

DLUHOPISY NA TAHU



V posledních letech zažívaly dluhopisové fondy obtížné období. Nízké ani rostoucí úrokové sazby jim nesvědčí. Jenže teď jsou úroky poměrně vysoko. „Pokud přijde recese, bude tlak na snižování sazeb. V tu chvíli mohou akcie prudce klesat, naopak dluhopisům by se mělo dařit,“ říká ředitel investičního bankovníctví firmy Conseq Tomáš Káhal.

Je pro investory už nyní správná doba masivněji vstoupit do dluhopisových fondů?

Budeme-li mluvit o dluhopisových fondech, které nakupují korunové dluhopisy, nebyla pozice tuzemského konzervativního investora dlouhá léta lepší. I u velmi konzervativních dluhopisů se nyní výnosy do splatnosti pohybují mezi pěti a osmi procenty ročně. Výnos nově vydaných českých státních dluhopisů je obdobný. I při dalším mírném poklesu cen dluhopisů by tedy mohl investor vydělat nemalá procenta. Vzhledem ke zpomalování růstu úrokových sazeb v Česku a následnému poklesu je navíc dokonce pravděpodobné, že investor vydělá nejen kuponový výnos, ale navíc bude i profitovat ze zhodnocení tržních cen dluhopisů. Správná doba na investice do dluhopisů přijde v blízké budoucnosti.

Co může investor, který hledá nový dluhopisový fond, zkazit?

Jako investor bych si nyní nevybíral fond, který má nízký očekávaný výnos do splatnosti nebo relativně dlouhou duraci, tedy průměrnou dobu do splatnosti dluhopisů. V našich dluhopisových fondech se doposud zaměřujeme především na krátkodobé dluhopisy. Domníváme

se, že tu inflace bude déle, že si navíc také růst cen „přivezeme“ ze zahraničí a že v eurozóně ještě porostou sazby. Eurové dluhopisy stále atraktivní nejsou. ČNB navíc bude vyčkávat, než začne snižovat sazby. Z toho usuzujeme, že doba, po kterou se vyplácí držet „krátké“ dluhopisy, bude o něco delší, než si myslí trh. „Dlouhé“ dluhopisy jsou mnohem citlivější na pohyb úrokových sazeb. A pokud ještě povyroste, tržní ceny dluhopisů s delší splatností ještě půjdou dolů. Stále platí, že když rostou výnosy na trhu, klesají tržní ceny dluhopisů.

Čekáte, že ČNB sáhne ještě k dalšímu zvýšení úrokových sazeb?

V Česku – na rozdíl od USA či eurozóny – už sazby tolik neporostou. Měsíční inflace poprvé v srpnu zaostala za očekáváním. Ale stále tu může existovat potřeba tlumit ekonomiku, aby se nedostala do inflační spirály. Další růst o půl či celý procentní bod se nedá zcela vyloučit. Trh nyní čeká, že sazby stoupnou k 7,5 procenta. A že se pak Česko za dva roky vrátí k inflačnímu cíli a ČNB sníží sazby zpátky ke třem procentům. My se však domníváme, že tenhle scénář nenastane tak rychle, jak předpokládá trh.

Klienty asi nejvíc zajímá, zda výnosy z jejich investic dokážou porazit inflaci. Jaké výnosy se od dluhopisových fondů dají očekávat?

Neexistuje žádný konzervativní instrument, který by spolehlivě porazil aktuální inflaci. Pochopitelně, cokoliv může vystřelit, třeba technologická akcie nebo cena komodit. Těžko se však dá nyní doporučit nějaká konzistentní strategie, jak v krátkodobém horizontu porážete inflaci. Ale dlouhodobě to možné je. Postupně se podaří inflaci dostat pod kontrolu, úrokové sazby navíc nebudou klesat tak rychle. Reálného výnosu, takového, který převyšuje inflaci, se nejspíš dočkáme rychleji u korporátních dluhopisů, u státních to může trvat o něco déle. Po očistění o všechny náklady může být krátkodobý očekávaný výnos i u drobného investora kolem 6,5 procenta ročně. Nic takového tu u podobných investičních nástrojů v posledních deseti letech nebylo.

