

Komentarz rynkowy

Bieżące wydanie komentarza zdecydowaliśmy się poświęcić wyjątkowo nie wydarzeniom na rynkach, ale tematyce funduszy obligacji korporacyjnych. Zyskują one bowiem coraz większą popularność zarówno wśród inwestorów, jak i dziennikarzy. Oczywiście tych ostatnich bardziej interesuje nie co dobrego, ale co złego fundusze inwestycyjne mogą przynieść. Zaczniemy jednak od zalet, od korzyści jakie dla przeciętnego inwestora niesie inwestowanie w fundusze obligacji korporacyjnych lub fundusze uniwersalne, które w segmencie obligacji korporacyjnych mają znaczącą ekspozycję.

Na pierwszym miejscu musi znaleźć się dywersyfikacja – i miejsce to jak najbardziej słusznie się jej należy. Praktyka prywatnych inwestorów inwestujących w obligacje korporacyjne na własną rękę jest taka, że rzadko sięgają po więcej niż 2-3 emitentów. Fundusze obligacji mają w portfelu instrumenty dłużne kilkudziesięciu emitentów – np. EQUES Obligacji aktualnie lokuje w obligacje ponad 70 firm. Co się dzieje w przypadku kłopotów z uregulowaniem zobowiązań przez emitenta, którego obligacje znajdują się w portfelu inwestora indywidualnego? Zagrożona może być nawet połowa portfela. W prawidłowo zdywersyfikowanym funduszu często są to ułamki procenta.

Na drugim miejscu należy wymienić płynność. Wiele obligacji korporacyjnych jest niepłynna, zwłaszcza dla mniejszych inwestorów, dla których głównym źródłem płynności jest rynek Catalyst, gdzie obroty są niewielkie. Dlatego zbycie pakietu obligacji często wymaga dyskonta, które może skonsumować zyski z ostatnich kilku miesięcy. Inwestor lokujący w obligacje korporacyjne za pośrednictwem funduszu ma możliwość nabycia/umorzenia jednostek codziennie po aktualnej wycenie z całym narosłym zyskiem. Dlaczego fundusz jest w stanie dostarczać Inwestorom taką płynność? Po pierwsze, w funduszu zwykle występują zarówno nabycia, jak i umorzenia i często wypłata środków Inwestorom nie wymaga zbywania obligacji. Po drugie, fundusz ma szerszy dostęp do rynku finansowego, może zawierać transakcje bezpośrednio z bankami lub innymi inwestorami instytucjonalnymi i dlatego łatwiej, a co za tym idzie po lepszych cenach może sprzedawać obligacje. Po trzecie, jeśli fundusz posiada dobrze zdywersyfikowany portfel pod względem terminu do wykupu, to praktycznie ciągle część obligacji jest wykupowana lub płaci kupon - źródła wolnej gotówki. Przy 70 różnych emitentach i średnim terminie do wykupu 2 lata (24 miesiące) miesięcznie zapadają blisko 3 obligacje.

Na trzecim miejscu warto wymienić przyczynę, dla której w ogóle warto interesować się jakimkolwiek funduszem inwestycyjnym – profesjonalne zarządzanie. W przypadku funduszu obligacji korporacyjnych powinno się ono przełożyć na zmniejszenie prawdopodobieństwa, że do portfela trafi bankrut. Zmniejszenie prawdopodobieństwa, a nie wyeliminowanie takiego ryzyka. Jest to największe nieporozumienie przewijające się w publikacjach na ten temat. W Dzienniku Gazety Giełdy i Inwestorów „Parkiet” z dnia 21 lipca 2014 pojawił się „śledczy” artykuł autorstwa p. Emila Szwedy z serwisu Obligacje.pl pt. „Podjęte ryzyko kiedyś przerodzi się w koszt”, punktując które fundusze mają papiery emitentów z problemami. Autor otarł się o prawdziwy wniosek, ale go nie uchwycił. Mianowicie napisał, że zarówno te fundusze, które mają wyższe oprocentowanie papierów w portfelu jak i te, które mają oprocentowanie niższe, zanotowały takie czy inne przypadki kłopotów emitenta. Jednym słowem – wszystkie fundusze. I to jest właśnie normalne. Jeżeli ktokolwiek lokując w portfel obligacji korporacyjnych zakładałby, że nigdy nic w tym portfelu nie zbankrutuje należy jak najszybciej pozbawić go możliwości zarządzania powierzonymi pieniędzmi. Bank udzielając kredytów i pożyczek w żadnym razie nie zakłada, że wszystkie pieniądze do niego wrócą, zakłada szkodowość w portfelu. Podobnie fundusz musi się liczyć z tym, że emitent popadnie w kłopoty. Czemu tak się dzieje? Z tej prozaicznej przyczyny, że przyszłość jest niepewna. Analityk kredytowy z całym swoim doświadczeniem i wiedzą nie przewidzi wszystkiego co może spotkać kredytobiorcę, podobnie zarządzający funduszem obligacji, dzięki wiedzy i doświadczeniu może odsiać tych emitentów, którzy są najbardziej ryzykowni, ale nawet w najlepszej spółce coś może pójść nie tak, a dwa lata to bardzo dużo czasu. Taka jest natura rzeczy. Dobra wiadomość jest natomiast taka, że kompetentnie zarządzane fundusze radzą sobie z tym

