FOND SHOP

Generali Fond korporátních dluhopisů

Aleš Vocílka 28.02.2024

Foto: Shutterstock.com

Korunový dluhopisový fond, který cílí na kratší a méně bonitní korporátní dluhopisy z rozvíjejících se trhů s významným nadvážením střední a východní Evropy. Vyznačuje se jedinečnou investiční strategií a plně zajišťuje měnové riziko. S výjimkou mimořádného propadu v době napadení Ukrajiny Ruskem zaznamenal dobré výsledky.

Společnost Generali Investments CEE nabízí tuzemským investorům měnově zajištěné korunové fondy řízené českými portfolio manažery. Patří k nim různé speciality jako např. sektorové akciové fondy, zlatý fond nebo fond korporátních dluhopisů, který investuje na rozvíjejících se trzích. Představíme si ho níže.

FOND SHOP

Generali Fond korporátních dluhopisů se zaměřuje na výnosné korporátní dluhopisy spíše nižší kreditní kvality, které ratingově často spadají na pomezí investičního a spekulativního pásma, vykazují kratší dobu do splatnosti a pocházejí především od emitentů z rozvojových zemí v rámci celého světa. Vyšší než obvyklé zastoupení mají v jeho portfoliu trhy střední a východní Evropy včetně Turecka nebo trhy Afriky a Blízkého východu, zatímco upozaděna většinou zůstává Asie. Malý podíl investic zpravidla reprezentují vyspělé trhy. Kromě korporátních dluhopisů emitovaných nefinančními podniky a finančními společnostmi může portrétovaný fond doplňkově držet také státní a obdobné dluhopisy nebo nástroje peněžní trhu, tedy pokladniční poukázky a bankovní depozita.

Cílem investiční strategie je dosahovat pomocí aktivního řízení portfolia vyšší výnosnosti, než jakou nabízejí střednědobé korunové úrokové sazby, při zachování vysoké likvidity zahrnutých aktiv. Generali Fond korporátních dluhopisů však nemá stanoven žádný benchmark ani neutrální složení nebo neutrální duraci portfolia. Měnové riziko typicky plně zajišťuje do koruny jako své základní měny.

Investiční proces kombinuje makroekonomickou analýzu jednotlivých (rozvíjejících se) regionů či zemí v duchu přístupu shora dolů (top-down) a důkladnou fundamentální analýzu zvažovaných korporátních emitentů na základě přístupu zdola nahoru (bottom-up).

Makroekonomická analýza používá predikci vývoje ekonomik, politik centrálních bank, tržních úrokových sazeb, dluhopisových výnosových křivek, měnových kurzů, cen komodit a (geo)politických vlivů ke stanovení sledované regionální, sektorové nebo durační alokace portfolia. Celková zainvestovanost fondu a durace portfolia se odvíjejí od výhledu manažerského týmu na bezrizikové výnosové křivky a kreditní prémie, které dlouhodobě odrážejí korporátní fundamenty, ale krátkodobě závisejí na rizikové averzi investorů. Regionální preference fondu pak vycházejí z prognóz různých makroekonomických veličin a (geo)politických faktorů včetně jejich dopadů na korporátní sféru.

Fundamentální analýza konkrétních emitentů klade největší důraz na trendy jejich zadluženosti, ziskovosti a cash-flow, jakož i stabilitu a předvídatelnost těchto ukazatelů. Doplňkově se přihlíží k vlastnické struktuře emitentů či jejich eventuální veřejné

FOND SHOP

roste výnosový potenciál dluhopisu, zatímco nadměrné zhodnocení držených dluhopisů může vést k jejich odprodejům.

Plusy	Mínusy
jedinečná investiční strategie, nemá přímé konkurenty	riziko regionální koncentrace investic při zaměření na rozvíjející se trhy
korunová investice bez měnového rizika (je plně zajišťováno)	vyšší nákladovost OCF

Ke zmírnění rizik slouží solidní diverzifikace portfolia na úrovni durace, regionů, sektorů i jednotlivých emitentů. Fond zahrnuje minimálně 40 pozic, aktuálně 66. Rizikovějším dluhopisům obecně poskytuje menší zastoupení a/nebo u nich sleduje kratší dobu do splatnosti než u bezpečnějších dluhopisů a naopak. Statut požaduje minimální rating pořizovaných emisí B- s tím, že váha pozic bez přiděleného ratingu od renomované agentury nesmí překročit 10 % a většina portfolia musí spadat do stupňů BBB+ až B-. Fond dále (nad rámec statutu) sleduje nízkou modifikovanou duraci portfolia, která se nejčastěji pohybuje v intervalu 1,0 až 3,0.

