

NN (L) Emerging Markets Debt (HC)

Dolarový dluhopisový fond s širokou globální diverzifikací portfolia v rámci rozvíjejících se trhů a zaměřením na emise v tvrdé měně. Překonává konkurenci hlavně v době, kdy se EM dluhopisům daří.

Společnost NN Investment Partners nabízí v ČR kromě širokého spektra akciových fondů i několik smíšených fondů a vcelku početnou skupinou různě rizikových dluhopisových fondů. Níže si představíme dluhopisový fond zaměřený na převážně dolarové dluhopisy z globálního spektra rozvíjejících se trhů.

ŠIROKÁ DIVERZIFIKACE DO VŠECH EM REGIONŮ

NN (L) Emerging Markets Debt (Hard Currency) investuje jako dolarový dluhopisový fond do konkrétních dluhových nástrojů (dluhopisů, pokladničních poukázek, certifikátů) obchodovaných v rozvíjejících se zemích po celém světě a denominovaných v měnách členských států OECD, přednostně USD. Svou výkonnost porovnává s globálním benchmarkem pro EM dluhopisy

JPM EMBI Global Diversified. Tomu odpovídá velice široká geografická diverzifikace portfolia do všech myslitelných EM regionů od Asie přes Afriku a Střední východ, střední a východní Evropu až po Jižní a Střední Ameriku, stejně jako dominantní zastoupení státních a jim podobných dluhopisů oproti doplňkové roli korporátních dluhopisů. Vedle základní dolarové bude mít fond brzy k dispozici také měnově zajištěnou korunovou třídu.

Investiční proces vychází z hledání zdrojů nadvýkonnosti ve čtyřech základních krocích. Průzkum atraktivnosti tříd aktiv stylem shora dolů (top-down) určuje celkový postoj fondu k tržnímu riziku, odrážející se mj. v průměrné duraci portfolia. Manažerský tým zde sleduje jak globální tržní a ekonomické prostředí, tak i fundamenty, valuační a technické faktory. Druhý přístup představuje hodnocení kreditní kvality zemí na základě ekonomických a fiskálních ukazatelů i kvality institucí a politických procesů. Výsledkem je bodový žebříček jednotlivých zemí, který se následně porovnává s rizikovými premii (kreditními spready) jejich dluhopisů za účelem identifikace relativní hodnoty a citlivosti spreadů na změny tržní

ho prostředí. Fond obecně investuje do zemí spíše s nižší až střední úrovní HDP, které prošly určitými hospodářskými reformami a kde lze vyhodnotit specifická politická a ekonomická rizika. Následuje analýza výnosových křivek dluhopisů vybraných zemí s cílem identifikovat možné tržní neefektivnosti, např. tendenci některých investorů preferovat určité splatnosti bez fundamentálního opodstatnění nebo nelikvidní segmenty křivek. Nakonec přichází na řadu analýza konkrétních emisí, v rámci níž se posuzuje adekvátnost jejich ocenění ve srovnání s podobnými emisemi z hlediska velikosti, likvidity a vyplácení kupónů.

Plusy a minusy

- + Výrazně překonává průměr konkurence, za benchmarkem zaostává jen málo
- + Široká diverzifikace portfolia do mnoha rozvíjejících se zemí a dluhopisových pozic
- Vyšší volatilita než index i konkurenční fondy

Data fondu

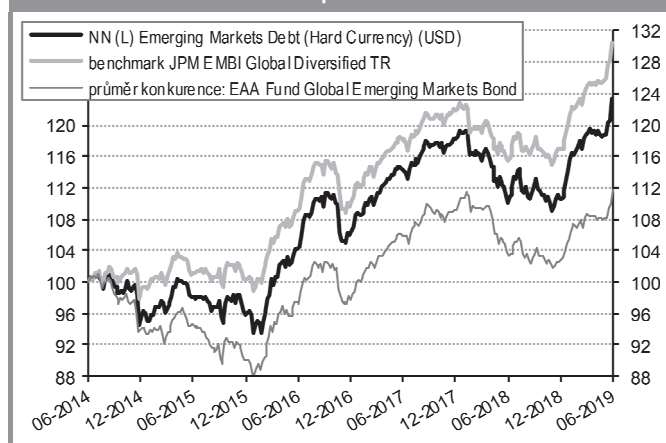
Velikost fondu k 31.5.	5 246 mil. USD
Daňový domicil	Lucembursko
ISIN	LU0555020303: USD
Typ fondu	dluhopisový – globální rozvíjející se trhy
Typ výnosu	kapitalizační
Vznik fondu	duben 2011
Vstupní poplatek	2,5 %
Manažerský poplatek	1,20 % (OCF 1,52 %)
Benchmark	J.P. Morgan Emerging Market Bond (EMBI) Global Diversified TR
Minimální investice	1 000 USD

