

Na fundamentu záleží

Důkladná fundamentální analýza firem od zkušeného portfolio manažera přináší Generali Fondu korporátních dluhopisů i Generali Fondu globálních značek nadstandardní výsledky.

Portfolio manažer Daniel Kukačka ze společnosti Generali Investments CEE odpovídal na dotazy FOND SHOPu, které se týkaly dlouhodobých investičních strategií i aktuálních preferencí jím řízených fondů, zejména Generali Fondu korporátních dluhopisů a akciového Generali Fondu globálních značek. S tím souvisí i výhled na příslušné třídy aktiv nejen v kontextu současné koronavirové krize.

Působíte jako portfolio manažer ve společnosti Generali Investments CEE. Můžete jmenovat nejvýznamnější fondy, které řídíte, a stručně představit čtenářům jejich investiční strategie?

Generali Fond korporátních dluhopisů investuje zejména do podnikových dluhopisů neinvestičního ratingu, kde se nám úspěšně daří eliminovat riziko a výnosů dosahujeme kombinací top/down makroanalýzy, bottom/up fundamentální analýzy, nízké průměrné durace a vysoce aktivní správy. Generali Fond globálních značek investuje do výběru z akcií, které podle každoročně aktualizovaných expertních analýz společností Interbrand a Brandz vlastní nejhodnotnější globální značky. Oba fondy fungují již 19 let.

Jste spokojen se střednědobou až dlouhodobou rizikově váženou výkonností Vámi řízených fondů nebo s tím, jak tyto fondy letos zvládly náročné období koronavirové krize?

Rizikově vážená výnosnost dvou nejvýznamnějších fondů na pětileté historii patří k nejvyšším ve svých kategoriích, k čemuž mimo jiné přispělo i zajištění proti měnovému riziku. Spokojen jsem však zejména s letošní investiční taktikou na korporátních dluhopisech, aplikovanou též na smíšených fondech. Podařilo se nám včas (do počátku března) výrazně zdefenzívnit portfolia kombinací snížení zainvestovanosti, zkrácení průměrné durace a mimořádného nákupu krátkodobých českých státních dluhopisů. Naopak od březnového poklesu realizuje-

me přesně opačné operace, což zvýšilo citlivost portfolií na růst, tažený poklesem rizikových premií korporátních dluhopisů. V akciových investicích včetně Generali Fondu globálních značek se rovněž podařilo realizovat podvážení před jarní eskalací koronaviru, zejména pak v akciích zranitelných firem (například těch nadprůměrně zadlužených), které během března poklesly výrazně více a během jarního růstu naopak zaostaly. Dokupovat akcie po poklesu jsme však mohli agresivněji.

Můžete popsat způsob výběru korporátních dluhopisů do portfolia Generali Fondu korporátních dluhopisů (dále jen FKD) a kritéria, která považujete za důležitá v investičním procesu?

Prostřednictvím systému Bloomberg provádíme periodicky screening všech existu-



Daniel Kukačka je absolventem ČVUT v Praze, obor technická kybernetika. K sektoru financí se dostal samostudiem díky příležitosti otevřené kupónovou privatizací. První roky zastával pozici správce počítačové sítě, programátora, finančního analytika a od roku 1996 i portfolio manažera ve společnosti Stratego Invest. Počínaje rokem 1997 se výhradně specializoval na portfolio management a to ve společnostech skupiny PPF a České pojišťovny. V roce 2001 se podílel na založení fondů (mimo jiné i Fondu globálních značek a Fondu korporátních dluhopisů) ve společnosti ČP INVEST. V Generali své zkušenosti uplatňuje od roku 2007.

jících dluhopisů s nastaveným filtrem na likviditu, omezení durace, minimální požadovanou kreditní premii a rating (zpravidla BBB a BB). Následuje rychlé prostudování historických účetních dat a externích analýz. Preferujeme dlouhou historii firmy, informační otevřenost, stabilní účetní výsledky a nízkou zadluženost vůči vlastnímu jmění. Pro takto předvybrané emity náš analytický tým provede důkladnou fundamentální analýzu včetně přidělení interního ratingu. V případě následného schválení emitenta risk manažery jsou dluhopisy investovatelné. Duraci nakupovaných dluhopisů volíme nepřímo úměrnou fundamentu, tzn. zdravější firmy = delší durace a naopak. Analytické oddělení i portfolio manažeri však nadále emitenta na denní bázi

sledují (analyzují), a to kombinací přístupů „bottom/up“ (analýza zveřejněných účetních dat a informací o vývoji a výhledu hospodaření firmy) a „top/down“ (zohlednění makroekonomických, sektorových, geopolitických a dalších vlivů jak na danou firmu, tak na celý trh dluhopisů).

