Korporáty uvízly v záporu

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.

Korporátní dluhopisy mohou emitovat jak společnosti solidní kreditní kvality s ratingovým hodnocením v investičním pásmu, tak i (převážně menší a regionálně orientované) firmy bez stanoveného ratingu nebo ekonomicky rizikové podniky s ratingem ve spekulativním pásmu. V druhém a třetím případě spekulativních korporátů poskytuje jejich vyšší volatilita, která souvisí s rizikem nesplacení, lepší šanci na dosažení dlouhodobě nadstandardní výkonnosti díky vyšším trhem požadovaným výnosům do splatnosti.

Pro dluhopisovou složku portfolia tuzemského investora je důležitá dostupnost fondových řešení v koruně a bez velkého měnového rizika. Tímto směrem jdou zahraniční fondy bonitních korporátních dluhopisů v měnově zajištěných korunových třídách i v koruně vedené fondy korporátních dluhopisů domácích správců, z nichž některé preferují ratingově nehodnocené nebo spekulativní dluhopisy s vysokým výnosem. (Zahraniční high yield dluhopisové fondy již představil článek FOKUS FS 15-16/2022.)

TRH STÁLE ZÁPOLÍ S POKLESY

Pro fondy zaměřené na eurové korporátní dluhopisy investičního stupně připadá jako benchmark v úvahu index Bloomberg Euro Aggregate Corporate. Tabulka 1 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.

Graf 1 ukazuje, jak si za posledních 5 let vedly oba uvedené indexy bonitních korporátních dluhopisů v euru a lokálních měnách proti příslušným indexům eurových a globálních korporátních dluhopisů s vysokým výnosem, náležícím již do spekulativního ratingového pásma. Všechny čtyři indexy navzdory původně slibnému zhodnocení do podzimu 2021, danému mj. schopností překonat prudké koronakrizové zakolísání v březnu 2020, utrpěly v posledním ročním období výrazné poklesy. Ty strhly celkovou 5letou výkonnost indexů spekulativních korporátů s vysokým výnosem na nulu, resp. indexů bonitních korporátních dluhopisů do záporu. Hlavním negativním faktorem se stalo odhodlání centrálních bank Fed, BoE a ECB bojovat s vysokou inflací postupným zpřísňováním měnové politiky a razantním zvyšováním úrokových sazeb. Monetární restrikce zpočátku zasáhla poněkud více bonitní korporáty, ovšem po letošním vypuknutí války na Ukrajině, která zavedla světovou ekonomiku výrazným stagflačním směrem, pro změnu zesílilo riziko recese v Evropě i USA, znevýhodňující spíše rizikové korporáty s vysokým výnosem.

Pro nejbližší budoucnost očekáváme, že působení zmíněných nepříznivých tendencí na trzích korporátních dluhopisů pravděpodobně ještě nějaký ten měsíc přetrvá. Inflace totiž ustupuje pomaleji, než by si centrální banky přály, a recese může nabrat na aktuálnosti či síle s tím, jak budou mnohé firmy čelit útlumu spotřebitelské poptávky s dopadem na zhoršení finanční situace. Avšak pro 1. pololetí 2023 se rýsuje naděje, že korporátní dluhopisy poskytnou při nezanedbatelných výnosech do splatnosti zajímavé investiční příležitosti. Hlavně ty v kategorii high yield.

PODÍLOVÉ FONDY

Ze zahraničních dluhopisových fondů cílících na eurové korporáty investičního stupně z vyspělých trhů mají dva měnově zajištěnou korunovou třídu proti základní eurové.

Amundi Funds Euro Corporate Bond s benchmarkem Bloomberg Euro Aggregate Corporate umísťuje 78 % portfolia do korporátních dluhopisů investičního pásma s dominancí dvou jeho spodních stupňů (BBB 47 %, A 26 %), zatímco dluhopisy spekulativního pásma zohledňuje celkovou vahou 10 % (BB 9 %) a nástroje peněžního trhu s hotovostí 12 %. Ze sektorů významně preferuje finance (43 %). Složení portfolia podle zemí původu emitentů tento fond neuvádí. Sleduje delší modifikovanou duraci 4,3.

