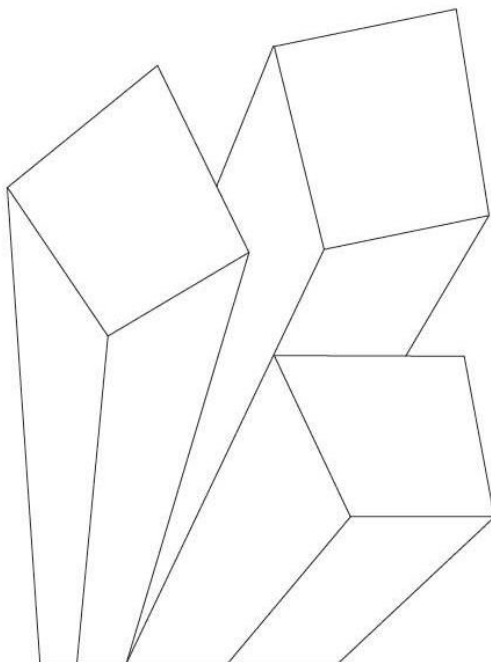


Dluhopisy a kredit: jak investovat při klesajících sazbách

Téma čtvrtletí

Q1 2024



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

Dluhopisy a kredit: jak investovat při klesajících sazbách

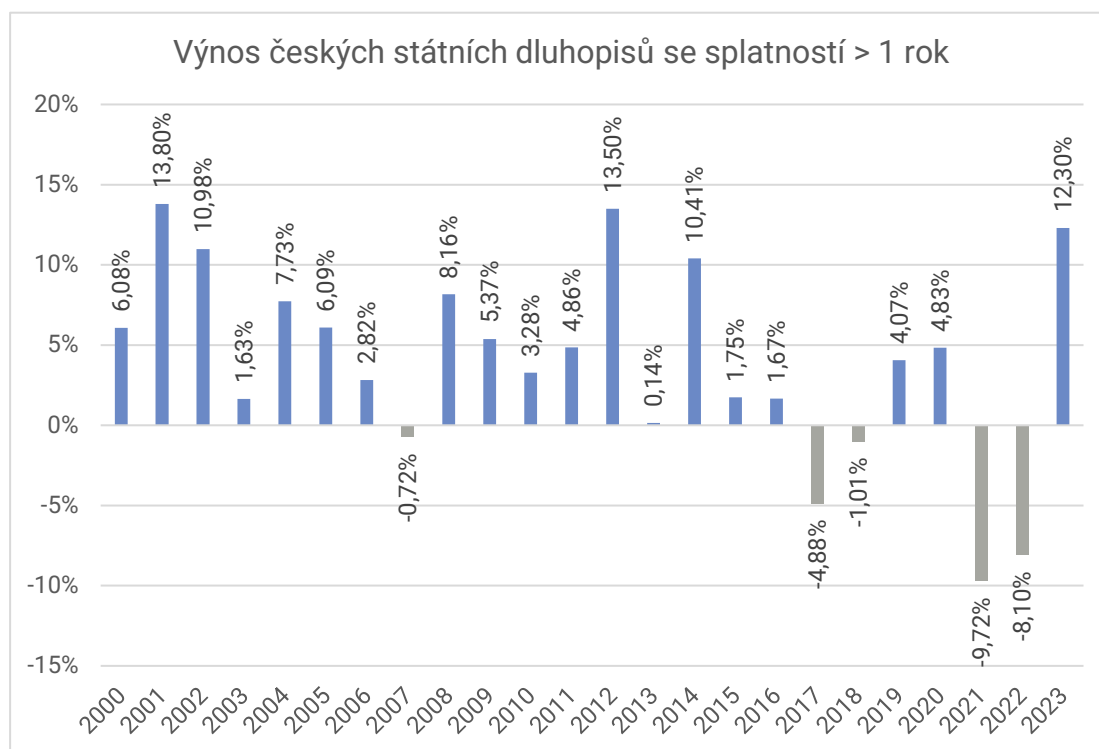
S prvními poklesy úrokových sazeb ze strany centrálních bank se v médiích čím dál častěji setkáváme s názory, že nyní je nejlepší čas přesunout peníze z vysoce úročených spořicíků účtů a termínovaných vkladů do dluhopisových fondů. Ve společnosti EMUN se domníváme, že nejlepší doba na přesun do dluhopisů je bohužel již za námi. Snadné peníze již byly vydělány. Trh dluhopisů nicméně považujeme stále za atraktivní. Chceme-li však dosáhnout vyšší výnos, musíme se podívat za hranice českých státních dluhopisů.

