

## Rola funduszy obligacji

Pod koniec sierpnia 2011 roku środki zgromadzone w funduszach dłużnych przekroczyły 18 mld złotych, co odpowiada 16% aktywów zgromadzonych na polskim rynku funduszu. Zainteresowanie inwestorów tą grupą funduszy miało związek ze spadkiem tempa wzrostu gospodarczego i awersją do ryzyka, z czym mieliśmy do czynienia od drugiej połowy 2007 roku. Spadki w funduszach akcji oraz atrakcyjne wyniki, jakie od drugiego półrocza 2008 roku zaczęły osiągać fundusze dłużne przypomniły inwestorom, że mogą one stanowić interesującą formę lokowania oszczędności. Jedynie przez kilka miesięcy na przełomie 2010 i 2011 roku, kiedy wraz z rosnącą inflacją fundusze te generowały słabsze wyniki, klienci wycofywali z nich swoje oszczędności. **Generalnie fundusze obligacji należą do rozwiązań o dość bezpiecznym, z zastrzeżeniem występujących ryzyk, charakterze i są alternatywą wobec samodzielnego inwestowania w obligacje detaliczne, a także wobec bankowych depozytów.**

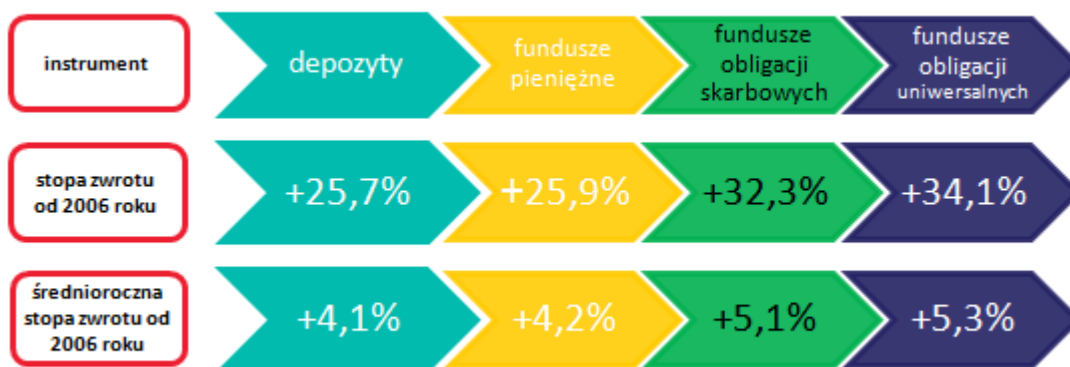
Bogata oferta krajowych TFI sprawia, że inwestorzy nie mogą narzekać na brak różnorodnych rozwiązań inwestycyjnych opartych o rynek obligacji. Do dyspozycji mają bowiem ponad 60 funduszy dłużnych, zarówno inwestujących na rynku polskim, jak i rynkach zagranicznych. Najchętniej wybieraną grupą produktów są oczywiście fundusze obligacji polskich, gdzie zdecydowanie najwięcej środków zgromadzono w produktach o charakterze uniwersalnym. Są to rozwiązania posiadające szerokie spektrum inwestycyjne, których aktywa mogą być inwestowane w obligacje emitowane przez Skarb Państwa, ale także w papiery nieskarbowe. Drugą najpopularniejszą kategorię funduszy dłużnych stanowią produkty, których spektrum inwestycyjne zawężone jest przede wszystkim do obligacji Skarbu Państwa. Na naszym rynku funkcjonuje również spory segment funduszy obligacji zagranicznych. W tej grupie produktów znajdziemy zarówno rozwiązania o charakterze globalnym, regionalnym (Nowa Europa, europejskie), krajowym (USA), czy też inwestujące na szerokorozumianych rynkach wschodzących (emerging markets).



## Ile można zyskać inwestując w fundusze dłużne?

Najważniejszą zaletą funduszy obligacji jest możliwość dość bezpiecznego pomnażania kapitału. Ponadto, w dłuższym terminie tj. co najmniej kilku lat, fundusze obligacji oferują wyższe stopy zwrotu niż te, które są w stanie zaoferować produkty pieniężne (fundusze gotówkowe czy depozyty).

### Czy fundusze obligacji oferują atrakcyjne stopy zwrotu w dłuższym terminie?



Źródło: Analizy Online na podstawie danych NBP i własnych

Gdy przyjrzymy się inwestycjom poczynionym od grudnia 2005 do sierpnia 2011 roku to okaże się, że stopa zwrotu dla przeciętnego funduszu obligacji uniwersalnych wynosi +34,1%, natomiast przeciętny wynik funduszy obligacji skarbowych jest tylko o -1,8 pkt proc. gorszy. W tym samym okresie inwestycje w fundusze pieniężne i depozyty<sup>1</sup> przyniosły stopy zwrotu na poziomie +25,9% oraz +25,7%.

Inwestor, który pod koniec 2005 roku zainwestował w przeciętny fundusz obligacji uniwersalnych na koniec sierpnia 2011 roku uzyskał średnioroczną stopę zwrotu na poziomie +5,3%. Nieco słabiej poradziły sobie fundusze obligacji skarbowych, które średniorocznie zyskały +5,1%. W tym samym okresie przeciętna średnioroczna stopa zwrotu wypracowana przez grupę funduszy pieniężnych, jak również rezultat dla lokat bankowych wyniósł +4,1%.

