Dluhopisy ČR v naději

Státní dluhopisy ČR krutě oslabily následkem enormní eskalace inflace. Letos mají šanci „vstát z kocoviny“. Dostupné fondy se liší poměrem vah státních a korporátních dluhopisů.

Korunové dluhopisové fondy s dlouhodobě významnou expozicí na český trh, resp. státní dluhopisy ČR nabízí tuzemským investorům tradičně nízkou volatilitu při malém nebo žádném měnovém riziku. Proto se obecně hodí jako součást konzervativní složky portfolia. Minulý rok však (nejen) dluhopisy ČR prodělaly velké ztráty, doprovázené razantním nárůstem jejich výnosů do splatnosti v důsledku prudkého zvyšování úrokových sazeb centrálních bank, které musely zápasit s dlouho nevídaným náporem inflace. Ten nadměrně postihl region CEE vzhledem k blízkosti rusko-ukrajinské války jako významného proinflačního faktoru. V současnosti již ale v USA a Evropě dochází ke zmírňování inflace a tento úlevný trend vytváří na bonitních dluhopisech se zvýšenými výnosy investiční příležitost.

ZLEPŠENÍ ŠPATNÉ VÝKONNOSTI

Jako možný benchmark korunových dluhopisových fondů s výrazným pokrytím českého trhu připadá v úvahu index státních dluhopisů ČR ICE BofA ML Czech Government TR. Graf 1 srovnává jeho 5letou korunovou výkonnost s obdobnými indexy státních dluhopisů Německa, Francie, Itálie, souhrnu eurozóny a také USA v příslušných měnách CZK, EUR a USD s cílem odfiltrovat vliv měnového rizika.

Všechny zahrnuté indexy státních dluhopisů měly problém udržet původní zhodnocení a v druhé polovině sledovaného období značně oslabily. Nejprve však podpořilo jejich růst uvolnění měnových politik světových centrálních bank v roce 2019 a především 2020, kdy nástup covidové pandemie dočasně vyvolal hlubokou dezinflační recesi. Stlačení úrokových sazeb na nulu nebo dokonce pod ní a rozsáhlé kvantitativní uvolňování v zahraničí globálně srazilo výnosy do splatnosti a vyhnalo nahoru ceny bonitních dluhopisů. S tímto trendem se „svezly“ i státní dluhopisy ČR.

Jenže od roku 2021 se začal prosazovat opačný vývoj, když silné oživení světové ekonomiky z pandemické deprese díky masivním fiskálním a monetárním stimulům se při různých bariérách na nabídkové straně vyznačovalo vysokou náročností na surovinové zdroje. To výrazně zvedlo ceny širokého spektra komodit a nakonec i spotřebitelskou inflaci ve většině zemí euroatlantického prostoru. Záhy se v únoru 2022 přidala válka na Ukrajině jako další proinflační faktor, který tentokrát nadměrně zatížil země střední a východní Evropy (a nově působil jako stagflační brzda pro ekonomický růst). Inflace v ČR i dalších zemích regionu CEE tak vyskočila na mnohem drsnější úrovně než v USA nebo eurozóně. Zdejší centrální banky včetně ČNB navíc s předstihem rychle zvedaly úrokové sazby minimálně od 2. pololetí 2021, zatímco Fed a zejména ECB se zpřísňováním své politiky původně vyčkávaly v domnění, že inflace představuje dočasný jev. Výsledkem byl daleko výraznější propad indexu státních dluhopisů ČR v letech 2021 a 2022 než indexů státních dluhopisů většiny vyspělých zemí na západ od nás.

Levnější ocenění státních dluhopisů ČR se zajímavými výnosy do splatnosti na druhé straně vytváří příznivé podmínky pro jejich nadvýkonnost do budoucna zejména vůči dluhopisům zemí eurozóny. Nahrává tomu jiné rozfázování a nastavení restriktivní politiky centrálních bank. ČNB po nedávné změně guvernéra a většiny bankovní rady holubičím směrem naznačila, že se její cyklus zvyšování úrokových sazeb nachýlil ke konci. Místo toho dává přednost tlumení inflace v ČR posilováním koruny vůči euru, které přispívá k levnějším dovozům. Naproti tomu, ECB jasně deklarovala, že hodlá ve zvyšování úrokových sazeb pokračovat, a to klidně tempem +50 bps na příštích zasedáních. Americký Fed zase může přidat pár menších „hiků“ po +25 bps (i po 1. únoru 2023).