Data fondu

Velikost fondu k 31.1.2024	8 933 mil. CZK
ISIN	CZ0008471786
Typ fondu	dluhopisový: korporátní dluhopisy EM
Vznik fondu	listopad 2001
Vstupní poplatek	1,0%
Manažerský poplatek	1,9 % (OCF 2,03 %)
Benchmark	není

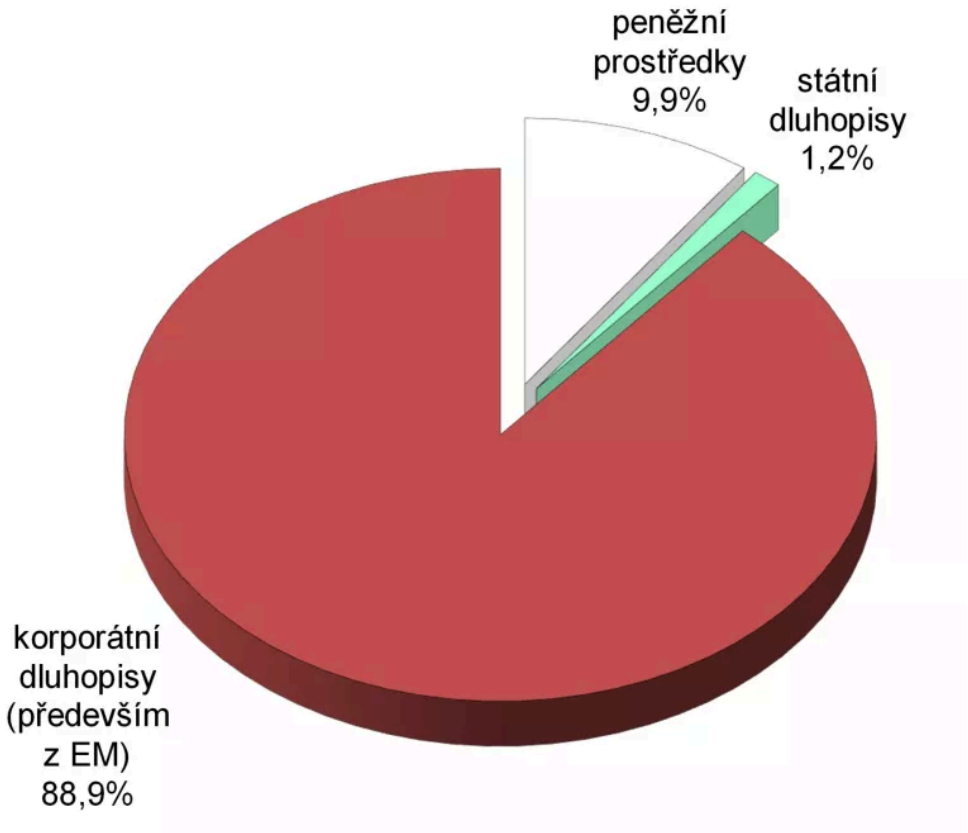
FOND SHOP

ESG: SFDR	článek 8
Velikost fondu k 31.1.2024	8 933 mil. CZK

Značné nadvážení střední a východní Evropy

Graf 1 ukazuje složení portfolia portrétovaného fondu podle hlavních tříd aktiv z konce ledna. Dokládá jeho jednoznačnou orientaci na korporátní dluhopisy. Podle tabulky 1 se pak aktuální investice rozprostírají do všech regionů rozvíjejících se trhů, jakkoliv v souladu s popsanou strategií dochází k výraznému nadvážení střední a východní Evropy. Dobrou diverzifikaci vykazuje také odvětvové složení portfolia při slušném pokrytí finančních i nefinančních společností s tím, že v druhé kategorii hrají významnou roli průmyslové podniky nebo producenti a zpracovatelé surovin.

Graf 1: portfolio podle hlavních tříd aktiv k 31.1.2024



Zdroj: web společnosti

Tabulka 1: portfolio podle zemí a odvětví k 31.1.2024

FOND SHOP

Česko	16,9%	bankovnictví	32,7%
Polsko	11,4%	ocelářství	6,7%
Turecko	9,6%	chemický průmysl	6,1%
Jihoafrická republika	8,4%	nemovitosti	4,2%
Brazílie	7,3%	těžba uhlí	3,6%
Indonésie	6,3%	těžební průmysl	3,6%
Rumunsko	5,7%	domácí potřeby	3,6%
ostatní země	24,5%	ostatní odvětví	29,6%
peněžní prostředky	9,9%	peněžní prostředky	9,9%
celkem	**100,0%**	**celkem**	**100,0%**
Zdroj: web společnosti			

Z ratingového pohledu se podle tabulky 2 nachází ve spekulativních stupních BB a B asi 58 % portfolia, což znamená, že Generali Fond korporátních dluhopisů se neprofiluje jako klasický fond dluhopisů s vysokým výnosem (high yield). Vyšší kreditní riziko má nicméně protiváhu v silné preferenci kratších splatností do 5 let, která zmírňuje úrokové riziko. Durace dluhopisové složky portfolia se podle údajů z konce ledna blíží hodnotě 2,3 a průměrný hrubý výnos do splatnosti (včetně případného dodatečného výnosu z měnového zajišťování) odpovídá úrovni 7,8 % p.a.

