

## Fond korporátních dluhopisů ČP INVEST – komentář k aktuálnímu vývoji

### Důvody poklesu

#### **A) Březen až polovina listopadu 2014**

Fond drží přibližně 1/3 portfolia v ruských dluhopisech. Příčinou poklesu ruských dluhopisů byla zhoršující se geopolitická situace na východní Ukrajině v důsledku ruských aktivit (anexe Krymu a vojenská podpora separatistům), na což USA a EU odpověděly ekonomickými sankcemi proti ruským firmám. Z Ruska tak nastal odliv kapitálu. V průběhu celého období fond dokázal ještě držet výnosnost okolo nuly, a to zásluhou růstu mimo ruských dluhopisů a aktivní správou.

#### **B) Od poloviny listopadu 2014**

Hlavní pokles ruských a v malé míře i kazašských dluhopisů nastal po listopadovém zasedání ropného kartelu OPEC. Členové tohoto kartelu se nedohodli na snížení těžby ropy. Tím byla nabídka ropy na světových trzích zachována, přičemž dynamika růstu poptávky zpomalila kvůli ekonomickému zpomalení v Číně a problémům v Evropě. To zapříčinilo převis nabídky ropy nad poptávkou, a proto cena ropy klesla ze 100 na 60 dolarů za barel. K poklesu ceny ropy přispívá i posilování amerického dolaru z důvodu růstu amerického hospodářství.

A právě pokles ceny ropy má obrovský vliv na ruskou ekonomiku, protože export ropy kryje při ceně 100 dolarů za barel polovinu státního ruského rozpočtu. Klesající cena ropy spolu s odlivem kapitálu kvůli ekonomickým sankcím zapříčiňuje zpomalování ruské ekonomiky. To má vliv na rubl, který prudce oslabuje především k americkému dolaru. Proti oslabování rublu se snaží bojovat ruská centrální banka, která letos již 6x zvýšila úrokové sazby. Investoři ovšem tuto skutečnost neberou v potaz a ruský rubl stále oslabuje, protože financování ruských firem především po uvalení sankcí západu je obtížné.

### Reakce a opatření

#### **A) Změna regionálního rozložení**

Postupná změna struktury portfolia směrem k nižšímu riziku a volatilitě (kolísavosti) započala již v závěru roku 2012, kdy jsme výrazně snížili podíl ruských dluhopisů z 55% na méně než 40% NAV. Od té doby podíl ruských dluhopisů dále postupně klesal až k dnešní hodnotě 31% (včetně započtení závazného odkupu dluhopisů Evraz emitentem, který bude vypořádán v průběhu ledna).

#### **B) Výběr fundamentálně zdravých emitentů**

Neméně důležitou složkou dlouhodobé investiční strategie je výběr dluhopisů fundamentálně zdravých firem tak, aby riziko nesplacení bylo minimalizováno. V průběhu roku 2014 (zejména pak v létě) jsme z portfolia odprodávali dluhopisy emitentů kapitálově náročných na externí kapitál a nahrazovali je bonitnějšími dluhopisy, zejména pak exportně zaměřených firem s nízkým zadlužením.

Obecně platí, že preferujeme dluhopisy firem s nízkou (nejlépe klesající) zadlužeností a vysokou (a stabilní) ziskovostí a tvorbou cash-flow. V případě ruských dluhopisů navíc upřednostňujeme dluhopisy firem, které:

- budou profitovat z oslabení rublu tím, že firemní náklady jsou převážně v rublech a výnosy převážně v cizí měně (exportéři). Příkladem takových firem jsou zejména producenti a vývozcí oceli, ropy a hnojiv. Exportně zaměřené firmy představují ve fondu třetinu ruských dluhopisů.
- Jsou zčásti vlastněny státem (tzv. kvazistátní firmy) a zároveň jsou pro něj strategicky důležité, takže pravděpodobnost státní pomoci v případě potřeby je vysoká. Příkladem takových firem jsou největší banky, Gazprom, Ruské státní dráhy, těžař diamantů Alrosa, firma Sovcomflot

vlastníci flotilu tankerů. Kvazistátní firmy představují přes čtvrtinu podílu ruských dluhopisů v portfoliu.

- c) Mají kapitálově silného vlastníka, který by v případě potřeby dodal firmám kapitál. Příkladem jsou např. dluhopisy Alfa Bank. Dluhopisy těchto firem představují téměř čtvrtinu ruských dluhopisů.

### **C) Řízení průměrné durace**

Aktivní správa se projevila ve snižování citlivosti fondu na kurzotvorné tržní události. Snižování probíhalo především pomocí durace a doby do splatnosti dluhopisového portfolia. Průměrná durace během roku 2014 poklesla z hodnoty 1,8 na aktuálních cca 1,60, což je výrazně pod dlouhodobým průměrem 2,3 a zároveň v blízkosti šestiletého minima. To se projevuje i na splatnosti dluhopisů, kdy dluhopisy s dobou splatnosti nad 3 roky činí pouze 15% NAV. To znamená, že drtivá většina dluhopisů je splatná za nominální hodnotu v časovém horizontu 1 až 3 roky.

### **Výhled**

Vzhledem k výše popsaným opatřením považujeme riziko zhoršení ekonomické situace firem, jejichž dluhopisy držíme v portfoliu, za podstatně omezené. Navíc držíme dluhopisy s velmi krátkou dobou splatnosti, tudíž současný pokles ceny dluhopisů je zapříčiněn spíše nízkou likviditou a negativním sentimentem než fundamentálním opodstatněním. Navíc ruská centrální banka snižuje riziko nesplacení fondem držených dluhopisů, protože v současné době podporuje finanční systém a strategické firmy následujícími opatřeními:

- ruské banky získávají likviditu od ruské centrální banky s cílem zajistit financování ruským firmám
- pro udržení kapitálové přiměřenosti ruský stát navýšil kapitál bank úpisem nových akcií,
- strategicky důležité firmy mohou dostat úvěr přímo ze státního fondu bohatství.

Z výše uvedeného tedy považujeme, že krátkodobě sice nejsme schopni ovlivnit zvýšenou volatilitu (kolísavost fondu), nicméně věříme, že při dodržení investičního horizontu 3-5 let se projeví fundamentální síla námi držených dluhopisů. Proto považujeme investici do Fondu korporátních dluhopisů za atraktivní, zejména pak po jejich posledním poklesu.

#### ***Daniel Kukačka***

*Portfolio manažer Fondu korporátních dluhopisů ČP INVEST  
Generali PPF Asset Management*

#### ***Michal Valentík***

*Hlavní investiční stratég ČP INVEST*