Portfolio dluhopisů spravujeme aktivně. Po poklesu kreditní premie (tzn. růstu ceny), ať již v důsledku zlepšení fundamentu nebo s přiblížením splatnosti, většinou dluhopis prodáme a hledáme výnosnější alternativu. Naopak poklesy cen (zejména způsobené globálními vlivy – jako například koronavirus) využíváme k navyšování pozic. Pokud je však příčinou poklesu ceny zhoršení fundamentu emitenta, neváháme prodat dluhopis i se ztrátou. Cílem je vyhnout se defaultu emitenta, což se díky spolupráci s analytickým týmem a risk manažery Generali Investment CEE již 19 let daří.

V portfoliu FKD převažují dluhopisy s ratingem ve spekulativním stupni. Neobáváte se toho, že současná koronavirová krize masivně prohloubí zadlužení nejen vlád, ale i mnoha firem a přeroste v následujících letech do nové dluhové krize?

Díky rychlé a extrémně silné reakci centrálních bank celosvětovou dluhovou krizi nečekáme. Hlavním cílem vždy bylo a bude včas se vyhnout dluhopisům firem a států, kde hrozí riziko defaultu. Slovo včas je velmi důležité – znamená, že v některých případech investujeme i do dluhopisů slabších firem, kde je riziko defaultu v horizontu několika let vyšší. Tyto dluhopisy zpravidla mívají vysoký výnos do splatnosti. Podmínkou investice je velmi krátká durace dluhopisů, jejichž splacení musí být zajištěno vysokou krátkodobou likviditou firmy.

Řídíte i několik smíšených fondů. Z nich zejména Generali Fond balancovaný konzervativní (FBK) a Generali Fond fondů

vyvážený (FFV) významně zohledňují v dluhopisové složce korporátní dluhopisy zastoupené právě ve FKD. Jakkoliv to zefektivňuje a zlevňuje správu, nevede u nich převaha korporátů se spekulativním ratingem nad dluhopisy investičního stupně k citelně vyšší volatilitě, než je u defenzivních a vyvážených smíšených fondů zvykem? Kompenzuje to v dnešním nejistém prostředí i jejich nadstandardní výkonnost?

U těchto fondů je vyšší volatilita dluhopisové složky kompenzována nižším podílem složky akciové. Navíc korporátní dluhopisy, do nichž fondy investují, mívají poměrně krátkou duraci (okolo 2 let), což omezuje kolísání jejich cen. Vyšší výnos korporátních dluhopisů oproti vládním pak kompenzuje nižší přínos z růstu akciové složky. Na pětiletém investičním horizontu FBK a FFV aktuálně dosahují nadprůměrné výnosnosti, jak čisté, tak rizikově vážené.

Vzhledem k tomu, že v současné době jsou výnosy do splatnosti vládních dluhopisů na rozdíl od korporátních blízko dlouhodobého minima, očekáváme nadprůměrné výsledky i do budoucna.

Pod Vaši manažerskou působnost spadá i akciový fond – Generali fond globálních značek (FGZ), zaměřený na největší korporace s globálním byznysem. Můžete opět popsat jeho investiční strategii a způsob výběru akciových titulů?

Generali Fond globálních značek již 19 let investuje do výběru z akcií, které podle expertní analýzy společností Interbrand a Brandz vlastní nejhodnotnější globální značky. To samo o sobě dává předpoklady pro mírně nadprůměrnou výnosnost, protože tyto firmy mívají vyšší ziskové marže, přístup k levnějším úvěrům, výhodnějším dodavatelsko-odběratelským vztahům a někdy také využívají daňových rážů pro snížení daní. Silné cash-flow často využívají k odkupům vlastních akcií z trhu, což jednak zvyšuje účetní zisk připadající na jednu akcii a také dodatečnou poptávkou táhne cenu akcií nahoru.

Z těchto akcií vybíráme portfolio fondu postupy bottom/up fundamentální analýzy s preferencí vybraného investičního stylu v závislosti na makroekonomických a tržních vlivech. Příkladem může být investiční taktika v letošním roce.

FGZ má za sebou dlouhé období zajímavého růstu. Nenesou ale dnes tyto světo-

známé firmy, přitahující pozornost mnoha investorů, vysoké valuační ocenění a tedy riziko slabšího zhodnocení svých akcií do budoucna?