Tabulka 2: portfolio podle ratingů a splatností k 31.1.2024

ratingové stupně		splatnosti	
peněžní prostředky a státní dluhopisy	11,1%	0 až 1 rok	16,2%
A	4,3%	1 až 3 roky	44,4%
BBB	26,2%	3 až 5 let	31,8%
BBB	46,0%	5 a více let	4,0%

FOND SHOP

celkem	100,0%	celkem	100,0%
Zdroj: web společnosti, výpočty autora			

Vzhledem k očekávanému zahájení cyklu snižování úrokových sazeb má nyní portfolio management fondu pozitivní výhled na eurové a dolarové dluhopisy středních i delších splatností od emitentů z rozvíjejících se trhů. Na rozdíl od vyspělého světa totiž u nich podle statistiky Standard & Poor's nedochází k růstu průměrné úpadkovosti. *„Z regionů nadále preferujeme CEE díky dobrému firemnímu fundamentu. Mírně jsme zlepšili výhled na dluhopisy tureckých firem, které kromě dlouhodobě solidního fundamentu profitují z návratu turecké centrální banky ke standardní měnové politice. Z pohledu sektorů nadále preferujeme stabilní CEE bankovní sektor. Mírně jsme zlepšili výhled na firmy z komoditního sektoru, jejichž fundament se po zhoršení stabilizoval,“* specifikuje aktuální preference fondu portfolio manažer Daniel Kukačka.

Tabulka 3: 10 největších pozic v portfoliu k 31.1.2024

název pozice	odvětví	měna	rating	váha
Stillwater Mining Co. 4 16/11/2026	těžební průmysl	USD	BB-	3,6%
PT Adaro Indonesia 4.25 31/10/2024 C22	těžba uhlí	USD	BB+	3,6%
Sasol 4.375 18/09/2026 C 26	chemický průmysl	USD	BB+	3,6%
Turk. Sise Ve Cam Fabrika 6.95 14/03/2026 C25	domácí potřeby	USD	B	3,6%
USIM 5.875 18/07/26	ocelářství	USD	BB	3,5%
mBank 8.375/L+490 11/09/2027 C26	bankovnictví	EUR	BB+	3,3%
Energo Pro AS 8.5 04/02/2027 C24	alternativní zdroje energie	USD	B+	3,3%
Banca Comerciala Romana 7.625/L+453.9 19/05/2027 C26	bankovnictví	EUR	BBB	3,0%
Societe Generale 4.25 14/04/2025 Sub	bankovnictví	USD	BBB-	3,0%

FOND SHOP

10 největších pozic celkem	33,3%
Zdroj: web společnosti	

Poučení z války díky jedinečné strategii

Protože Generali fond korporátních dluhopisů uplatňuje specifickou investiční strategii, srovnávají grafy 2 a 3 jeho korunovou výkonnost za posledních 5 let s průměrem potenciální konkurence, který vymezují čtyři různě zaměřené fondy korporátních dluhopisů s měnově zajištěnou korunovou třídou nebo značným omezováním měnového rizika při nadvážení fondu z grafů 4 a 5 s nejbližším vývojem kurzu. Veškerá srovnání mají nicméně pouze orientační charakter.

Vůči takto vymezenému průměru potenciální konkurence si Generali fond korporátních dluhopisů vedl dobře až na nadměrný propad v druhé polovině února a první polovině března 2022, kdy začala válečná invaze Ruska proti Ukrajině. Způsobila ho zejména přímá ztráta na dluhopisech ruských korporátních emitentů, které tehdy tvořily 9 % majetku a nyní jsou přeceněny k nule.

