



20 grudnia 2011 r.

Komentarz do wyników inwestycyjnych funduszy dłużnych i mieszanych zarządzanych przez BPH TFI

W bieżącym roku fundusze dłużne zarządzane przez BPH TFI odnotowały relatywnie słabsze wyniki inwestycyjne na tle grup porównawczych oraz w porównaniu z wyniki osiąganymi w poprzednich latach. Relatywne pogorszenie wyników było spowodowane przede wszystkim stratą odnotowaną na portfelu polskich euroobligacji. Udział tych instrumentów finansowych został zredukowany do zera w IV kwartale bieżącego roku, dzięki czemu wyniki inwestycyjne nie będą już obciążone tym czynnikiem. Portfele inwestycyjne charakteryzują się wysoką elastycznością i płynnością, umożliwiając realizowanie szerokiego spektrum strategii inwestycyjnych na rynku dłużnym oraz pełne i szybkie dostosowanie portfela do przyjętej strategii inwestycyjnej.

Przyczyny pogorszenia wyniku inwestycyjnego

Obserwowany od sierpnia br. wzrost ryzyka kredytowego dla krajów strefy euro skutkuje cykliczną wyprzedacją obligacji krajów o słabszej kondycji ekonomicznej i wysokim zadłużeniu. Jednocześnie postępuje proces obniżki ratingów obligacji oraz powiększania się spreadu w stosunku do tzw. obligacji bazowych (niemieckich). Pomimo braku obligacji zagrożonych krajów strefy euro w portfelach, proces ten negatywnie oddziaływał na wyniki inwestycyjne funduszy dłużnych BPH TFI. Przyczyną strat były portfele obligacji Skarbu Państwa RP denominowanych w walutach EUR i CHF. Rosnące ryzyko kredytowe przekładało się na powiększenie spreadu między rentownością polskich euroobligacji i obligacji bazowych. W związku z tym, że portfele euroobligacji były zabezpieczone przed ryzykiem walutowym i stopy procentowej, ale nie przed ryzykiem kredytowym, wzrost spreadów szczególnie negatywnie oddziaływał na wartość pozycji inwestycyjnej. Szacujemy, że zabezpieczona pozycja na portfelu euroobligacji spowodowała obniżenie tegorocznej stopy zwrotu funduszy dłużnych o: 3,7% i 6,6% w przypadku odpowiednio BPH Obligacji 1 oraz BPH Obligacji 2. W przypadku funduszy mieszanych BPH Stabilnego Wzrostu oraz BPH Aktywnego Zarządzania kontrybucja pozycji w euroobligacjach wynosiła odpowiednio 2,6% oraz 1,9%.

Przewagi długoterminowe

Pomimo pogorszenia wyniku inwestycyjnego w 2011 r., jesteśmy przekonani, że fundusze dłużne BPH TFI zachowują długoterminową przewagę konkurencyjną. Przewaga ta opiera się na unikalnym procesie inwestycyjnym obejmującym kilka etapów i przewidującym wykorzystanie zarówno prostych, jak i bardziej złożonych technik inwestycyjnych na rynku dłużnym.

Na przyjęty proces inwestycyjny składają się na następujące etapy:

1) Analiza makroekonomiczna:

- określenie scenariusza makroekonomicznego zarówno dla Polski, jak i strefy euro oraz USA (głównie PKB i inflacja CPI),
- antycypacja działań Rady Polityki Pieniężnej, Europejskiego Banku Centralnego oraz Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych pod kątem trajektorii przyszłych stóp procentowych,
- określenie przyszłego kształtu krzywej dochodowości w zależności od powyższych parametrów.

2) Analiza krzywych dochodowości:

- analiza oczekiwanej trajektorii stóp procentowych (stopy forward-forward),
- analiza oczekiwanych stóp zwrotu z obligacji w zarysowanym scenariuszu / scenariuszach (carry + roll-down + przesunięcie krzywej),
- analiza krzywej swapowej (nachylenie krzywej, spready butterfly).

3) Analiza zależności między krzywymi dochodowości:

- spready asset swap: między obligacjami polskimi a stopami swapowymi,
- spready między rentownościami obligacji polskich a rentownościami obligacji na rynkach bazowych (strefa Euro / USA),
- spready między rentownościami obligacji na rynkach bazowych (strefa Euro / USA).