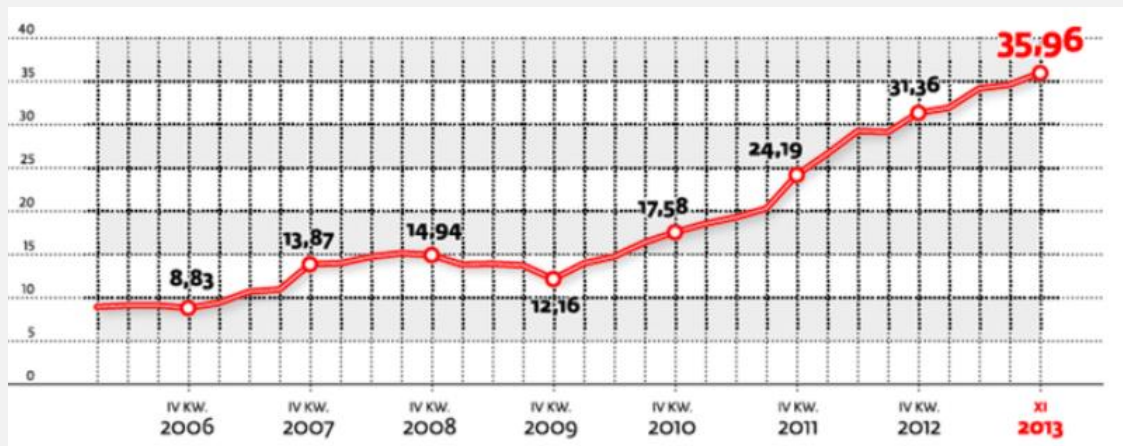
problemem. Jak? Dywersyfikacja i profesjonalny dobór emitentów prowadzą do niewielkiego udziału pojedynczych pozycji - zagrożony jest wyłącznie ułamek kapitału, a dzięki lokowaniu środków w papiery emitentów notowanych (niestety w niektórych funduszach dominuje wycena pozarynkowa) pogarszanie się kondycji finansowej emitenta znajduje odzwierciedlenie w wycenie stopniowo i rozkłada się na wiele miesięcy - w wycenie jednostki nie następuje żaden skokowy spadek. Przykład z życia – EQUES Obligacji pociągnięty do tablicy wraz z innymi konkurencyjnymi funduszami niedawną publikacją prasową. Przez ponad 2 lata działalności funduszu przewinęło się przez portfel ponad 90 emitentów, tylko 1 nie spłacił obligacji - papiery były notowane stąd utrata ich wartości wpływała stopniowo na jednostkę i kilkudziesięcioprocentowy spadek wartości został już dawno uwzględniony w jednostce, a obecny udział tej obligacji w portfelu to ułamki procenta. Zdarzyły się na rynku wpadki - fundusze, które miały problem z płynną obsługą umorzeń lub znacznym spadkiem wartości jednostki na skutek kumulacji emitentów z problemami w portfelu. Dlatego trzeba być ostrożnym i uważnie wybierać fundusz poszukując tych dobrze zarządzanych. Dobrze zarządzany fundusz obligacji korporacyjnych to taki, w którym niewypłacalności emitentów zdarzają się sporadycznie, a ich wpływ na wynik funduszu jest ograniczony. Fundusze obligacji korporacyjnych, w których w horyzoncie długoterminowym problemy emitentów nigdy nie występują, po prostu nie ma.

Fundusze obligacji korporacyjnych są i w najbliższym czasie będą atrakcyjne dla inwestorów akceptujących umiarkowane ryzyko inwestycyjne. Przyspieszająca gospodarka zwiększa bezpieczeństwo portfela takich funduszy, firmom łatwiej prowadzi się działalność operacyjną i maleje liczba bankructw. Przyspieszająca gospodarka to także perspektywa wzrostu inflacji i stóp procentowych. Oprocentowanie obligacji korporacyjnych zazwyczaj skonstruowane jest o marżę płaconą ponad WIBOR stąd wzrost rynkowych stóp procentowych prowadzi do wzrostu oprocentowania obligacji korporacyjnych i dlatego obligacje korporacyjne lepiej znoszą podwyżki stóp niż stałokuponowe obligacje skarbowe.

