiery o najniższych kuponach na Catalyst. W zamian fundusz zwiększył zaangażowanie w komercyjnym sektorze bankowym (Alior – o 30 mln zł, BOŚ – o 30 mln zł, GNB – o 35 mln zł), a także w Echo Investment (o 25 mln zł), Kruku (30 mln zł) i wspomnianym już Magellanie (o 15 mln zł) – łącznie o 136 mln zł.

Jeśli chodzi o sam skład portfela, to godne odnotowania jest zwiększenie zaangażowania w obligacje Echo Investment w kontekście zamiaru przeprowadzenia publicznej emisji obligacji przez dewelopera, ponieważ ten krok potwierdza przekonanie inwestorów instytucjonalnych, co do zasadności inwestycji w obligacje dewelopera. Obligacje Echa znalazły się w portfelach 11 z 13 OFE.

Nieco zagadkowo wygląda obecność obligacji Getin Noble w portfelu Aegona, ponieważ papiery noszą datę wykupu w kwietniu 2015 r., a zatem są to obligacje spoza puli dostępnej na publicznym rynku. Papiery tej serii odnajdziemy także w portfelu jednego z pozostałych OFE, a innych serii – w kilku kolejnych. Warto zauważyć, że papiery wygasające w 2015 r. nie mogą mieć statusu podporządkowanych, jeśli emitowane były w zeszłym roku (a więc zakładając, że Aegon nie kupił ich na rynku wtórnym, lecz w ramach emisji). Aegon w ogóle unikał obligacji podpo-

rządkowanych banków (spośród siedmiu posiadanych serii, tylko papiery Aliora mają taki status, ale już w lutym przyszłego roku Alior prawdopodobnie je wykupi przed terminem korzystając z przysługującej mu opcji call), zmniejszając prawie do zera (do 2,7 mln zł) zaangażowanie nawet w obligacje PKO BP.

Inna interesująca informacja, to fakt księgowania obligacji Europejskiego Funduszu Hipotecznego według ich wartości księgowej, mimo że nie zostały one wykupione w terminie.

Aegon o ponad 100 mln zł zwiększył zaangażowanie w obligacje drogowe.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
OBLIGACJE PRZYCHODOWE	MIEJSKIE WODOCIĄGI I KANALIZACJA W BYDGOSZCZY SP. Z O.O.	2024-04-20		29 582 276	26 877 577	-9,1%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	EUROPEJSKI FUNDUSZ HIPOTECZNY	2013-12-04		3 861 120	3 712 020	-3,9%
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	ALIOR BANK	2020-02-14	ALR0220	40 003 360	40 295 960	0,7%
	ALIOR BANK	2015-06-29	ALR0615	0	30 009 300	-
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2015-07-12		0	30 514 500	-
	CIECH	2017-12-05	CI11217+CI2121	40 276 160	40 154 400	-0,3%
	ECHO INVESTMENT	2015-05-18	ECH0515	30 357 441	30 209 613	-0,5%
	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	0	25 271 200	-
	GETIN NOBLE BANK SA	2015-04-07		0	35 361 837	-
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15		35 292 887	0	-100,0%
	GLOBE TRADE CENTRE	2014-04-28		45 484 830	45 320 549	-0,4%
	KRUK	2016-03-21	KRU0316	18 023 580	18 016 380	0,0%
	KRUK	2013-08-13		0	30 274 800	-
	MAGELLAN	2013-11-24		25 210 823	0	-100,0%
	MAGELLAN	2014-11-24		25 223 835	25 165 205	-0,2%
	MAGELLAN	2017-04-12		0	40 608 492	-
PKO BANK POLSKI	2022-09-14	PKO0922	50 965 410	2 731 577	-94,6%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2016-10-05	BGK1016	101 409 000	0	-100,0%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2018-01-25	BGK0118	50 292 000	50 681 000	0,8%
	BANK POCZTOWY	2014-07-10	BPO0714	41 305 360	40 837 800	-1,1%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	40 486 600	0	-100,0%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2015-04-20	GHE0415+GHI0415	51 124 840	50 833 740	-0,6%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	243 524 400	347 708 400	42,8%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	121 857 750	115 137 750	-5,5%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	10 407 100	10 382 100	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				1 155 145 884	1 040 106 213	-10,0%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				779 354 622	566 875 950	-27,3%
AKTYWA				11 650 372 481	12 679 725 163	8,8%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				9,92%	8,20%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				6,69%	4,47%	

ALLIANZ OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – PRZECIWNIK BGK DOCENIŁ DEWELOPERÓW

Jeden z nielicznych OFE, który w 2013 r. zwiększył zaangażowanie w obligacje korporacyjne, choć ich udział w portfelu jednocześnie spadł (bo wartość aktywów rosta szybciej niż obligacji). Pozornie zmiana na poziomie niespełna 38 mln zł (pomijając obligacje drogowe) nie jest istotna, ale warto odnotować, że nastąpiła ona mimo redukcji zaangażowania w papiery PGNiG i PKO BP o prawie 61 mln zł.

Niskooprocentowane papiery Allianz zastąpił obligacjami firm, które nie mają związków kapitałowych ze skarbem państwa, sięgając siłą rzeczy po wyższą rentowność.

Fundusz utrzymał zaangażowanie w papiery komunalne Warszawy i Krakowa (wzrost wartości papierów stolicy wynika z wyższej ceny obligacji Warszawy na Catalyst).

Nowa seria Multimediów o wartości nominalnej w portfelu Allianz zastąpiła dwie inne serie operatora telewizji kablowej, które zostały wykupione przed terminem. Przy okazji refinansowania Allianz zwiększył zaangażowanie w Multimedia o 22 mln zł.

Fundusz ostrożnie zwiększał zaangażowanie w obligacje deweloperów, których dokupił (BBI Developent, Dom Development i Ghelamco) łącznie za 25 mln zł. Z 40 mln zł do 62 mln zł wzrosło także zaangażowanie w obligacje Kruka.

Nowe pozycje to także papiery AmRest Holding i American Heart of Poland, natomiast wypadły z niego obligacje Kofoli, która zdecydowała się wykupić papiery przed datą zapadalności.

W portfelu Allianz zwraca uwagę brak obligacji Banku Gospodarstwa Krajowego, podczas gdy większość (siemdem z trzynastu) OFE zbudowały tu swoje pozycje korzystając z wyższych w dniu emisji rentowności papierów BGK nad alternatywnymi papierami skarbowymi.

Dla detalicznych inwestorów pewne znaczenie może mieć obecność obligacji OT Logistics w portfelu. Z serii wartej 60 mln zł, Allianz zgromadził blisko jedną trzecią

