

Generali Fond konzervativní

Měnově zajištěný korunový dluhopisový fond zaměřený na krátké splatnosti a investiční ratingy. Převahu státních dluhopisů ČR doplňuje o bonitní korporáty. Vůči konkurenci si vede slušně.

Společnost Generali Investments CEE spravuje měnově zajištěné korunové fondy řízené českými portfolio manažery. Patří k nim i fond bonitních krátkodobých dluhopisů, který si nyní představíme.

OPATRná STRATEGIE

Generali Fond konzervativní investuje převážně do krátkodobých až střednědobých státních dluhopisů ČR, které typicky doplňuje o krátkodobé bonitní korporátní dluho-

pisy z různých regionů a sektorů, jakož i o nástroje korunového peněžního trhu v podobě termínovaných vkladů nebo reverzních repo operací ČNB. Tento korunový dluhopisový fond cílí na krátké durace a ratingy investičního pásma nemá stanoven žádný benchmark ani žádné neutrální složení portfolia, ovšem historicky oscilovalo rozdělení jeho investic blízko alokace 60 % v dluhopisech ČR, 30 % v korporátních dluhopisech a 10 % v nástrojích peněžního trhu.

Měnové riziko zajišťuje fond plně do koruny. Statut omezuje modifikovanou duraci portfolia maximální hodnotou 3 s tím, že manažerský tým ji za standardní situace udržuje kolem hodnoty 1 a v případě potřeby ji může díky aktivnímu řízení citelně zvýšit nebo snížit. Obdobně Statut určuje, aby většinu portfolia tvořily dluhopisy s ratingem investičního stupně, nicméně manažerský tým zužuje výběr dluhových cenných papírů pouze na investiční ratingy.

Vytipování preferovaných pozic do portfolia probíhá pro diskutované třídy aktiv rozdílně. U českých státních dluhopisů se přihlíží k predikci měnové politiky ČNB, inflačním očekáváním v ČR, výpůjční potřebě ministerstva financí či k základním ukaza-

telům české ekonomiky ve srovnání se sklonem a tvarem korunové výnosové křivky. „Sekundárně využíváme i analýzy pozic u domácích i zahraničních investorů a zajímá nás samozřejmě také vývoj na globálních dluhopisových trzích, které mají nezanedbatelný vliv na trh českých státních dluhopisů,“ dodává portfolio manažer portretovaného fondu Martin Pecka. U korporátních dluhopisů, které slouží jako doplňková kategorie investic, se průběžně kombinuje top-down analýza makroekonomických ukazatelů, měnové politiky centrálních bank i geopolitické pozice států a regionů s bottom-up fundamentální analýzou jednotlivých emitentů. Na korunovém peněžním trhu dochází k rozhodování mezi termínovanými vklady a reverzními repo operacemi úročenými základní sazbou ČNB.

Plusy a minusy

- + Střednědobý náskok proti srovnávacímu indexu i většině konkurence
- + Plně zajišťování měnového rizika do koruny
- + Nulový vstupní poplatek
- Prudké zakolísání v 3/2020 (nástup pandemie)

Data fondu

Velikost fondu k 31.12.	4 953 mil. CZK
Daňový domicil	Česká republika
ISIN	CZ0008474145
Typ fondu	dluhopisový krátkodobý
Typ výnosu	kapitalizační
Vznik fondu	listopad 2001
Vstupní poplatek	max. 0,0 %
Manažerský poplatek	0,5 %; OCF: 0,60 %
Minimální investice	500 CZK

STÁTNÍ DLUHOPISY V PŘEVAZE

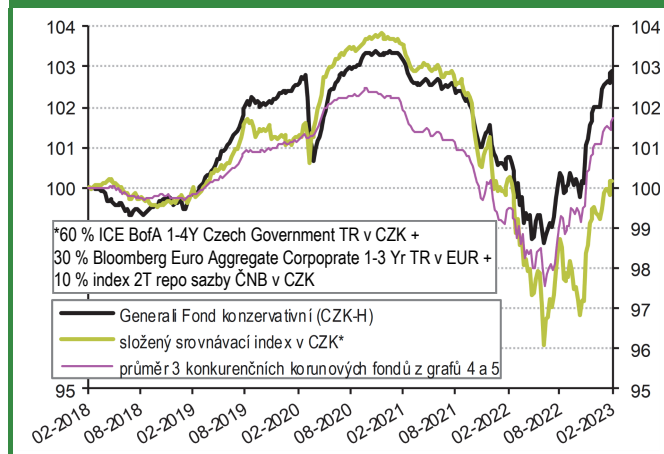
Tabulky 1 až 3 zachycují složení portfolia portretovaného fondu z konce prosince podle různých kritérií. Je vidět, že fond oproti

Tabulka 1: Portfolio podle sektorů a zemí k 31.12.