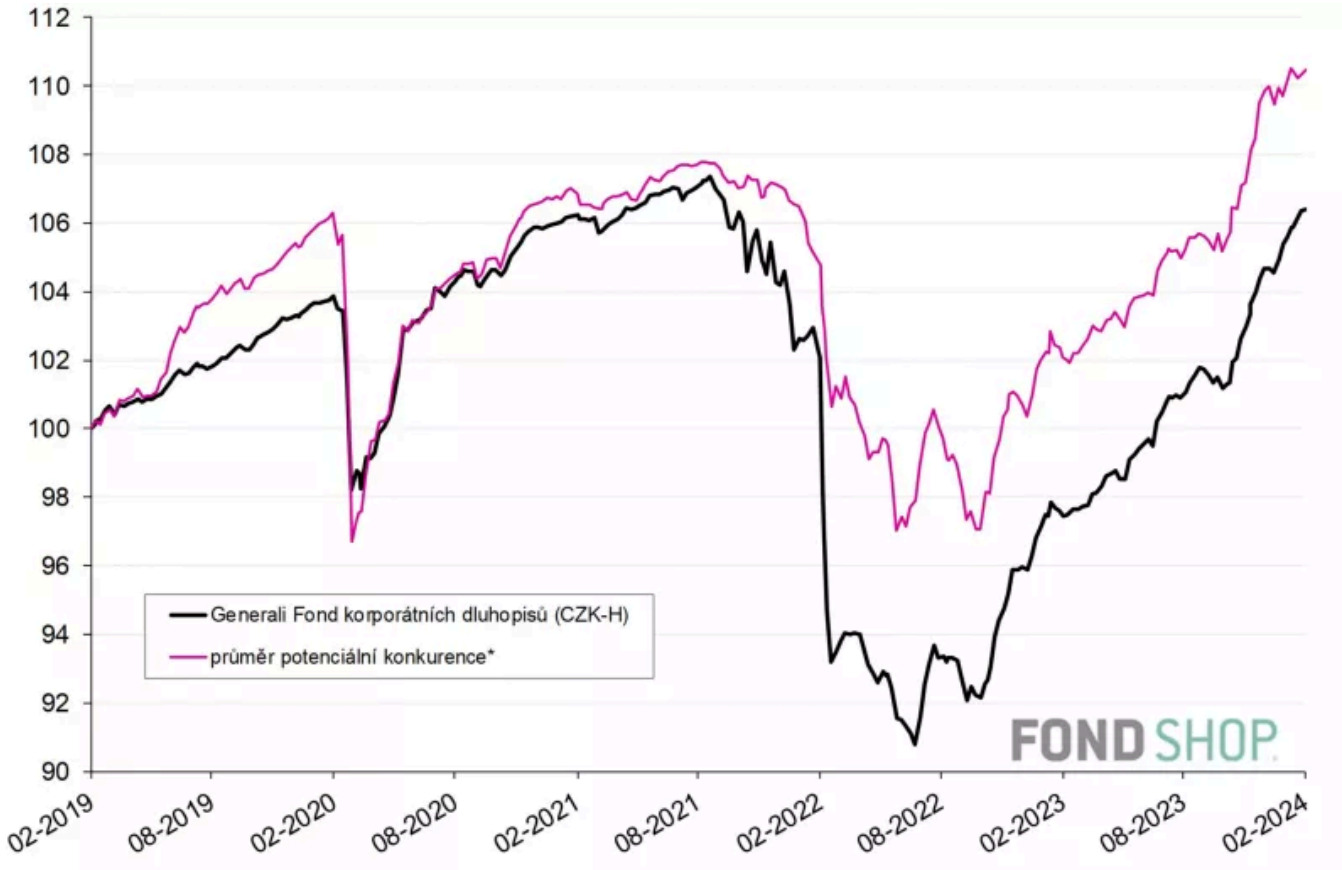
Portrétovaný fond bezprostředně reagoval výrazným snížením durace portfolia a navýšením podílu hotovosti i krátkodobých státních dluhopisů. Koncem 1. pololetí 2022 již ale většinu těchto defenzívních pozic reinvestoval do delších korporátních dluhopisů, které od té doby zhodnocovaly. Navíc v rámci poučení z mimořádné negativní události začal portfolio management klást větší důraz na analýzy (geo)politických rizik a ve vhodnou chvíli, konkrétně na jaře 2023, preventivně redukoval zastoupení tureckých dluhopisů. Vyhnul se také investicím do dluhopisů čínských emitentů.

Mimo popsaný smolný moment si Generali fond korporátních dluhopisů počínal proti průměru potenciální konkurence solidně. Dokázal s ním držet krok na rostoucím trhu od jara 2020 do podzimu 2021, kdy převládalo robustní oživení globální ekonomiky z hluboké, ale krátké pandemické recese při masivní stimulaci ultra uvolněnou monetární a fiskální politikou, která významně snížila kreditní riziko na dluhopisových trzích. Navíc zaznamenal portrétovaný fond silnější kladnou výkonnost v posledním