(17 mln zł), co może mieć kluczowe znaczenie w obliczu zbliżającego się terminu wykupu (w listopadzie) i prawdopodobnego – zdaniem Obligacje.pl – refinansowania serii.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	43 240 922	45 680 372	5,6%
DŁUŻNE KOMUNALNE, NIEZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO KRAKÓW	2019-06-25		4 171 542	4 170 584	0,0%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	GNB AUTO PLAN SP. Z O.O.	2025-07-16	GNA0725	20 041 400	20 231 600	0,9%
	MULTIMEDIA POLSKA	2020-05-10	MMP0520	0	119 408 022	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	ALIOR BANK	2020-02-14	ALR0220	20 330 600	20 158 200	-0,8%
	AMREST HOLDINGS SE	2018-06-30	AMR0618	0	25 051 000	–
	BBI DEVELOPMENT	2015-02-23	BBD0215+BBI0215	12 554 508	12 416 436	-1,1%
	BBI DEVELOPMENT	2016-02-22	BBI0216	0	11 156 076	–
	DOM DEVELOPMENT	2015-06-30		15 003 075	23 227 841	54,8%
	DOM DEVELOPMENT	2017-02-02	DOM0217	10 391 440	10 278 910	-1,1%
	GLOBE TRADE CENTRE	2018-04-30	GTCC0418	46 469 130	45 100 321	-2,9%
	KOFOŁA	2014-12-21		20 351 600	0	-100,0%
	KRUK	2016-11-05	KRU1116	20 407 000	20 304 800	-0,5%
	KRUK	2016-03-21	KRU0316	20 147 000	20 106 800	-0,2%
	KRUK	2017-03-07	KRU0317	0	15 098 156	–
	KRUK	2017-05-20	KRU0517	0	7 085 642	–
	OT LOGISTICS	2014-11-28	ODR1114	16 995 143	17 444 315	2,6%
	PKO BANK POLSKI	2013-02-12		49 722 931	0	-100,0%
POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	50 219 250	38 977 761	-22,4%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	AMERICAN HEART OF POLAND	2018-07-16	AHP0718	0	18 132 993	–
	CAN-PACK	2019-09-03		51 485 000	51 035 150	-0,9%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2014-07-21	GHE0714+GHI0714	45 053 611	44 713 276	-0,8%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2015-04-20	GHE0415+GHI0415	20 431 600	20 648 400	1,1%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2016-07-12	GHE0716	0	6 217 993	–
	MULTIMEDIA POLSKA	2015-11-30		71 823 211	0	-100,0%
	MULTIMEDIA POLSKA	2016-04-29	MMP0416	25 434 425	0	-100,0%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	WYDAWNICTWA SZKOLNE I PEDAGOGICZNE SP. Z O.O.	2017-09-25	WSP0917	51 477 500	46 857 000	-9,0%
	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	183 421 418	177 410 920	-3,3%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	168 269 750	191 896 250	14,0%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	130 088 750	129 776 250	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				1 097 530 806	1 142 585 068	4,1%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				615 750 887	643 501 648	4,5%
AKTYWA				8 239 618 932	9 109 093 503	10,6%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				13,32%	12,54%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				7,47%	7,06%	

AMPLICO OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – FRONTALNY ODWRÓT

Fundusz poważnie skrócił zaangażowanie w obligacje pozaskarbowe o 1,25 mld zł (bilans dla wszystkich OFE wskazuje zmniejszenie pozycji o 1,8 mld PLN). Nawet jeśli nie liczyć obligacji drogowych (fundusz w 2013 r. sprzedał papiery warte 778 mln zł) widać wyraźny odwrót Amplico od dłużnych papierów wartościowych, bo tu zaangażowanie spadło o 478 mln zł i obecnie pozaskarbowe papiery zajmują 3,03 proc. portfela Amplico OFE, wobec 5,7 proc. rok wcześniej. Żaden inny OFE nie zredukował pozycji w obligacjach pozaskarbowych (i pozadrogowych) tak mocno jak OFE Amplico. Warto odnotować, że sprzedaż serii obligacji drogowych IDS1022 – tu zaangażowanie funduszu zmalało o ponad 500 mln zł – mogła być elementem realizacji zysków; w pierwszej połowie 2013 r. serię tę wyceniano powyżej 120 proc. nominału.

Poza obligacjami autostradowymi, Amplico sprzedawał obligacje komunalne – na gotówkę zamienił papiery warte 149 mln zł. Tu także mogło chodzić o realizację zysków – z tej kwoty 141 mln zł przypadło na obligacje Warszawy, która jako jedyny samorząd zdecydowała się na emisję obligacji o stałym oprocentowaniu, co istotnie wpływa na ceny obligacji na rynku wtórnym – w I połowie roku obligacje Warszawy osiągały cenę ponad 116 proc. nominału.

Dodatkowo fundusz sprzedał też obligacje Energi (182 mln zł), Orlenu (62 mln zł) i PGNiG (40 mln zł), co było działaniem powtarzalnym także w przypadku innych OFE.

Fundusz rzadko korzystał z możliwości zlewarowania posiadanych papierów. Po wcześniejszym lub terminowym wykupie z portfela wypadły obligacje Arctic Paper, Banku Ochrony Środowiska, Globe Trade Centre, Kofoli, Multimediów i Can-Paku (łącznie 142,5 mln zł). Najciekawszy jest brak nowych serii GTC i Multimediów w portfelu, ponieważ emitenci oferowali posiadaczom starych serii możliwość wzięcia udziału w emisjach refinansujących dotychczasowe papiery.

Ale też nie należy sądzić, że Amplico wystąpiło wyłącznie po stronie podaży. W przypadku Ronsona fundusz zrolował pozycję (17 mln zł) na nową serię, podobnie w przypadku Echa, gdzie przy okazji zwiększył zaangażowanie o 20 mln zł do 50 mln zł. Fundusz zwiększył też zaangażowanie w AmRest (20 mln zł), zaś nowością w portfelu są papiery PGE (50 mln zł) oraz HB Reavis Finance (25 mln zł) – to jedyny OFE, który zdecydował się na objęcie obligacji słowackiego dewelopera.

Dla detalicznych inwestorów najciekawszą informacją jest zwiększenie zaangażowania w obligacje Echa (inne OFE powieleły ten ruch) i utrzymanie pozycji w papierach OT Logistics (w kontekście zbliżającego się wykupu).

Na tle innych OFE zwraca obecność papierów GPW w portfelu.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	9 646 746	0	-100,0%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2022-09-23	WAW0922	108 857 480	0	-100,0%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2025-10-12		58 246 500	35 280 900	-39,4%
DŁUŻNE KOMUNALNE, NIEZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO BIAŁYSTOK	2014-09-18		15 297 300	7 592 400	-50,4%
	MIASTO KRAKÓW	2019-06-25		12 490 500	0	-100,0%
OBLIGACJE PRZYCHODOWE	MIEJSKIE WODOCIĄGI I KANALIZACJA W BYDGOSZCZY SP. Z O.O.	2029-04-20		61 510 254	60 823 277	-1,1%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	HB REAVIS FINANCE PL SP. Z O.O.	2017-11-27	HBR1117	0	25 153 250	–
	RONSON EUROPE N.V.	2017-06-14	RON0617	0	17 544 270	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	AMREST HOLDINGS SE	2014-12-30		20 007 040	19 700 558	-1,5%
	AMREST HOLDINGS SE	2018-06-30	AMR0618	0	20 108 852	–
	ARCTIC PAPER	2013-02-25		16 718 117	0	-100,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2013-12-02		20 145 600	0	-100,0%
	ECHO INVESTMENT	2013-03-29		30 575 589	0	-100,0%
	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	0	51 762 250	–
	GETIN NOBLE BANK SA	2018-06-29	GNB0618	10 019 483	10 004 792	-0,1%
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15		35 292 887	0	-100,0%
	GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	2017-01-02	GPW0117	20 144 000	20 082 000	-0,3%
	ING BANK ŚLĄSKI	2017-12-06	ING1217	70 279 062	70 072 688	-0,3%
	KOFOLA	2014-12-21		16 129 302	0	-100,0%
	OT LOGISTICS	2014-11-28	ODR1114	11 154 330	11 213 620	0,5%
	PBG	2012-09-10		11 755 980	11 220 000	-4,6%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	2018-06-27	PGR0618	0	50 028 105	–
	PKN ORLEN	2012-02-27		155 089 740	93 089 011	-40,0%
	PLAZA CENTERS N.V.	2013-11-16		12 152 839	10 500 566	-13,6%
	POLSKIE GÓRNICZTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	167 779 425	127 101 853	-24,2%
RONSON EUROPE N.V.	2014-04-18	RNA0414	17 856 821	0	-100,0%	
TAURON POLSKA ENERGIA	2015-12-29		49 482 085	49 603 570	0,2%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK POCZTOWY	2022-10-05	BPO1022	15 299 040	15 201 555	-0,6%
	CAN-PACK	2019-09-03		20 600 640	0	-100,0%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	182 149 740	0	-100,0%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2014-07-21	GHE0714+GHI0714	36 585 465	33 935 285	-7,2%
	MULTIMEDIA POLSKA	2015-11-30		33 641 554	0	-100,0%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	672 765 146	539 349 839	-19,8%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	575 199 915	68 464 956	-88,1%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	610 637 633	472 506 076	-22,6%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				3 077 510 212	1 820 339 674	-40,9%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				1 218 907 518	740 018 802	-39,3%
AKTYWA				21 388 765 083	24 401 016 592	14,1%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				14,39%	7,46%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				5,70%	3,03%	

AVIVA OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – POPARZONY DMUCHA NA ZIMNE

Działalność Avivy na rynku nieskarbowych obligacji ograniczyła się do sprzedawania papierów i unikania refinansowania. Można sądzić, że zmiana nastawienia do rynku obligacji korporacyjnych przez zarządzającego jest efektem inwestycji z lat poprzednich, których ślady znajdziemy już tylko po „wyzerowanych” w książce obligacjach Polimeksu.