<sup>1</sup> średnie oprocentowanie depozytów dla gospodarstw domowych z terminem do 2 lat włącznie według NBP

Materiał opracowany na podstawie danych wg stanu na koniec sierpnia 2011 roku

Chociaż fundusze obligacji w dłuższej perspektywie oferują wyższe stopy zwrotu niż bankowe lokaty, to jednak w krótszych okresach np. roku wynik może być gorszy. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia zarówno w 2007, jak i 2009 roku, kiedy przeciętne oprocentowanie depozytów było wyższe. W 2007 roku depozyty oferowały lepszy wynik od funduszy obligacji uniwersalnych o +0,8 pkt proc., a w 2009 o +0,1 pkt proc. Trzeba jednak pamiętać, że 2007 rok był okresem wojny depozytowej, jaka zaczęła się pojawiać na polskim rynku bankowym. W normalnych warunkach rynkowych fundusze obligacji powinny jednak oferować zbliżone lub lepsze wyniki niż bankowa lokata.

## Ile można było zarobić w poprzednich latach?

okres	depozyty	fundusze obligacji	
		skarbowych	uniwersalnych
2005	4,5%	6,2%	6,6%
2006	3,0%	3,6%	4,1%
2007	2,8%	1,3%	2,0%
2008	3,6%	8,5%	8,0%
2009	6,3%	5,1%	6,2%
2010	5,0%	6,1%	6,1%
YTD (do 08.2011)	2,7%	4,2%	3,9%

Źródło: Analizy Online na podstawie danych własnych i NBP

Każdy inwestor, który inwestuje w fundusze obligacji powinien pamiętać również o tym, że produkty dłużne są szczególnie atrakcyjną formą lokowania kapitału, w okresie kiedy mamy do czynienia ze spadkiem inflacji i spadkiem rynkowych stóp procentowych. Natomiast w okresie, gdy rośnie inflacja i rynkowe stopy procentowe, fundusze obligacji mogą radzić sobie gorzej, ze względu na spadek cen obligacji o stałym oprocentowaniu. Ogólnie więc najlepszym okresem do inwestowania w fundusze obligacji jest spowolnienie gospodarcze lub recesja, w której mamy zazwyczaj do czynienia z malejącą inflacją. Opisana prawidłowość w pewnych sytuacjach może zostać zaburzona. Przykładem jest początek drugiej połowy 2011 roku, kiedy rosnące obawy o wypłacalność niektórych państw wpłynęły niekorzystnie na wycenę wyemitowanych przez nie obligacji.

## Skąd się biorą rozbieżności wyników funduszy obligacji?

Na przestrzeni ostatnich lat wyniki osiągnięte przez fundusze dłużne uległy istotnemu rozwarstwieniu. W latach 2006-2007 różnica pomiędzy najlepszym a najgorszym wynikiem wyniosła kilka punktów procentowych. W latach 2008 i 2009 maksymalna rozbieżność wyniosła już +24 pkt proc., a w 2010 roku najlepszy fundusz zarobił o +9,5 pkt proc. więcej od najgorszego. Główną przyczyną rozwarstwienia wyników są różnice w rzeczywistej polityce inwestycyjnej realizowanej przez poszczególne fundusze. Dodatkowo wysokie różnice w stopach zwrotu (odbiegające zarówno w górę jak i w dół od średniej) często mają

## Rozbieżności wyników w funduszach dłużnych uniwersalnych

okres	max	min	spread	średnia PDP_UN
YTD (do 08.2011)	9,5%	0,5%	9,1 pkt	3,9%
2010	11,4%	1,9%	9,5 pkt	6,1%
2009	21,2%	-2,4%	23,6 pkt	6,2%
2008	21,5%	-2,4%	23,8 pkt	8,0%
2007	4,4%	0,0%	4,4 pkt	2,0%
2006	5,9%	3,0%	2,9 pkt	4,1%

Źródło: Analizy Online

związek z podjęciem wyższego ryzyka. Jako inwestorzy nie zawsze zdajemy sobie z tego sprawę. Z tego względu konieczna jest wiedza na temat źródła uzyskiwanych przez fundusz wyników. Przede wszystkim warto wiedzieć, w jakie instrumenty inwestuje fundusz, czy też na jakich rynkach są emitowane. Ogromne znaczenie ma także styl zarządzania i podejście do ryzyka funduszu. Istotnym elementem mającym duży wpływ na wyniki funduszu jest mechanizm lewarowania (dźwignia), który w walce o jak najlepsze wyniki coraz częściej wykorzystują zarządzający.

## - w co inwestuje twój fundusz?

Rodzaj instrumentów, w jakie inwestuje fundusz ma ogromny wpływ na wynik i ryzyko inwestycji. Np. fundusze obligacji skarbowych zdecydowaną większość aktywów lokują w papierach Skarbu Państwa, które są postrzegane jako najbezpieczniejsza forma lokowania kapitału. Oznacza to również, że ta kategoria funduszy powinna oferować nieco niższe stopy zwrotu niż fundusze obligacji uniwersalnych, które swoje aktywa mogą inwestować także na rynku papierów nieskarbowych.

W ostatnim czasie na rynku pojawiły się rozwiązania ukierunkowane głównie na instrumenty nieskarbowe, do których należą np. Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych oraz Copernicus Dłużnych Papierów Korporacyjnych. W przypadku pierwszego na koniec czerwca 2011 roku papiery przedsiębiorstw stanowiły blisko 55% aktywów, podczas gdy w funduszu Copernicus Capital TFI udział ten wyniósł 100% aktywów. Różnice w budowie portfela mają wpływ na zachowanie jednostki, bowiem spora część papierów nieskarbowych, szczególnie w przypadku polskich emitentów, jest wyceniana za pomocą efektywnej stopy zwrotu. Jednak zaletą takiej wyceny jest zmniejszenie zmienności

Materiał opracowany na podstawie danych wg stanu na koniec sierpnia 2011 roku

jednostki. Problematiczny jest jednak fakt, że może ona nie uwzględniać negatywnych informacji dotyczących emitenta, co w praktyce może oznaczać nagły spadek wycen jednostki w sytuacji gdy emitent, którego obligacje znajdują się w portfelu, przestanie regulować swoje zobowiązania. Różnicę pomiędzy wyceną za pomocą efektywnej stopy zwrotu a wyceną rynkową obrazuje zachowanie dwóch wspomnianych funduszy. Podczas gdy jednostka funduszu zarządzanego przez Copernicus Capital TFI stabilnie zwiększa swą wartość, w przypadku funduszu Arki widzimy większą zmienność, która wynika z wyceny rynkowej.

