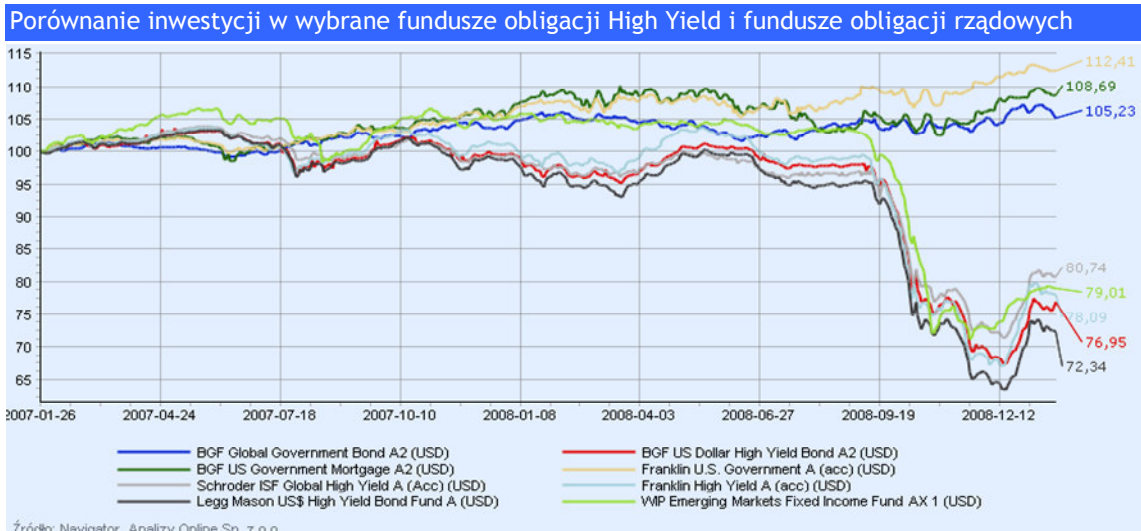


Czy nadszedł czas obligacji wysokodochodowych?

Dostrzeżenie różnic pomiędzy obligacjami wysokodochodowymi (High Yield), a obligacjami rządowymi jest obecnie niezwykle proste. Wystarczy porównać stopę zwrotu, jaką w ciągu ostatnich lat wypracowały obydwie grupy obligacji i od razu widać, że inwestowanie w obligacje wysokodochodowe do najbezpieczniejszych sposobów pomnażania kapitału nie należy. Choć poziom ryzyka jest najważniejszym elementem odróżniającym obligacje rządowe od obligacji wysokodochodowych, to jest on także istotny w kontekście poziomu oczekiwanej stopy zwrotu. Teoretycznie ze wszystkich typów obligacji zwrot dla papierów High Yield powinien być najwyższy. Specyfika obligacji wysokodochodowych sprawia, że ich zmienność, tak jak obecnie tj. w czasie kryzysu, staje się bliższa rynkom akcji i jest na prawdę daleka od tej charakterystycznej dla obligacji rządowych. W związku z tym załamanie cen obligacji High Yield, które narastało niemal z każdym kolejnym dniem kryzysu było głębokie i w szczytowym momencie wynosiło blisko -40%.

Obecnie ważne jest jednak to, że w ostatnich tygodniach na rynku obligacji wysokokuponowych zaszły kolejne zmiany i dlatego możemy zadać pytanie: czy już warto inwestować w ten segment papierów? Tym bardziej, że od początku grudnia ubiegłego roku trwa seria napływu środków do funduszy obligacji High Yield na całym świecie. W ciągu 8 tygodni ta grupa produktów pozyskała +3,7 mld dolarów.



Obligacja High Yield to papier dłużny emitowany przez korporację, który posiada niższy od inwestycyjnego rating kredytowy i dlatego jego rentowność jest znacznie wyższa niż w przypadku obligacji korporacyjnej, która takowy rating posiada. Rozbieżność pomiędzy rentownością obligacji wysokodochodowych, a rentownością obligacji rządowych jest jeszcze większa. Różnicę pomiędzy rentownością poszczególnych papierów określa się jako spread, który interpretuje się jako poziom dodatkowej premii za ryzyko, wymaganej przez inwestorów. Obowiązuje przy tym zasada - im mniejszy spread tym ryzyko mniejsze.

