

Dluhopisové excesy, díl III. - evropské „high yield bonds“

Politická korektnost dorazila i na dluhopisové trhy. Dluhopisy vydané nepřiliš bonitními dlužníky se vždy označovaly za „junk bonds“ (JB). Slovo junk jasně vyjadřovalo, že jde o dluhopisy s neinvestičním ratingem a každému bylo jasné, že je s tím spojeno i nadprůměrné kreditní riziko. Dnes se tytéž dluhopisy eufemisticky nazývají „high yield bonds“, tedy dluhopisy s vysokým výnosem. Toto označení bohužel má zástupy méně zkušených investorů, protože nejenže je neupozorňuje na vysoké riziko nesplacení, ale dává jim mylnou představu, že nákupem těchto dluhopisů lze dosáhnout vysokého výnosu. Realita je však úplně jiná.

Výnosy evropských JB jsou dnes totiž absurdně nízké. Jsou v zásadě na stejné úrovni, jako výnosy amerických desetiletých státních dluhopisů. Rozdíl mezi těmito dvěma světy je však obrovský. Když si koupíte americký státní dluhopis, máte v podstatě jistotu, že ho dostanete včas a řádně vyplacen zpět. Když si však koupíte fond investující do evropských JB, pak máte jistotu, že nemalá část dluhopisů ve fondu splacena nebude. Jde zase o krásný příklad toho, jak zdeformované jsou dnešní dluhopisové trhy a jak špatně ceny dluhopisů oceňují riziko.

Jako příklad si vezměme jeden z největších fondů investujících do evropských JB – iShares Euro High Yield Corp Bond UCITS ETF řízený společností BlackRock a na burze se obchodující s tickerem IHYG. Fond má aktiva přibližně 5,5 miliard eur a v jeho portfoliu je asi 450 dluhopisů různých evropských korporací.

Výnos do splatnosti celého portfolia je 2,82 %. To je hodně málo. Navíc tento výnos bude dosažen pouze v případě, že všechny dluhopisy v portfoliu budou řádně splaceny. S tím však nelze počítat. Nezapomínejme na to, že jde o dluhopisy kreditně slabších emitentů. 4,28 % portfolia je zainvestováno v dluhopisech s ratingem CCC. Podle agentury S&P je dlouhodobá průměrná míra neschopnosti tyto dluhopisy splatit 26,8 %. Dále je 28 % portfolia v dluhopisech s ratingem B (4,2 % jich průměrně nebývá splaceno) a 67 % portfolia v dluhopisech s ratingem BB (0,2 % jich průměrně nebývá splaceno).

Pokud by se portfolio chovalo na úrovni dlouhodobých průměrů, potom je pravděpodobné, že asi 2,5 % dluhopisů nebude splaceno. (V případě recese by to bylo mnohem více). To znamená, že průměrná míra neschopnosti splácet dluhopisy zcela vymaže současný výnos do splatnosti. Ve skutečnosti bude výnos spíše dokonce záporný, protože dluhopisy s nejnižším ratingem, které nejvíce přispívají k celkovému výnosu do splatnosti, mají nejvyšší pravděpodobnost selhání závazků. Náklady fondu ve výši 0,5 % tomu ještě dají korunu. Název „dluhopis s vysokým výnosem“ opravdu není na místě.

Proč jsou výnosy evropských JB tak nízké? Hlavním viníkem je Evropská centrální banka. Ta momentálně nakupuje 7x více dluhopisů, než kolik je v eurozóně vydáváno státních dluhopisů. Doslova luxuje jejich trh a to téměř bez ohledu na ceny. Americký FED například vždy kupoval méně státních dluhopisů, než kolik jich bylo

vydáváno. ECB v řadě případů dochází dluhopisy k nákupu a je aktivní dokonce i na trhu korporátních dluhopisů. Tyto masivní nákupy tlačí ceny dluhopisů nahoru a jejich výnosy dolů. Investoři hladoví alespoň po minimálním výnosu potom nakupují dluhopisy čím dál horší kvality za čím dál vyšší ceny.

Rozdíl ve výnosech mezi státními dluhopisy a JB je v Evropě rekordně nízký. Pohybuje se těsně nad 2 %. To znamená, že investorům stačí 2 % extra výnosu jako kompenzace za riziko související s JB. To je absurdně málo. Pohled do

minulosti ukazuje, že zmíněný rozdíl ve výnosech býval v minulých 20 letech mnohem vyšší. Šest, devět, patnáct, ale i dvacet dva procent. Dvě procenta, které máme dnes, za to rozhodně nestojí a to pomíjím fakt, že rozdíl se počítá od státních dluhopisů, jejichž výnos samotný je rekordně nízký. Podle Merrill Lynch má 60 % evropských dluhopisů s ratingem BB výnos nižší než stejně dlouhé americké státní dluhopisy. Je velmi pravděpodobné, že v příštích letech vydělá na evropských JB více ten, kdo v nich bude short, než ten, kdo v nich bude long.

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 31. 10. 2017

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo

hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat



výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění

(„Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.