Aktywa funduszy mogą być również lokowane w papiery komunalne, czyli takie których emitentem jest np. gmina, czy miasto, a także listy zastawne. Poza wcześniej wymienionymi funduszami, największe zaangażowanie w papierach nieskarbowych w czerwcu 2011 roku posiadały fundusze z KBC TFI, Novo Papierów Dłużnych, Opera Avista.pl oraz Pioneer Obligacji Dynamiczna Alokacja FIO.

## **- ryzyko emitenta**

Papiery nieskarbowe, do których zalicza się przede wszystkim papiery komercyjne zazwyczaj charakteryzują się podwyższonym ryzykiem emitenta. Premią za podjęcie tego ryzyka jest wyższa rentowność inwestycji. Z tego względu zarządzający funduszami, które lokują na rynku nieskarbowym muszą w bardzo rozważny sposób dokonywać selekcji poszczególnych papierów. Najważniejszym elementem selekcji jest unikanie obligacji emitentów zagrożonych bankructwem. W okresie problemów zadłużeniowych na świecie ryzyko emitenta dotyczy również papierów emitowanych przez rządy państw. Wprawdzie jeszcze niedawno trudno było sobie wyobrazić by kraj mógł zbankrutować jednak kryzys gospodarczy sprawił, że liczba państw zagrożonych bankructwem jest spora. Za przykład niech posłużą papiery emitowane przez kraje PIIGS, czyli Portugalię, Włochy, Irlandię, Grecję i Hiszpanię. Ze względu na poważne w ostatnich latach problemy budżetowe, emitowane przez nie obligacje wyraźnie straciły na wartości.

## **- ryzyko walutowe**

Zarządzający poza możliwością wyboru emitenta nabywanych papierów, mogą również decydować o zakupie obligacji denominowanych w walutach obcych. Mogą to być zarówno papiery zagranicznych emitentów, ale również obligacje krajowych emitentów wyceniane w walucie obcej (np. obligacje Skarbu Państwa wyceniane w euro). O tym jak duże może być zaangażowanie w tego typu instrumenty decydują zazwyczaj zapisy statutowe bądź wewnętrzne ograniczenia. Obligacje denominowane w walutach obcych mogą być zarówno źródłem dodatkowych korzyści, ale również przyczyną strat. Głównym zagrożeniem jest w ich przypadku tzw. ryzyko walutowe, które wynika z wpływu, jaki wywierają zmiany kursów walut na płatności dokonywane na rzecz inwestora przez emitenta. Zarządzający stosują wobec niego różnorodne podejście. W praktyce część zarządzających w ogóle nie kupuje papierów denominowanych w walutach obcych, inni z kolei zawsze, czyli co do zasady zabezpieczają ryzyko walutowe (np. Aviva Investors Obligacji, czy Arka BZ WBK Obligacji). Część zarządzających rezygnuje z zabezpieczenia gdyż liczy na dodatkowy zarobek w przypadku umocnienia zagranicznych walut.

## **- ryzyko stopy procentowej**

Jednym z najważniejszych parametrów funduszu dłużnego jest duration jego portfela, czyli średni termin zapadalności składników funduszu, liczony w latach. Im dłuższe duration portfela funduszu tym większe ryzyko stopy procentowej wpisane w dany produkt. Oprócz samego poziomu duration ogromne znaczenie ma również styl zarządzania, jaki stosują poszczególni zarządzający. W przypadku tych, którzy stosują pasywne podejście i dokonują niewielkich zmian, nie możemy liczyć na spektakularne rezultaty, gdyż ryzyko stopy procentowej wpisane w dany fundusz jest w miarę stałe. Zarządzający, którzy stosują aktywne podejście względem duration mają szanse na osiągnięcie dobrych wyników, w stosunku do tych którzy zdecydowali się na zupełnie pasywny styl zarządzania. Strategia polegająca na dostosowywaniu duration portfela do sytuacji na rynku może się jednak wiązać z ryzykiem popełnienia błędu. Do grupy funduszy zarządzanych w sposób bardzo aktywny należą Novo Papierów Dłużnych, Noble Fund Skarbowy, czy Idea Obligacji. Dosyć wyrazistym przykładem jest również Arka BZ WBK Obligacji, której zarządzający na przestrzeni ostatnich lat raz na kilka bądź kilkanaście miesięcy istotnie zmieniali poziom duration funduszu.

## **- dźwignia finansowa**

Jednym z narzędzi, z którego korzystają zarządzający do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jest tzw. dźwignia finansowa. Jej celem jest zwiększenie rentowności inwestycji poprzez wykorzystanie kapitału obcego (transakcje typu Sell Buy Back). Mechanizm jest zyskowy, ale tylko wtedy, gdy zarządzający są w stanie osiągnąć wyższą rentowność na kapitale obcym niż koszt jego pozyskania. Ze sprawozdań finansowych wynika, że mechanizm lewarowania na dużą skalę wykorzystuje m.in. BPH TFI, PKO TFI, czy fundusz PZU Papierów Dłużnych POLONEZ. Dźwigni nie wykorzystują m.in. fundusze Aviva Investors Poland TFI, Noble Funds TFI czy Legg Mason TFI. Odmienne podejście zarządzających do mechanizmu dźwigni sprawia, że fundusz funduszowi nie może być równy. Wykorzystanie dźwigni daje bardzo atrakcyjne możliwości jednak wiąże się z dodatkowym elementem ryzyka, które może być niezrozumiałe i niewidoczne dla inwestorów. Fundusze wykorzystujące dźwignię mogą zachowywać się w nieprzewidywalny sposób jeżeli na rynku obligacji pojawi się duża zmienność.