Aviva zmniejszyła zaangażowanie w obligacje drogowe o 742 mln zł, co należy przypisać dobrym wycenom tych papierów w pierwszej połowie roku (obligacje drogowe mają oprocentowanie stałe, więc spadek stóp procentowych i rentowności papierów skarbowych pomógł wywindować ich cenę).

Aviva sprzedawała też papiery komunalne, w tym 308 mln zł w papierach Warszawy (także o stałym oprocentowaniu) oraz 97 mln zł w obligacjach Krakowa (zamknięta cała pozycja).

Warto odnotować wysoki udział Avivy w obligacjach ING (Aviva ma papiery warte 250 mln zł emisji wartej 565 mln zł) oraz w obligacjach Orlenu – 257 mln zł z emisji wartej 1 mld zł (seria PKN0219).

Tak jak prawie wszystkie pozostałe OFE, Aviva ograniczyła zaangażowanie w papiery PGNiG, przy czym chodziło w tym przypadku o wygaśnięcie serii i nie dokonywanie zakupu nowych papierów, dzięki czemu Aviva odzyskała 172 mln zł w gotówce. To samo stało się z obligacjami Banku Gospodarstwa Krajowego wartymi 511 mln zł.

Łącznie – nie uwzględniając obligacji drogowych – Aviva zmniejszyła zaangażowanie w pozaskarbowe obligacje o 615 mln zł. Tylko jedno OFE dokonało głębszej redukcji. Aviva jest też w trójce funduszy o najniższym udziale obligacji pozaskarbowych w portfelu (2,55 proc. wobec 3,70 proc. przed rokiem).

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2017-10-25	WAW1017	158 843 027	0	-100,0%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2018-03-29	WAW1018	33 350 400	0	-100,0%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	128 926 040	12 754 144	-90,1%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2022-09-23	WAW0922	116 597 949	118 914 207	2,0%
DŁUŻNE KOMUNALNE, NIEZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO BIAŁYSTOK	2019-06-25		66 322 213	0	-100,0%
	MIASTO KRAKÓW	2031-07-22		31 810 734	0	-100,0%
OBLIGACJE PRZYCHODOWE	MIEJSKIE WODOCIĄGI I KANALIZACJA W BYDGOSZCZY SP. Z O.O.	2024-04-20		31 097 114	28 247 461	-9,2%
	MIEJSKIE WODOCIĄGI I KANALIZACJA W BYDGOSZCZY SP. Z O.O.	2029-04-20		34 080 798	33 737 082	-1,0%
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	GLOBE TRADE CENTRE	2018-04-30	GTC0418	25 411 953	25 274 630	-0,5%
	ING BANK ŚLĄSKI	2017-12-06	ING1217	251 316 975	250 636 625	-0,3%
	PKN ORLEN	2019-02-27	PKN0219	256 092 725	257 196 150	0,4%
	POLIMEX-MOSTOSTAL	2016-12-31		7 722 000	0	-100,0%
	POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2013-09-19		144 430 598	0	-100,0%
	POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2013-12-19		28 728 620	0	-100,0%
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2013-02-16		510 840 000	0	-100,0%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2017-02-27		0	505 444 250	–
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2018-01-25	BGK0118	503 284 250	481 656 175	-4,3%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	3 227 182 476	2 693 823 720	-16,5%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	909 764 369	547 674 091	-39,8%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	1 512 645 831	1 666 238 288	10,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				7 978 448 069	6 621 596 823	-17,0%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				2 328 855 393	1 713 860 725	-26,4%
AKTYWA				63 020 036 640	67 315 335 262	6,8%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				12,66%	9,84%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				3,70%	2,55%	

AXA OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – BEZ STRACHU I BEZ RYZYKA

Pod względem przyrostu zaangażowania środków w obligacje pozaskarbowe, AXA wypada na drugim miejscu po PZU. Nie licząc obligacji drogowych, w zeszłym roku AXA dokupiła obligacje firm za 78 mln zł. Jednak trzeba odnotować, że wzrost ten nie wynikał bynajmniej z bardziej przychylnego spojrzenia zarządzających funduszem na obligacje korporacyjne – ono nie zmieniło się w ubiegłym roku, o czym świadczy udział pozaskarbowych obligacji w aktywach funduszu na poziomie 4,75 proc. (4,78 proc. przed rokiem).

Co zmieniło się w samym portfelu? Zarządzający AXA jest na tle rywali pasywnym graczem. Portfel obligacji drogowych skurczył się nieznacznie (o 34 mln zł), podczas gdy pozostałe fundusze dokonywały znacznie większych przetasowań w portfelu drogowym (łącznie 6,6 mld zł). Podobnie AXA zostawiła sobie w portfelu obligacje Warszawy, choć łącznie wartość papierów komunalnych w aktywach wszystkich OFE spadła z 1,11 mld zł do 656 mln zł. W praktyce w portfelach OFE są to niemal wyłącznie obligacje stolicy i Krakowa.

AXA w 2013 r. więcej uwagi poświęciła zakupom obligacji firm. Nowością w portfelu okazały się papiery Multimediów (34 mln zł) Eurocashu (34,8 mln zł) i PGE (11 mln zł). Ta ostatnia pozycja może się wydać nader skromna, biorąc pod uwagę, że wartość całej emisji sięgnęła 1 mld zł, ale łącznie OFE objęły tylko 6 proc. emisji PGE. Ponadto AXA dokupiła obligacje nowej serii Echa i – co było w przypadku pozostałych OFE rzadkością – obligacje PGNiG (64,5 mln zł). Ze względu na wykup obligacji AXA zmniejszyła natomiast zaangażowanie w obligacje BOŚ, Empiku i BGK.

W skrócie można zmiany w portfelu AXA opisać jednym zdaniem – za zapadające obligacje o wartości 81 mln zł, fundusz dokupił papiery Multimediów, Eurocashu, PGE i PGNiG dokładając do inwestycji 64 mln zł i zarabiając co nieco na zmianie cen pozostałych w port-

felu papierów, co nie jest jednak regułą. Np. Mutlimedia na koniec roku były wyceniane na Catalyst poniżej nominalu, więc AXA księgowała 34,3 mln zł z zainwestowanych – prawdopodobnie – 35 mln zł.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	16 996 800	17 955 680	5,6%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2025-10-12		22 914 600	23 756 600	3,7%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2029-04-25		20 742 660	21 175 020	2,1%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	MULTIMEDIA POLSKA	2020-05-10	MMP0520	0	34 292 866	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	AMREST HOLDINGS SE	2014-12-30		15 003 045	15 002 475	0,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2013-12-02		25 125 250	0	-100,0%
	CIECH	2017-12-05	CI11217+CI2121	16 136 736	16 093 024	-0,3%
	DOM DEVELOPMENT	2017-02-02	DOM0217	14 518 616	14 366 674	-1,0%
	ECHO INVESTMENT	2016-02-11		15 507 749	15 359 840	-1,0%
	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	0	15 158 445	–
	EMPIK MEDIA FASHION	2013-06-28		10 006 008	0	-100,0%
	EMPIK MEDIA FASHION	2014-11-24		15 123 371	15 096 165	-0,2%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	38 505 400	38 332 120	-0,5%
	EUROCASH	2018-06-20	EUH0618	0	34 798 775	–
	GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	2017-01-02	GPW0117	60 089 552	59 904 606	-0,3%
	ING BANK ŚLĄSKI	??????		120 640 440	120 307 068	-0,3%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	2018-06-27	PGR0618	0	10 906 265	–
	PKN ORLEN	2019-02-27	PKN0219	143 499 692	142 143 806	-0,9%
	PKO BANK POLSKI	??????		51 071 440	50 666 520	-0,8%
POLSKIE GÓRNICZTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2014-03-19		0	64 484 629	–	
POLSKIE GÓRNICZTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	100 258 500	100 149 900	-0,1%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK POCZTOWY	2013-02-16		45 975 600	0	-100,0%
	CAN-PACK	2015-02-16		13 281 580	13 167 310	-0,9%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2016-10-05	BGK1016	13 183 170	13 114 920	-0,5%
	MULTIMEDIA POLSKA	2018-01-25	BGK0118	50 320 500	50 701 000	0,8%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	387 319 760	374 627 760	-3,3%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	388 784 250	367 344 250	-5,5%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	246 648 270	246 055 770	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				1 831 652 988	1 874 961 487	2,4%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				808 900 708	886 933 707	9,6%
AKTYWA				16 932 137 618	18 666 200 550	10,2%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				10,82%	10,04%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				4,78%	4,75%	

GENERALI OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – PRZECIĘTNIK IDEALNY

Statystycznie Generali wychodzi na najbardziej przeciętny fundusz spośród wszystkich OFE. Tak jak średnio udział papierów nieskarbowych w portfelach funduszy spadł z 4,5 proc. do 3,5 proc., tak w przypadku Generali był to spadek z 4,49 proc. do 3,65 proc. (ze statystyk wyłączono obligacje drogowe).