FOND SHOP

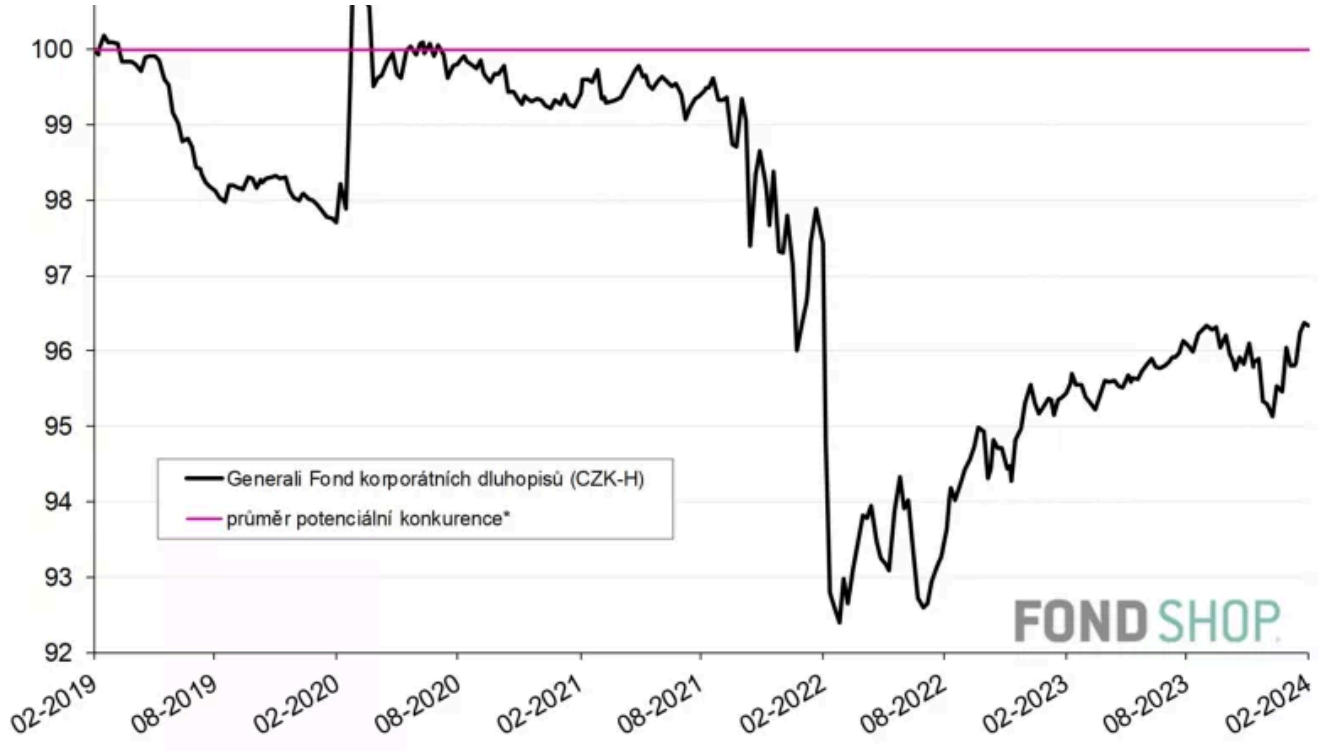
To, že únor a březen 2022 představují ve vývoji jeho kurzu abnormalitu, naznačuje i tabulka kvantitativních ukazatelů, kde má fond daleko nižší kolísavost měřenou koeficientem beta než průměr potenciální konkurence.

Graf 2: Fond proti průměru potenciální konkurence – absolutně v CZK



Zdroj: Weby společností, výpočty autora. Data k 22.2.2024. *Složení průměru: 50,0 % ČS korporátní dluhopisový (CZK-H) + 16,7 % Conseq korporátních dluhopisů (CZK) + 16,7 % Allianz Global Multi-Asset Credit (CZK-H/USD) +16,7 % Goldman Sachs Global Yield Opportunities (CZK-H/EUR)

Graf 3: Fond proti průměru potenciální konkurence – relativně



Zdroj: Weby společností, výpočty autora. Data k 22.2.2024. *Složení průměru: 50,0 % ČS korporátní dluhopisový (CZK-H) + 16,7 % Conseq korporátních dluhopisů (CZK) + 16,7 % Allianz Global Multi-Asset Credit (CZK-H/USD) +16,7 % Goldman Sachs Global Yield Opportunities (CZK-H/EUR)

Kvantitativní ukazatele fondu (data k 22.2.2024)

	fond	průměr potenciální konkurence
Výkonnost v CZK		
1 rok (od 23.2.2023)	9,2%	8,2%
2 roky (od 23.2.2022)	4,2%	5,4%
3 roky (od 23.2.2021)	0,1%	3,4%
5 let (od 25.2.2019)	6,4%	10,5%
5 let p.a.	1,2%	2,0%
Riziko (perioda 5 let do 2/2024)		
Volatilita	4,6%	5,1%
Beta	0,78	průměr