Období klesajících úrokových sazeb v ČR začalo

Bankovní rada ČNB na svém pravidelném zasedání dne 20. 3. přistoupila k dalšímu snížení úrokových sazeb na 5,75 %. Ještě na začátku prosince minulého roku se přitom sazby pohybovaly na 7,0 %. Příčinou poklesu je samozřejmě dezinflace. Únorová inflace poklesla na 2,0 %, což je dlouhodobý inflační cíl ČNB. V březnu se meziroční inflace udržela na 2 % cíli. Do konce roku bude politika snižování úrokových sazeb pokračovat. Nejnovější prognóza ČNB počítá v posledním čtvrtletí roku s 3M PRIBOR sazbou na úrovni kolem 2,93 %. Po razantním březnovém snížení očekáváme, že na každém dalším zasedání dojde ke snížení sazeb alespoň o 25 bazických bodů.

České banky rychle promítnou pokles sazeb do depozitních produktů. Řada z nich začala snižovat úročení již v předstihu. Trh dluhopisů reaguje na změny monetární politiky ještě rychleji.

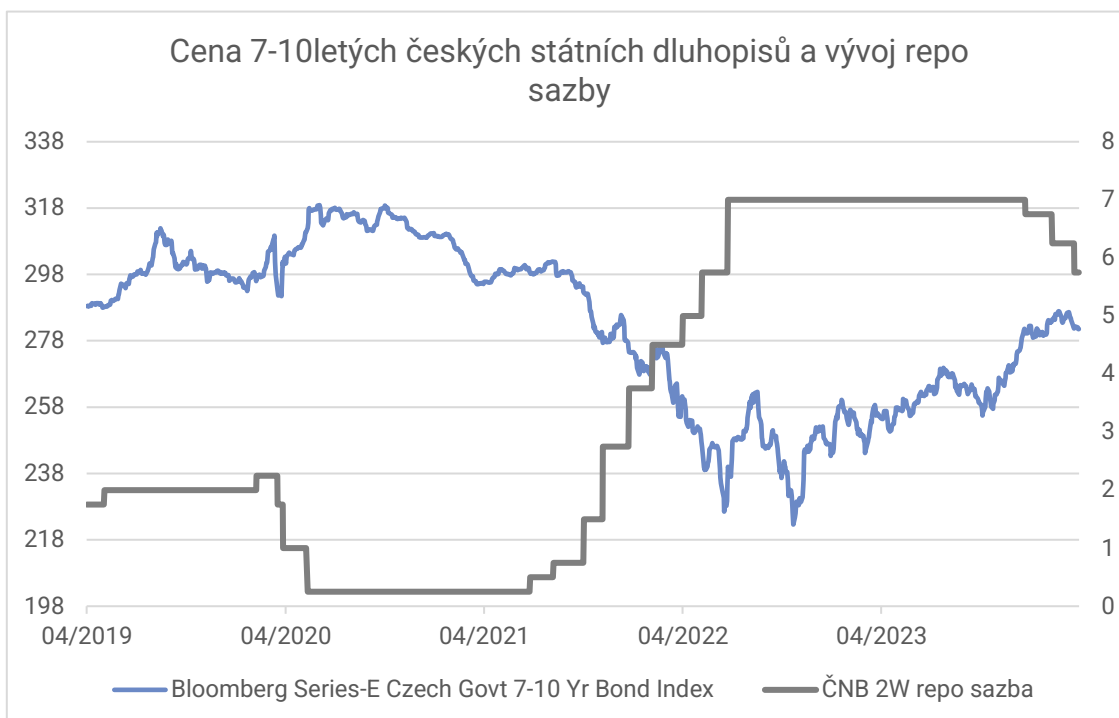
Minulý rok byl z hlediska výnosů pro držitele českých státních dluhopisů jedním z nejlepších v historii. Dluhopisy vynesly investorům 12,3 %, což je druhý nejlepší výsledek za posledních dvacet let.



S růstem cen však přirozeně poklesl i výnos do splatnosti. Výnos desetiletých českých státních dluhopisů se na počátku roku snížil z 5 % k 3,7 % a přiblížil se tak svému dvacetiletému průměru ve výši 2,86 %. Vyčerpala se tím část jejich výnosového potenciálu.