W dodatku dokonał się on przy niemal całkowicie biernej postawie zarządzającego, co potwierdza opinię, że obligacje idealnie nadają się do realizowania strategii „kup i trzymaj”. Z drugiej strony oczekiwania ubezpieczonych w funduszu pewnie odbiegają nieco od stosowanej przez Generali strategii „bierz pieniądze z wykupów i nic nie rób”.

Przez cały rok OFE Generali dokonał jednej inwestycji. Za wygasające obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego o wartości 41 mln zł, fundusz kupił obligacje innej serii BGK wycenione na koniec grudnia na 63,1 mln zł. Dodatkowo wzrosło zaangażowanie funduszu w obligacjach Santander Consumer Bank, ale w raporcie fundusz podał datę wygaśnięcia serii w 2013 r. Nie wiadomo więc, czy błąd dotyczy daty wygaśnięcia, czy też może obligacji tych już w portfelu Generali nie ma.

Pozostałe zmiany w portfelu wynikają już tylko z faktu wygaśnięcia serii, przy czym Generali nie dokonał żadnej nowej inwestycji. Fundusz zakończył więc inwestycje w papiery Globe Trade Centre (15 mln zł; w innej serii pozostał przy 5 mln zł), PKO BP (60 mln zł; w innej serii pozostał przy 62 mln zł) i Multimediów (40 mln zł) wraz z wykupem tych serii przez emitentów.

W części portfela dotyczącej obligacji drogowych OFE Generali zamienił na gotówkę papiery warte 48 mln zł, choć przesunięcia między poszczególnymi seriami były dużo bardziej znaczące.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2017-10-25	WAW1017	52 878 351	53 349 510	0,9%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	GNB AUTO PLAN SP. Z O.O.	2016-07-16		50 229 514	50 565 512	0,7%
	SANTANDER CONSUMER BANK	2013-09-30		50 748 605	75 774 706	49,3%
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2021-05-18	BOD0521	25 220 300	25 163 450	-0,2%
	EMPIK MEDIA FASHION	2014-11-24		25 205 618	25 160 275	-0,2%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	20 367 045	20 549 157	0,9%
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15		15 125 523	0	-100,0%
	GLOBE TRADE CENTRE	2014-04-28		5 547 150	5 612 244	1,2%
	PKN ORLEN	2019-02-27	PKN0219	34 114 709	34 246 781	0,4%
	PKO BANK POLSKI	2013-02-12		59 667 516	0	-100,0%
	PKO BANK POLSKI	2022-09-14	PKO0922	61 819 319	62 534 849	1,2%
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	POLSKIE GÓRNICZYSTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	100 258 500	100 149 900	-0,1%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2013-02-16		40 839 650	0	-100,0%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2014-05-11	BGK0514	50 399 284	50 233 784	-0,3%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2018-01-25	BGK0118	0	69 311 680	—
	MULTIMEDIA POLSKA	2015-11-30		19 789 149	0	-100,0%
MULTIMEDIA POLSKA	2016-04-29	MMP0416	20 365 603	0	-100,0%	
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	176 920 700	381 245 436	115,5%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	394 277 600	222 051 375	-43,7%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	287 236 125	207 642 000	-27,7%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				1 466 984 092	1 359 670 645	-7,3%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				608 549 667	548 731 834	-9,8%
AKTYWA				13 539 445 966	15 048 491 835	11,1%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				10,83%	9,04%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				4,49%	3,65%	

ING OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – KRÓL PODWÓRKA

Co czwarta złotówka ulokowana przez wszystkie OFE w obligacje pozaskarbowe, została zainwestowana przez ten fundusz (po wyłączeniu obligacji drogowych ze statystyk). Portfel obligacji wart był bagatela 2,7 mld złotych z blisko 11 mld ulokowanych w papiery pozaskarbowe przez wszystkie OFE.

Redukcja zaangażowania w obligacje przez ING ma więc tym większe znaczenie dla rynku – fundusz skrócił pozycję w papierach dłużnych o 689 mln złotych – najmocniej ze wszystkich OFE w ujęciu kwotowym. W ujęciu procentowym także była to wyraźna zmiana, obligacje zajmowały 3,74 proc. portfela funduszu na koniec roku, wobec 5,27 proc. 31 grudnia 2012 r.

Nie znaczy to jednak, że ING obecny był na rynku wyłącznie po stronie podaży. Właściwie można mówić o zmniejszeniu zaangażowania w papiery czterech dużych emitentów. ING nie odbudował pozycji z wygasłych w 2013 r. obligacji PGNiG (223 mln zł) oraz sprzedał papiery Banku Ochrony Środowiska (192 mln zł), Energi (240 mln zł do 190 mln zł) i mBanku (99 mln zł pomniejszone o 10 mln zł zainwestowanych w kolejną serię), co daje łącznie 744 mln zł.

Ponadto ING skracał zaangażowanie w obligacje innych emitentów wykorzystując okazję w postaci wygasania jednych serii i zastępowania ich kolejnymi. W ten sposób pozbył się papierów Trakcji za 30 mln zł i Echa za 36 mln zł. Obligacje Empiku za 10 mln zł, które wygasły nie zastąpił innymi tej samej firmy, fundusz sprzedał też obligacje Dom Development warte 10 mln zł.

Jednocześnie fundusz zwiększył zaangażowanie w obligacje Multimedów ze 128 mln zł do 187 mln zł i Ronsona (o 24 mln zł), korzystając z nowych emisji, które zastąpiły wygasające papiery.

Całkowicie nowe pozycje w portfelu ING, to grudniowa emisja BZ WBK (10 mln zł), która – jak wiemy od samego banku – tylko w małej części rozeszła się wśród OFE

(32mln zł z 500 mln zł wyemitowanych) oraz obligacje Robyga (51 mln zł).

Jednocześnie fundusz zmniejszył zaangażowanie w obligacje stolicy o 16 mln zł do 252 mln zł.

ING dokonał też potężnej transakcji sprzedaży obligacji drogowych (IDS1018) wartych na koniec grudnia 2012 r. 1,63 mld złotych. W tym kontekście inwestycję wartą 44 mln zł w serię IDS1022 należy uznać za skromną.

