

Komentarz do wyników funduszu Rockbridge FIO Lokata Plus.

W tygodniu 17-22 października 2022 r. jednostki uczestnictwa Funduszu znacznie się przeceniły. Tak duża przecena jednostki Funduszu wynika z dużego udziału w portfelu Funduszu skarbowych obligacji zmiennokuponowych, które uległy nieuzasadnionej fundamentalnie przecenie rynkowej. Jest to rynkowo sytuacja bez precedensu jako że te obligacje znajdujące się w portfelu Funduszu z uwagi na swoją specyfikę (oprocentowanie zmienne oparte na stopie WIBOR6M) zawsze historycznie cechowały się bardzo dużą stabilnością cen i były najbardziej odpornym instrumentem na wszelkie turbulencje na rynkach. Oznacza to, że na rynkach obligacji wystąpił ogromny stres, który spowodował skrajną nieracjonalność wycen z punktu widzenia fundamentalnego. Niemniej jednak aktualny skład portfela Funduszu sprawia, że w horyzoncie nie przekraczającym 12 miesięcy spodziewane stopy z funduszu powinny z nawiązką odrobić straty, a czas z uwagi na znaną i nieodległą maturę obligacji, czyli terminu w której obligacje zostaną wykupione przez polski Skarb Państwa w naturalny sposób jest sprzymierzeńcem wyceny Funduszu, ponieważ najpóźniej w momencie tego wykupu, ceny tych obligacji będą wyższe niż te po jakich były one kupowane przez Fundusz.

Główne cechy portfela to:

- Prawie cała pozycja portfela jest skoncentrowana w 4 seriach obligacji skarbowych zmiennokuponowych, o krótkim i średnim okresie zapadalności. Obligacje te są aktualnie rekordowo tanie w historii swoich wycen.
- Udział obligacji korporacyjnych oscyluje około 5% NAV jest więc bardzo niski, a posiadani emitenci wśród obligacji korporacyjnych to głównie największe polskie banki, co oznacza że w portfelu w praktyce nie ma ryzyka kredytowego emitentów.
- Według przyjętych przez Towarzystwo modeli średnia zapadalność portfela do 6 miesięcy (6M) przed wykupem obligacji przez Skarb Państwa wynosi ok 2,58 lat. Należy odnieść się do tego terminu, gdyż nawet przy tak rekordowym stresie rynkowym jak dzisiaj, rentowność obligacji stałokuponowej o zapadalności 6M do wykupu (teraz taką obligacją jest OK0423) jest poniżej WIBOR6M, a to oznacza, że obligacja zmiennokuponowa o takim okresie do wykupu (w ostatnim półrocznym okresie odsetkowym jest faktycznie obligacją o stałym kuponie) będzie miała cenę powyżej 100 (a w naszym modelu konserwatywnie zakładamy 100). Wyliczone w tym modelu skumulowane dyskonto (czyli różnica pomiędzy aktualną ceną, a zakładaną ceną na 6M przed wykupem przez Skarb Państwa) wynosi ok 53,5% w stosunku do wartości aktywów netto. To oznacza, że według tego konserwatywnego modelu rentowność portfela w tym terminie jest na poziomie stopy WIBOR6M jaki będzie w tym czasie powiększona o wartość tych dyskont (ok 53,5%).
- Fundusz jest całkowicie płynny, wyceniany rynkowo, a pozycje posiadanych obligacji w stosunku do rynku i wielkości poszczególnych emisji są bardzo małe i stanowiące ułamek emisji tych instrumentów.

Taki skład portfela i aktualne poziomy dyskonta w cenie obligacji w stosunku do oczekiwanej wartości na 6 miesięcy przed ich wykupem, przekłada się na średnią rentowność portfela w tym okresie na poziomie WIBOR6M+20,7% czyli na dzisiaj w okolicy 27-28% a jednocześnie opiera się tylko i wyłącznie na krótkoterminowych obligacjach skarbowych!

W odniesieniu do negatywnych informacji na temat sytuacji budżetowej Kraju i przełożenia się tego na wyceny skarbowych papierów wartościowych warto zauważyć, że udział całego długu publicznego jest relatywnie niski (około 52% PKB na koniec 2022 spadek z 53,8% na koniec 2021) i według strategii rządowej nie przekracza 56% do końca 2026 r. Jest to ocena nie tylko zarządzających, również Prezes PFR Pan Paweł Borys opublikował w dniu 21.10.2022 r. stanowisko w pełni zbieżne z taką oceną sytuacji, wskazując że „przecena obligacji nie wynika z oceny ryzyka, ale skokowego spadku krajowej i globalnej płynności.” Zwiększone potrzeby pożyczkowe i wzrosty kosztów obsługi zadłużenia oczywiście martwią, ale powinno mieć to odzwierciedlenie głównie w obligacjach długoterminowych.

W portfelu Funduszu znajdują się zaś tylko obligacje skarbowe o relatywnie krótkim terminie do wykupu co powoduje, że oczekiwana finalnie z inwestycji stopa zwrotu najpóźniej w dniu wykupu tych obligacji przez polski Skarb Państwa będzie pozytywna.

Poniżej prezentujemy najważniejsze parametry portfela funduszu:

Obligacja	Udział w WAB	Wartość dyskont w % do WAN	Średni okres do wykupu do 6M przed wykupem obligacji przez Ministerstwo Finansów
WZ0524	30%	8,77	2,58
WZ0525	26%	11,73	
WZ1126	19%	13,99	
WZ1127	25%	18,96	
53,45			

Premia roczna do WIBOR6M / Średni okres do wykupu do 6M	20,71
---	--------------

Z poważaniem
Zarząd Rockbridge TFI S.A.