Od poloviny března nicméně výnosy opět rostou (tzn. ceny klesají) a spolu s nimi i atraktivita státních dluhopisů. Na konci března se vyšplhaly zpět ke 4 % a pokračují v růstu.

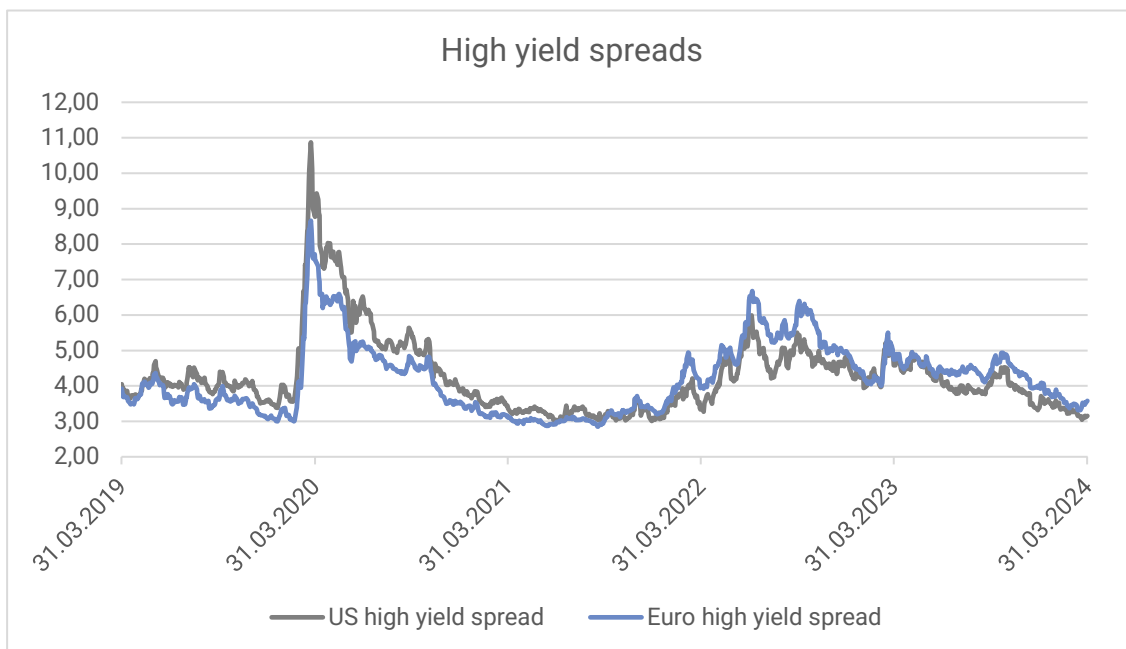


V letošním roce počítáme i nadále s kladným výnosem českých státních dluhopisů, který však bude výrazně nižší než v roce minulém. Domníváme se, že v nejbližších měsících nás na trhu dluhopisů čeká období zvýšené volatility. Příčinou budou zejména data o inflaci, geopolitická rizika (například blížící se prezidentské volby ve Spojených státech, vývoj války na Ukrajině nebo napětí na Blízkém východě) a vývoj v klíčových ekonomikách (pro Českou republiku je zásadní zejména vývoj jejího největšího obchodního partnera Německa).

Pokles sazeb nás čeká v Evropě i USA

Situace v zahraničí je ve srovnání s Českou republikou mírně odlišná. ČNB byla v roce 2021 jednou z prvních, která zareagovala na prudký růst inflace zvyšováním úrokových sazeb. Nyní je jednou z prvních, která sazby snižuje. Centrální banky v USA a v eurozóně prozatím vyčkávají, dokud se dezinflační tlaky definitivně nepotvrdí. Velmi dobře si uvědomují chyby svých předchůdců ze sedmdesátých let, kdy předčasné vyhlášení vítězství v boji s inflací vedlo k ukvapenému poklesu sazeb a návratu inflačních tlaků. Je však pravděpodobné, že FED i ECB začnou se snižováním sazeb již v tomto roce. Vyšší pravděpodobnost vidíme v případě eurozóny. Inflace v obou regionech klesá. Evropa se navíc potýká se slabým ekonomickým růstem.