4) Analiza kosztu utrzymywania pozycji:

- stopy transakcji SBB / BSB,
- stopy implikowane z transakcji FX Swap.

Analogiczny proces inwestycyjny znajduje zastosowanie w odniesieniu do portfeli dłużnych w funduszach mieszanych BPH Stabilnego Wzrostu oraz BPH Aktywnego Zarządzania. Zarządzający dąży do zachowania możliwie wysokiej spójności między pozycjami inwestycyjnymi w funduszu BPH Obligacji 1 oraz portfeli dłużnych obu funduszy mieszanych (m.in. zbliżony poziom modified duration, podobna struktura inwestycyjna portfela).

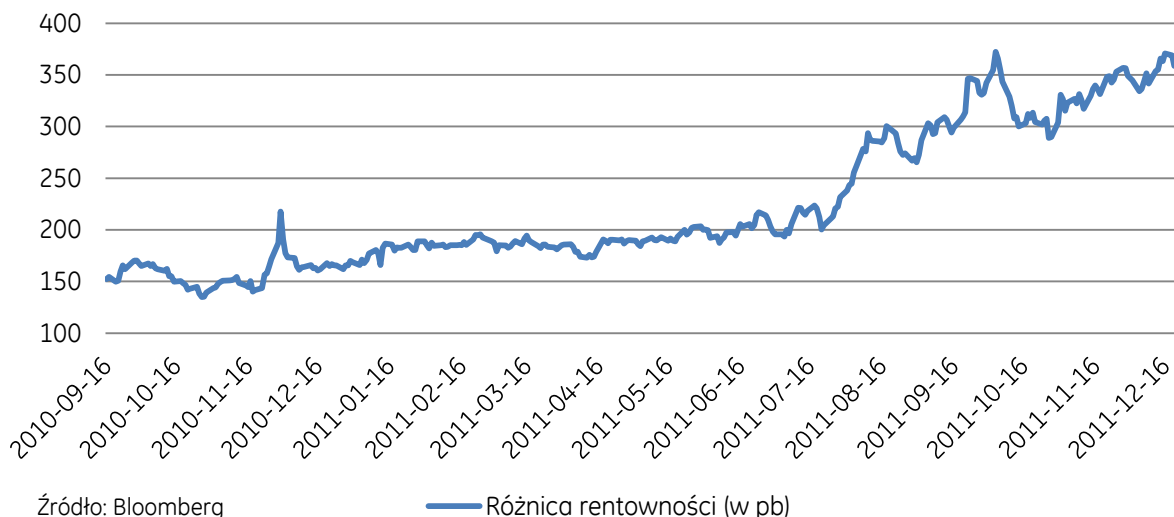
Wynikiem procesu inwestycyjnego jest skład portfeli inwestycyjnych, który obejmuje m.in.:

- skarbowe instrumenty dłużne o różnych terminach wykupu, w zależności od aktualnych oczekiwań makroekonomicznych oraz prognoz krzywej dochodowości,

- instrumenty pochodne (IRS, FRA) dla zabezpieczenia przed ryzykiem stopy procentowej i jako alternatywa dla skarbowych instrumentów dłużnych,
- transakcje asset swap (wykorzystanie różnic między rentownością obligacji a stopami swapowymi),
- strategie opiewające na kształt krzywej dochodowości: spread (steepener / flattener), butterfly,
- strategie typu carry, obejmujące wykorzystanie różnic między rentownością długoterminowych obligacji a krótkoterminowym kosztem finansowania,
- strategie opiewające na różnicę rentowności między krzywymi (obligacje polskie względem obligacji niemieckich / amerykańskich),
- instrumenty zarządzania płynnością: BSB / SBB,
- kontrakty terminowe na niemieckie i amerykańskie obligacje skarbowe (pozycje długie lub krótkie),
- depozyty bankowe.