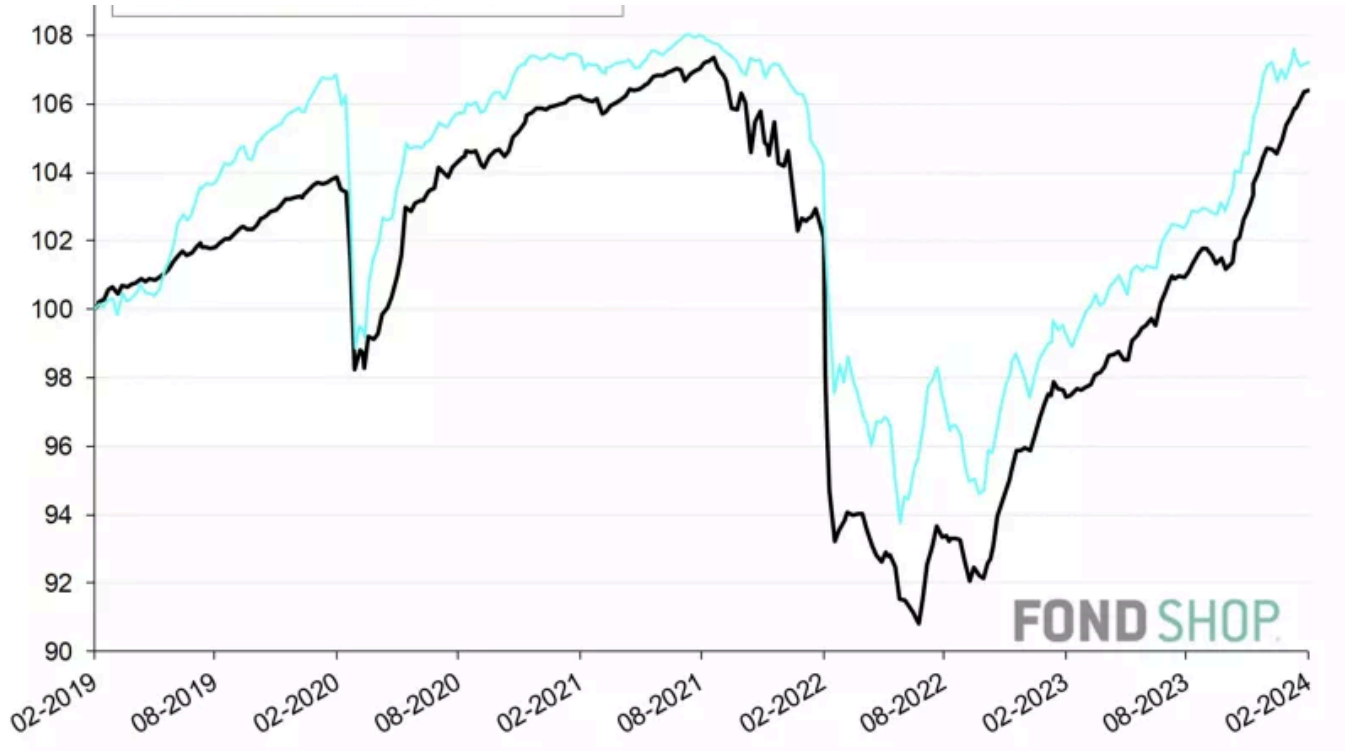
FOND SHOP

Alfa (anualizovaná)	-0,3%	průměr
Korelace	0,85	průměr
Max. pokles – měsíc	-5,6%	-7,4%
Max. pokles – rok	-14,5%	-9,5%
Max. pokles / nutný růst	-14,8% / 17,4%	-9,9% / 10,9%
Výpočty z prodejních cen v CZK, případné dividendy reinvestovány.		

V grafech 4 a 5 se jako relativně bližší konkurent Generali Fondu korporátních dluhopisů jeví fond ČS korporátní dluhopisový, který rovněž zajišťuje měnové riziko do koruny a vykazuje podobný průběh výkonnosti. Aktuálně se však zaměřuje hlavně na dluhopisy západoevropských korporátních emitentů s tím, že na trzích CEE investuje jen doplňkově, což vede k dominanci investičních ratingů v jeho portfoliu. Sleduje zároveň mírně delší durace než portrétovaný fond a tento faktor mu zvyšuje volatilitu plynoucí z úrokového rizika.