S tímto scénářem počítají i finanční trhy. Investoři očekávají, že úrokové sazby v USA poklesnou na konci roku ze současných 5,25 % - 5,50 % na 4,75 % až 5,0 %. V Evropě by se na konci roku měly pohybovat na úrovni kolem 3,0 % až 3,25 % (v současnosti 4,0 %). Očekávání se přirozeně propisují i do výnosů státních a korporátních dluhopisů. Zejména v případě korporátních dluhopisů jsme byli svědky prudkého poklesu kreditních marží. A to v případě dluhopisů s investičním i spekulativním ratingem (viz níže). Spekulativní dluhopisy nám v současnosti jako celek nepřípadají příliš atraktivní. V této oblasti je třeba být velmi selektivní.



Do budoucna se však situace může změnit. Obzvláště v Evropě, kde v roce 2026 nastane splatnost téměř čtvrtiny firemních dluhopisů neinvestičního stupně denominovaných v eurech. To představuje objem 80 miliard EUR. S touto blížící se „maturitní zdí“ eurových dluhopisů se budou bezpochyby objevovat zajímavě úročené emise. Firmy budou pod větším tlakem, aby refinancovaly své finanční závazky a budou tudíž ochotny zaplatit vyšší výnos. Aktivní správa poskytuje dostatečnou flexibilitu k využívání podobných příležitostí.

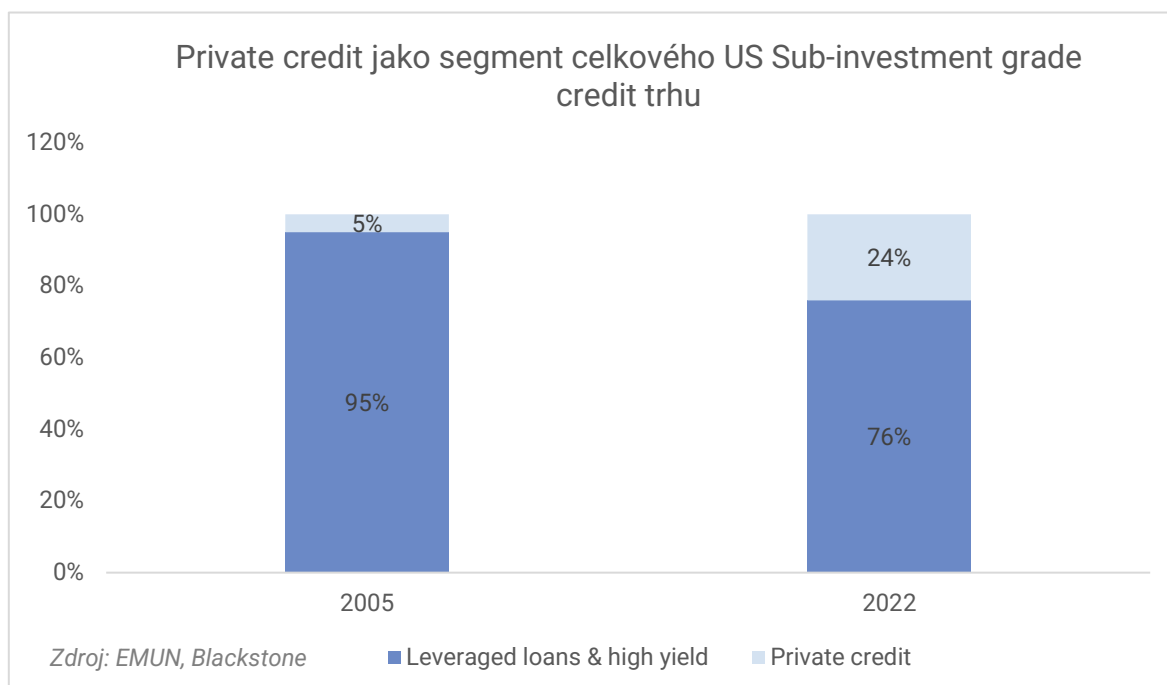
Kde hledat zajímavé výnosy?

Pokud hledáte zajímavé výnosy na trzích dluhopisů, pak se vyplatí nezaměřovat svou pozornost pouze na segment českých státních dluhopisů. K dosažení nadprůměrných výnosů je třeba rozšířit portfolio o další nástroje dluhového trhu a v ideálním případě se podívat i do zahraničí. Dluhopisové trhy mimo ČR nabízí mnohem širší paletu investičních nástrojů, mezi nimiž lze vybírat zajímavé investiční příležitosti.

