



Niezależny Portal Finansowy
**INDEPENDENT
TRADER**

www.independenttrader.pl

Które obligacje warto brać pod uwagę?



Do tej pory przedstawialiśmy obligacje jako aktywo gwarantujące stratę na przestrzeni kolejnej dekady. Nic w tej kwestii się nie zmieniło – dalej uważamy, że na przestrzeni następnych 10 lat obligacje przyniosą stratę w ujęciu realnym (z uwzględnieniem inflacji).

Są jednak powody, by sądzić, że w najbliższych miesiącach obligacje Stanów Zjednoczonych będą spisywać się co najmniej przyzwoicie.

Trzy scenariusze

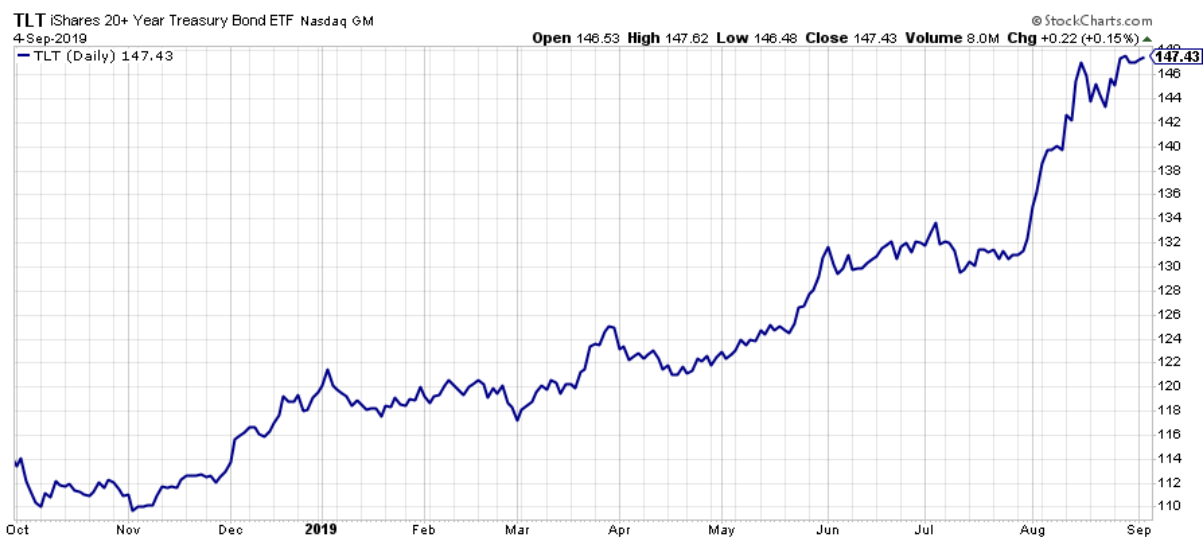
Za nami 12 miesięcy w trakcie których rosły ceny obligacji na całym świecie. Wzrost notowań oznaczał jednocześnie spadek rentowności obligacji (więcej o tej zależności pisaliśmy [tutaj](#)). W wielu przypadkach (głównie w strefie euro) oprocentowanie spadło znacznie poniżej zera. Mówimy tutaj o obligacjach gwarantujących stratę – tego typu papiery mają już 30% udziału w rynku.



Od października 2018 roku bardzo mocno rosły ceny amerykańskich obligacji. Poniżej widać jak w tym czasie zachowywał się ETF dający ekspozycję na obligacje 10-letnie.



Kolejna grafika pokazuje wzrost długoterminowych obligacji USA (okres zapadalności powyżej 20 lat).