Od połowy 2007 roku rentowność obligacji wysokodochodowych zaczęła gwałtownie rosnąć, co sprawiło, że ich spread w porównaniu do bonów skarbowych zaczął się zwiększać. Zdaniem Craiga Lessinga, Dyrektora zarządzającego w High Yield and Loan Departament w BlackRock wzrost spreadów w owym czasie miał zarówno naturę fundamentalną i techniczną. Fundamentalne przyczyny wzrostu rentowności wiązały się z globalnym spowolnieniem, podczas którego zmalała liczba podmiotów zdolnych pożyczać korporacjom, czyli instytucji kupujących papiery korporacyjne np. High Yield. Ponadto, część dłużników zaczęła popadać w kłopoty finansowe. To spowodowało, że ceny tych papierów zaczęły spadać. Natomiast technicznym czynnikiem wywołującym rozszerzenie spreadów było ich wcześniejsze zacieśnianie, które pogłębiało się od 2002 do 2007 roku. Choć obecny poziom spreadów jest nadal bardzo wysoki i wynosi ponad 1500 punktów bazowych w odniesieniu do bonów skarbowych, to jest on już znacząco niższy niż w rekordowym pod tym względem grudniu. Warto jednak zwrócić uwagę, że przed rozpoczęciem kryzysu spread znajdował się poniżej 500 pkt co oznacza, że rozbieżność rentowności jest obecnie nadal trzykrotnie większa niż zwykle mieć to miejsce w przeszłości.

Pytanie o to, czy obecnie warto inwestować w obligacje wysokodochodowe zadaliśmy zarządzającym tego typu produktami z instytucji zagranicznych. Z odpowiedzi wynika, że chociaż nie są oni w 100% zgodni, co do kierunku i tempa dalszych zmian, to rynek stwarza obecnie w tym zakresie bardzo duże możliwości.

Eric Takaha, Director Corporates/High Yield w Franklin Templeton Global Fixed Income Group uważa, że emitenci obligacji wciąż będą podatni na wpływ słabych perspektyw w sferze makro i w związku z tym spready mogą być nadal wysokie. Zdaniem Takaha pojawiają się już okazje bezpieczniejszego lokowania aktywów w obligacjach korporacyjnych w tym także w papierach High Yield.

Craig Lessing, Managing Director, High Yield and Loan Departament w BlackRock potwierdza, że obecnie może być dobry moment, aby inwestować w papiery wysokodochodowe. Jego zdaniem, pierwszy kwartał bieżącego roku

będzie stał pod znakiem ogromnej zmienności i niepewności, co będzie miało związek z próbą ustanowienia dna przez światowe rynki akcji. Zdaniem Lessinga opinie inwestorów instytucjonalnych wobec obligacji wysokodochodowych są podzielone: część deklaruje chęć zwiększenia ekspozycji w obligacjach High Yield, gdyż ich zdaniem jest to dobry moment, aby skorzystać z wysokiej rentowności. Pozostała grupa inwestorów uważa, że nie ma potrzeby angażowania się w sektor takich obligacji, gdyż zmienność w segmencie obligacji korporacyjnych posiadających rating inwestycyjny i tak jest już dla nich obecnie za wysoka.

Na postawione przez nas pytanie dotyczące perspektyw dla segmentu High Yield najbardziej zdecydowanie odpowiedziała grupa Schroders. Manu George z departamentu Fixed Income Produkt Management, uważa, że zarówno średnio jak i długoterminowi inwestorzy z pewnością w obecnej sytuacji powinni rozważyć inwestowanie obligacje typu High Yield. Jego zdaniem, warto posługiwać się analogią do 2003 roku, czyli do okresu po pęknięciu bańki internetowej, kiedy stopa zwrotu z obligacji High Yield była większa niż +20%. Zgodnie z oczekiwaniami Manu George w najbliższym czasie stopy zwrotu w tym segmencie obligacji mogą być równe, a nawet większe od tych z 2003 roku.