Například aktuálně jsou výnosy střednědobých a dlouhodobých vládních dluhopisů Spojených států vyšší než jejich českých protějšků.

Atraktivní nám v současnosti připadá zejména segment private credit, s nímž se investoři v běžných dluhopisových fondech v České republice setkají jen výjimečně. Oblast private credit nabízí tradičně vyšší výnosy než dluhopisy obchodované na veřejných trzích. Private credit může často zároveň nabídnout i vyšší míru zajištění dluhu, silnější covenanty a vyšší flexibilitu v případě bilaterálních jednání dlužník-věřitel, pokud se dostane dlužník do potíží. Do oblasti private credit se zároveň propisují nižší kreditní marže s jistým zpožděním, což nám obzvláště nyní připadá atraktivní.

Co stojí za dlouhodobě vyššími výnosy private credit? Po finanční krizi v roce 2008-2009 došlo k výraznému zpřísnění finanční regulace, což mělo negativní dopady na trh dluhopisů i na úvěrovou aktivitu bank. Možnosti pro získání úvěrů se pro řadu firem zhoršily. Výpadek začal rychle nahrazovat soukromý kapitál v podobě private equity fondů. Tyto fondy jsou schopné si zajistit v rámci bilaterálních dohod se společnostmi atraktivní podmínky poskytnutých úvěrů. S růstem úrokových sazeb ve světě došlo k dalšímu omezení úvěrové aktivity bank, které očekávaly zhoršení kreditní kvality dlužníků. Čím déle trvá období vyšších úrokových sazeb, tím hůře pro firmy. Mnohé proto zaměřily pro kapitál do oblasti private equity.



Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Výkonnost	16,6%	3,1%	21,5%	15,9%	8,1%	2,4%	9,7%	13,2%	5,8%	3,1%	2,8%	18,2%	1,4%	5,1%

Pozn. Výkonnost Bloomberg Debt Private Equity Indexu

Ve Spojených státech se navíc k vyšším sazbám přidaly problémy regionálních bank, které patří mezi klíčové zdroje pro financování malých a středně velkých firem. V minulém roce několik z nich zkrachovalo, jiné byly převzaty jejich většími konkurenty. Celý sektor se následně dostal do hledáčku regulátorů, jejichž primárním cílem je stabilizace sektoru a redukce rizika v budoucnu. Banky tudíž snižují váhu rizikových aktiv ve svých bilancích a zbavují se i části svého úvěrového portfolia, z čehož těží private credit fondy. Pokles tradiční úvěrové aktivity bank je obecně dlouhodobý trend. V reportu „[The Secular Decline of Bank Balance Sheet Lending](#)“ například autoři odhadují, že mezi lety 1970 až 2023 poklesl podíl privátních úvěrů na rozvahách bank ze 60 % na 35 %. Podíl úvěrů na aktivech bank se snížil ze 70 % na 55 %.

Oblasti private creditu se daří i v Evropě. Mnohé evropské banky v posledních letech snižují ve svých bilancích expozice vůči rizikovým aktivům a navyšují svůj kapitál. Eurozóna se navíc potýká s vyššími sazbami a ekonomikou na pokraji recese, což se přirozeně projevuje i na úvěrové aktivitě. To opět přeje private creditu. Například data společnosti KKR ukazují, že transakce financované prostřednictvím přímých půjček rostou v Evropě na významu. Mezi roky 2020 a 2023 vzrostl podíl private creditu na trhu syndikovaných úvěrů z 27 % na 56 %.

Ve společnosti EMUN jsme přesvědčeni, že nejlepší doba na přesun do dluhopisů je bohužel již za námi. Snadné peníze již byly vydělány. Trh dluhopisů nicméně stále považujeme za atraktivní. Domníváme se, že prostředí vyšší volatility na trzích dluhopisů bude nahrávat aktivní správě (namísto strategie „kup a drž“). Těžit by z něj měli zejména portfolio manažeři, kteří mají ve svých fondech dostatečnou flexibilitu (jednak geografickou, ale i co do širě dostupných dluhových investičních nástrojů) a nejsou příliš svazováni regulací a jinými limity. Ve fondu EMUN Fixed Income, který výše uvedenou flexibilitu poskytuje, se nyní zaměřujeme na private credit a pozvolna navyšujeme duraci prostřednictvím opět atraktivnějších státních dluhopisů.