Conseq na začátku prázdnin spustil Repofond, jehož výnos se

odvíjí od úrokových sazeb ČNB. Při nynější sazbě sedm procent je to po odečtení poplatků přes šest procent. A to vcelku bezrizikově. Je v takové situaci vůbec prostor pro dluhopisové fondy, kde je s obdobným výnosem spojeno o něco vyšší riziko?

Atraktivita dluhopisových fondů je stále obrovská. Manažeři portfolií si brousí zuby na to, až začnou nakupovat dluhopisy s delší splatností. Zatím držíme splatnost relativně krátkou, ale atraktivita „dlouhých“ dluhopisů roste. Ve srovnání s cenou, se kterou vstupovaly na trh, je nyní možné koupit státní i korporátní dluhopisy mnohem levněji. Až sazby začnou klesat, zamíří tržní cena zpět ke stu procent. Zatímco výnos u Repofundu nikdy nepřekročí úrokové sazby ČNB, u dluhopisů bude možné vydělat nejen na poměrně vysokém kuponu, který může být třeba kolem pěti procent, ale také na růstu jeho tržní ceny.

Platí to pro státní i pro korporátní dluhopisy?

Státní dluhopisy mají garanci státu, který má vysoký rating. Navíc mají aktivní trh a jejich ocenění je díky tomu opravdu tržní. Ale u korporátních dluhopisů, se kterými se na trhu příliš neobchoduje, můžete narazit na nesprávná ocenění. S rostoucí sazbou musela jeho cena klesnout. Pokud se tak nestalo ani v rámci fondového portfolia, obával bych se, že se fond nepřeceňuje správně. Lidé by do něj mohli vstupovat zbytečně draze. Platí to pro řadu emisí v Česku, koupí je drobní klienti, žádné penzijní fondy. Kvůli tomu prakticky nemají trh. To, že se růst výnosů neprojevil v poklesu ceny dluhopisu, je potenciálně nebezpečná situace. Když emitent přijde refinancovat, nikdo už mu dnes nepůjčí za stejných podmínek jako před rokem. A na vyšší úroky často nemá postavený byznys plán a zkrátka si na ně nemá jak vydělat.

Jak na dluhopisové fondy dopadne ochlazení ekonomiky? Začnou krachovat emitenti?

Pochopitelně bude důležitá diverzifikace uvnitř fondů. Například u fondu [Conseq korporátních dluhopisů](#) je očekávaný výnos už kolem osmi procent ročně, máme nakoupené dluhopisy z celého světa, typická váha jedné firmy je kolem dvou procent.

Díky této diverzifikaci eliminujeme riziko krachu emitenta. Pokud by ale někdo měl své portfolio koncentrované do dvou tří emisí nebo cílil jen na jeden sektor, třeba developery, je to v této situaci nebezpečné. [Conseq fond vysoce úročených dluhopisů](#) byl na konci srpna na svém historickém maximu, výnos do splatnosti se blíží k devíti procentům. Důležitá je pro nás i v tomto segmentu určitá likvidita jednotlivých emisí, některé jsou obchodované na burze. Je to zásadní věc pro to, aby portfolio manažer mohl udržovat likviditu a srovnávat váhy jednotlivých emisí. Z domácího dluhopisového trhu se naopak likvidita vytrácí.

Proč?

Částečně kvůli válce. Američané berou střední a východní Evropu jako jeden celek a kvůli nejistotě tu teď raději neinvestují. Navíc ECB přestává nakupovat korporátní dluhopisy. Před dvěma lety předčil zájem i nekoliknásobně objem emise, kupující věděli, že to mohou kdykoliv prodat ECB. Teď se často stává, že se emise ani neupíše. Nebo by bylo třeba nabídnout takový výnos, že to nakonec emitenta odradí.