BNP Paribas Euro Corporate Bond se stejným benchmarkem jako předchozí fond poskytuje ještě silnější prostor investičnímu pásmu (92 %: z toho ratingy BBB 54 %, A 37 %) na úkor spekulativního (3 %), nehodnocených emisí (3 %) a hotovosti (2 %). Sektorově opět preferuje finance a z národních trhů pokrývá nejvíce USA (18 %), Francii (17 %), UK (11 %), Německo (10 %) a Špa-

Tabulka 1: Index Bloomberg Euro Aggregate Corporate k 31.8.22

země		ratingy	
Francie	20,2 %	AAA	1,4 %
USA	19,5 %	AA	6,6 %
Německo	14,3 %	A	39,3 %
UK	8,7 %	BBB	52,7 %
Španělsko	5,6 %	nižší než BBB	0,0 %
Nizozemí	5,3 %	**splatnosti**	
Itálie	4,5 %	0-3 roky	28,5 %
Švýcarsko	3,1 %	3-5 let	29,2 %
Švédsko	3,0 %	5-7 let	20,2 %
Belgie	2,1 %	7-10 let	15,4 %
ostatní	13,7 %	10 a více let	6,7 %

Zdroj: State Street Global Advisors

Tabulka 2: Výkonnost a volatilita vybraných fondů v CZK

fond (data k 22.9.2022)	1Y	3Y	5Y	3Y p.a.	v3Y p.a.
Conseq korporátních dluhopisů (CZK)	1,5 %	6,1 %	9,8 %	2,0 %	3,7 %
J&T Bond CZK (CZK-H)	-5,7 %	2,6 %	7,7 %	0,9 %	6,6 %
J&T Credit Opportunities (CZK-H)	-7,0 %	1,3 %	4,9 %	0,4 %	6,9 %
Allianz Global Multi-Asset Credit (CZK-H/USD)	-3,3 %	-1,4 %	0,5 %	-0,5 %	6,1 %
ČS korporátní dluhopisový (CZK-H)	-11,2 %	-8,3 %	-7,1 %	-2,9 %	6,0 %
BNP Paribas Euro Corporate Bond (CZK-H/EUR)	-11,9 %	-8,4 %	-2,4 %	-2,9 %	7,3 %
Amundi Funds Euro Corporate Bond (CZK-H/EUR)	-11,2 %	-8,8 %	-4,7 %	-3,0 %	8,0 %
Generali Fond korporátních dluhopisů (CZK-H)	-13,0 %	-9,1 %	-7,4 %	-3,1 %	5,3 %
NN (L) First Class Yield Opportunities (CZK-H/EUR)	-14,5 %	-10,8 %	-8,6 %	-3,7 %	9,3 %

Poznámky: 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.
Seřazeno sestupně podle 3Y.

ČTĚTE RIZIKOVÉ UPOZORNĚNÍ NA STR. 24

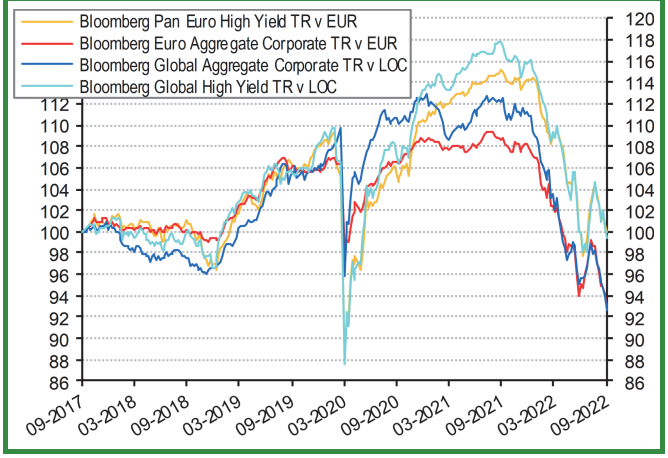
nělsko (8 %). Modifikovaná durace portfolia u něj dosahuje opět vyšší hodnoty 4,4 a průměrný hrubý výnos do splatnosti 3,9 % p.a.

Na dolarové korporátní dluhopisy především z USA a vyspělé Evropy se zaměřuje **Allianz Global Multi-Asset Credit** s měnově zajištěnou korunovou třídou vůči dolarové. Ačkoliv většinu portfolia stále vyhrazuje korporátům z investičního pásma (58 %: z toho ratingy BBB 37 %, A 13 %), pokrývá podstatně více spekulativní pásmo než předchozí fondy (35 %: z toho ratingy BB 28 %, B 7 %). Nehodnoceným dluhopisům vyhrazuje jen 2 % a hotovosti 5 % majetku. V geografické alokaci u něj dominují trhy USA (53 %) a vyspělé Evropy (36 %: UK 8 %, Francie 7 %, Itálie 5 %). Modifikovaná durace portfolia činí nízkých 1,8 a průměrný hrubý výnos do splatnosti je 3,9 % p.a.