## **■** Czy można stracić i ile?

Historia naszego rynku funduszy zna kilka przykładów funduszy obligacji, które odnotowały istotne „wpadki” przynosząc inwestorom straty. Niektóre z nich osiągnęły poziom -10% w ciągu jednego miesiąca kalendarzowego. Przykładem jest fundusz SEB 5 (zarządzany przez nieistniejące już SEB TFI, obecnie Novo Papierów Dłużnych). W październiku 2008 roku w trakcie załamania cen na rynku obligacji fundusz poniósł stratę. Związana była ona z inwestycjami w rosyjskie papiery komercyjne. Kiedy sytuacja na rynku wróciła do normy i większość funduszy szybko odrobiła wcześniejsze spadki, wycena funduszu SEB 5 nie powróciła do wcześniejszych poziomów. Innym barwnym przykładem jest fundusz DWS Dłużnych Papierów Wartościowych FIO (obecnie Investor Obligacji FIO), który stracił na inwestycjach w papiery strukturyzowane. Strata z tego tytułu wyniosła wówczas -3,25% w ciągu jednego miesiąca. Kilka funduszy straciło część aktywów na papierach spółki odzieżowej Reporter, która nie wykupiła swoich obligacji. Niektóre fundusze Skarbiec TFI musiały dokonać odpisu, przez co wycena ich jednostek spadła. Jak widać jedną z częstszych przyczyn strat w polskich funduszach obligacji było ryzyko emitenta, dotyczące szczególnie papiery korporacyjne. Zazwyczaj jest to efekt złego zarządzania tj. błędnej oceny ryzyka.

### Ile można było stracić w ciągu jednego miesiąca?

fundusz	strata w ciągu 1 mies.	kiedy?
SEB 5 - ob.. Novo Papierów Dłużnych (Novo FIO)	-9,60%	10.2008
Amplico Obligacji (Krajowy FIO)	-4,99%	10.2008
BPH Obligacji 2 (BPH FIO Parasolowy)	-4,07%	11.2010
Pioneer Obligacji Plus (Pioneer FIO)	-3,51%	10.2008
DWS Dł. Pap. Wart. FIO - ob. Investor Obligacji FIO	-3,25%	03.2009

Źródło: Analizy Online

## **■** Na co zwracać uwagę przy wyborze funduszu obligacji?

### - profil inwestora

Fundusze dłużne to produkty przeznaczone dla inwestorów, którzy oczekują bezpieczeństwa inwestycji, jednak są w stanie zaakceptować wyższą zmienność niż ta, jaką oferują produkty o charakterze pieniężnym. W zamian inwestorzy mogą oczekiwać nieco wyższej stopy zwrotu w średnim bądź długim terminie, niż ta jaką oferują produkty o charakterze depozytowym. Inwestycja w fundusz dłużny nie ogranicza możliwości poniesienia przejściowej straty, a minimalny horyzont inwestycyjny wynosi przynajmniej 1 rok.

### - powtarzalność wyników

Dobry fundusz obligacji powinien generować dobre wyniki inwestycyjne w różnych okresach koniunktury, jednocześnie nie musi być najlepszy w krótszym horyzoncie. Na naszym rynku jest kilka funduszy, które w ostatnich 5 latach niemal rokrocznie uzyskiwały ponadprzeciętne rezultaty. Są to m.in. fundusze Amplico TFI, BPH TFI, BZ WBK TFI, PKO TFI czy Union Investment TFI. Większość tych funduszy radziło sobie podobnie lub lepiej od rynkowego benchmarku (indeks obligacji skarbowych IROS). Ogólnie jednak to dzięki powtarzalności długoterminowe wyniki w produktach wspomnianych TFI należą do najlepszych.

### - zmienność

Ryzyko związane z inwestycją można mierzyć na różne sposoby, jednak jedną z najpopularniejszych a zarazem najprostszych miar ryzyka jest odchylenie standardowe stóp zwrotu. Interpretacja tego parametru jest dosyć prosta, gdyż im mniejsze odchylenie standardowe tym mniejsza jest zmienność danej inwestycji. W ciągu trzech ostatnich lat najniższe odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu osiągnęły fundusze Arka BZ WBK Obligacji, Pioneer Lokacyjny oraz Skarbiec Obligacji Instrumentów Dłużnych. Z kolei najwyższe ryzyko mierzone tym parametrem osiągnęły Novo Papierów Dłużnych oraz Amplico Obligacji.

### - opłaty i koszty

Wysokość opłat i kosztów jest jednym z ważniejszych parametrów każdego funduszu, gdyż mają one bezpośredni wpływ na uzyskiwane rezultaty. Zarządzający funduszami o wysokich kosztach funkcjonowania mają utrudnione zadanie i mogą generować niższe stopy zwrotu, co ma szczególne znaczenie przy funduszach obligacji i funduszach pieniężnych. Według danych z połowy tego roku najniższe koszty mierzone wskaźnikiem Total Expense Ratio posiadały Aviva Investors Dłużny, ING Obligacji 2 SFIO oraz Opera Avista.pl, przy czym tylko ostatni z nich jest dostępny dla przeciętnego inwestora. Obecnie najdroższym funduszem jest Copernicus Dłużnych Papierów Korporacyjnych, w którego przypadku poziom wskaźnika TER przekroczył 2,2%. Przy wyborze funduszu trzeba również zwrócić uwagę na wysokość opłat manipulacyjnych, których obecność obniża wynik z inwestycji. W grupie funduszy obligacji opłaty dystrybucyjne mogą sięgnąć nawet 2,5%. Na naszym rynku jest jednak spora gama produktów dłużnych, w których nie ma opłat wstępnych.