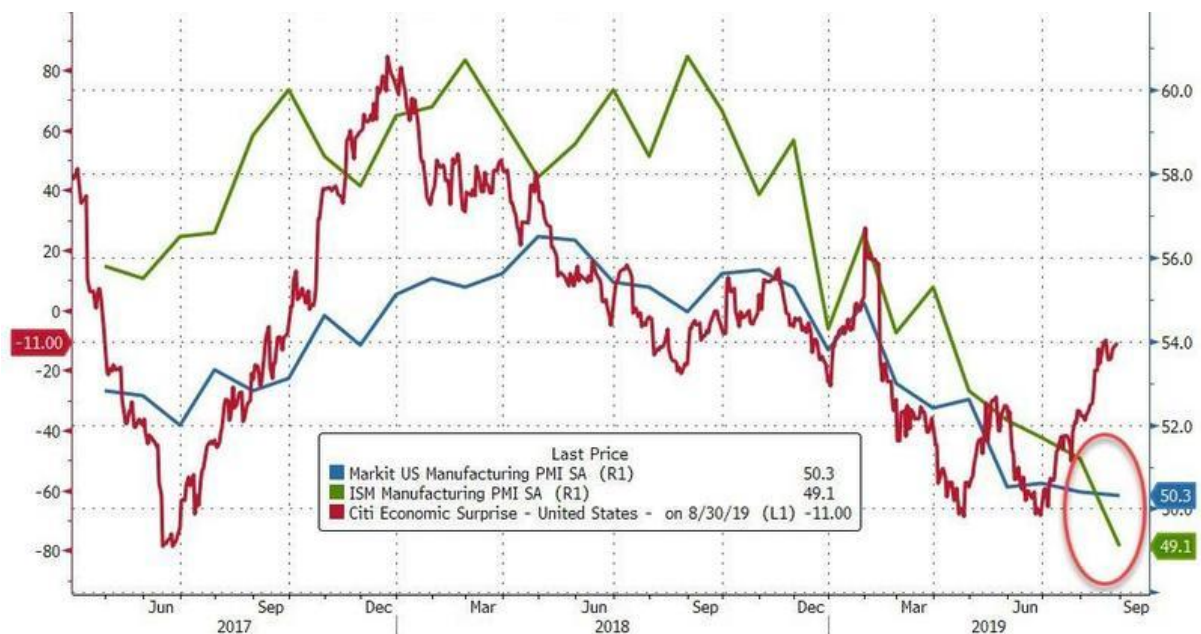


Z czego wynika tak dobry wynik obligacji w ostatnich miesiącach? Tym razem nie można powiedzieć, że obligacje gwarantujące mizerne odsetki (lub nawet stratę) są skupowane przez banki centralne, bo tak nie jest. Kupują je sami inwestorzy, zarówno instytucjonalni jak i indywidualni. Robią to z dwóch powodów. Pierwsza grupa dostrzega pogorszenie koniunktury gospodarczej, co może już wkrótce przełożyć się na bessę na rynku akcji. Stąd ucieczka do obligacji.



Z kolei druga grupa kupuje obligacje... bo rosną. To ten sam przypadek, który często obserwujemy na akcjach. Inwestorzy widzą, że ceny obligacji rosną i rzucają się do zakupów, nie zwracając uwagi na okoliczności.

Trzeba przyznać, że ta pierwsza grupa ma sporo racji. Dane nie nastrajają optymistycznie. PMI dla amerykańskiego przemysłu (zielona linia) po raz pierwszy od kilku lat zanotowało wynik poniżej 50, co oznacza spadek produkcji.



