

High yield kan fort bli junk bonds.

*Av: Ernst Hagen
Senior konsulent, Gabler AS*

High yield-obligasjoner er i vinden.

Forhenværende aksjemeglere har de siste årene pushet «høyrente»- obligasjoner på bedrifter i store mengder.

Dette kan i gitte situasjoner bli en ny Terra-skandale eller Norges svar på sub-primekrisen.



High yield, eller junk bonds?

Tidligere ble junk bonds mer brukt som begrep på obligasjoner med dårligere sikkerhet enn investment grade. Bankene har endret utlånspraksis hvor en stadig større del av lånene blir overført til obligasjonsmarkedet fordi bankene ikke vil eller kan ta disse lånene med dårlig sikkerhet. Meglerselskapene som har sett synkende inntekter fra aksjehandel har fått en ny inntektskilde i obligasjonsmarkedet: Tilby bedrifter og investorer obligasjoner med lav sikkerhet til en rente som ligger litt over den lave bankrenten. Forhenværende aksjemeglere blir obligasjonsmeglere. Aksjemennesker skal se potensiale, mens obligasjonsmennesker er opptatt av tapspotensialet. Det skjer noe når aksjemennesker med en annen kultur skal markedsføre obligasjoner hvor oppsiden er begrenset, mens nedsiden er høy.

I takt med økningen i markedet har betegnelsen junk bonds blitt borte, og begrepet high yield har fullstendig overtatt. Høyrente høres unektelig bedre ut enn søppelobligasjoner. Same shit, new wrapping. Vi ser det også hos fondsselskapene som markedsfører sine produkter som høyrenteobligasjonsfond. Det gir ikke mye salg hvis fondet skal hete søppelobligasjonsfond, men høyrentefond gir gode assosiasjoner til bankenes høyrentekontoer. Det er liten tvil om at high yield har blitt pushet og at investors ikke alltid har forstått hvilken risiko man tar. De siste årene har det vært en særdeles hyggelig reise: Kredittspredene har falt og kursene steget. Investorene er fornøyde og appetitten på «høyrenteobligasjoner» stiger.

Historisk lav risikopremie

Bedriftene kjøper i stor skala: Jakten på avkastning uten å ta aksjerisiko er i dag en yndet aktivitet for kapitalmarkedet. Det norske High Yield-markedet er på nærmere 150 mrd. Ca 50% av industriobligasjonene er High Yield, og ca 60% er oljerelatert.

Utviklingen har medført at meravkastningen i dette markedet nå er marginal: 2% over bankrente er ikke mye sett i forhold til den økte risikoen. Det er meravkastningen på de sikreste av high yield-obligasjonene, som de fleste bedriftene kjøper. Singel B og Trippel C er for spesielt interesserte. Det finnes dessverre ikke god oversikt i Norge over rentene i dette markedet. Obligasjonene er stort sett ikke ratet, og man er overlatt til meglerhusenes skyggerattinger.

Det kan komme en smell i high yield-markedet hvis eksempelvis oljeprisen faller uventet. Da vil først og fremst kredittspreadene øke og kusene falle. Da blir mangelfull statistikk et moment som kan forsterke fallet. Det kan også komme konkurser hos en del obligasjonsutstedere, og investors kan tape hele kapitalen.

Historien viser at high Yield er mer korrelert med aksjemarkedet enn mange er klar over. 30% fall i aksjemarkedet kan fort gi 10% fall i High Yield-obligasjonene.

Svært mange bedrifter har plassert i noen få obligasjoner og risikospredningen er liten. Det kan gi relativt alvorlige tap for enkeltinvestorer hvis en av obligasjonene gir tap.

Investorene sammenligner obligasjonene med bankrenter, samtidig som de ikke ønske å ta aksjerisiko. Historisk viser det seg at korrelasjonen med aksjer er høy: Et aksjekrakk eller endog korreksjoner, vil gi økte kredittspreader og kursfall også på denne type obligasjoner.

Skatt: Renter er skattepliktige, utbytter skattefrie.

Uprofesjonelle investors vurderer kun obligasjonenes meravkastning sett i forhold til bankrenten. Når verdien av denne type obligasjoner korrelerer mer med aksjer blir det interessant å sammenligne et kjøp av obligasjon med kjøp av aksjen i samme selskap. Hvis investor har så god tro på selskapet at han er villig til å låne selskapet 1 mill, bør han vurdere det opp mot å investere i selskapet. Vi har valgt en high yield- obligasjon i Austevoll Seafood som i dag gir en avkastning på 4,2%, og sammenlignet den med å kjøpe aksjer i Austevoll Seafood for tilsvarende beløp.

GABLER

Det er en bransje mange har tro på og Austevoll Seafood er et solid selskap som er godt drevet, og har betalt 4,45% utbytte på dagens aksjekurs. Hvis investor er et AS, vil fritaksmodellen favorisere aksjer fremfor obligasjoner.

Obligasjon:

Investor får maks 4,22% renter som er skattepliktige. Han kan tape hele innsatsen, og verdien kan falle noe dersom aksjekursen til Austevoll Seafood faller sterkt. Investor er altså avhengig av utviklingen i Austevoll Seafood for at obligasjonskjøpet skal gir ønsket avkastning.

Aksje:

Her er man også avhengig av en positiv utvikling for selskapet. Utbyttet er i dag høyere enn obligasjonsrenten, og utbyttet er skattefritt. Hvis laksebransjen går godt kan det i tillegg komme verdistigning og høyere utbytter i framtiden. Både utbytter og verdistigningen blir skattefri.

	High Yield	Aksje
Rente/ utbytte	4,22%	4,45%
Skatt	27% skatt	Skattefritt
Tapsrisiko	100%	100%
Vedistigningspotensiale	Neppe	Ja, skattefritt

Norske eller Globale obligasjoner?

I dag er kredittspreadene i det norske markedet historisk lave. Utenlandske obligasjoner har høyere risikopremie. Det er en god indikasjon på at det norske markedet er umodent og at norske obligasjoner er pushet i markedet. Hvorfor skal norske obligasjoner gi lavere avkastning når 60% er oljerelatert og oljeindustrien begynner å få dårligere framtidutsikter? Det gir ikke mening, og er en indikator på at obligasjonene er pushet ut i markedet.

Globale obligasjoner har vesentlig bedre risikospredning, og gir i dag samtidig bedre avkastning. Med valutasikring oppnår man norsk rente pluss kredittspread, altså en høyere rente enn norske high yield-obligasjoner. Når sprekker det norske high-yield-markedet og vi igjen får se begrepet junk bonds?