### Które fundusze są najtańsze?

fundusz	TER
Aviva Investors Dłużny (Aviva Investors SFIO)	0,18%
ING Obligacji 2 SFIO	0,23%
Opera Avista.pl (Opera FIO)	0,64%
Investor Obligacji FIO	0,92%
BNP Paribas Papierów Dłużnych (BNP Paribas FIO)	0,96%
Allianz Polskich Obligacji Skarbowych (Allianz FIO)	1,04%
Arka Prestiż Obligacji Skarbowych (Arka Prestiż SFIO)	1,08%
Arka Obligacji (Arka BZ WBK FIO)	1,13%

Źródło: Analizy Online

# Na co zwrócić uwagę przy wyborze funduszu obligacji?

Charakterystyka poszczególnych funduszy dłużnych polskich uniwersalnych (stan na poł. 2011 roku)

fundusz	RYZYO				STRUKTURA WG. EMITENTA			STRUKTURA WALUTOWA		KOSZTY I OPŁATY	
	odchylenie standard.**	modified duration* max	modified duration* min	dźwignia	skarb.	corp.	inne	PLN	inne	TER	maks. opłata dystrybucyjna**
Amplico Obligacji (Krajowy FIO)	2,02%	4,68	0,20	mała	100,00%	-	-	100,0%	-	1,40%	1,00%
Amplico Obligacji Plus (Światowy SFIO)	2,00%	3,68	0,20	średnia	100,00%	-	-	100,0%	-	1,49%	0,50%
Arka BZ WBK Obligacji (Arka BZ WBK FIO)	0,64%	4,56	0,17	mała	81,76%	15,91%	2,33%	89,2%	10,8%	1,13%	0,00%
Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych (Arka Prestiż SFIO)	-	0,39	0,39	mała	28,04%	54,43%	17,53%	78,1%	21,9%	1,48%	1,00%
Arka Prestiż Obligacji Skarbowych (Arka Prestiż SFIO)	-	1,54	1,40	średnia	75,38%	-	24,62%	100,0%	-	1,08%	1,00%
Aviva Investors Dłużny (Aviva Investors SFIO)	-	4,66	3,60	mała	99,13%	0,87%	-	94,9%	5,1%	0,18%	0,00%
AXA Obligacji (AXA FIO)	-	3,50	3,43	mała	75,95%	14,92%	9,13%	99,6%	0,4%	1,49%	2,00%
BNP Paribas Papierów Dłużnych (BNP Paribas FIO)	-	1,69	1,69	mała	100,00%	-	-	100,0%	-	0,96%	0,00%
BPH Obligacji 1 (BPH FIO Parasolowy)	1,09%	3,05	0,55	duża	96,11%	3,67%	0,22%	69,8%	30,2%	1,92%	0,75%
BPH Obligacji 2 (BPH FIO Parasolowy)	1,54%	4,26	0,78	duża	98,98%	0,16%	0,86%	63,4%	36,6%	2,02%	0,75%
Copernicus Dłużnych Papierów Korporacyjnych (Copernicus FIO)	-	0,32	0,21	mała	-	100,00%	-	89,2%	10,8%	2,21%	1,00%
Idea Obligacji (Idea FIO)	1,30%	5,64	0,96	średnia	59,13%	40,87%	-	100,0%	-	1,84%	1,00%
Investor Obligacji FIO	1,12%	3,43	1,94	mała	96,18%	-	3,82%	100,0%	-	0,92%	0,50%
KBC Papierów Dłużnych (KBC FIO)	1,09%	3,83	0,17	średnia	41,29%	36,41%	22,30%	100,0%	-	1,57%	0,75%
KBC Portfel Obligacyjny (KBC Portfel VIP)	1,01%	4,17	0,12	średnia	43,36%	39,55%	17,09%	100,0%	-	1,45%	0,00%
Novo Papierów Dłużnych (Novo FIO)	2,14%	5,86	0,46	mała	23,67%	37,40%	38,93%	93,6%	6,4%	1,49%	0,50%
Opera Avista.pl (Opera FIO)	1,32%	4,70	0,16	mała	15,59%	68,15%	16,25%	72,4%	27,6%	0,64%	0,00%
Pioneer Lokacyjny (Pioneer FIO)	0,83%	3,83	1,06	mała	77,67%	20,20%	2,13%	97,7%	2,3%	1,50%	1,50%
Pioneer Obligacji Dynamiczna Alokacja FIO	-	1,93	0,92	mała	49,72%	29,97%	20,31%	96,1%	3,9%	1,58%	2,00%
Pioneer Obligacji Plus (Pioneer FIO)	1,10%	4,77	2,16	mała	64,85%	31,58%	3,57%	92,1%	7,9%	1,59%	2,50%
PKO Obligacji Długoterminowych FIO	1,39%	5,27	1,40	duża	73,72%	26,28%	-	88,1%	11,9%	1,81%	1,50%
PKO Papierów Dłużnych Plus (Parasolowy FIO)	1,27%	4,42	1,54	duża	71,32%	28,68%	-	87,9%	12,1%	1,83%	1,50%
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ (PZU FIO Parasolowy)	1,20%	3,96	2,03	duża	89,16%	10,84%	-	97,6%	2,4%	1,14%	0,50%
SKOK Obligacji (SKOK PARASOL FIO)	1,06%	3,63	0,59	duża	88,62%	11,38%	-	55,6%	44,4%	1,52%	0,75%
UniKorona Obligacje (UniFundusze FIO)	1,30%	4,08	1,73	duża	97,07%	2,93%	-	89,7%	10,3%	1,53%	1,00%

