

Koronawirus - wycena funduszy obligacji korporacyjnych

Skala przeceny na rynkach pozostaje bezprecedensowa, nie omijając także często kojarzonych z bezpieczeństwem papierów dłużnych. **Warto jednak przyjrzeć się bliżej, na ile obecna wyprzedaż ma realne podstawy, a na ile jest efektem ulegania emocjom.**

Przypominamy, że na rynkach rozwiniętych obligacje korporacyjne są aktywnie handlowane, tak jak w Polsce np. akcje, zatem ryzyko niewypłacalności jest uwzględniane w kursie (w cenie) papierów. To oznacza, że w wycenianych w ten sposób funduszach wartość obligacji spada/wzrasta wraz z rynkiem.

W Polsce handel obligacjami korporacyjnymi od wielu już lat nie może rozwinąć się na dużą skalę, przez co inwestorzy bardzo często nie mają dostępu do wyceny rynkowej (wynik braku bieżących transakcji na rynku). W związku z tym **większość TFI lub instytucji finansowych inwestujących w tego rodzaju instrumenty wycenia te instrumenty w inny sposób.** To tak zwana **metoda efektywnej stopy procentowej.** W tym wypadku zmienność cen może być znacząco zaniżona względem faktycznych, rynkowych zmian ceny. Oznacza to przyjemne dla oka wykresy funduszy, a co za tym idzie – spokój inwestorów – przynajmniej pozorny – w czasie paniki. Ale nie odzwierciedla sytuacji faktycznej, cen w jakich mogą być sprzedawane i kupowane obligacje korporacyjne na danym rynku. **Dlatego Santander TFI nie wycenia w ten sposób swoich funduszy obligacji korporacyjnych.**

Fundusze obligacji korporacyjnych z oferty Santander opierają swoją strategię na inwestycji w obligacje notowane na aktywnych rynkach, dzięki czemu rynkowa ocena kondycji emitentów tych obligacji jest na bieżąco odzwierciedlana w wycenie jednostki uczestnictwa.

Prześledzimy to na podstawie struktury portfeli funduszy obligacji korporacyjnych z oferty Santander TFI, czyli Santander Obligacji Korporacyjnych oraz Santander Prestiż Obligacji Korporacyjnych. Ich polityki inwestycyjne są bardzo zbliżone.

Generalnie, fundusze te można analizować dwutorowo, przez pryzmat części portfela zainwestowanej w Polsce oraz części portfela zainwestowanej za granicą.

Najpierw przyjrzyjmy się krajowej części portfela.

Na koniec lutego br. polskie obligacje skarbowe stanowiły ok. 21% aktywów. Były to przede wszystkim papiery o zmiennym oprocentowaniu, tj. znacznie mniej podatne na wahania rynkowe. Pomimo to, również one były wyprzedawane przez inwestorów, poszukujących płynności (gotówki) za każdą cenę i w konsekwencji straciły one na wartości nawet do -2% w przypadku serii o dłuższym terminie zapadalności. Jednak w przypadku tego typu obligacji spadki, jeżeli już się pojawią, mają charakter przejściowy. **Tego typu „promocje” okazjonalnie zdarzały się już wcześniej na polskim rynku i po pewnym czasie ceny tychże obligacji wracały do neutralnych poziomów.** Zakładanie innego scenariusza to właściwie obstawianie bardzo poważnych kłopotów budżetowych w naszym kraju – a to



Tel. 61 885 19 19



Infolinia 801 123 801



SantanderTFI.pl
tfi@santander.pl

biorąc pod uwagę relatywnie niższy poziom zadłużenia Polski na tle wielu państw europejskich oraz niespodziewanie liberalną postawę NBP, (który chce wspierać rynek obligacji) jest mało prawdopodobne.

Z kolei część korporacyjna (polska ok. 22% aktywów) to przede wszystkim obligacje z sektora finansowego. Trudno oczywiście banki uznać za beneficjentów obecnej sytuacji, szczególnie przy cięciach stóp procentowych. Jednak dla równowagi NBP uruchomił wiele działań pomocowych, które właśnie bankom mają ulżyć w obecnym otoczeniu, tak by te nie wycofały się z finansowania sektora przedsiębiorstw. **W związku z tym jakakolwiek przecena ich papierów również winna mieć przejściowy charakter.** Z kolei reprezentacja firm z sektora pożyczek czy deweloperów jest na tyle skromna, że nawet przy kłopotach jakiegoś reprezentanta tej branży wpływ na wynik powinien być pomijalny.