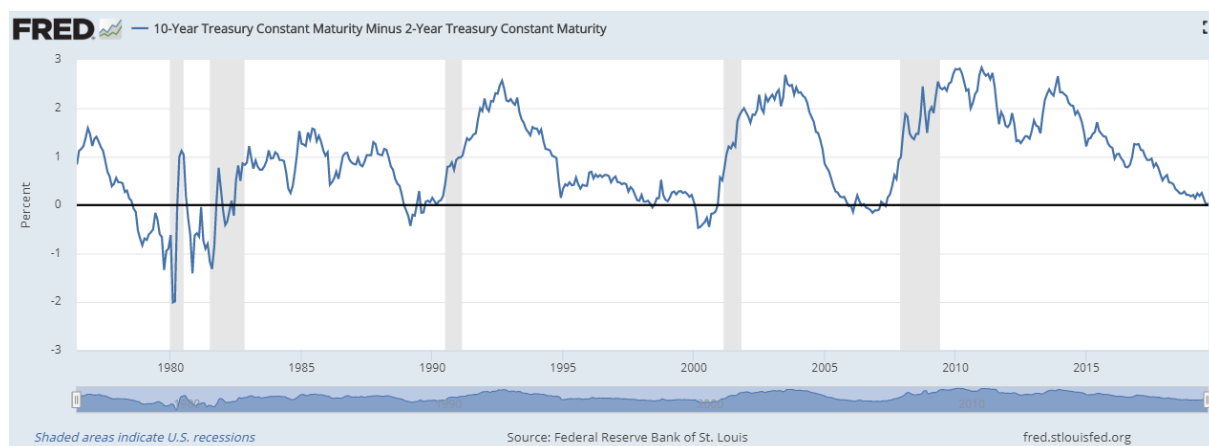
Inne gospodarki swoją słabość pokazały już wcześniej. W efekcie PMI dla przemysłu w wielu liczących się krajach spadło poniżej 50. Szczególnie silnie spadła produkcja przemysłowa w Niemczech.



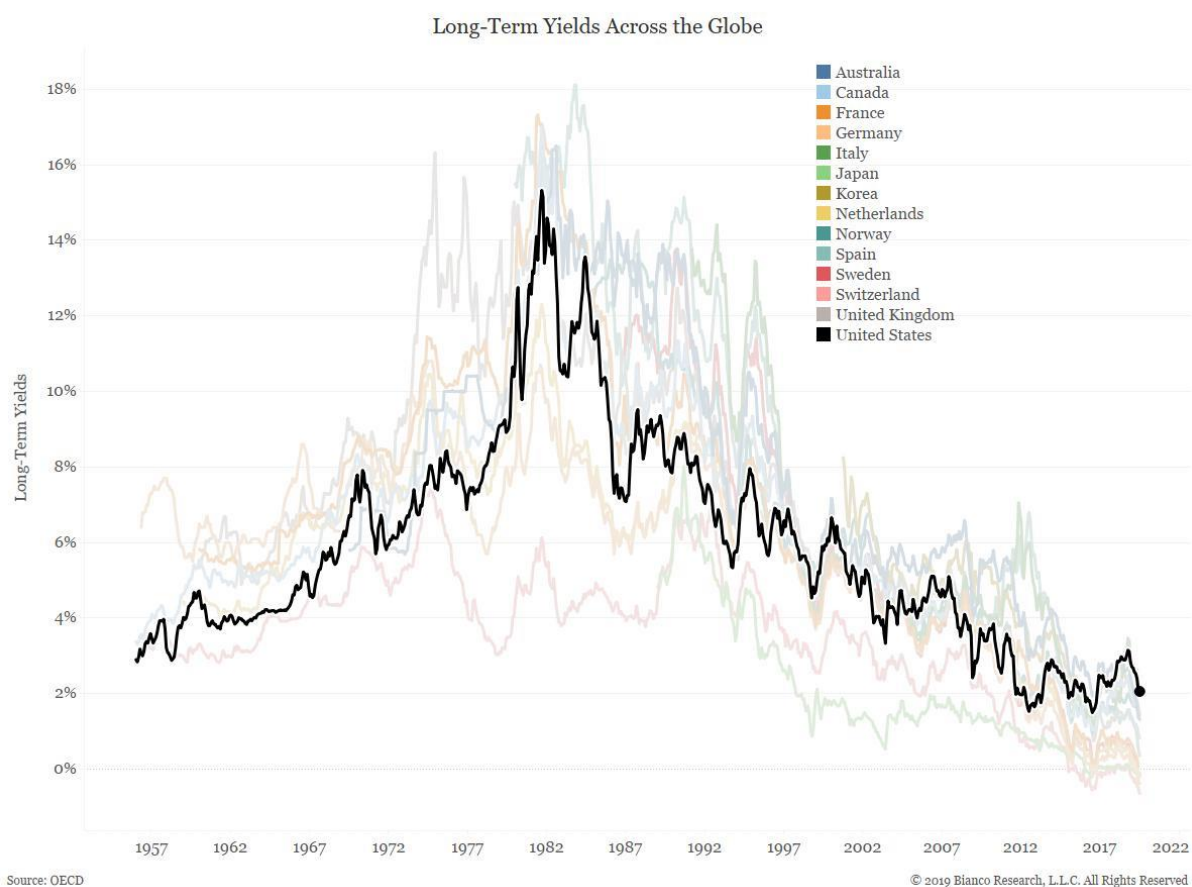
Country	Last	Report Month
Saudi Arabia	56.6	July
India	52.5	July
South Africa	52.1	July
Australia	51.3	July
France	51.0	August
Netherlands	50.7	July
Canada	50.2	July
Brazil	49.9	July
China	49.9	July
United States	49.9	August
Mexico	49.8	July
Singapore	49.8	July
Indonesia	49.6	July
Japan	49.5	August
Russia	49.3	July
Italy	48.5	July
Spain	48.2	July
United Kingdom	48.0	July
South Korea	47.3	July
Euro Area	47.0	August
Turkey	46.7	July
Switzerland	44.7	July
Germany	43.6	August