Jesteśmy przekonani, że przyjęty proces inwestycyjny oraz spektrum strategii inwestycyjnych – jedno z najszerzych wśród polskich funduszy dłużnych – będą dobrze sprawdzać się w obecnych warunkach rynkowych. W szczególności, portfele dłużne charakteryzują się bardzo wysoką płynnością oraz elastycznością. Istnieje możliwość szybkiej redukcji lub wydłużenia pozycji inwestycyjnych w przypadku zmian oczekiwań zarządzającego. Stosowane instrumenty pozwalają w znacznym stopniu chronić portfel przed ewentualnymi spadkami cen obligacji, osiągać zyski nawet w warunkach wysokiej awersji do ryzyka, a także wykorzystywać szereg przejawów nieefektywności rynku. Uważamy, że realizowana strategia inwestycyjna umożliwi uzyskiwanie korzystnych wyników inwestycyjnych nawet w warunkach przedłużenia się kryzysu zadłużeniowego, powodującego fale wyprzedaży obligacji rządowych państw strefy euro i potencjalnie negatywnie oddziałującego na ceny polskich obligacji.

Wykres. Spread pomiędzy rentownościami 10-letnich polskich euro obligacji i 10-letnich obligacji niemieckich.



Kontrola inwestycyjna

Towarzystwo zarządza funduszami według ściśle określonych procedur, zwracając szczególną uwagę na stopień ryzyka inwestycyjnego. Zarządzający prowadzą ciągły monitoring aktywów portfela, reagując na wszelkie zmiany, które mogłyby wpłynąć na wynik zarządzania. Kluczowe długoterminowe decyzje inwestycyjne podejmowane są w uzgodnieniu z Komitetem Inwestycyjnym. Stosowane miary ryzyka, takie jak modified duration, są odpowiednio korygowane o wartości wynikające z zastosowania instrumentów pochodnych. Wewnętrzne limity ryzyka nakładają szereg restrykcji m.in. w zakresie ryzyka stopy procentowej oraz ryzyka kredytowego. Od kilku lat fundusze dłużne BPH TFI konsekwentnie unikają zwiększania pozycji w papierach komercyjnych. Nowe papiery komercyjne nie są nabywane do portfeli, a już posiadane papiery podlegają systematycznemu wykupowi. Jest to jeden z czynników, który może przyczynić się to do pogorszenia wyników inwestycyjnych względem konkurencyjnych funduszy w krótkim okresie, lecz w długim okresie pozwala zachować przewagę konkurencyjną i uniknąć znacznych jednorazowych strat na portfelach.

Nota Prawna

Materiał został opracowany przez BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie (BPH TFI) zgodnie ze stanem na dzień 20.12.2011 i ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Materiał został sporządzony zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez autorów za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Materiały mają charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowią wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. BPH TFI S.A. rekomenduje zapoznanie się z informacjami wymaganymi przez prawo w zakresie BPH FIO Parasolowego („Fundusz”), w tym z opisem czynników ryzyka oraz wskazaniem opłat manipulacyjnych, opisanych w prospekcie informacyjnym Funduszu oraz Tabeli Opłat, dostępnych w siedzibie Towarzystwa, u Dystrybutorów oraz na www.bphtfi.pl. BPH FIO Parasolowy może lokować powyżej 35% wartości aktywów każdego z subfunduszy w papiery wartościowe wyemitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także w papiery wartościowe emitowane, przez Państwo Członkowskie lub jedno z państw należące do OECD, wskazane w Prospekcie, inne niż Rzeczypospolita Polska. Fundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów wskazanych w Prospekcie subfunduszy w papiery wartościowe poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także w papiery wartościowe poręczone lub gwarantowane przez Państwo Członkowskie lub jedno z państw należące do OECD, wskazane w Prospekcie, inne niż Rzeczypospolita Polska.

Materiał został przygotowany na podstawie informacji publicznie dostępnych i źródeł uznanych przez BPH TFI za wiarygodne, ale BPH TFI nie gwarantuje i nie może zapewnić o ich dokładności, kompletności i wiarygodności. Opracowanie niniejsze nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Opracowanie niniejsze nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie są formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu BPH TFI nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie BPH TFI mogą się zmieniać bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. BPH TFI, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z BPH TFI nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Aktualne informacje finansowe dotyczące Funduszy dostępne są na stronie internetowej www.bphtfi.pl.

BPH TFI S.A. jest podmiotem zarządzającym cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie i jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna, ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa, wpisane przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego, XII Wydział Gospodarczy pod nr 0000002970; kapitał zakładowy: 23 456 525,00 PLN, w pełni opłacony; NIP: 527-21-53-832, REGON: 013083243.