W portfelu funduszu zwraca uwagę brak papierów BGK, po które chętnie sięgały pozostałe (ale nie wszystkie) OFE, oraz liczna reprezentacja deweloperów. Ich obligacje w portfelu ING wyceniono na 491 mln zł, co daje 18,1 proc. całego portfela obligacji korporacyjnych.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2017-10-25	WAW1017	95 232 048	95 220 420	0,0%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	160 449 434	154 799 336	-3,5%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2022-09-23	WAW0922	12 101 448	2 224 716	-81,6%
DŁUŻNE KOMUNALNE, NIEZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO KRAKÓW	2019-06-25		148 278 468	146 024 023	-1,5%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	MULTIMEDIA POLSKA	2020-05-10	MMP0520	0	186 692 458	–
	RONSON EUROPE N.V.	2017-06-14	RON0617	0	55 145 750	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	ALIOR BANK	2020-02-14	ALR0220	113 469 140	115 736 377	2,0%
	AMREST HOLDINGS SE	2014-12-30		19 934 509	20 143 781	1,0%
	BANK MILLENNIUM	2015-10-05	MIL1015	254 634 549	257 135 385	1,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2015-02-27		192 441 239	0	-100,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2021-05-18	BOD0521	50 574 767	51 749 344	2,3%
	BANK ZACHODNI WBK	2016-12-19		0	9 011 520	–
	CIECH	2017-12-05	CI11217+CI2121	60 398 760	62 724 840	3,9%
	DOM DEVELOPMENT	2015-06-30		40 538 343	40 343 541	-0,5%
	DOM DEVELOPMENT	2017-02-02	DOM0217	26 333 259	15 883 016	-39,7%
	ECHO INVESTMENT	2013-03-29		76 575 836	0	-100,0%
	ECHO INVESTMENT	2015-05-18	ECH0515	45 896 807	46 299 003	0,9%
	ECHO INVESTMENT	2016-02-11		31 139 426	42 217 386	35,6%
	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	0	28 987 879	–
	EMPIK MEDIA FASHION	2013-06-28		10 055 374	0	-100,0%
	EMPIK MEDIA FASHION	2014-11-24		46 393 588	46 880 862	1,1%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	430 355 000	190 242 900	-55,8%
	ERBUD	2014-07-15	ERB0714	41 209 288	41 058 902	-0,4%
	GETIN NOBLE BANK SA	2018-06-29	GNB0618	98 865 455	99 144 069	0,3%
	GLOBE TRADE CENTRE	2018-04-30	GTC0418	61 489 072	67 904 515	10,4%
	KRUK	2016-03-21	KRU0316	77 698 600	78 883 440	1,5%
	LC CORP	2014-05-15		50 936 660	50 890 905	-0,1%
	LC CORP	2015-05-25	LCC0515	41 096 185	41 367 663	0,7%
	MBANK	2015-11-23		454 157 972	355 756 409	-21,7%
	MBANK	2023-12-20	MBK1223	0	10 037 973	–
	MULTIMEDIA POLSKA	2017-06-06	MMP0617	128 234 250	0	-100,0%
	PKO BANK POLSKI	2022-09-14	PKO0922	20 590 576	20 858 608	1,3%
POLSKIE GÓRNICZTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2013-09-19		223 385 991	0	-100,0%	
POLSKIE GÓRNICZTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	221 588 368	221 730 452	0,1%	
ROBYG	2016-06-23	ROB0616	0	51 379 000	–	
RONSON EUROPE N.V.	2014-04-18	RNA0414	40 701 455	0	-100,0%	
RONSON EUROPE N.V.	2016-06-14	RON0616	0	10 029 800	–	
TRAKCJA POLSKA	2013-12-12		52 189 662	0	-100,0%	
TRAKCJA POLSKA	2015-12-31	TRJ1215+TRJ1215	0	20 705 000	–	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	IPF INVESTMENTS POLSKA	2015-06-30	IPF0615	70 747 543	71 671 338	1,3%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	1 629 818 398	0	-100,0%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	0	44 083 648	–
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	890 294 400	885 284 100	-0,6%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				5 917 805 872	3 638 248 358	-38,5%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				3 397 693 073	2 708 880 610	-20,3%
AKTYWA				64 507 102 308	72 350 021 264	12,2%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				9,17%	5,03%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				5,27%	3,74%	

NORDEA OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – KOSMOPOLITA

Nordea, jak wiele innych (dziewięć z trzynastu) OFE zmniejszyła zaangażowanie w pozaskarbowe obligacje, ale pod względem ich udziału w aktywach nadal zajmuje wysoką, czwartą pozycję (4,58 proc.), choć przed rokiem z wynikiem 6,32 proc. była trzecia.

Elementem, który odróżnia portfel Noredei od pozostałych funduszy są obligacje Deutsche Bank Luxembourg (124 mln zł). Inny wyróżnik to zmniejszone zaangażowanie w obligacje Kruka, choć łącznie o zaledwie 8,8 mln zł. Obecność kilku serii Kruka o wartości 2-4 mln zł w portfelu Nordei wskazuje, że fundusz chciał zwiększyć, lub przynajmniej wyrównać zaangażowanie po wygaśnięciu serii KRU0913 za 13 mln zł, ale wobec redukcji jakie miały miejsce w emisjach prywatnych, ostatecznie zarządzający dał sobie spokój i nie brał udziału w kolejnych prywatnych emisjach windykatorka już od sierpnia 2013 r.

Innych prób zaangażowania w papiery emitentów, którzy wykupywali serie w 2013 r. Nordea nie podejmowała, co pozwoliło uwolnić 51,5 mln zł gotówki z obligacji Banku Ochrony Środowiska, 12 mln zł papierów Ergis-Eurofilms i 30 mln zł zaangażowanych w obligacje Globe Trade Centre. Ponadto fundusz sprzedał obligacje BGK za 51 mln zł. Jeśli chodzi o zakupy, to poza zredukowanymi zapisami na Kruka, fundusz zwiększył zaangażowanie w obligacje Echa, co ciekawe dokonując transakcji na rynku wtórnym (10,5 mln zł), choć pozostałym OFE udawało się kupić papiery Echa w ramach nowej emisji obligacji.

Jeśli zaś chodzi o obligacje drogowe, to Nordea okazała się jednym z tych nielicznych funduszy (pięć z trzynastu), które zwiększyły zaangażowanie w serię IDS1022 (o 78 mln zł).

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	31 869 000	33 666 900	5,6%
DŁUŻNE KOMUNALNE, NIEZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO KRAKÓW	2019-06-25		4 171 542	4 170 584	0,0%
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2014-10-04	BOE1014	51 529 000	0	-100,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2022-02-28	BOG0222	51 428 475	53 229 198	3,5%
	DEUTSCHE BANK LUXEMBOURG	2018-05-29		122 810 348	124 572 984	1,4%
	DOM DEVELOPMENT	2017-02-02	DOM0217	41 479 200	42 350 388	2,1%
	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	15 287 795	25 882 355	69,3%
	EMPIK MEDIA FASHION	2014-11-24		30 246 741	30 192 330	-0,2%
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	75 945 452	77 058 557	1,5%
	ERGIS-EUROFILMS	2013-11-30		11 885 446	0	-100,0%
	GETIN NOBLE BANK SA	2018-06-29	GNB0618	40 026 500	40 007 308	0,0%
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15		30 108 288	0	-100,0%
	GLOBE TRADE CENTRE	2018-04-30	GTC0418	15 043 354	15 109 299	0,4%
	GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	2017-01-02	GPW0117	8 977 476	0	-100,0%
	KRUK	2013-09-06		13 494 921	0	-100,0%
	KRUK	2014-04-25		4 647 105	4 602 475	-1,0%
	KRUK	2014-09-06	KRU0914	21 781 414	21 672 308	-0,5%
	KRUK	2014-11-25	KRU1114	8 180 819	7 974 384	-2,5%
	KRUK	2015-01-05	KRU0115	3 564 548	3 546 668	-0,5%
	KRUK	2017-05-20	KRU0517	0	4 106 760	—
	KRUK	2018-06-25	KRU0618	0	2 668 127	—
KRUK	2018-08-13	KRU0818	0	2 083 640	—	
MAGELLAN	2014-09-05		30 845 286	30 627 954	-0,7%	
MAGELLAN	2015-09-30		20 473 764	20 735 130	1,3%	
PKN ORLEN	2019-02-27	PKN0219	46 570 424	46 300 181	-0,6%	
POLSKIE GÓRNICZYSTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	30 492 816	30 492 424	0,0%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	AMERICAN HEART OF POLAND	2015-02-16		51 074 038	0	-100,0%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	699 515 722	676 593 438	-3,3%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	311 201 483	389 866 290	25,3%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	52 243 642	52 118 142	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				1 824 894 598	1 739 627 823	-4,7%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				761 933 752	621 049 953	-18,5%
AKTYWA				12 059 074 443	13 552 839 485	12,4%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				15,13%	12,84%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				6,32%	4,58%	

PEKAO
OTWARTY FUNDUSZ
EMERYTALNY
 – MAŁY, ALE
 BEZ KOMPLEKSÓW

Fundusz Pekao to jeden z najmniejszych OFE i w dodatku mocno stroniący – w ubiegłym roku – od obligacji pozaskarbowych, w których ulokował 127,6 mln zł (mniej ma tylko jedno OFE), jeśli pominąć obligacje drogowe. Udział tych papierów w aktywach ogółem wyniósł 2,83 proc. – to czwarte miejsce od końca tabeli. Widać, że zarządzający OFE Pekao nie przepadał za tego rodzaju papierami, jednak myliłby się ten, kto sądziłby, że wynika ona z dużych nakładów pracy, jakie należy ponieść przed każdą kolejną inwestycją, które nie mają uzasadnienia przy inwestycjach relatywnie niewielkich kwot.