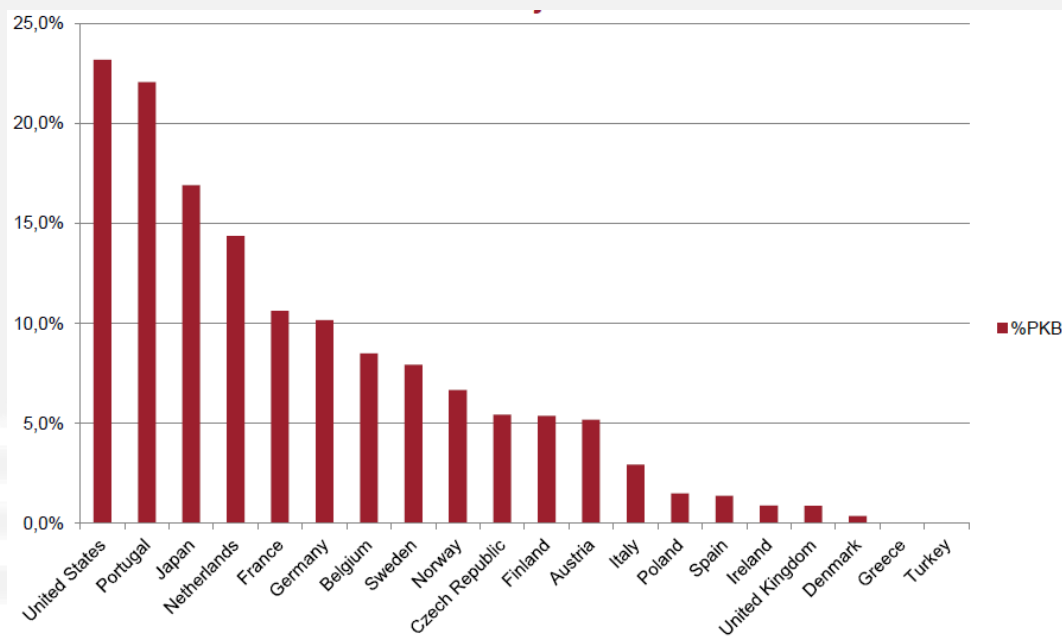
Rynek długoterminowych obligacji przedsiębiorstw, notując dwucyfrowe stopy wzrostu wielkości emisji w ostatnich latach, jest jednym z najdynamiczniej rozwijających się rynków w Polsce. Na samym rynku obligacji GPW Catalyst wartość emisji obligacji korporacyjnych nominowanych w PLN wynosi ok. 56 mld PLN. Mimo silnego wzrostu rynku w ostatnich latach, wartość emisji obligacji przedsiębiorstw jako % PKB w Polsce jest wciąż bardzo niska, szczególnie gdy porównamy ją do innych krajów UE, USA czy Japonii.

	Korporacyjne*	Spółdzielcze	Komunalne	Skarbowe	Razem
Liczba emitentów	145	22	20	1	188
Liczba serii	342	35	61	31	469
Wartość emisji (mld PLN)	55.9	0.64	3.2	466.49	526.23

Tabela 1: Instrumenty dłużne notowane – nominowane w PLN. Źródło: www.gpwcatalyst.pl.



Wykres 1: Wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa (o zapadalności dłuższej niż rok, mld zł). Źródło: Dziennik Gazeta Prawna, Fitch Polska.



Wykres 2: Wartość emisji obligacji przedsiębiorstw jako % PKB w 2012 r. – zadłużenie krajowe. Źródło: ECB, Bank for International Settlements, www.bondspot.pl.

Jak będzie wyglądał rynek obligacji w perspektywie do końca roku? Odpowiedź na to pytanie jak zwykle nie jest łatwa i dlatego wolimy zarządzać ryzykiem kredytowym, inwestując w obligacje przedsiębiorstw, niż ryzykiem rynkowym, którym obarczone są obligacje skarbowe z długiego końca krzywej rentowności. Może się oczywiście zdarzyć, że hossa na rynku obligacji skarbowych trwać będzie dalej po wdrożeniu nadzwyczajnych środków przez ECB, ale równie dobrze takie działanie może być już uwzględnione w cenach. W naszej ocenie ryzyko rynkowe inwestycji w długie obligacje skarbowe

znacząco wzrosło, od kiedy Otwarte Fundusze Emerytalne zostały pozbawione możliwości inwestycji w tą kategorię aktywów. Płynność rynku istotnie się obniżyła, a ewentualny odpływ kapitału zagranicznego w sytuacji kryzysowej może wywierać znacznie większą presję na ceny obligacji niż w przeszłości.

Inwestorzy preferujący stabilne i przewidywalne zyski, powinni docenić zalety funduszy EQUES Obligacji oraz EQUES Pieniężny.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej.

Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych.

Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Należy przy tym zwrócić uwagę, że informacje dotyczące obowiązków podatkowych związanych z dokonaniem inwestycji, zawarte odpowiednio w prospekcie informacyjnym albo warunkach emisji, mają charakter ogólny oraz że obowiązki podatkowe zależą od indywidualnej sytuacji Uczestnika i miejsca dokonywania inwestycji, w celu ustalenia obowiązków podatkowych, wskazane jest zasięgnięcie porady doradcy podatkowego lub prawnego. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w biurze w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SPIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U.04 Nr 146, poz.1546 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe).

Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.

Jeśli chcecie Państwo zrezygnować z otrzymywania Tygodniowych komentarzy rynkowych EQUES oraz Aktualności EQUES Investment TFI prosimy e-mail zwrótny z dopiskiem 'rezygnuję'.

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA