

KOMUNIKAT PRASOWY

Kredyty wysokodochodowe: czy ich nabywcy wyjechali?

Lipiec 2022
Paryż- Warszawa

Kredyty wysokodochodowe (tzw. High Yield) – jedyne dostępne dla wielu firm, zwłaszcza MSP, kurczą się

High Yield – kredyty (podobnie też obligacje) o względnie wysokiej rentowności, ale i o podwyższonym ryzyku. Są on oferowane klientom nie będącym w stanie spełnić standardów bezpieczeństwa finansowego i zabezpieczeń na poziomie np. dużych korporacji. Kredyty te uwzględniają wyższe ryzyko w formie wyższego oprocentowania.

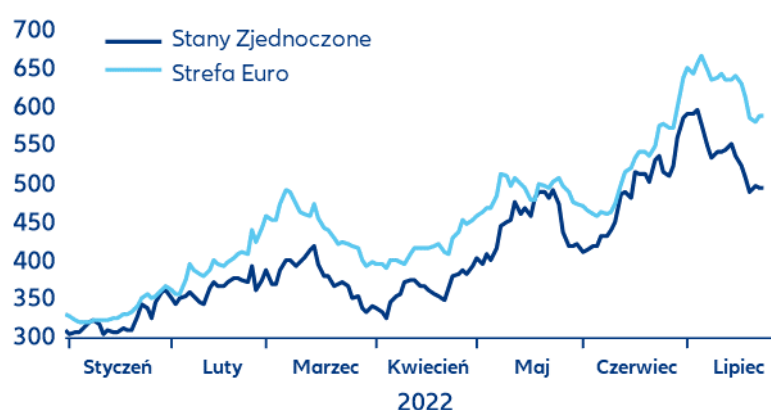
Poniżej skrót i wybrane fragmenty z oryginalnego opracowania (w jez. angielskim), które zawiera pełen wywód poparty licznymi przykładami, wykresami i metodologią. Zapraszamy do zapoznania się – materiał w załączeniu.

STRESZCZENIE

- **Odpiływ instrumentów wysokodochodowego kredytowania firm.** Z analiz Allianz Trade wynika, że od połowy kwietnia z rynku aktywów wysokodochodowych (strefy Euro) uchodzi powietrze, co wyraża się w (dalszym) strukturalnym wzroście premii za ryzyko (czyli w ich koszcie oraz dostępności). Uczestnicy rynku wyceniają w ten sposób zaostrenie warunków finansowych (koniec programów pomocowych, wzrost kosztu pieniądza), wciąż podwyższone ryzyko geopolityczne, niepewność co do przyszłej ścieżki inflacji, pogarszające się perspektywy wzrostu oraz zwiększoną presję na bilanse przedsiębiorstw. Pogarsza się również płynność rynku: przykładem są nieudane transakcje na amerykańskich obligacjach korporacyjnych, których jest obecnie więcej niż na początku pandemii Covid-19, co jest potwierdzeniem recesyjno-kryzysowych warunków. Nadal jednak nie ma wyraźnych oznak nadchodzącego załamania rynku.
- **Zagregowany wskaźnik jakości wysokodochodowych aktywów kredytowych pozostaje stosunkowo wysoki,** a wskaźniki dźwigni, pokrycia odsetek, płynności i rentowności utrzymują się na poziomach bliskich najwyższemu od dziesięcioleci. To sygnał, że silne salda gotówkowe mogą być w stanie zapewnić przyzwoite zabezpieczenie na zagregowanym, uśrednionym poziomie w perspektywie średnio- i długoterminowej dla tej klasy aktywów. W opinii Allianz Trade **należy jednak oczekiwać stopniowego wzrostu wskaźników niewypłacalności.**
- **Opracowana przez Allianz Trade makroekonomiczna analiza strukturalna spreadów HY ostrzega przed krótkoterminowymi zagrożeniami, ale w perspektywie średnioterminowej przedstawia obraz stabilizacji.** Możliwość dalszego pogorszenia się sytuacji gospodarczej w połączeniu z oczekiwanym zaostreniem warunków finansowych i znacznym prawdopodobieństwem nieprzewidywalnych zdarzeń nie będzie sprzyjać w krótkim okresie obniżaniu, redukowaniu spreadów (kredytów i obligacji wysokodochodowych). Pod koniec br. roku i w 2023 r. połączenie kilku czynników, takich jak stabilizacja rynku akcji, ponowne przyspieszenie gospodarcze i rozluźnienie warunków finansowych powinno spowodować zmniejszenie spreadów kredytowych dla wysokodochodowych (wysoko marżowych) kredytów dla przedsiębiorstw.

- W bazowym scenariuszu Allianz Trade oczekujemy, że spready korporacyjnych kredytów/obligacji wysokomarżowych (wysokodochodowych – wspomniane High Yields - HY) pozostaną przez resztę roku stosunkowo wysokie, z kilkoma spodziewanymi epizodami ich złagodzenia. W tym scenariuszu oczekujemy, że połączenie bardziej gołębiej polityki (m.in. oczekiwania bardzo stopniowego i umiarkowanego podnoszenia stóp przez EBC), lepszych niż oczekiwano wyników gospodarczych i wyższej niż oczekiwano odporności przedsiębiorstw pozwoli utrzymać spready w pobliżu 500 i 525 pb dla kredytów HY w USD i EUR do końca 2022 r. (wobec 496 i 591 pb dla HY w US i EUR obecnie) i ich obniżki do odpowiednio 400 i 425 w 2023 r. Jeśli jednak realizowany będzie bardziej niekorzystny scenariusz, spodziewalibyśmy się, że spready wysokodochodowych pożyczek dla firm poszerzą się do poziomów ostatnio obserwowanych podczas początku kryzysu Covid-19 ponieważ wyższe stopy procentowe i inflacja doprowadzą do gwałtownego przeszacowania niewypłacalności i wzrostu ryzyka kredytowego. **To początkowe zwiększenie spreadów szybko przeminie w 2023 r., gdy ponownie rozpocznie się łagodzenie polityki pieniężnej i wsparcie fiskalne.**

Spready dla opcji wysokodochodowych w USA i EUR (w punktach bazowych)



Źródła: Refinitiv, Datastream, BoFa, Allianz Research

Większość nadchodzącego zacieśnienia warunków finansowych już znalazła odzwierciedlenie w wycenach (ryzyka)

W drugiej połowie roku płynność finansów przedsiębiorstw zostanie ponownie wystawiona na próbę, ponieważ stopniowe wycofywanie się banków centralnych, uczestników rynku o nieelastycznym popycie, pozostawi dotychczasową pulę płynności na łasce zmian nastrojów rynkowych.

Wycofanie się z luzowania ilościowego (QE) w okresie słabnącego popytu ma wpływ na pogorszenie (poszerzenie) spreadów. Koncentrując się na strefie euro, wraz z zakończeniem Programu Zakupu Sektora Korporacyjnego (CSPP), siły rynkowe czynniki dekompresji (poszerzania) spreadów będą znaczące. Nawet jeśli kredyty hipoteczne nigdy nie należały do grupy aktywów kwalifikujących się do programu, to efekt przeniesienia związany z dotychczasowym (i zakończonym) podejściem EBC w myśl zasady "(robić) cokolwiek by nie było konieczne" (w tym m.in. skup obligacji od banków) powodował wzrost apetytu na ryzyko, prowadząc do napływu środków do bardziej ryzykownych klas aktywów (tj. kredytów wysokodochodowych). Część tego efektu została już zdyskontowana, o czym świadczy **większe poszerzenie spreadów w EUR w stosunku do ich odpowiedników w USD**. Poza gorszymi prognozami

makroekonomicznymi dla strefy euro, odzwierciedla to również mniej sprzyjające otoczenie rynkowe w Europie (m.in. większy problem z energią i jej cenami). Ze względu na tradycyjne powiązanie między spreadami obligacji skarbowych w EUR a kredytami w EUR, zaangażowanie EBC do przeciwdziałania ryzyku fragmentacji powinno pomóc w uniknięciu scenariusza przypominającego kryzys w strefie euro, ale nie uchroni przed większymi niż przeciętne skokami zmienności (wykres).

Aktywa kredytowe (klasy inwestycyjnej) w EUR w portfelu Europejskiego Banku Centralnego
(punkty bazowe - % całego rynku)



* PEPP - Pandemiczny program zakupów interwencyjnych

Uwaga: Rynek aktywów kredytowych w finansie przedsiębiorstw (obligacje etc.) w EUR określony na podstawie indeksów korporacyjnych BofA

Źródła: Refinitiv, Datastream, BofA, Allianz Research

Fundamenty wyglądają na silne, ale mogą się szybko pogorszyć

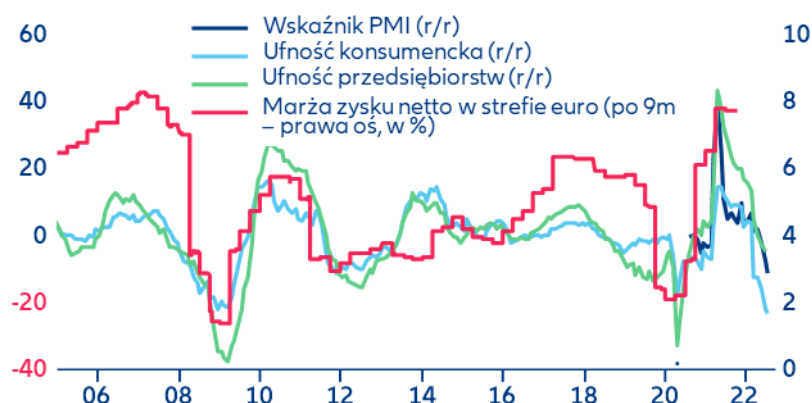
Czyżby „Program zawieszenia spłat” w wersji dla przedsiębiorstw? Patrząc na profil zapadalności długu z tytułu finansowania wysokodochodowego w ciągu najbliższych 10 lat stwierdzić można, że firmom korzystającym z finansowania High Yields udało się z powodzeniem wydłużyć czas kredytowania na lata 2025 i 2026, odsuwając ewentualne problemy z refinansowaniem w związku z oczekiwanym wzrostem stóp krótkoterminowych.

