GENERALI FOND KORPORÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Generali Fond korporátních dluhopisů – dopad Evergrande na trhy a výkonnost fondu

Datum: 27. září 2021

Martin Pohl
makroekonomický analytik

Daniel Kukačka
portfolio manažer

Kolaps konglomerátu Evergrande otřásl čínskými trhy a významně přispěl k velkým tržním výkyvům posledních dní. Klíčovou otázkou je, zda je se jedná o symptom blížící se imploze čínského finančního systému a prudkého ochlazení tamější ekonomiky, nebo zda se jedná primárně o důsledek nezvládnuté agresivní obchodní strategie společnosti Evergrande. My se přikláníme k druhé variantě, i když připouštíme souvislost potíží Evergrande s řadou negativních trendů v Číně.

Začneme základními fakty o Evergrande. Jedná se o druhého největšího developera v Číně, který za dobu své existence expandoval i do dalších odvětví zahrnujících fotbalový klub, zdravotnictví či výrobu elektromobilů. Společnost díky agresivní expanzi nabobtnala do gigantické velikosti s aktivy ve výši cca 345 mld. dolarů a závazky téměř 300 mld. dolarů. V rámci spektra velkých čínských developerů Evergrande vynikal nejen svojí agresivitou, ale i nejslabšími ukazateli finančního zdraví. Evergrande díky tomu tvrdě narazil, když došlo na čínskému rezidenčním trhu k ochlazení konjunktury, zpřísnily se podmínky pro poskytování hypoték a čínští regulátoři zavedli nové požadavky na finanční zdraví developerů nazvané „tři červené linie“ ve svaze omezit cenovou bublinu a rizika spojená s jejím možným splasknutím. Velká zranitelnost Evergrande byla všeobecně známa již dříve a motivovala banky i obchodní partnery ke snahám o omezení expozice vůči skupině. Té se posléze přestalo dostávat likvidity k plnění závazků vůči dodavatelům a propadl se i zájem klientů o nákup nemovitostí. Potíže společnosti vyvrcholily v těchto týdnech, kdy Evergrande nedokázal dostát svým závazkům vůči bankám a v září nebyl schopen zaplatit splatné kupony dluhopisů.

Vystrašení investoři v reakci na potíže Evergrande prodávali nejen akcie a dluhopisy Evergrande, ale i akcie a dluhopisy ostatních čínských developerů, neboť se obávali opakování výše uvedeného příběhu. Nicméně po první vlně se situace začala stabilizovat a akcie a dluhopisy čínských developerů již podstatnou část ztrát odmazaly. Vedla k tomu řadu důvodů. Za prvé je finanční situace ostatních velkých čínských developerů mnohem lepší než Evergrande. Vykazují nižší míru zadlužení, výrazně vyšší zisky a jejich hotovost vysoce převyšuje krátkodobé závazky. Za druhé nejsou čínská centrální banka a autority lhostejné k vývoji v sektoru. Jen za poslední týden čínská centrální banka navýšila injekce likvidity do bankovního systému o 71 mld. dolarů a čínské autority již pracují na řešení situace v Evergrande. Zároveň by pád Evergrande neměl vyvolat větší potíže čínského bankovního systému či krach realitního segmentu. Čínský realitní trh je vysoce fragmentovaný a podíl Evergrande dosahoval jen 3 %. To samé platí i pro expozici bank. Celkové závazky Evergrande vůči bankám nedosahují ani 1 % úvěrů v čínském bankovním systému a navíc jsou zajištěny aktivy společnosti. V neposlední řadě předpokládáme stabilizující zásah vlády, která se bude snažit zabránit neřízenému kolapsu společnosti

a rozprodeji jejich aktiv pod cenou. Pravděpodobně se to odehraje formou převzetí společnosti se strany společnosti ovládané vládou či poskytnutím překlenovacího úvěru ze strany polostátních bank s následnou restrukturalizací dluhu. S investory rozhodně nebude jednáno v rukavičkách a očekáváme vytěsnění stávajících akcionářů a minimální plnění pro nezajištěné držitele dluhopisů. To ostatně reflektuje aktuální situace na trhu. Od začátku roku akcie Evergrande ztratily 82 % své hodnoty a dluhopisy se obchodují za necelých 30 % své nominální hodnoty.