\* w ciągu ostatnich 5 lat

\*\* stan na koniec sierpnia 2011

Źródło: Analizy Online

mała od 0 do 0,1

średnia od 0,1 do 0,4

duża powyżej 0,4

## Charakterystyka poszczególnych funduszy dłużnych złotych papierów skarbowych (stan na poł. 2011 roku)

fundusz	RYZYO				STRUKTURA WG. EMITENTA			STRUKTURA WALUTOWA		KOSZTY I OPŁATY	
	odchylenie standard.**	modified duration* max	modified duration* min	dźwignia	skarb.	corp.	inne	PLN	inne	TER	maks. opłata dystrybucyjna**
Allianz Polskich Obligacji Skarbowych (Allianz FIO)	-	1,25	1,25	mała	80,49%	-	19,51%	100,00%	-	1,04%	1,50%
Aviva Investors Obligacji (Aviva Investors FIO)	1,36%	5,17	1,36	mała	100,00%	-	-	87,98%	12,02%	1,76%	2,00%
ING Obligacji (ING FIO)	1,10%	4,92	1,33	mała	87,53%	12,47%	-	100,00%	-	1,44%	2,00%
ING Obligacji 2 SFIO	1,13%	4,19	3,13	mała	81,52%	12,85%	5,63%	100,00%	-	0,23%	2,00%
KBC Delta SFIO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Legg Mason Obligacji FIO	1,25%	5,16	2,80	mała	96,62%	-	3,38%	100,00%	-	1,55%	1,00%
Noble Fund Skarbowy (Noble Funds FIO)	1,05%	5,95	0,96	mała	100,00%	-	-	100,00%	-	1,49%	0,00%
PKO Obligacji FIO	1,11%	4,46	0,46	duża	76,08%	23,92%	-	88,05%	11,95%	1,79%	1,50%
PZU Ochrony Majątku FIO	-	1,17	1,17	średnia	100,00%	-	-	100,00%	-	1,26%	0,00%
PZU SFIO Dłużny	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skarbiec Obligacja Instrumentów Dłużnych (Skarbiec FIO)	0,94%	3,89	0,92	duża	91,95%	8,05%	-	97,89%	2,11%	1,59%	1,00%

\* w ciągu ostatnich 5 lat

\*\* stan na koniec sierpnia 2011

Źródło: Analizy Online

mała od 0 do 0,1

średnia od 0,1 do 0,4

duża powyżej 0,4

### Jak czytać parametry funduszu?

odchylenie standardowe - im wyższe tym większe było ryzyko danej inwestycji (w tabeli zaprezentowano odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu dla ostatnich 36 miesięcy)

modified duration - im większe tym większe ryzyko stopy procentowej

max - najwyższy poziom obliczony na podstawie sprawozdań finansowych z 5 ostatnich lat

min - najniższy poziom obliczony na podstawie sprawozdań finansowych z 5 ostatnich lat

dźwignia - poziom finansowania kapitałem obcym na poł. 2011 - (suma lokat+środki pieniężne i ich ekwiwalenty)/aktywa netto -1

TER (Total Expense Ratio) - udział kosztów obciążających aktywa funduszu w skali roku

Powtarzalność wyników w grupie funduszy dłużnych złotych uniwersalnych (stan na koniec sierpnia 2011)