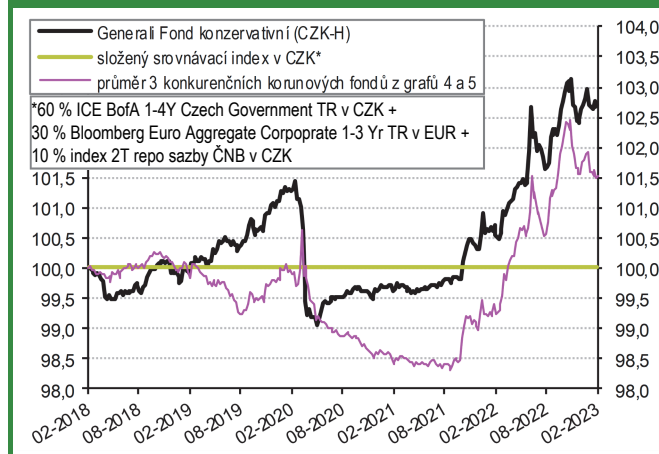
sektor emitenta	země emitenta	sektor emitenta	země emitenta
státní dluhopisy	69,2 %	Česko	67,2 %
KD: bankovníctví	12,2 %	Maďarsko	4,1 %
KD: automobilový prům.	2,2 %	Francie	2,4 %
KD: finance (diverzif.)	0,9 %	Německo	1,8 %
KD: telekomunikace	0,6 %	Nizozemí	1,6 %
KD: zemědělství	0,3 %	UK	1,2 %
KD: energetický prům.	0,2 %	USA	3,6 %
ostatní cenné papíry	0,0 %	jiné země	3,7 %
peněžní trh	14,4 %	peněž. trh	14,4 %
celkem	100,0 %	celkem	100,0 %

Zkratky: KD = korporátní dluhopisy, prům. = průmysl, diverzif. = diverzifikované

Graf 1: Fond a konkurence proti indexu – absolutně v CZK



Graf 2: Fond a konkurence proti indexu – relativně



Tabulka 2: 10 největších pozic k 31.12.

CR GOV L-10 19/11/2027	10,1 %
CR GOV L+65 18/04/2023	8,8 %
CR GOV 0.45 25/10/2023	8,7 %
CR GOV 1.25 14/02/2025	6,6 %
CR GOV 2.4 17/9/2025	6,3 %
CZGB 6 26/02/2026	4,1 %
CR GOV 1 26/6/2026	4,1 %
CR GOV ZERO 12/12/2024	4,0 %
CR GOV 5.7 25/05/2024	4,0 %
CR GOV L+0 22/10/2024	2,7 %
celkem	59,3 %

Tabulka 3: Portfolio podle ratingu, měny a splatnosti k 31.12.

rating		splatnost	
AA	64,8 %	0 až 1 rok	25,4 %
A	10,6 %	1 až 3 roky	32,0 %
BBB	10,2 %	3 až 5 let	12,3 %
peněžní trh	14,4 %	5 a více let	1,0 %
měna			
CZK	81,0 %	dluhopisy s variabilním kupónem	29,2 %
EUR	15,7 %		
USD	3,3 %	celkem	100,0 %

historicky obvyklé alokaci aktuálně preferuje státní dluhopisy, na nichž se dominantně podílejí emise ČR s ratingem AA-, a trochu i peněžní trh, zatímco korporátním dluhopisům vyhrazuje 16 % majetku. Duraci portfolio sleduje okolo 1,5 roku a průměrný hrubý výnos do splatnosti dluhopisů má včetně efektu měnového zajištění asi 6,6 % p.a.

Manažerský tým uplatňuje u dluhopisů ČR tzv. „barbell“ strategii, kdy preferuje investice jak na ultra krátkém konci korunové výnosové křivky zejména do repo-operací a dluhopisů splatných jen za několik měsíců, tak současně do dluhopisů s relativně delší splatností nad 2 roky. Ty při inverzním sklonu korunové výnosové křivky sice nabízejí

nižší výnosy do splatnosti než dluhopisy maturující za 1 až 2 roky, ale jsou oceněny levněji a současně mají zajímavý růstový potenciál v případě rychlejšího než očekávaného poklesu úrokových sazeb ČNB. Diskusi o snižování základní sazby z aktuálních 7 % p.a. ovšem portfolio manažer předpokládá až ve 2. pololetí 2023 vzhledem k neukotvenosti inflačních očekávání, což naznačuje stabilitu sazeb v 1. pololetí. U korporátů dává přednost bankovním dluhopisům (s investičním ratingem) z USA, západní i střední Evropy, protože finanční sektor by měl profitovat z blížícího se konce cyklu zvyšování úrokových sazeb.