Očekáváme, že default společnosti Evergrande (a v budoucnu pravděpodobně některých dalších developerských společností) nepředstavuje díky proaktivní politice čínských autorit tak významné systémové riziko, aby zásadněji ohrozilo celý sektor. Vysoká volatilita však bude pravděpodobně přetrvávat i v příštích měsících, což může poskytovat zajímavé investiční příležitosti. Předcházet však musí důkladné vyhodnocení finančního zdraví jednotlivých firem a aktivní investiční přístup.

Současné dění ukazuje na některé negativní jevy v čínské ekonomice a finančním systému. Tím prvním je neudržitelnost růstového modelu postaveného na investicích. Rezidenční segment se podílí na čínském HDP 14 % a prodeje pozemků a development tvořily velkou část příjmů lokálních vlád a municipalit. Proto je nutné, aby Čína pokračovala v restrukturalizaci ekonomiky směrem ke službám a odvětvím s vyšší přidanou hodnotou. Cenou této transformace bude ovšem další pokles tempa růstu čínské ekonomiky a nutnost změkčit negativní sociální dopady strukturálních změn. Jinak Číně hrozí náhlý kolaps růstu vyvolaný přeinvestovaností v řadě segmentů ekonomiky s negativními důsledky pro čínské banky a vyžadující vynaložení enormních prostředků ze strany vlády. Druhým negativním aspektem celé situace je poukaz na silnou roli vlády v ekonomice a zranitelnost firem vůči jejím intervencím, ať už se jedná o novou regulaci či přísné kontroly. Své by mohly vyprávět zejména technologické firmy, jejichž špatná výkonnost přispěla k tomu, že Čínské akcie patří mezi trhy s nejhorší výkonností v letošním roce.

Generali Investments CEE v průběhu krize

Expozici na dluhopisy čínských developerů jsme v Generali Fondu korporátních dluhopisů snížili o čtvrtinu pod 15 % NAV už před dvěma měsíci, kdy širší investorská obec poprvé zaznamenala problémy Evergrande. Naše očekávání růstu rizikové averze napříč celým sektorem se vzápětí naplnilo. Námi spravovaná portfolia zahrnují pouze dluhopisy, které prošly detailním vyhodnocením fundamentů. Expozici na Evergrande jsme vzhledem k problematické finanční situaci společnosti nikdy neměli. Situaci bedlivě monitorujeme, i když developerské společnosti zastoupené v Generali Fondu korporátních dluhopisů vykazují v porovnání s Evergrande mnohem lepší finanční kondici.

Upozornění: *Tento materiál je propagačním sdělením. Nejedná se o nabídku či veřejnou nabídku ani o návrh k uzavření smlouvy. Hodnota investice může v průběhu doby trvání investice kolísat, a není-li uvedeno jinak, návratnost původně investované částky není zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí. Uvedená historická výkonnost zohledňuje nákladovost fondu, ale nezohledňuje případné vstupní či výstupní poplatky. V některých případech může být výnos pro investora zvýšen či snížen v důsledku kolísání měnových kurzů. Hodnota cenných papírů vydávaných fondem, jehož syntetický ukazatel rizika je 5 anebo vyšší, se může vyznačovat značnou kolísavostí. Podrobné informace, včetně informací o poplatcích a rizicích a investiční strategii, naleznete ve sdělení klíčových informací pro investory v českém jazyce a/nebo ve statutu/prospektu příslušného fondu v českém jazyce, u fondů s domicilem v Irsku v anglickém jazyce. Dokumenty jsou dostupné elektronicky na internetových stránkách společnosti Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s., www.generali-investments.cz. Informace o právech investora jsou uvedeny v českém jazyce v dokumentu Informace o Společnosti, který je k dispozici na internetových stránkách v sekci „O nás“, podsekci „Fondy“. V listinné podobě jsou tyto dokumenty k dispozici v sídle společnosti na jejím kontaktním místě a u smluvních partnerů společnosti. V případě fondů s domicilem v Irsku může obhospodařovatel rozhodnout o zrušení opatření přijatých za účelem nabízení.*