@OddStats source: TradingEconomics.com

Dodatkowo, na rynku obligacji pojawiła się pewna anomalia, tzn. rentowność obligacji 10-letnich USA spadła poniżej rentowności 2-latek. Taka sytuacja zdarza się bardzo rzadko i zazwyczaj stanowi zapowiedź recesji. Na wykresie różnicę między rentownością 10- i 2-latek zaznaczono na niebiesko, a okresy recesji na szaro.



Taki stan rzeczy sugeruje, że prawdziwy strach na rynkach dopiero przed nami. A skoro niepewność będzie się nasilać, to kapitał popłynie głównie do obligacji (przynajmniej do momentu ogłoszenia skupu aktywów przez banki centralne). Które obligacje zyskają wówczas najsilniej? Najlepszą odpowiedź stanowi poniższy wykres, który pokazuje rentowność obligacji długoterminowych różnych krajów, przy czym Stany Zjednoczone zostały wyróżnione na czarno.



Mówiąc najprościej: obligacje państwa dysponującego największą armią i mającego kontrolę nad walutą rezerwową, oferują odsetki wyższe niż dług takich bankrutów, jak Włochy czy Hiszpania.

W żadnym wypadku nie sugerujemy natychmiastowych zakupów obligacji USA, bo są one krótkoterminowo drogie. Jeśli jednak dojdzie do pewnej korekty, to taka inwestycja może mieć uzasadnienie. Przynajmniej w kontekście najbliższych miesięcy. Rozważmy zatem różne scenariusze.

Scenariusz 1: Wszystko przebiega standardowo. Po kilku miesiącach od pojawienia się odwróconej krzywej dochodowości (rentowność 2-latek wyższa niż 10-latek), rozpoczyna się *bessa*. Kapitał ucieka z akcji do obligacji. Po bankructwie pierwszej dużej instytucji finansowej, banki centralne interweniują. Ponownie wprowadza się dodruk, który oznacza m.in. skupowanie obligacji przez banki centralne.

Ceny obligacji rosną, a w efekcie paniki przez jakiś czas rośnie też dolar.



Scenariusz 2: Ze względu na pierwsze oznaki słabości gospodarki, FED z wyprzedzeniem wprowadza dodruk oraz mocno obniża stopy procentowe. Jeśli taka reakcja wystarczy do opanowania paniki, to ceny obligacje będą stać w miejscu lub nieco rosnąć. Jeśli to nie wystarczy – patrz scenariusz 3.