VÝBORNÁ VÝKONNOST

Grafy 1 a 2 poměřují 5letou korunovou výkonnost portrétovaného fondu, srovnávacího indexu vycházejícího z historicky obvyklé alokace portfolio a úzkého průměru konkurence vymezeného třemi fondy s relativně blízkou strategií (viz dále). Ukazuje se, že Generali Fond konzervativní celkově uspěl.

Na index získal výrazný náskok již před nástupem pandemie v ročním období do února 2020 a nověji v pro finanční trhy těžké etapě od října 2021 do října 2022. Zejména druhý časový úsek se vyznačoval prudkou eskalací české inflace, kdy aktivní řízení portfolio v duchu konzervativní strategie přispělo k menšímu poklesu kurzu podílového listu do poloviny června 2022 i k jeho pozdějšímu rychlejšímu růstu. Celkově fond zaznamenal nižší volatilitu než srovnávací index, ačkoliv na rozdíl od něj dočasně prudce zakolísal v březnu a dubnu 2020, kdy tvrdé proticovidové restriktce krátkodobě zne-

Kvantitativní ukazatele fondu (data k 9.2.23)

	fond	index
Výkonnost v CZK		
1 rok (od 10.2.22)	2,1 %	0,0 %
2 roky (od 10.2.21)	-0,3 %	-3,3 %
3 roky (od 10.2.20)	0,3 %	-1,0 %
5 let (od 12.2.18)	2,9 %	0,2 %
5 let p.a.	0,6 %	0,0 %
Riziko (perioda 5 let do 1/2023)		
Volatilita p.a.	1,6 %	1,8 %
Beta	0,72	index
Beta bear	0,58	index
Alfa (anualizovaná)	0,5 %	index
Korelace	0,79	index
Max. pokles – měsíc	-2,0 %	-1,4 %
Max. pokles – rok	-3,4 %	-5,8 %
Max. pokles/nutný růst	-4,2 % / 4,4 %	-6,7 % / 7,2 %
Výpočty z prodejních cen v CZK, případně dividendy reinvestovány. Vysvětlení ukazatelů viz strana 24.		

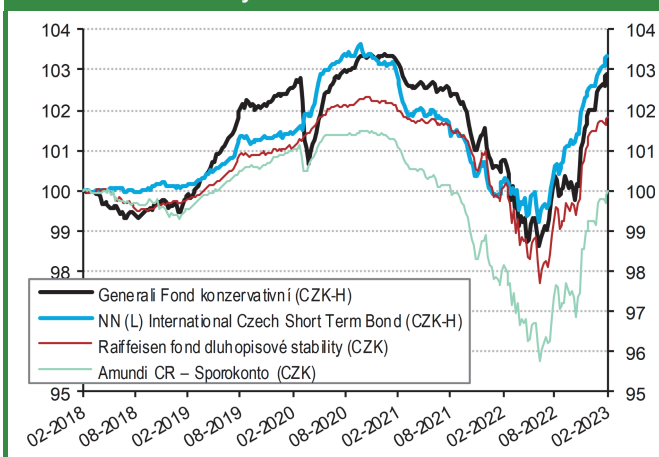
jistily výkonnost v portfolio zahrnutých korporátních dluhopisů.

Silné stránky prokázal Generali Fond konzervativní i oproti třem hlavním konkurentům v grafech 3 a 4, které překonal výraznějším zhodnocením ve zmíněném předpandemickém období od ledna 2019 do února 2020 a následně i lepším vývojem od dubna 2020 do srpna 2021. Tehdejší mohutné oživení ekonomiky z pandemické recese za vydatného přispění monetárních a fiskálních stimulů znamenalo nejprve rychlejší růst a později mírnější pokles portrétovaného fondu ve srovnání s konkurencí. Následně však mezi ní vyšel jako odolnější fond NN (L) International Czech Short Term Bond, který po náskoku v kritické etapě od podzimu 2021 do podzimu 2022 těsně skončil první.

Generali Fond konzervativní může díky svým kvalitám tvořit významnou součást dluhopisové složky portfolio u opatrnějších investorů s větší averzí k riziku ztráty. ■

Aleš Vocilka

Graf 3: Srovnání s vybranou konkurencí – absolutně v CZK



Graf 4: Srovnání s vybranou konkurencí – relativně