Przejdźmy teraz do części zagranicznej portfela (ok. 46% aktywów), która w dużej mierze odpowiada za znaczną część przeceny, jakie spotkała fundusze w marcu. Obligacje na rynkach rozwiniętych są w przeważającej większości notowane na aktywnym rynku, a ich wycena podąża za trendami gospodarczymi jak w przypadku akcji, czasem nawet i z podobną siłą. Dlatego gdy na rynku papierów udziałowych mieliśmy do czynienia z największymi spadkami od roku 1987 (słynnego czarnego czwartku), obligacje wielu spółek poszły podobnym śladem. **Jeżeli przyjrzeć się portfelom subfunduszy Santander, to na pierwszy plan wysuwają się przede wszystkim dwie branże. Pierwsza z nich to ponownie branża finansowa – w zestawieniu znajdziemy takie marki jak np. Commerzbank, BNP Paribas czy węgierski OTP.** Nie ma co ukrywać, że to właśnie banki były w marcu pod wielką presją – coraz gorsze warunki prowadzenia biznesu, z uwagi na niskie stopy procentowe, jak i obawa o kondycję wielu firm, a więc i spłacalność kredytów ciągnęła ich notowania w dół. Wystarczy dodać, że indeks S&P 500® Financials Corporate Bond Index stracił w marcu ponad 10%. **Jednak istnieje także druga strona tego medalu. Otóż praktycznie wszystkie programy finansowe wdrażane właśnie przez różne kraje kierowane są właśnie do banków, tak by te mogły funkcjonować normalnie i zapewniać płynność przedsiębiorcom.** Przy obecnym kryzysie żaden racjonalny rząd nie dopuści do utraty zaufania do banków, ponieważ problemy narosły kaskadowo. **W tym kontekście szczególnie ważna jest bezprecedensowa interwencja rezerwy federalnej, która zamierza skupywać obligacje, również korporacyjne, za olbrzymie kwoty. Trudno sobie wyobrazić, by w warunkach aż takiej płynności jakiś bank – a szczególnie tak renomowane jak wyżej wymienione – mogły wpaść w większe tarapaty, które jakkolwiek usprawiedliwiałyby bieżące wyceny.**

Druga branża to tzw. sektor użyteczności publicznej, którego reprezentantem w portfelach funduszy Santander są przede wszystkim spółki energetyczne. Tu nie trzeba przypominać o sytuacji na rynku ropy naftowej, która otrzymała cios nie ze strony wirusa, tylko decydentów politycznych, którzy zdecydowali się pójść na wojnę cenową. To wywróciło sytuację wielu powiązanych z tym sektorem przedsiębiorstw do góry nogami, stawiając pod znakiem zapytania ich rentowność. W sytuacji gdy najważniejszy surowiec na świecie potaniał o kilkadziesiąt procent nic dziwnego, że inwestorzy zadają sobie pytania o wycenę przedsiębiorstw z sektora. Na razie werdykt był jednoznacznie negatywny – indeks S&P BSE Utilities stracił od początku marca aż -25%. **Tutaj ponownie na ratunek przybywają rządy poszczególnych państw. Energetyka jest mianowicie traktowana często jako sektor**



strategiczny, związany z bezpieczeństwem narodowym. Ponownie więc trudno sobie wyobrazić, by spółki te nie otrzymały wsparcia, z uwagi m.in. na tysiące miejsc pracy, które kreują.

W efekcie obecne wyceny ich papierów można uznać za wręcz okazyjne. Podobnie jest z obligacjami spółek produkującymi samochody – choć formalnie trudno je sklasyfikować jako „użyteczność publiczną”. To również wielcy pracodawcy, którzy choć muszą zmierzyć się z załamaniem popytu na swoje wyroby, nie pozostaną bez pomocy tak rządowej, jak i ze strony banków centralnych. Nie tylko ze względu na swoją rolę w gospodarce, ale też i wymiar symboliczny. **Można postawić tezę, że rząd francuski, który dopuściłby np. do upadku Peugeot (który jest w portfelach funduszy Santander), przestałby istnieć w ciągu tygodnia.**

Niewątpliwie na rynku obligacji korporacyjnych mamy do czynienia z nowym rozdaniem, w którym inwestorzy jeszcze się nie odnaleźli, a wraz z nimi wyceny papierów dłużnych. **Nawet najgorszy kryzys jednak nie trwa wiecznie, a gdy dochodzi do przesilenia, zwycięzcami zostają inwestorzy, którzy zmierzili się z nieracjonalnie niskimi cenami aktywów i wytrzymali presję psychologiczną ze strony rynku.** Tym bardziej, że po zapowiedzi historycznej interwencji Fed w poniedziałek, już kolejnego dnia byliśmy na giełdach świadkami jednej z najlepszych sesji w powojennej historii. Być może jest to punkt zwrotny, którego oczekiwali inwestorzy na wszystkich klasach aktywów.

Materiał jest prezentowany w celach informacyjnych i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Wartość aktywów netto niektórych subfunduszy funduszy Santander cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Niektóre subfundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej Uczestnik powinien wziąć pod uwagę opłaty związane z subfunduszem oraz uwzględnić ewentualne opodatkowanie zysku. Uczestnik musi liczyć się z możliwością straty przynajmniej części wpłaconych środków.

Dane finansowe subfunduszy, opis czynników ryzyka oraz informacje na temat opłat związanych z uczestnictwem w subfunduszach znajdują się w prospektach informacyjnych oraz tabelach opłat dostępnych w języku polskim na stronie SantanderTFI.pl i u dystrybutorów funduszy.

Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia Santander TFI S.A. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji powyższego dokumentu.