V základním scénáři tak od státních dluhopisů ČR, případně korunových korporátních dluhopisů tuzemských emitentů, které nemají reprezentativní benchmark, očekáváme solidní kladnou výkonnost na ročním horizontu, uvážíme-li překvapivě výrazné zlevnění plynu a elektřiny na evropských burzách v posledních měsících se střednědobým protiinflačním efektem. Některá rizika však mohou vyvolat občasné korekční poklesy tuzemského dluhopisového trhu. Mohlo by jít třeba o pouze omezené zmírnění inflace v ČR za situace, kdy holubičí politika ČNB selže v záměru razantně redukovat inflační očekávání ekonomických subjektů. (Nový prezident ČR bude jmenovat pouze jednoho člena bankovní rady.) Proinflačně navíc letos působí stále expanzivní fiskální politika české vlády. S tím souvisí kreditní riziko dluhopisů ČR a pravděpodobné snížení jejich ratingu Aa3 / AA- agenturou Moody’s nebo Fitch, které ho loni obě umístily do negativního výhledu. Protože však vysoká inflace uměle nafukuje nominální HDP, nemusí být předpokládaný nárůst poměru státního dluhu ČR k HDP moc výrazný a může dojít jen k menšímu snížení ratingu ČR.

PODÍLOVÉ FONDY

Z korunových dluhopisových fondů s významným pokrytím českého trhu sledují nejsilnější zastoupení státních dluhopisů ČR **KBC Renta Czechrenta** (90 % až 100 %), **NN (L) International Czech Bond** (80 % až 95 %), **KB Dluhopisový** (70 % až 85 %), **a Amundi CR – obligační fond** (70 % až 85 %). Korporátní dluhopisy zohledňuje do-

Tabulka 1: Výkonnost a volatilita vybraných fondů v CZK

fond (data k 27.1.2023)	1Y	3Y	5Y	3Y p.a.	v3Y p.a.
Partners Bond Opportunity (CZK-H)	4,4 %	7,6 %	n.a.	2,5 %	3,7 %
Conseq Invest Dluhopisový fond (CZK)	2,3 %	3,9 %	7,5 %	1,3 %	3,4 %
J&T Flexibilní dluhopisový OPF (CZK)	0,5 %	2,7 %	4,1 %	0,9 %	3,9 %
Generali Fond vyvážený dluhopisový (CZK-H)	1,1 %	1,2 %	3,7 %	0,4 %	2,9 %
ČSOB Dluhopisový (CZK)	-0,2 %	-2,0 %	-1,7 %	-0,7 %	2,7 %
Raiffeisen fond dluhopisových trendů (CZK)	-0,5 %	-3,2 %	-2,2 %	-1,1 %	4,0 %
Erste Sporobond (CZK-H)	-2,1 %	-6,9 %	-3,1 %	-2,4 %	5,4 %
KBC Renta Czechrenta (CZK-H)	-2,8 %	-10,1 %	-8,5 %	-3,5 %	6,7 %
KB Dluhopisový (CZK)	-3,0 %	-11,9 %	-11,9 %	-4,1 %	5,8 %
Amundi CR – obligační fond (CZK)	-4,4 %	-12,6 %	-13,1 %	-4,4 %	5,6 %
NN (L) International Czech Bond (CZK-H)	-5,8 %	-14,3 %	-10,9 %	-5,0 %	7,1 %

Poznámka: 1Y, 3Y a 5Y značí výkonnost na periodách 1 rok, 3 roky a 5 let ke konečnému datu v záhlaví tabulky. 3Y p.a. a v3Y p.a. je anualizovaná výkonnost, resp. anualizovaná volatilita na příslušné 3leté periodě.