Łączna jakość kredytów wysokodochodowych pozostaje na wysokim poziomie i oscyluje w kierunku BB lub o jeden stopień poniżej poziomu inwestycyjnego. Co więcej, warto pamiętać iż większość wskaźników zadłużenia, takich jak wskaźniki dźwigni, pokrycia, płynności i rentowności, utrzymuje się na poziomach bliskich najwyższym od dziesięcioleci, sygnalizując, że duże salda gotówkowe zgromadzone w ciągu ostatnich dwóch lat powinny zapewnić przyzwoite zabezpieczenie na poziomie zagregowanym oraz w perspektywie krótko- i średnioterminowej. Aby ująć tę odporność w liczbach i zakładając dla uproszczenia stałe koszty odsetkowe, zarówno EBIT w USA, jak i w strefie euro musiałby spaść o ponad -35% w stosunku do obecnego poziomu, aby wskaźniki pokrycia odsetek wróciły do średnich wartości długoterminowych.

Jednak nawet jeśli wskaźniki fundamentalne i wskaźniki obsługi zadłużenia są historycznie wysokie, odporność bilansów przedsiębiorstw zostanie wkrótce wystawiona na próbę wynika z analizy Allianz Trade. Korekty zysków w dół do rekordowo niskich poziomów oraz utrzymujący się spadek zaufania

konsumentów i w przemyśle wskazują, że **w najbliższej przyszłości wskaźniki sprzedaży i zysku przedsiębiorstw będą pozostawać pod presją** (oryg. „top and bottom lines”, czyli odpowiednio: przychody, sprzedaż brutto oraz zysk, dochód netto), **co może doprowadzić do szybkiego pogorszenia się wskaźników fundamentalnych i wskaźników obsługi zadłużenia**. Zależność pomiędzy zaufaniem a marżami wskazuje, że **marże przedsiębiorstw w EUR mogą spaść nawet o 4-6 punktów procentowych do poziomu 4-2% w ciągu najbliższych dziewięciu miesięcy**, co pośrednio zepchnęłoby wskaźniki pokrycia odsetek nieco poniżej ich długoterminowej średniej. Taki spadek mógłby spowodować znaczące przeszacowanie premii za ryzyko kredytowe w segmencie high yield.

Marża zysku netto w strefie euro (r/r)



Źródła: Refinitiv, Datastream, Worldscope, Allianz Research

Ciąg dalszy – odsyłamy do opracowania źródłowego w załączeniu lub dostępnego [tutaj](#)

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio
+48 601 056 830
grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN

Artur Niewrzedowski
+ 48 509 433 874
artur.niewrzedowski@multian.pl

Śledź nas

<https://www.linkedin.com/company/allianz-trade>
<https://twitter.com/AllianzTradeFR>

Przewidujemy ryzyko handlowe i kredytowe dzisiaj, aby firmy mogły mieć pewność działania jutro

Allianz Trade jest światowym liderem w zakresie ubezpieczeń należności handlowych i uznanym specjalistą w obszarach gwarancji ubezpieczeniowych, odzyskiwania należności, strukturyzowanego kredytu handlowego i ryzyka politycznego. Nasza sieć pozyskiwania informacji gospodarczych zapewnia możliwość analizy bieżących zmian w zakresie wypłacalności ponad 80 mln firm. Dajemy firmom pewność poprzez możliwość zawierania transakcji z zabezpieczeniem płatności. W razie nieściągalności należności

wypłacamy odszkodowanie, ale najważniejsze jest to, że pomagamy ich w ogóle uniknąć. Każdorazowo, gdy zapewniamy ubezpieczenie kredytu kupieckiego czy inne rozwiązania finansowe, naszym priorytetem jest zapewnienie ochrony opartej na analizie biznesowej. Jeśli jednak wydarzy się coś nieprzewidzianego, nasz rating kredytowy AA oznacza, że posiadamy zasoby, wspierane przez Allianz, które umożliwią nam wypłatę odszkodowania, pozwalającego utrzymać dalsze działanie ubezpieczanej firmy. Siedziba główna Allianz Trade mieści się w Paryżu, ale firma obecna jest w ponad 52 krajach i zatrudnia 5.500 pracowników. W 2021 roku nasze skonsolidowane obroty wyniosły 2,9 mld €, a transakcje ubezpieczane w skali globalnej wiązały się z ekspozycją na poziomie 931 mld €. [Więcej informacji można znaleźć na stronie www.allianz-trade.pl](http://www.allianz-trade.pl)

Ostrzeżenie dotyczące oświadczeń prognostycznych

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych. Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umiarkowości i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.