nazwa funduszu	YTD***		2010		2009		2008		2007		2006		36M		60M	
	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS
Amplico Obligacji (Krajowy FIO)	4,55%	-0,35	7,79%	1,28	9,65%	5,56	6,18%	-2,77	4,32%	2,64	5,15%	0,35	27,41%	4,93	40,65%	7,77
Amplico Obligacji Plus (Światowy SFIO)	4,40%	-0,50	5,93%	-0,58	9,97%	5,88	3,57%	-5,38	-	-	-	-	22,77%	0,28	-	-
Arka BZ WBK Obligacji (Arka BZ WBK FIO)	3,78%	-1,12	6,70%	0,19	7,48%	3,39	4,76%	-4,19	4,12%	2,44	5,89%	1,09	20,27%	-2,22	34,73%	1,85
Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych (Arka Prestiż SFIO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Arka Prestiż Obligacji Skarbowych (Arka Prestiż SFIO)	5,41%	0,52	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aviva Investors Dłużny (Aviva Investors SFIO)	5,28%	0,38	7,07%	0,56	5,33%	1,24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AXA Obligacji (AXA FIO)	4,45%	-0,45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNP Paribas Papierów Dłużnych (BNP Paribas FIO)	2,93%	-1,97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BPH Obligacji 1 (BPH FIO Parasolowy)	0,71%	-4,19	6,81%	0,31	15,03%	10,94	9,44%	0,49	1,27%	-0,41	3,68%	-1,12	29,61%	7,13	39,94%	7,06
BPH Obligacji 2 (BPH FIO Parasolowy)	0,47%	-4,43	7,34%	0,83	16,29%	12,20	14,86%	5,91	0,06%	-1,62	4,76%	-0,04	36,09%	13,60	48,63%	15,74
Copernicus Dłużnych Papierów Korporacyjnych (Copernicus FIO)	6,03%	1,13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Idea Obligacji (Idea FIO)	4,88%	-0,01	7,40%	0,89	21,22%	17,13	7,72%	-1,23	0,95%	-0,73	3,59%	-1,21	44,91%	22,42	51,83%	18,95
Investor Obligacji FIO	3,70%	-1,20	5,08%	-1,42	-1,76%	-5,85	7,32%	-1,63	0,28%	-1,40	4,78%	-0,02	11,94%	-10,55	18,34%	-14,55
KBC Papierów Dłużnych (KBC FIO)	3,23%	-1,66	6,73%	0,22	3,01%	-1,08	6,97%	-1,98	1,93%	0,25	4,24%	-0,56	18,40%	-4,09	27,19%	-5,70
KBC Portfel Obligacyjny (KBC Portfel VIP)	3,26%	-1,63	6,76%	0,26	3,27%	-0,82	7,10%	-1,85	2,41%	0,73	-	-	18,57%	-3,92	28,57%	-4,31
Novo Papierów Dłużnych (Novo FIO)	4,53%	-0,36	4,43%	-2,08	2,05%	-2,04	-2,38%	-11,33	-0,01%	-1,69	2,99%	-1,81	6,94%	-15,54	11,21%	-21,68
Opera Avista.pl (Opera FIO)	5,56%	0,66	1,89%	-4,62	-	-	-	-	-	-	-	-	29,66%	7,18	-	-
Pioneer Lokacyjny (Pioneer FIO)	2,83%	-2,07	3,56%	-2,95	8,03%	3,94	6,65%	-2,30	3,00%	1,32	4,93%	0,13	19,75%	-2,73	28,80%	-4,08
Pioneer Obligacji Dynamiczna Alokacja FIO	5,60%	0,70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pioneer Obligacji Plus (Pioneer FIO)	4,86%	-0,03	6,11%	-0,39	8,25%	4,16	4,33%	-4,62	4,41%	2,73	4,59%	-0,21	22,59%	0,10	34,32%	1,43
PKO Obligacji Długoterminowych FIO	5,79%	0,90	5,43%	-1,08	10,12%	6,03	21,46%	12,51	2,49%	0,81	5,20%	0,40	35,11%	12,62	57,95%	25,06
PKO Papierów Dłużnych Plus (Parasolowy FIO)	5,99%	1,09	8,44%	1,93	5,12%	1,03	11,06%	2,11	-	-	-	-	27,16%	4,67	-	-
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ (PZU FIO Parasolowy)	9,54%	4,64	3,29%	-3,21	1,77%	-2,32	7,91%	-1,04	1,11%	-0,57	3,50%	-1,30	20,74%	-1,75	28,24%	-4,64
SKOK Obligacji (SKOK PARASOL FIO)	3,03%	-1,87	11,39%	4,88	10,09%	6,00	14,95%	6,00	-	-	-	-	35,88%	13,40	-	-
UniKorona Obligacje (UniFundusze FIO)	4,87%	-0,03	8,51%	2,01	8,13%	4,04	8,35%	-0,60	1,64%	-0,04	3,91%	-0,89	30,01%	7,52	38,86%	5,98
<b>IROS - indeks rynku obligacji skarbowych</b>	<b>4,90%</b>	<b>-</b>	<b>6,51%</b>	<b>-</b>	<b>4,09%</b>	<b>-</b>	<b>8,95%</b>	<b>-</b>	<b>1,68%</b>	<b>-</b>	<b>4,80%</b>	<b>-</b>	<b>22,48%</b>	<b>-</b>	<b>32,88%</b>	<b>-</b>

\*\*\* od początku roku do końca sierpnia

+/- IROS - różnica pomiędzy stopą zwrotu danego funduszu i stopą zwrotu dla indeksu rynku obligacji skarbowych IROS w pkt proc.

Źródło: Analizy Online

Powtarzalność wyników w grupie funduszy dłużnych złotych papierów skarbowych (stan na koniec sierpnia 2011)

nazwa funduszu	YTD***		2010		2009		2008		2007		2006		36M		60M	
	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS	wynik	+/- IROS
Allianz Polskich Obligacji Skarbowych (Allianz FIO)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aviva Investors Obligacji (Aviva Investors FIO)	6,30%	1,40	5,00%	-1,51	9,16%	5,07	8,93%	-0,02	2,27%	0,59	3,49%	-1,31	28,98%	6,50	38,45%	5,57
ING Obligacji (ING FIO)	4,14%	-0,76	6,02%	-0,49	3,34%	-0,75	7,98%	-0,97	1,12%	-0,56	3,48%	-1,32	19,40%	-3,09	26,93%	-5,95
ING Obligacji 2 SFIO	4,86%	-0,03	7,73%	1,22	4,18%	0,09	8,61%	-0,34	1,40%	-0,28	4,84%	0,04	23,40%	0,92	33,61%	0,73
KBC Delta SFIO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Legg Mason Obligacji FIO	3,28%	-1,61	5,79%	-0,72	1,97%	-2,12	6,96%	-1,99	0,54%	-1,14	3,60%	-1,20	16,66%	-5,83	23,06%	-9,82
Noble Fund Skarbowy (Noble Funds FIO)	2,59%	-2,31	5,75%	-0,75	1,52%	-2,57	7,59%	-1,36	2,04%	0,36	-	-	16,46%	-6,03	-	-
PKO Obligacji FIO	4,89%	-0,01	5,27%	-1,24	9,33%	5,24	6,31%	-2,64	0,59%	-1,09	3,21%	-1,59	25,14%	2,66	31,88%	-1,00
PZU Ochrony Majątku FIO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PZU SFIO Dłużny	3,50%	-1,40	5,29%	-1,22	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skarbiec Obligacja Instrumentów Dłużnych (Skarbiec FIO)	2,23%	-2,67	7,47%	0,97	2,92%	-1,17	6,94%	-2,01	1,03%	-0,65	2,91%	-1,89	18,20%	-4,29	24,13%	-8,75
<b>IROS - indeks rynku obligacji skarbowych</b>	<b>4,90%</b>	<b>-</b>	<b>6,51%</b>	<b>-</b>	<b>4,09%</b>	<b>-</b>	<b>8,95%</b>	<b>-</b>	<b>1,68%</b>	<b>-</b>	<b>4,80%</b>	<b>-</b>	<b>22,48%</b>	<b>-</b>	<b>32,88%</b>	<b>-</b>