Spread obligacji High Yield - CS High Yield Bond Indeks S



Źródło: Bloomberg

Wyniki funduszy inwestujących w segment obligacji High Yield (stan na 26-01-2009)

fundusz	waluta	1M	6M	12M	36M
BGF Global High Yield Bond A2 (USD)	USD	9,78%	-25,45%	-24,66%	-15,41%
BGF US Dollar High Yield Bond A2 (USD)	USD	10,73%	-21,47%	-20,42%	-16,75%
Franklin High Yield A (acc) (USD)	USD	9,21%	-21,20%	-21,20%	-16,00%
HSBC GIF Euro High Yield Bond EC (EUR)	EUR	4,68%	-20,24%	-20,42%	-
ING (L) Renta Fund Global High Yield P (cap) (EUR)	EUR	7,38%	-27,19%	-28,54%	-27,88%
Legg Mason US\$ High Yield Bond Fund A (USD)	USD	10,30%	-24,15%	-24,18%	-20,04%
Robeco High Yield Bonds P (PLN)	PLN	7,64%	-24,05%	-22,71%	-
Schroder ISF Global High Yield A (Acc) (USD)	USD	8,93%	-16,21%	-16,89%	-11,55%
Templeton Global High Yield A (acc) (EUR)	EUR	12,29%	-3,47%	-9,47%	-
UniEuroRenta High Yield (EUR)	EUR	6,51%	-30,10%	-31,48%	-39,87%
Western Asset Global High Yiled Bond Fund A (Acc) (G) (USD)	USD	7,04%	-26,86%	-	-
WIP U.S. High Yield Fund A (USD)	USD	7,91%	-20,75%	-23,19%	-27,56%

Źródło: FUNDonline FI, Analizy Online

Wynika z tego, że bieżąca sytuacja na rynku obligacji wysokodochodowych z inwestycyjnego punktu widzenia jest interesująca. Nawet pomimo zagrożenia polegającego na tym, że kondycja niektórych emitentów obligacji może się jeszcze pogorszyć, włącznie z ewentualnym bankrutem. Zdaniem przedstawicieli Franklin Templeton oraz BlackRock najważniejsze w obecnej sytuacji jest jednak to, że potencjalne problemy ze spłatą swoich długów zostały już uwzględnione w cenach obligacji korporacyjnych. Są zatem podstawy, aby w dłuższym

terminie liczyć na atrakcyjny zwrot. Ponadto według Erica Takaha z Franklin Templeton do końca bieżącego roku ryzyko kredytowe ulegnie zmniejszeniu. Craig Lessing dodaje, że przy obecnej rentowności papierów wysokodochodowych bliskiej 18%, około 2/3 papierów High Yield ma zmienność rynku akcji, dlatego inwestor powinien we właściwy sposób dobrać horyzont inwestycyjny dostosowując go do wysokiego poziomu ryzyka.

Z grona dostępnych w Polsce funduszy obligacji wysokodochodowych w ciągu ostatnich 12 miesięcy i 36 miesięcy, wszystkie wykazują wysoką stratę tj. wyższą niż kilkanaście procent. W kontekście możliwego spadku premii za ryzyko ten zły obraz z przeszłości należy jednak postrzegać raczej jako przyszłą szansę, niż jako zagrożenie. Zgodnie z tonem wypowiedzi cytowanych specjalistów w długim terminie spready obligacji High Yield powinny się zmniejszać, a rentowności wracać do zwyczajowych poziomów bliższych 5-8%, a nie obecnych 15-20%. Zatem dla osób z dłuższym horyzontem segment wysokodochodowych obligacji korporacyjnych może obecnie stanowić inwestycyjną okazję.

**Michał Duniec, analityk
Analizy Online**

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych). W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

Zakres działalności firmy obejmuje również monitoring rynku produktów strukturyzowanych, zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online Sp. z o.o. za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online Sp. z o.o., które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online Sp. z o.o., którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online Sp. z o.o. Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online Sp. z o.o.