Akciovým fondům se dlouho dařilo mnohem lépe než dluhopisům. Bude to teď obrácené?

Pokud přijde recese, budou nejprve akcie prudce klesat, naopak dluhopisům by se mělo díky postupnému poklesu sazeb dařit. Začal by tak fungovat vzájemný inverzní vztah, který jsme mnoho let neviděli. Následně pak budou zase dluhopisy méně atraktivní a do akcií bude čas se vrátit. Nemyslíme si, že by nyní byla vhodná doba dát všechno do akcií, ještě pořád se nám zdá, že jejich ceny jsou vůči tržbám či ziskům nadhodnocené nad dlouhodobý průměr. Ale i u akcií už vidíme příležitosti. Atraktivní začíná být například střední Evropa a celý starý kontinent. V Česku může být velkou příležitostí třeba bankovní sektor, a to navzdory bankovní dani i hroící recesi.

Tomáš Káhal

Ředitel Investment Banking
Conseq Investment Management

(časopis Finmag, 19. 10. 2022)

ANALYZUJEME TVRDÁ I MĚKKÁ DATA

V rámci investičního zaměření říjnového Bankovníctví oslovila redakce také tuzemské portfolio manažery, jak oni změnili svoji investiční strategii v souvislosti s ekonomickými změnami, které doslova přerušily více než dekádu „investičního blahobytu“.

Po dlouhém období blahobytu a prosperity zažívají trhy pokles, přičemž se zdá, že prostředí vyšších sazeb, které mají negativní dopad na oceňování aktiv, tu s námi bude i nadále. Do jaké míry má tato situace vliv na vaše investiční rozhodování?

Pokud jde o akcie, domníváme se, že postupná realizace stagflačního scénáře a svízně zpříšňování měnových politik klíčových centrálních bank v čele s americkým Fedem ani v následujícím období několika týdnů až měsíců akciím příliš svědčit nebudou. Proto jsme v rámci naší globální akciové alokace poměrně defenzivně nastaveni. Pokud jde o dluhopisy, a především ty české vládní, i zde pokračujeme v udržování defenzivního nastavení našich investičních portfolií, a to primárně prostřednictvím silně podvážené durace. Jinak řečeno, v našich investičních portfoliích držíme především české vládní

dluhopisy s velice krátkou dobou do splatnosti a dluhopisy s pohyblivým úročením. Na druhou stranu se vyhýbáme českým vládním dluhopisům s delší splatností, neboť očekáváme, že primárně vlivem stále silně zvýšené inflace a enormně vysokého deficitu českého státního rozpočtu by měly tržní ceny českých vládních dluhopisů s delšími splatnostmi pokračovat v poklesu, resp. výnosy do doby splatnosti těchto dluhopisů by měly pokračovat v růstu. Přitom vývoj na globálních finančních trzích samozřejmě bedlivě monitorujeme na denní bázi a v případě pokračujících poklesů jsme rozhodně připraveni akciové i dluhopisové pozice dokoupit za výrazně atraktivnější ceny.

Základem dlouhodobé pozice je příběh. Jakou roli mají v rámci vašeho investičního rozhodování tvrdá data a jakou naopak soft věci o firmě, jako je management, konkurenční výhody atd.?

Pokud jde o akciové portfolio management, naši akcioví portfolio manažeri analyzují jak tvrdá data, tak i měkká data. V případě tvrdých dat se jedná především o akciové valuace nebo ocenění, ziskovost, cash flow, zadluženost a schopnost vyplácet

rostoucí dividendy. V případě měkkých dat se zaměřují primárně na úroveň corporate governance, tedy zdali top management hájí zájmy minoritních akcionářů, a analýzu konkurenčního prostředí, například pomocí modelu pěti konkurenčních sil Michaela Portera.

Jaký vliv na vaše investiční rozhodování má současné pnutí v rámci Evropy (ať už co se týče plynu či oslabování eura vůči dolaru atd.)?