Scenariusz 3: Dochodzi do pogorszenia koniunktury gospodarczej, na giełdach mamy bessę, a banki centralne interweniują obniżając stopy procentowe i wprowadzając dodruk. Niestety jest to za mało, by zapobiec panice. Banki centralne sięgają po narzędzia, które 10 lat temu uznano w USA za zbyt radykalne. Jednym z nich jest zabezpieczenie obligacji przez FED, tzn. skupowanie każdej ilości długu USA, byleby sprowadzić rentowność do określonego poziomu (np. 0%, jak zrobiono to w Japonii).

W takiej sytuacji ceny obligacji najpierw rosną, a potem są na siłę utrzymywane na wysokich poziomach.

Scenariusz 4: Istnieje też niezbyt prawdopodobny scenariusz, w którym pomimo ostatnich złych danych, sytuacja nagle się poprawia. Wraca koniunktura gospodarcza, a inflacja zaczyna rosnąć. Trzymając obligacje USA, tracimy na nich, ponieważ przynoszą zyski niższe niż inflacja.

W takim scenariuszu powrót inflacji i dobrej koniunktury oznacza wejście w hossę podobną do tej z lat 2003-2008, kiedy to rosły rynki EM, surowce oraz metale szlachetne (wszystko to łącznie stanowi jakieś 60% obecnego portfela).

Mimo wszystko ostatnie dane sugerują, że globalna gospodarka nie podniesie się nagle i nie ruszy z impetem.

Konkluzja jest taka, że wcześniej będzie musiało dojść do jakiegoś istotnego wydarzenia (opisanego w którymś z poprzednich scenariuszy).

Ta krótka analiza ma na celu wyjaśnić dlaczego w kolejnych tygodniach możemy stać się nieco bardziej przychylni amerykańskim obligacjom. W zależności od sytuacji, w portfelu może pojawić ETF IEF (obligacje 7-10-letnie), TLT (obligacje długoterminowe) lub UST (dwukrotnie lewarowany fundusz na obligacje 7-10 letnie). Póki co żaden zakup nie jest planowany, ponieważ zarówno obligacje, jak i dolar, są krótkoterminowo drogie.



Niektórym osobom może się wydawać, że ewentualna gra na spadek rentowności obligacji z USA z 1,5% do 0% nie ma sensu, ponieważ taka zmiana nie przyniesie dużych zysków.

Posłużmy się przykładem: między kwietniem 2014 roku a majem 2016 roku, rentowność 10-letnich obligacji Niemiec spadła z 1,5% do 0%. Cena ETFu na te obligacje wzrosła w tym czasie o 12%.

Oznacza to, że gdyby podobna sytuacja wydarzyła się w przypadku obligacji USA, ETF IEF wzrósłby o ok. 11-12%, natomiast UST zyskałby 20-24%. Oczywiście zakładając, że wszystko działałoby się w szybkim tempie i byłoby wywołane paniką oraz ucieczką do bezpiecznych aktywów.

Spółki dywidendowe

Skoro obligacje i dolar są w tej chwili drogie, to możemy spodziewać się chwilowego odpływu środków w stronę akcji oraz walut EM. Biorąc pod uwagę sytuację na rynkach (w tym również wyceny), atrakcyjnych aktywów warto szukać:

- na rynkach emerging markets,
- wśród spółek value,
- wśród spółek wypłacających atrakcyjne dywidendy.

Kilka miesięcy temu w oko wpadł nam ETF, który łączy w sobie wszystkie te elementy, dając ekspozycję na największe dywidendowe spółki z krajów rozwijających się. Jego ticker to SDEM, a pełna nazwa: MSCI SuperDividend Emerging Markets ETF.

W portfelu ETFu znajduje się 50 dużych spółek, z których zdecydowana większość jest atrakcyjnie wyceniona. Wskaźnik P/E dla całego ETFu wynosi zaledwie 6,3, natomiast P/BV wynosi mniej niż 1, co oznacza, że wycena rynkowa tych spółek jest niższa niż ich wartość księgową.