ČTĚTE RIZIKOVÉ UPOZORNĚNÍ NA STR. 24

tyčná čtveřice velmi omezeně: KBC do 5 %, NN do 10 % a KB s Amundi, které prosazují téměř shodnou strategii, typicky 5 % až 20 % majetku. Sektorově upřednostňují fondy KB a Amundi nefinanční korporáty, zatímco fond NN spíše ty finanční. V ratingové alokaci dominuje vždy investiční pásmo, přičemž váha nehodnocených (korporátních) emisí nedosahuje ani 5 %. Nejdelší modifikovanou duraci portfolia vykazuje fond NN (5,6) a poněkud kratší ji mají fondy KBC (4,6), KB (4,1) a Amundi (4,1). Fond NN nabízí průměrný hrubý YTM 5,7 % p.a., kdežto u fondu KBC činí tento ukazatel 5,1 % p.a., u fondu KB 5,0 % p.a. a u fondu Amundi 4,9 % p.a. Jinak všechny čtyři fondy eliminují nebo plně zajišťují měnové riziko.

Menší, ale stále jasně nadpoloviční zastoupení státních dluhopisů ČR sledují **Raiffeisen fond dluhopisových trendů** (65 % až 80 %), **Erste Sporobond** (60 % až 75 %) a **ČSOB Dluhopisový** (55 % až 70 %). Doplňkově zahrnují tyto fondy korporátní dluhopisy investičního stupně (ČSOB 20 % až 30 %, Erste 15 % až 25 %, Raiffeisen 10 % až 20 %). Korporátní složka ve všech třech případech významně pokrývá západoevropské emitenty, u fondů ČSOB a Raiffeisen navíc i české nebo středoevropské emitenty. Tato dvojice rovněž preferuje korporáty z finančního sektoru. Modifikovaná durace portfolia fondu Erste, který preferuje delší dluhopisy splatné za 5 a více let, činí 4,2 a průměrný YTM dosahuje 6,3 % p.a. Fond Raiffeisen vykazuje modifikovanou duraci portfolia 3,9 a průměrný YTM 4,9 % p.a. s tím, že se více orientuje na dluhopisy středních splatností. Fond ČSOB pak protěžuje kratší dluhopisy, avšak dotyčné ukazatele neuvádí. Jeho specifikem je vyšší váha emisí s variabilním kupónem omezujících úrokové riziko. Měnové riziko zajišťuje fond Erste plně, fond ČSOB v rozhodující míře a fond Raiffeisen ho připouští do 15 % majetku, přestože aktuálně tento limit nevyužívá.

Státní dluhopisy ČR významně zahrnuje rovněž **J&T Flexibilní dluhopisový OPF,** který však uplatňuje pružnou investiční strategii a jejich podíl tak může výrazně měnit i v krátkém období. Aktuálně vyhrazuje státním dluhopisům 65 % majetku, z čehož připadá na ČR 55 % a na Španělsko 10 %. Necelých 30 % majetku pak poskytuje korporátním dluhopisům, pocházejícím hlavně ze západní Evropy a ČR. Udržuje přitom dobrou sektorovou diverzifikaci a nebojí se jít do kreditního rizika, když zahrnuté korporáty většinou nemají stanovený rating. Doplňkově využívá i měnové riziko. Odvážnou flexibilní strategii kompenzuje krátkou modifikovanou durací portfolia 2,8 při hrubém YTM 5,8 % p.a.

Vyvážené pokrytí státních dluhopisů nabízí **Generali Fond vyvážený dluhopisový** (45 % až 55 %). Zohledňuje mezi nimi asi třetinovou vahou ty české a doplňkově např. chorvatské nebo rumunské státní dluhopisy. U korporátních dluhopisů (40 % až 50 %) sleduje širokou geografickou diverzifikaci, neboť jejich emitenti pocházejí z USA, západní i střední Evropy. Většinou spadají do finančního sektoru. Ratingové složení portfolia má tento fond téměř výlučně v investičním pásmu, byť s významnou expozicí do spodního stupně BBB. Modifikovanou duraci zachovává na nízké úrovni 2,2, protože celkově dává přednost kratším dluhopisům se splatností do 5 let. Zajišťuje přitom měnové riziko do koruny.