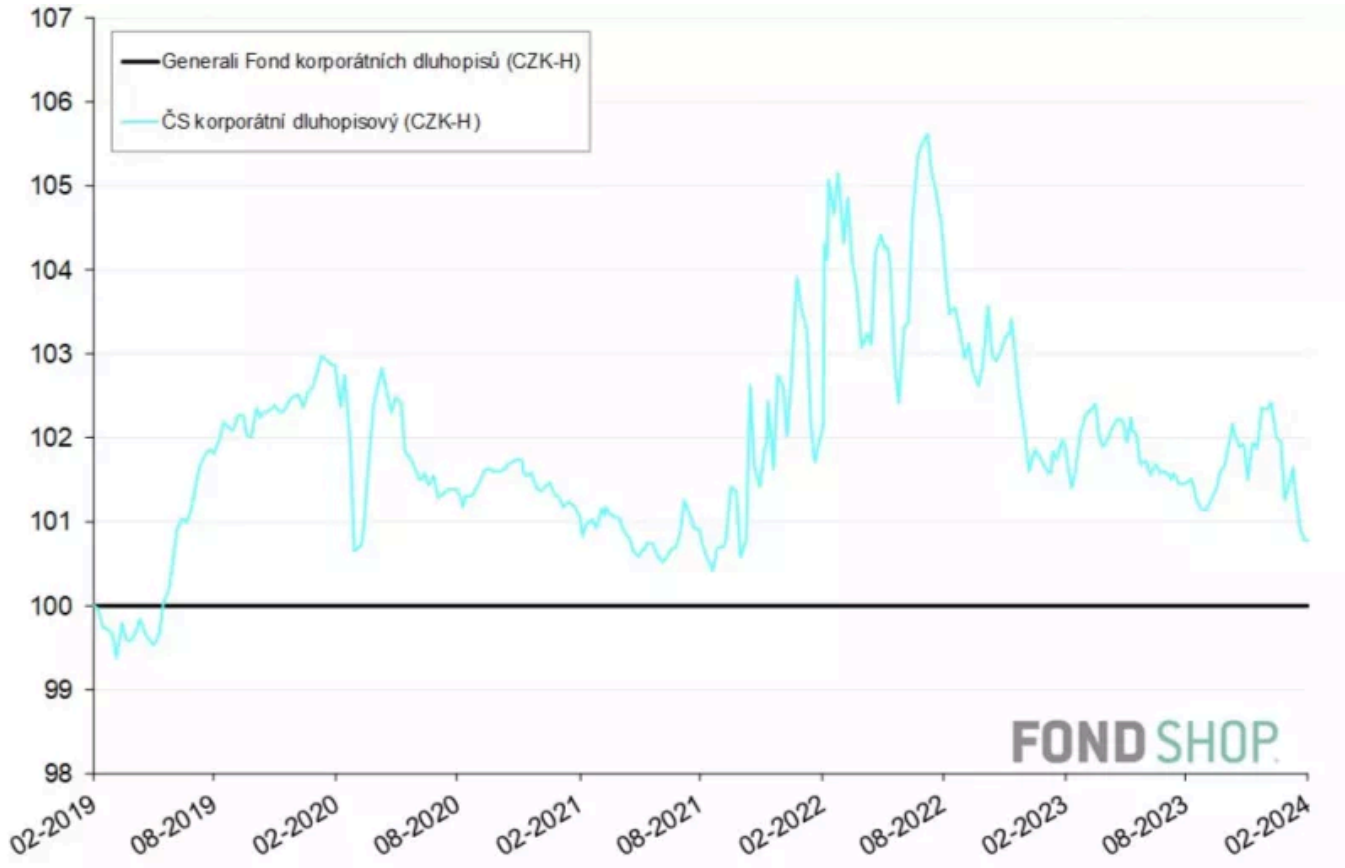
Pozitivně můžeme hodnotit skutečnost, že portrétovanému fondu se po neblahém „válečném“ propadu dařilo zmíněného konkurenta dotahovat rychlejším zhodnocováním po většinu období od srpna 2022 dodnes.

Graf 4: Srovnání s vybranou konkurencí – absolutně v CZK



Zdroj: Weby společností, výpočty autora. Data k 22.2.2024.

Graf 5: Srovnání s vybranou konkurencí – relativně



Zdroj: Weby společností, výpočty autora. Data k 22.2.2024.

FOND SHOP

geopolitických rizik ve střední a východní Evropě či na rozvíjejících se trzích jako celku, případně věří, že zde budoucí snižování úrokových sazeb centrálních bank podpoří korporátní fundamenty.

Rizikové upozornění

FOND SHOP newsletter

Souhrn toho nejdůležitějšího ze světa investování, finančních trhů, investičních instrumentů a sofistikovaného finančního plánování.

Přihlaste se k odběru newsletteru a mějte přehled o čem píše FOND SHOP.