\*\*\* od początku roku do końca lipca

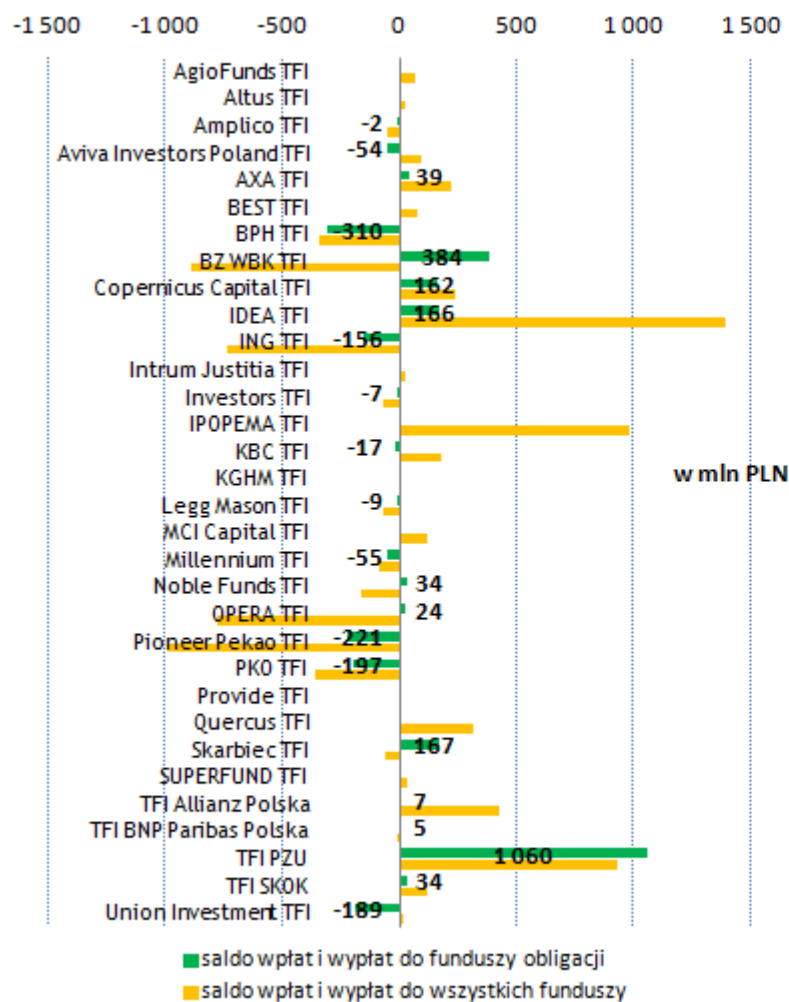
+/- IROS - różnica pomiędzy stopą zwrotu danego funduszu i stopą zwrotu dla indeksu rynku obligacji skarbowych IROS w pkt proc.

Źródło: Analizy Online



# Na co zwrócić uwagę przy wyborze funduszu obligacji?

Napływ środków do funduszy obligacji od początku 2011 roku



Aktywa TFI w segmencie funduszy obligacji

Nazwa TFI	grudzień 2010		sierpień 2011		przyrost aktywów w %
	aktywa (mln PLN)	udział	aktywa (mln PLN)	udział	
Pioneer Pekao TFI	5 082	30,4%	5 001	27,6%	-1,6%
Aviva Investors Poland TFI	2 554	15,3%	2 637	14,5%	3,3%
ING TFI	2 407	14,4%	2 349	12,9%	-2,4%
KBC TFI	1 599	9,6%	1 642	9,1%	2,7%
TFI PZU	250	1,5%	1 345	7,4%	438,5%
PKO TFI	1 224	7,3%	1 083	6,0%	-11,5%
BZ WBK TFI	467	2,8%	876	4,8%	87,4%
BPH TFI	986	5,9%	606	3,3%	-38,5%
Union Investment TFI	692	4,1%	518	2,9%	-25,1%
Skarbiec TFI	309	1,8%	488	2,7%	57,8%
IDEA TFI	227	1,4%	402	2,2%	77,0%
Copernicus Capital TFI	37	0,2%	204	1,1%	445,9%
TFI SKOK	160	1,0%	196	1,1%	22,6%
OPERA TFI	160	1,0%	191	1,1%	18,8%
TFI Allianz Polska	151	0,9%	159	0,9%	5,5%
Amplico TFI	135	0,8%	139	0,8%	2,8%
Legg Mason TFI	127	0,8%	122	0,7%	-4,0%
AXA TFI	37	0,2%	79	0,4%	110,1%
Noble Funds TFI	23	0,1%	58	0,3%	149,2%
Investors TFI	51	0,3%	45	0,2%	-10,7%
TFI BNP Paribas Polska	0	0,0%	5	0,0%	4795,7%
Millennium TFI	57	0,3%	0	0,0%	-
razem	16 737	100,0%	18 145	100,0%	8,41%

Źródło: Analizy Online (wg stanu na koniec sierpnia 2011 roku)

Źródło: Analizy Online