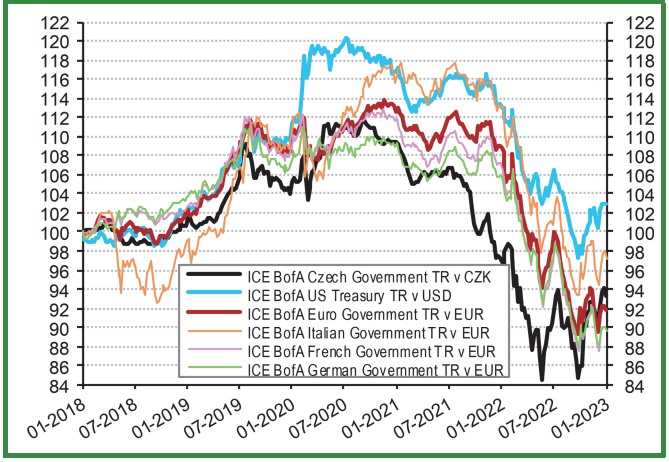
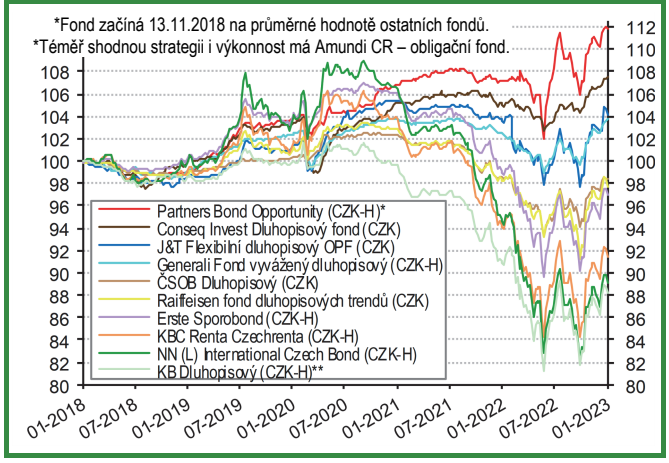
Menšinovou vahou státních dluhopisů ČR se vyznačují fondy **Partners Bond Opportunity** (25 % až 35 %) a **Conseq Invest Dluhopisový** (20 % až 30 %), které protěžují nástroje peněžního trhu a hotovost (Partners 44 %, z toho termínované vklady 34 %; Conseq 23 %, z toho poukázka ČNB 22 %). Fond Conseq navíc poskytuje korporátním dluhopisům zastoupení mírně nad 50 % a sektorově je široce diverzifikuje v rámci omezené, ale nikoliv okrajové váhy finančních titulů. Nevyhýbá se přitom spekulativním ratingům (20 % až 30 %). Regionálně preferuje korporáty z ČR i jiných zemí CEE, případně západní Evropy. Jinak dosahuje fond Conseq velmi krátké modifikované durace portfolia 1,2 díky značnému zapojení dluhopisů s proměnlivým kupónem (35 % až 40 %), ovšem průměrný YTM udržuje na vysoké hodnotě 7,9 % p.a. vzhledem k aktivnímu využívání kreditního rizika. Měnové riziko však výrazně potlačuje. Fond Partners investuje převážně do českých korporátů (15 % až 30 %) s častým výskytem ratingově nehodnocených emisí. Z velké většiny zajišťuje měnové riziko a vyznačuje se krátkou modifikovanou durací portfolia 2,4 při průměrném YTM 5,9 % p.a.

POROVNÁNÍ FONDŮ

Graf 2 a tabulka 1 srovnávají korunovou výkonnost představených fondů za posledních 5 let i kratší období a také jejich 3letou korunovou volatilitu. Je vidět, že v náročném prostředí se značnou inflační náloží obstály velmi dobře fondy s nízkou expozicí do státních dluhopisů ve prospěch korunového peněžního trhu nebo rizikovějších, ale dlouhodobě výnosnějších a na inflaci méně citlivých kratších korporátů nižší kreditní kvality. Příkladem budiž Partners Bond Opportunity a Conseq Invest Dluhopisový. Naopak čím více se daný fond spoléhal na státní dluhopisy nebo delší durace, tím hlouběji v posledním roce a půl obvykle klesl, jako třeba NN (L) International Czech Bond. ■

Aleš Vocílka

Graf 1: Indexy státních dluhopisů vybraných zemí i celé EMU



Graf 2: Korunové dluhopisové fondy v CZK