Posuzovat ocenění akciových trhů podle poměrových ukazatelů (např. P/E) v porovnání s historickým průměrem je poněkud nepřesné. Jmenovatel „E“, čili firemní zisky jsou v současné době stlačeny v důsledku největší ekonomické krize za 90 let. Bude-li účinná vakcína, mohou firemní zisky v příštích dvou letech výrazně vzrůst a akcie „zlevnit“. I nyní však lze najít regiony (např. CEE, Rusko) s příznivě oceněnými akciemi. Proto jsou pozice smíšených fondů v těchto regionech, zejména pak prostřednictvím akcií s vysokým dividendovým výnosem, oproti minulosti mírně nadvážené.

Na druhou stranu existuje i konstruktivní pohled na ocenění akciových trhů (tzv. Fed model), kdy ocenění akcií porovnáváme s oceněním (mysleno výnosem do splatnosti) dlouhodobých vládních dluhopisů. Tímto pohledem se zdají být akciové trhy proti vládním dluhopisům podhodnoceny.

Nehledě na možnost krátkodobé korekce po extrémně silném letošním růstu taženém zejména likviditou centrálních bank, je pravděpodobné, že výnosnost akciových trhů bude ve střednědobém horizontu nižší než dlouhodobý průměr. I tak mohou být investice do akcií atraktivní, protože i výnosy do splatnosti vládních dluhopisů (jak krátkodobých, tak dlouhodobých) poklesly k dlouhodobému minimu.

Které investiční regiony považujete nyní za relativně atraktivnější z hlediska očekávané (střednědobé) výkonnosti akciových trhů (v lokálních měnách bez vlivu devizových kurzů) a preferujete je v portfoliu FGZ? Vůči kterým regionům se naopak stavíte spíše opatrně či dokonce negativně?

Řízení regionálního složení (průměrně 50 % USA, 30 % EU a zbytek Japonsko a Čína) není primárním nástrojem investiční strategie fondu. Základem pro tvorbu portfolia je fundamentální analýza bottom/up se změnou dominantního investičního stylu podle kombinace vývoje makroekonomiky, politiky centrálních bank a jiných aspektů (včetně epidemiologické situace) majících vliv na sentiment akciových investorů.

Např. do cca poloviny letošního roku jsme preferovali akcie s nízkým zadlužením a vysokým vlastním jměním a akcie

používající ON-LINE business model. Tyto akcie během březnového výprodeje a jarního růstu překonaly průměr trhu. Od léta naopak postupně navyšujeme akcie ze sektorů citlivých na ekonomické oživení (průmysl, spotřební zboží a finance), které během jara výrazně zaostaly a s oživením ekonomik začaly růst. K tomu přispívá i částečný průběžný rebalancing portfolia (váha jednotlivých akcií je udržována v rozmezí 0 % až 2 %), což vede k částečnému odprodeji akcií po jejich velkém růstu a dokupům po poklesu. Neděláme to však automaticky, některé akcie necháme dál růst, i když jejich podíl na portfoliu vzrostl, a naopak fundamentálně slabé akcie nedokupujeme ani po poklesu.

V kterých akciových sektorech GICS, případně v jakých jejich dílčích odvětvích vidíte zajímavé (střednědobé) investiční příležitosti a preferujete je v portfoliu FGZ? Máte na nějaké sektory / odvětví opatrný nebo vyloženě negativní výhled? Předpokládáte obrát ve prospěch nové děletrvající nadvýkonnosti tzv. hodnotových sektorů na úkor sektorů růstových, oproti opačné situaci v posledních letech?

Problematika sektorových preferencí je značně široká a mění se v čase, proto zmíním jen nejvýznamnější myšlenky. Nadále máme negativní výhled na ropný sektor (v důsledku kombinace Covidu a postupného odklonu rozvinutých ekonomik od fosilních energií) a na akcie ze sektoru komerčních nemovitostí (vlivem strukturálních změn v důsledku Covidu). Tyto dva sektory se však ve FGZ prakticky nevyskytují. Klasický bankovní sektor (nikoliv však akcie Visa, Mastercard a Paypal) držíme mírně podvážený kvůli nepříznivému vlivu nízkých úrokových sazeb a rostoucích defaultů firem. Po silném letním růstu se změnil náš názor na růstové sektory (technologie, internet) z pozitivního na neutrální, naopak postupně navyšujeme podíl akcií z hodnotových sektorů. Relativní výkonnost hodnotových akcií oproti růstovým je pozitivně korelovaná s výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů. Vyřešení epidemiologické situace (snad díky vakcíně na jaře 2021) by mohlo vést k silnějšímu oživení světových ekonomik, doprovázenému růstem výnosů dlouhodobých dluhopisů a tím i nadvýkonností hodnotových akcií, tedy i příslušných sektorů. ■

Rozhovor zpracoval: **Aleš Vocilka**