PŘIHLÁSIT SE K ODBĚRU

Ochrana osobních údajů

Témata

DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍ SE TRHY PODÍLOVÉ FONDY

Související články

FOND SHOP

Rozličné dluhopisy CEE

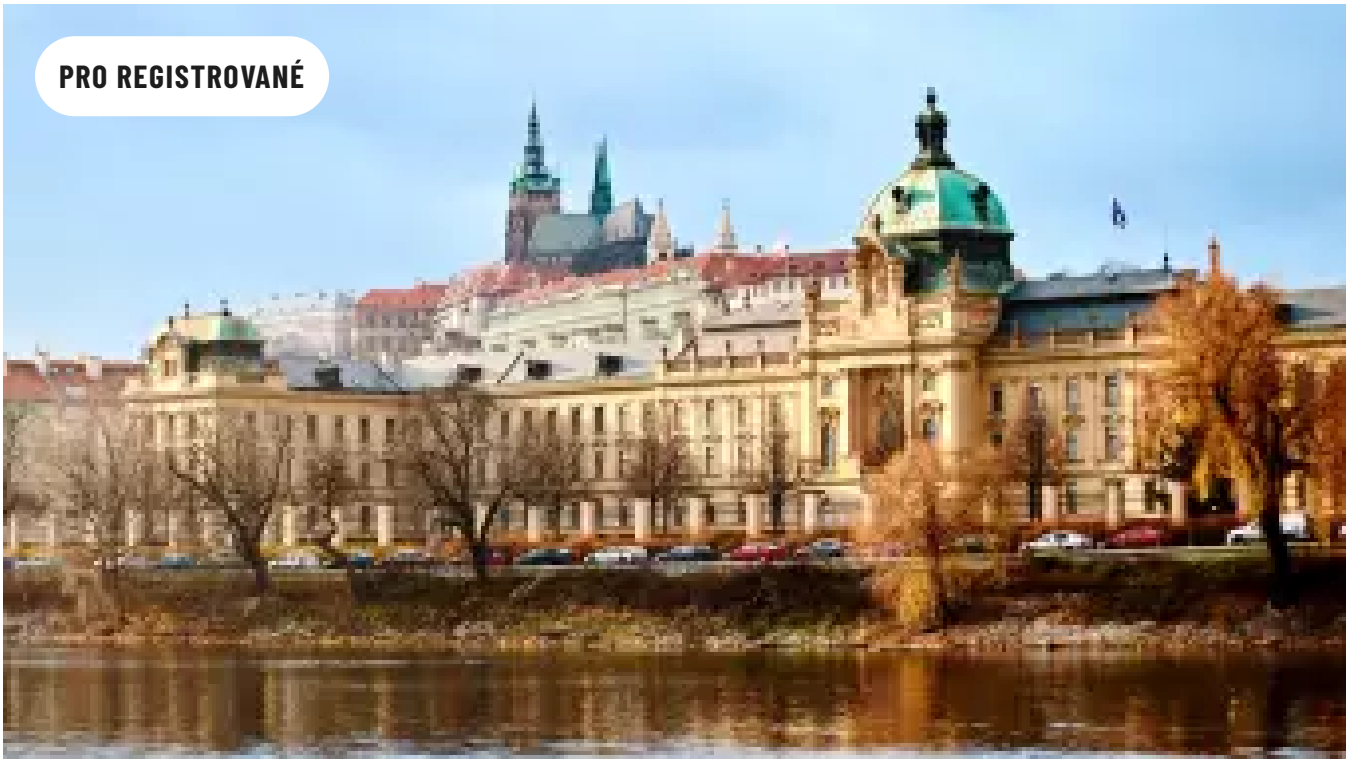
FOKUS 12.12.2023 7 minut

Dluhopisové fondy zaměřené na region CEE se liší durací i expozicí na měnové a kreditní riziko. I když jim inflační vlna a válka na Ukrajině způsobily velké ztráty, obstály ty, které omezují duraci.

FOND SHOP

FOKUS 26.02.2024 14 minut

Globální rozvíjející se akciové trhy během posledních 3 let výrazně zaostávaly za těmi vyspělými kvůli zhoršené výkonnosti čínských akcií a celkově neutěšenému geopolitickému vývoji včetně rusko-ukrajinské války nebo postpandemické…



Goldman Sachs Czech Crown Bond

PORTRÉT FONDU 14.02.2024 6 minut

Dluhopisový fond s dominantní expozicí na státní dluhopisy ČR. Zohledňuje ve vyšší než obvyklé míře delší splatnosti. Dokáže zdolat konkurenci na rostoucím trhu, ale na klesajícím trhu naopak často nadměrně ztrácí.

Sledujte nás na sociálních sítích

FOND SHOP

FOND SHOP

WEB FOND SHOP

POSKYTOVATEL: MONECO, spol. s r. o.

ADRESA: Gorkého 1, 602 00 Brno

IČ: 48532827

DIČ: CZ48532827

KONTAKTNÍ ÚDAJE

TEL: +420541219737

FAX: +420541219735

E-MAIL: moneco@fondshop.cz

WEB: www.fondshop.cz

DŮLEŽITÉ INFORMACE

Obchodní podmínky

UŽITEČNÉ ODKAZY

Profil webu FOND SHOP

FOND SHOP

Vysvětlení ukazatelů
Externí spolupráce
Zásady využívání AI
Tiráž webu

Newsletter

Přihlaste se k odběru novinek

ODEBÍRAT

Souhlasím se zpracováním osobních údajů podle zásad webu FOND SHOP.