Jeśli chodzi o liczbę pozycji w portfelu to OFE Pekao ustępuje pola siedmiu TFI, a wyprzedza pięć, w tym np. wielokrotnie od siebie większe OFE Aviva czy PZU. Co więcej, zarządzającemu funduszem nie brakuje odwagi do podejmowania decyzji wyróżniających się na tle konkurencji.

Bo tak można odczytać ubiegłoroczny zakup obligacji Biotonu za 7 mln zł, których nie znajdziemy w portfelu żadnego innego funduszu. Również 4,3 mln zł reinwestowane na obligacje J.W. Constuction to ewenement (tylko jedno inne OFE zdecydowało się na reinwestycję w obligacje tego dewelopera, po wygaśnięciu starszej serii w ubiegłym roku). Listę ubiegłorocznych zakupów uzupełnia 5 mln zł wydanych na obligacje BZ WBK, co również jest pewnego rodzaju wyróżnikiem – w sumie tylko trzy OFE zainteresowały się grudniową emisją obligacji BZ WBK, a wśród nich Pekao jest najmniejszym.

Listę ubiegłorocznych inwestycji Pekao w obligacje uzupełnia zakup papierów Warszawy (WAW1017) za ok. 1 mln zł.

Fundusz nie był jednak zbyt aktywny po stronie podaży. Zmniejszenie wartości obligacji pozaskarbowych w jego portfelu wynika głównie z wygaśnięcia serii i nie brania udziału w emisjach refinansujących. Tak stało się np. w przypadku obligacji BBI Development (5,2 mln zł), Magellana (5,1 mln zł), Polnordu (5 mln zł) i Multimediów

(5 mln zł). Fundusz wyzerował też zapadające w ubiegłym roku obligacje Polimeksu (3,8 mln zł).

Na liście transakcji obligacjami drogowymi nieco zaskakująco prezentuje się zakup serii IPS1014 za 104 mln zł (2,3 proc. wszystkich aktywów funduszu!) wygasającej w październiku tego roku. Na koniec 2013 r. serię wyceniano na 102,75 proc. W ciągu całego roku tylko dwukrotnie zdarzyło się, że wycena tych papierów na Catalyst była niższa.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2017-10-25	WAW1017	1 143 546	2 167 498	89,5%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019	9 029 550	9 667 305	7,1%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2022-09-23	WAW0922	23 975 058	23 630 913	-1,4%
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	MULTIMEDIA POLSKA	2016-07-29		0	6 991 576	–
	J.W. CONSTRUCTION HOLDING	2016-01-25		0	4 368 145	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	AMREST HOLDINGS SE	2014-12-30		5 212 595	5 000 825	-4,1%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2021-05-18	BOD0521	10 088 120	10 065 380	-0,2%
	BANK ZACHODNI WBK	2016-12-19		0	5 009 853	–
	BBI DEVELOPMENT	2013-02-22		5 215 245	0	-100,0%
	BBI DEVELOPMENT	2014-02-21	BBD0214+BBI0214	5 247 665	5 128 110	-2,3%
	ECHO INVESTMENT	2016-02-11		10 338 499	10 239 893	-1,0%
	EMPIK MEDIA FASHION	2014-11-24		15 123 371	15 096 165	-0,2%
	GETIN NOBLE BANK SA	2018-06-29	GNB0618	16 010 600	16 002 923	0,0%
	J.W. CONSTRUCTION HOLDING	2013-06-25		4 804 555	0	-100,0%
	KRUK	2014-11-25	KRU1114	4 237 120	4 130 200	-2,5%
	LC CORP	2014-04-15	LCC0414	5 093 666	5 070 777	-0,4%
	MAGELLAN	2013-09-20		5 122 400	0	-100,0%
	MAGELLAN	2014-05-19		5 048 502	5 037 398	-0,2%
POLIMEX-MOSTOSTAL	2013-01-25		3 818 731	0	-100,0%	
POLNORD	2013-12-03		5 050 103	0	-100,0%	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	MULTIMEDIA POLSKA	2015-11-30		5 048 473	0	-100,0%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	105 630 448	100 974 646	-4,4%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	75 203 640	69 929 498	-7,0%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	509 948	104 848 827	20460,7%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				320 951 833	403 359 930	25,7%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				139 607 797	127 606 960	-8,6%
AKTYWA				4 051 885 424	4 514 388 765	11,4%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				7,92%	8,93%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				3,45%	2,83%	

PKO BANKOWY OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – OFE TYPU HIGH YEILD

PKO Bankowy ma jeden z najmniejszych, ale jednocześnie najciekawszych portfeli obligacji spośród wszystkich OFE. Jeśli spojrzeć na udział obligacji nieskarbowych (z pominięciem papierów drogowych) w całości aktywów, to można mówić o awersji funduszu do tego rodzaju papierów. Udział ten wynosi bowiem 1,21 proc. i jest najniższy ze wszystkich OFE (na drugim miejscu jest OFE Warta z udziałem ponad dwukrotnie wyższym) przy średniej wynoszącej 3,8 proc. (3,5 proc. jeśli wziąć pod uwagę średnią ważoną).

Ale jeśli przyjrzeć się składnikom portfela, to widać, że zarządzającemu nie brakowało odwagi przy wyborze papierów korporacyjnych, całkiem jakby ich niski udział w portfelu, chciał nadrobić ich wysoką rentownością.

Właśnie w OFE Bankowym znajdziemy najbardziej ryzykowne inwestycje, spośród tych, których dokonały wszystkie fundusze, by wymienić tylko papiery Orła (oprocentowane na 11 proc.), co do których można mieć już pewność, że nie zostaną wykupione w terminie. Fundusz nie miał też problemów z zainwestowaniem w obligacje Mak-Domu, oprocentowanymi na WIBOR6M plus 5,5 pkt proc., które zostały wykupione w ubiegłym roku. W podobnych kategoriach – tj. ryzykownych inwestycji – należy ocenić zaangażowanie w obligacje Electusa na poziomie 19,6 mln zł (wartość z końca 2012 r.), przy nominale całej serii wynoszącym 36,8 mln zł, czy też w obligacje EGB Investments na poziomie 10,3 mln zł. EGB oferował kuszący 11 proc. kupon i wykupił papiery w terminie.

Jeśli chodzi o poczynania funduszu w 2013 r. to możemy mówić o transakcjach zaledwie trzema papierami. Bo choć wygląda na to, że fundusz próbował pozbyć się obligacji Orła (co można byłoby zaliczyć jako czwartą transakcję), to w istocie spadek ich wartości w aktywach funduszu wynika ze spadku notowań samych obligacji ze 100 proc. do 46 proc. Być może – sądząc po transakcjach ze stycznia 2014 r. – ostatecznie udało mu się ich pozbyć, choć znacząco

nie poniżej ceny nominalnej. Z 20 mln zł do 5 mln zł zmniejszył zaangażowanie w obligacje Ronsona – o tyle ciekawe, że jeszcze na koniec 2012 r. była to druga co do wielkości pozycja w portfelu obligacji korporacyjnych (po GNB), zaś chodzi o serię wygasającą w kwietniu 2014 r. (seria RNA0414 nigdy nie zmieniła właściciela w transakcjach sesyjnych na Bond Spot, gdzie jest notowana).