FUND CHARACTERISTICS

As of 9/4/19

Return on Equity ?	15.40%	
Average Market Cap ?	\$9,814.00 M	
	2018	2019
Price-to-earnings ?	5.60	6.37
Price-to-book value ?	1.01	0.96

Jeśli chodzi o same notowania, to ETF właśnie po raz kolejny odbił od linii wsparcia, znajdującej się mniej więcej na poziomie 12 USD.





Czy tak tanie aktywo może stać się jeszcze tańsze? Odpowiedź brzmi oczywiście: tak. Musimy jednak pamiętać, że na giełdzie nigdy nie znajdziemy aktywa gwarantującego wzrosty, a w tym przypadku potencjał do spadków jest znacznie mniejszy niż potencjał do wzrostów.

Naszym zdaniem warto w tej chwili zakupić SDEM za 1% kapitału. Traktujemy to jako inwestycję długoterminową, która oferuje atrakcyjną dywidendę na poziomie 6,6%.

Distributions

30-Day SEC Yield ?	5.87%
12-Month Dividend Yield ?	7.02%
Distribution Yield ?	6.65%
Distribution Frequency	Monthly

W kolejnych miesiącach SDEM może od czasu do czasu odczuwać efekty np. spadków cen akcji w USA. Ten minus wynagradzać powinna nam wysoka dywidenda.

Z kolei kiedy do gry wejdą banki centralne, a kapitał ponownie popłynie na rynek akcji, największe wzrosty zanotują spółki value z krajów emerging markets. Właśnie takie przedsiębiorstwa posiada w swoim portfelu ETF SDEM.

Można powiedzieć, że zajmujemy pozycję z pewnym wyprzedzeniem. Stąd też jest ona niewielka. Co może zdarzyć się z tą inwestycją w kolejnych miesiącach?

Oto dwa najbardziej realne scenariusze:

Pierwszy – pesymistyczny. Bessa na rynkach ściąga akcje w USA o 50% w dół. Akcje z portfela SDEM, jako skrajnie niedowartościowane, tracą jedynie 10-15% (w ich walutach lokalnych, jak i w złotówce).



W takim momencie dywidenda z SDEM sięga blisko 9%. Kiedy na rynku dominuje pesymizm, zwiększamy pozycję z 1% do 3%.

Drugi – optymistyczny. Po pierwszych spadkach na rynkach, do gry wchodzi banki centralne. Dodruk automatycznie podbija ceny akcji, a najsilniej rosną spółki value z rynków EM. W razie ponownej migracji kapitału (jak w latach 2003-2008) ETF SDEM jest w stanie kilkukrotnie zwiększyć swoją wartość.

Podsumowanie

W kolejnych miesiącach koniunktura gospodarcza na świecie najprawdopodobniej nadal będzie się pogarszać. Trudno powiedzieć jak na to wszystko zareagują banki centralne, natomiast powyżej przeanalizowaliśmy różne warianty i każdy z nich brzmi dość korzystnie dla obligacji USA. Dlatego też dodanie odpowiedniego ETFu do portfela może nastąpić bardzo szybko, pod warunkiem, że wcześniej dojdzie do korekty, tzn. rentowność 10-letnich obligacji USA wzrośnie w okolice 1,6-1,7%.

Może również zdarzyć się sytuacja, kiedy obligacje USA przez dłuższy czas będą znajdować się na obecnych poziomach, a koniunktura gospodarcza bardzo się pogorszy. Wówczas również możemy zdecydować się na zakup ETFu na obligacje.

Póki co jednak uznajemy, że obligacje są drogie w stosunku do akcji, w związku z czym otwieramy małą pozycję na ETFie SDEM. Perspektywa jest długoterminowa, dlatego też liczy się dla nas solidna dywidenda i obiecujące perspektywy. Z kolei ewentualne spadki o 10-15%, będą raczej okazją do dokupienia aktywa.