NN (L) First Class Yield Opportunities s měnově zajištěnou korunovou třídou proti základní eurové již sleduje mírnou převahu dluhopisů ze spekulativního pásma (52 %: z toho ratingy BB 23 %, B 24 %, CCC 5 %) nad dluhopisy investičního pásma (41 %: z toho ratingy BBB 24 %, A 14 %), nehodnocenými emisemi (2 %) a hotovostí (5 %). Regionálně diverzifikuje své investice do Severní Ameriky (cca 30 %), vyspělé Evropy (cca 30 %), vyspělé Asie či Pacifiku (cca 5 %) a rozvíjejících se či hraničních trhů (cca 30 %). Kromě rozhodující expozice na korporátní dluhopisy doplňkově pokrývá i státní dluhopisy rozvíjejících se zemí. Má delší modifikovanou duraci portfolia 5,0 i průměrný hrubý výnos do splatnosti 5,9 % p.a.

Z korunových fondů korporátních dluhopisů od domácích investičních společností zajišťuje **ČS korporátní dluhopisový** plně měnové riziko a spoléhá se dominantně na korporátní dluhopisy s ratingem v investičním pásmu (cca 75 % s prvenstvím stupňů BBB a A) při malé roli spekulativních korporátů (cca 11 %) a odpovídajícím zastoupení hotovosti (13 %). Zohledňuje emitenty převážně z vyspělé, ale také střední a východní Evropy či doplňkově z USA. Má modifikovanou duraci portfolia 2,9 a vysoký průměrný hrubý YTM 10,0 % p.a.

Graf 1: Eurové a globální indexy 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 %.

Generali Fond korporátních dluhopisů zřetelně protěžuje emise ze spekulativního pásma (63 %, z toho rating BB 54 %), kdežto omezený prostor vyhrazuje bonitním dluhopisům (24 %, z toho rating BBB 20 %), nehodnoceným dluhopisům (6 %) a hotovosti (7 %). Orientuje se především na rozvíjející se trhy v čele s ČR (15 %), JAR (11 %), Tureckem (9 %), Indonésií (7 %) a Mexikem (7 %). Sleduje kratší duraci portfolia 2,1 při průměrném hrubém YTM 10,6 % p.a. a plně zajišťuje měnové riziko.

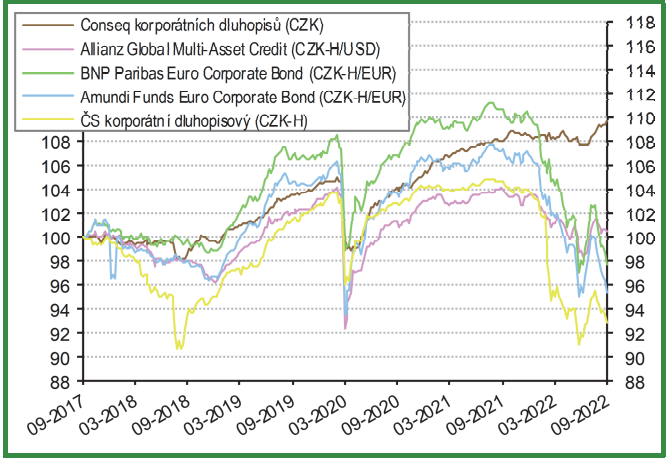
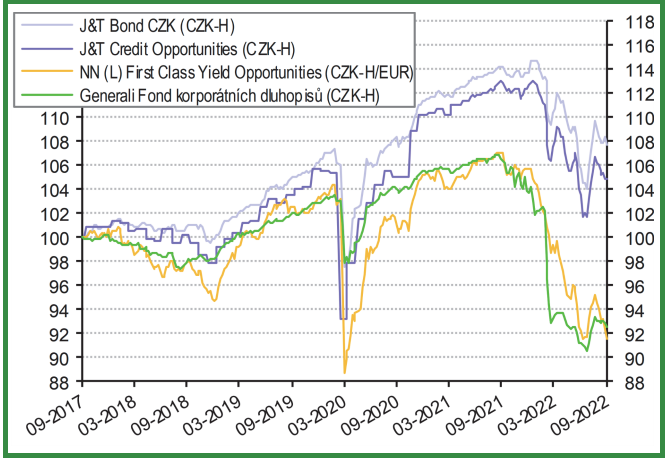
Fondy **J&T Bond CZK** a **J&T Credit Opportunities** se vzájemně podobnou strategií zahrnují hlavně nehodnocené nebo spekulativní korporátní dluhopisy od emitentů ze střední a západní Evropy. Dvojice se vyznačuje solidní sektorovou diverzifikací a obvykle plně zajišťuje měnové riziko. Fondy v uvedeném pořadí vykazují kratší modifikované durace portfolia 2,3 a 2,1, avšak i vyšší průměrné YTM 6,8 % a 5,7 % p.a.

POROVNÁNÍ FONDŮ

Grafy 2 a 3 a tabulka 2 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. Za cenu vyšší volatility se dařilo i fondům skupiny J&T zaměřeným na její investiční nápady. ■

Aleš Vocílka

Graf 2: Fondy převážně bonitních korporát. dluhopisů v CZK



Graf 3: Fondy rizikovějších korporátních dluhopisů v CZK