Dwie pozostałe transakcje to już zakupy – PKO Bankowy wydał 8,7 mln zł na zakup obligacji J.W. Construction z 9,5 mln zł odzyskanych z zapadłych w 2013 r. papierów (na zakup tej serii zdecydowało się jeszcze jedno OFE) i 18,5 mln zł na zakup obligacji BZ WBK (najwyższa kwota przeznaczona przez którykolwiek z OFE na zakup papierów tej właśnie firmy).

Pozostałe zmiany w portfelu, to już efekt wygasania kolejnych serii, przy czym PKO Bankowy nie odnawiał zaangażowania w nowych emisjach tych samych emitentów. W ten sposób fundusz uwolnił gotówkę z inwestycji w Pragmy Faktoring (żaden inny OFE nie miał jej w składzie), Bestu, Ergis-Eurofilms, Globe Trade Centre i Polnordu.

Ciekawostką jest także zaangażowanie w papiery GC Investments na poziomie prawie 17 mln zł, podczas gdy wartość całej serii to 17,5 mln zł. W dniu pisania tego raportu (5 lutego) seria GCI0414 wyceniana jest na niespełna 95 proc. nominalu, co daje jej 42 proc. rentowności brutto. Fundusz o 24 mln zł zmniejszył zaangażowanie w obligacje drogowe.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	OFE POLSAT	PKO BP BANKOWY OFE	POLSAT+PKO BP	PKO BP BANKOWY OFE	ZMIANA
				2012	2012	2012	2012	
DŁUŻNE KOMUNALNE, ZDEMATERIALIZOWANE				5 410 532	0	5 410 532	5 611 150	3,7%
	MIASTO STOŁECZNE WARSZAWA	2019-10-25	WAW1019				5 611 150	
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE				0	15 230 564	15 230 564	9 308 659	-38,9%
	J.W. CONSTRUCTION HOLDING	2016-01-25			0		8 713 185	
	MAK DOM SP. Z O.O.	2013-07-21			12 516 134		0	
	ORZEŁ	2014-08-22	ORL0814		1 295 040		595 475	
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH				3 550 388	183 955 298	187 505 687	131 290 659	-30,0%
	BANK ZACHODNI WBK	2016-12-19			0		18 525 715	
	BEST	2013-05-26			8 565 919		0	
	BEST	2013-11-26			3 907 999		0	
	ECHO INVESTMENT	2014-06-30			19 008 449		19 006 278	
	EGB INVESTMENTS	2013-04-11			6 145 400		0	
	EGB INVESTMENTS	2013-08-09			4 175 798		0	
	ERGIS-EUROFILMS	2013-11-30			4 682 960		0	
	GC INVESTMENT	2014-04-29	GCI0414		17 338 785		16 954 133	
	GETIN NOBLE BANK SA	2018-06-29	GNB0618		26 017 225		26 004 750	
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15			10 083 682		0	
	J.W. CONSTRUCTION HOLDING	2013-06-25			9 509 016		0	
	KREDYT INKASO	2014-04-04	KRI0414		5 121 200		5 129 000	
	KREDYT INKASO	2016-04-04	KRI0416		15 400 200		15 318 600	
	KRUK	2014-11-25	KRU1114		7 944 600		7 744 125	
	KRUK	2015-01-05	KRU0115		6 222 140		6 190 929	
	MCI MANAGEMENT	2014-03-31	MCI0314		9 333 127		11 345 625	
POLNORD	2013-12-03			10 105 309				
RONSON EUROPE N.V.	2014-04-18	RNA0414		20 393 490		5 071 505		
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE				0	34 142 012	34 142 012	14 420 291	-57,8%
	ELECTUS	2013-04-22			19 611 961			
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2014-07-21	GHE0714 +GHI0714		14 530 051		14 420 291	
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE				46 422 000	641 661 070	688 083 070	664 819 070	-3,4%
	IDS1018	2018-10-24	IDS1018		293 388 920		339 856 920	
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122		218 183 400		195 185 900	
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014		130 088 750		129 776 250	
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				55 382 920	874 988 944	930 371 864	825 449 829	-11,3%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				8 960 920	233 327 874	242 288 794	160 630 759	-33,7%
AKTYWA				2 363 798 641	9 485 355 655	11 813 834 975	13 252 227 463	12,2%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				2,34%	9,22%	7,88%	6,23%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				0,38%	2,46%	2,05%	1,21%	

PKO BP Bankowy OFE przejął OFE Polsat, więc porównywanie wartości składników portfela wyłącznie dla PKO BP Bankowego jest nadmiernym uproszczeniem. Porównaliśmy więc wartość kategorii lokat PKO BP Bankowego w 2013 r. do sumy PKO i Polsatu w 2012 r. (tj. przed połączeniem). Szczegółowe dane dla Polsatu za 2012 r. nie są dostępne.

POCZTYLION OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY – CHĘCI SĄ, BRAKUJE ŚRODKÓW

OFE Pocztylion należy do grona najmniejszych funduszy emerytalnych, czego można tylko żałować, bo jest to jeden z tych nielicznych funduszy, który w ubiegłym roku zdecydowanie postawił na obligacje korporacyjne zwiększając w nich zaangażowanie o 77 proc. Żaden inny OFE nie może się pod tym względem równać z Pocztylionem.

W ujęciu bezwzględny oznacza to wzrost zaangażowania w obligacje nieskarbowe o skromne 105 mln zł. Fundusz przeznaczył je na zakup papierów Mutlimediów (30 mln zł), Santander Consumer Bank (30 mln zł), Echa Investment (25 mln zł) i mBanku (40 mln zł). Jednocześnie Pocztylion odzyskał 20 mln zł zainwestowane w obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego, które zostały wykupione w ubiegłym roku.

Po stronie wydatków zwraca także uwagę 127 mln zł przeznaczonych na zakup obligacji drogowych.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	MULTIMEDIA POLSKA	2020-05-10	MMP0520	0	29 649 411	–
	SANTANDER CONSUMER BANK	2017-10-04		0	30 315 969	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	ECHO INVESTMENT	2017-04-28	ECH0417	0	25 264 075	–
	ENERGA	2019-10-18	ENG1019	45 567 000	46 275 300	1,6%
	MBANK	2023-12-20	MBK1223	0	40 151 892	–
	POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	40 127 400	40 047 960	-0,2%
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2013-02-16		20 413 600	0	-100,0%
	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2015-02-16		30 649 800	30 377 100	-0,9%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	173 366 180	167 685 180	-3,3%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	11 605 812	65 354 380	463,1%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	96 743 361	174 376 713	80,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				418 473 153	649 497 980	55,2%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				136 757 800	242 081 707	77,0%
AKTYWA				5 096 442 424	5 735 843 411	12,5%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				8,21%	11,32%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				2,68%	4,22%	

PZU OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY - RYCERZ NA BIAŁYM KONIU

Gdyby nie „Złota Jesień” statystyki zaangażowania OFE w obligacje nieskarbowe wyglądałyby znacznie, znacznie gorzej. W ciągu roku PZU zainwestował w nowe serie obligacji 759 mln zł – więcej niż jakikolwiek inny fundusz zredukował pozycje. Dzięki tym inwestycjom jest drugim – za OFE Allianz – funduszem pod względem udziału obligacji pozaskarbowych w portfelu (4,22 proc.), a jeśli doliczyć obligacje drogowe, to PZU jest samodzielnym liderem (17,47 proc.). Najbliższy rywal może pochwalić się wynikiem 12,84 proc.

Rzecz jasna osiągnięcie takiego wyniku wymagało poniesienia znaczących nakładów, choć lista obligacji na rachunkach OFE PZU jest zaskakująco krótka, biorąc pod uwagę, że wartość portfela wzrosła do 1,9 mld zł.

Główną inwestycją PZU był zakup dwuletnich obligacji Banku Gospodarstwa Krajowego za 0,5 mld złotych. 200 mln zł fundusz ulokował w obligacjach Santander Consumer Bank, a do tego jeszcze 50 mln zł w obligacje Multimediów (wycenionych na koniec roku na 48,7 mln zł). Ponadto PZU zwiększył zaangażowanie w obligacje Vistuli z 25 mln zł do 55 mln zł obejmując nową serię w miejsce wygasającej. Warto odnotować, że obligacje Vistuli nie pojawiły się w portfelu żadnego innego OFE. Ponadto OFE PZU przeznaczyło prawie 15 mln zł na zakup obligacji Bestu (być może chodzi jednak o papiery funduszu zamkniętego Bestu, który ma odpowiednią zapisom w rachunkach PZU datę wygaśnięcia serii).