Evropské akcie, a zejména ty v našem regionu střední Evropy, zaznamenaly kvůli vojenskému konfliktu na Ukrajině od začátku roku významné ztráty. Domníváme se nicméně, že současné akciové valuace jsou již velice atraktivní, a to jak v západní Evropě, tak především ve střední Evropě. Většina klíčových rizik je proto podle našeho názoru v cenách evropských akcií již zaceněna až příliš. Také proto jsme toho názoru, že výkonnost středoevropských akcií na střednědobém horizontu příštích přibližně pěti let bude patřit k těm vůbec nejlepším výkonnostem na světě, protože jsou to právě akciové valuace neboli ocenění, jež jsou pro celkové akciové zhodnocení na střednědobém časovém

horizontu přibližně pěti let klíčové, a to v rámci dynamického procesu navrácení se k průměru (angl. mean reversion).



Michal Stupavský

Investiční stratég

Conseq Investment Management

(časopis Bankovníctví, 10. 10. 2022)

TRH STÁLE ZÁPOLISÍ S POKLESY



V koruně dostupné fondy korporátních dluhopisů s různou mírou kreditního rizika většinou ztratily na 5leté periodě kvůli nedávnému růstu úrokových sazeb i hrozbě recese. Našly se však čestné výjimky.

Pro fondy zaměřené na eurové korporátní dluhopisy investičního stupně připadá jako benchmark v úvahu index Bloomberg Euro Aggregate Corporate. Tabulka 1, kterou naleznete pod odkazem na konci

článku, ukazuje jeho složení podle zemí původu emitentů, ratingových stupňů a doby do splatnosti zahrnutých eurových dluhopisů. Dominantní regionální expozici logicky tvoří eurozóna zastoupená 57 %. Tento index zohledňuje širokou škálu splatností při modifikované duraci 4,5 a průměrném YTM 3,3 % p.a. Fondy bonitních korporátních dluhopisů s dolarovou strategií a globální diverzifikací portfolia mohou jako benchmark používat index Bloomberg Global Aggregate

Corporate. V jeho geografické alokaci přirozeně hrají větší roli neevropské trhy v čele s USA (56 %). Tento index má velmi podobné ratingové složení jako předchozí, ovšem klade větší důraz na delší splatnosti při modifikované duraci 6,4 a YTM 4,5 % p.a.

Conseq korporátních dluhopisů

Conseq korporátních dluhopisů preferuje bonitní emise (46 %: z toho ratingy BBB 29 %, A 15 %) před spekulativními (28 %: z toho BB 20 %, B 8 %) v menší míře než předchozí fond. Z hlavních regionů výrazně nadvažuje střední i západní Evropu. Díky významnému pokrytí hotovosti (26 %) a dluhopisů s proměnlivým kupónem (38 %) dosahuje nízké modifikované durace portfolia 0,8. Přesto se vyznačuje nadstandardním průměrným hrubým YTM 7,4 % p.a. vzhledem k silnému zapojení spekulativních pozic. Expozice na měnové riziko činí 12 %.

Porovnání fondů

Všechny fondy, které rozebíral časopis FOND SHOP naleznete pod odkazem níže.

V níže přiloženém souboru uvidíte grafy 2, 3 a tabulku 2, které srovnávají dosažené korunové výkonnosti představených fondů na různých periodách do 5 let, případně jejich 3letou volatilitu. Většina fondů pod tíhou posledního ročního období uvízla v záporné 5leté výkonnosti. Nejsilnější rizikově vážený výnos zaznamenal díky schopnosti zvládat nedávné tržní turbulence Conseq korporátních dluhopisů, který se od ostatních fondů liší preferencí nejkratších durací a dluhopisů s proměnlivým kupónem, odolných vůči růstu úrokových sazeb.

Celý článek si můžete přečíst [zde](#).

(časopis FOND SHOP, 21. 10. 2022)