Fundusz zredukował za to zaangażowanie w papiery Alior Banku o 22 mln zł, odzyskał 17 mln zł ulokowanych w wykupionych obligacjach Ergis-Eurofilms, zaksięgował też utratę wartości papierów Polimeksu (2,5 mln zł), ale nie odpisał ich wartości do końca.

Prawdziwą bombą na skalę całego rynku był za to zakup obligacji drogowych serii IDS1018 za 2 mld złotych. Fundusz dokupił też serię IDS1022 za 487 mln zł. Trudno ocenić trafność tych posunięć nie znając cen transakcyj-

nych, ale trzeba odnotować, że na koniec roku obie serie były wyceniane znacznie poniżej rocznych maksimów, zaś ostatnie kursy z 2013 r., które powinny być podstawą ich wyceny w portfelach OFE (mark to market) niewiele przewyższyły roczne minima.

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
OBLIGACJE CAŁKOWICIE ZABEZPIECZONE, ZDEMATERIALIZOWANE	BEST	2015-06-29	?? BS30615 ??	0	14 996 849	–
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	ALIOR BANK	2020-02-14	ALR0220	39 429 940	17 548 634	-55,5%
	BANK MILLENNIUM	2015-12-28		99 983 910	99 991 490	0,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2022-02-28	BOG0222	51 409 000	50 293 208	-2,2%
	ECHO INVESTMENT	2014-06-30		189 510 269	189 443 240	0,0%
	ERGIS-EUROFILMS	2013-11-30		17 443 119	0	-100,0%
	GLOBE TRADE CENTRE	2014-04-28		172 173 246	171 192 363	-0,6%
	PKO BANK POLSKI	2022-09-14	PKO0922	102 952 880	103 980 161	1,0%
	POLIMEX-MOSTOSTAL	2012-07-25		5 707 824	3 280 455	-42,5%
	POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2017-06-19	PGN0617	457 451 572	459 032 520	0,3%
	VISTULA GROUP	2013-12-20		25 031 195	0	-100,0%
VISTULA GROUP	2018-08-13		0	55 503 300	–	
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2014-05-11	BGK0514	0	502 580 000	–
	MULTIMEDIA POLSKA	2020-05-10	MMP0520	0	48 723 865	–
	SANTANDER CONSUMER BANK	2016-08-08		0	101 763 420	–
	SANTANDER CONSUMER BANK	2017-08-07		0	101 781 860	–
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	1 530 183 648	3 541 487 804	131,4%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	705 794 285	1 193 179 407	69,1%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	365 289 210	364 411 710	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				3 762 360 098	7 019 190 286	86,6%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				1 161 092 955	1 920 111 365	65,4%
AKTYWA				36 342 144 972	40 169 506 325	10,5%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				10,35%	17,47%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				3,19%	4,78%	

WARTA OTWARTY FUNDUSZ EMERYTALNY - MYSZ ZA PELETONEM

Najmniejszy z OFE (4,02 mld zł aktywów na koniec września) ma też najmniejszy portfel obligacji pozaskarbowych, którego wartość na koniec roku podliczono na zaledwie 101 mln zł (pomijając obligacje drogowe). Pod względem wielkości mogliby z nim konkurować najwięksi inwestorzy indywidualni zaangażowani na rynku papierów komercyjnych.

Również udział obligacji w aktywach ogółem jest w przypadku Warty niski – 2,52 proc. to o 1 pkt proc. poniżej średniej dla całego „portfela OFE”, tylko PKO Bankowy ma obligacji jeszcze mniej (1,21 proc. udziału w aktywach). Przed rokiem Warta także wypadła poniżej średniej z udziałem obligacji pozaskarbowych w portfelu sięgającym 3,6 proc.

Zgodnie z logiką – skromny portfel nie pozwolił na istotne przetasowania. Fundusz uwolnił po 20 mln zł gotówki z wygasających w ubiegłym roku obligacji PGNiG oraz Globe Trade Centre, do tego dołożył 10 mln zł ze sprzedanych obligacji PKO BP.

40 proc. z pozyskanych środków zainwestował ponownie, wybierając do portfela papiery Dom Development (10 mln zł) oraz Getin Noble Bank (10 mln zł). Mamy więc kolejny przykład OFE, które niskooprocentowane papiery zastępuje oferującymi wyższy kupon i dzięki wyższym odsetkom stara się nieco nadrobić „straty” odsetkowe wynikające ze zmniejszenia portfela.

Co nie zmienia faktu, że Warta zdecydowała się przeznaczyć 76 mln zł na dokupienie obligacji drogowych (seria IDS1018) charakteryzujących się relatywnie niewielką rentownością (w granicach 3,6 proc. przy cenie 111 proc. notowanej na Catalyst w ostatniej transakcji 2013 r.).

Portfel obligacji. Zmiany w 2013 r.

KATEGORIA LOKAT	OPIS KATEGORII LOKAT	TERMIN WYKUPU	KOD	2012 R.	2013 R.	ZMIANA
DŁUŻNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	2014-10-04	BOE1014	15 409 650	15 234 450	-1,1%
	DOM DEVELOPMENT	2018-03-26	DOM0318	0	10 139 779	–
	ECHO INVESTMENT	2015-05-18	ECH0515	10 124 136	10 076 044	-0,5%
	GETIN NOBLE BANK SA	2015-05-11		0	10 057 692	–
	GLOBE TRADE CENTRE	2013-05-15		20 167 364	0	-100,0%
	ING BANK ŚLĄSKI	2017-12-06	ING1217	20 092 690	20 042 553	-0,2%
	PKO BANK POLSKI	2022-09-14	PKO0922	20 426 452	10 130 644	-50,4%
	POLSKIE GÓRNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO	2013-09-19		19 777 937	0	-100,0%
INNE DŁUŻNE, ZDEMATERIALIZOWANE	BANK GOSPODARSTWA KRAJOWEGO	2016-10-05	BGK1016	15 211 350	15 267 600	0,4%
	GHELAMCO INVEST SP. Z O.O.	2014-07-21	GHE0714+GHI0714	10 453 274	10 400 210	-0,5%
OBLIGACJE AUTOSTRADOWE	IDS1018	2018-10-24	IDS1018	63 780 200	140 205 000	119,8%
	IDS1022	2022-10-25	IDS10122	69 633 000	65 793 000	-5,5%
	IPS1014	2014-10-24	IPS1014	52 035 500	51 910 500	-0,2%
SUMA OBLIGACJI NIESKARBOWYCH				317 111 553	359 257 472	13,3%
SUMA BEZ OBLIGACJI DROGOWYCH				131 662 853	101 348 972	-23,0%
AKTYWA				3 612 201 106	4 022 660 530	11,4%
OBLIGACJE NIESKARBOWE DO AKTYWÓW				8,78%	8,93%	
OBLIGACJE NIESKARBOWE (BEZ DROGOWYCH) DO AKTYWÓW				3,64%	2,52%	

----- **Zastrzeżenia prawne** -----

Redakcja Obligacje.pl Sp. z o.o. dołożyła należytej staranności przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania. Korzystaliśmy przy tym wyłącznie z publicznie dostępnych dokumentów publikowanych przez Otwarte Fundusze Emerytalne.

Mimo to, nie gwarantujemy, że opublikowane dane są kompletne i precyzyjne, w szczególności wątpliwości mogą budzić oznaczenia niektórych serii obligacji.

Redakcja Obligacje.pl nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury niniejszego raportu, nawet gdyby informacje te okazały się niezgodne ze stanem faktycznym. W przypadku stwierdzenia błędów po jego publikacji, użytkownicy Obligacje.pl, którzy otrzymali raport pocztą elektroniczną będą informowani o wniesionych poprawkach.

Redakcja Obligacje.pl nie otrzymała wynagrodzenia od żadnej z instytucji, której portfel obligacji omówiono w materiale, ani od żadnego emitenta, w związku z publikacją niniejszego materiału.