Řízení rizik zajišťuje fond komplexně v rámci popsané investiční strategie i monitorování ex ante odchylky od benchmarku (tracking error). Usiluje také o výraznou diverzifikaci portfolia při vysokém počtu držených titulů, obvykle nad 250.

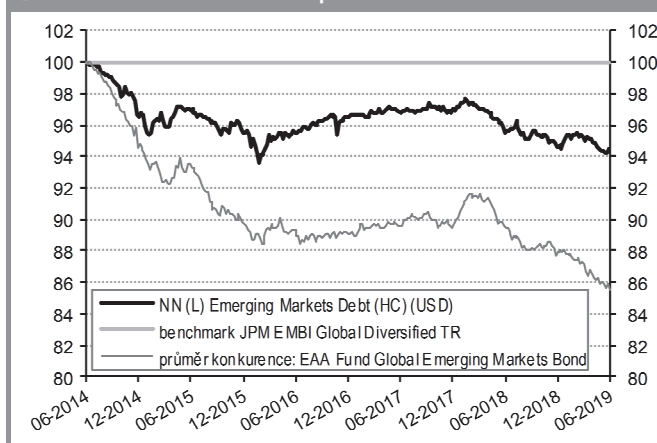
Tab. 1: Země s nejvyšší váhou k 31.5.

USA	15,6 %	Mexiko	3,4 %
Egypt	4,2 %	Ekvádor	3,1 %
Čína	4,1 %	Brazílie	2,9 %
Argentina	4,1 %	Libanon	2,7 %
Ukrajina	3,9 %	ostatní a hotovost	55,9 %

Graf 1: Fond a konkurence proti indexu – absolutně v USD



Graf 2: Fond a konkurence proti indexu – relativně



Tabulka 2: 10 největších pozic k 31.5.

1MDB Global Investments 4.400% 2023-03-09	2,4 %
Russian Federation RegS 5.250% 2047-06-23	1,3 %
Republica Orient Uruguay 4.975% 2055-04-20	1,2 %
State of Qatar RegS 4.817% 2049-03-14	1,2 %
Republic of Egypt MTN RegS 5.625% 2030-04-16	1,1 %
Petroleos Mexicanos MTN 6.750% 2047-09-21	1,1 %
Republic of Ecuador RegS 8.875% 2027-10-23	1,1 %
Lebanese Republic RegS 7.250% 2037-03-23	1,0 %
Petroleos Mexicanos 6.500% 2029-01-23	0,9 %
Dominican Republic Regs 7.450% 2044-04-30	0,9 %
celkem	12,2 %

Tabulka 3: Portfolio dle ratingu k 31.5. a podle splatnosti k 30.4.

AA	2,5 %	0 až 1 rok	11,0 %
A	3,6 %	1 až 3 roky	5,5 %
BBB	22,9 %	3 až 5 let	14,9 %
BB	15,2 %	5 až 7 let	6,8 %
B	41,7 %	7 až 10 let	22,4 %
ostatní a NR	6,9 %	10 až 20 let	9,4 %
hotovost	7,3 %	20 a více let	30,0 %

PŘEVAHA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ A DLOUHÝCH SPLATNOSTÍ

Tabulka 1 ukazuje, do kterých zemí portrétovaný fond nejvíce investoval koncem května. Vzhledem k likvidním kotacím řady dolarových EM dluhopisů na amerických burzách vedou USA. Fond totiž pokrývá široké spektrum mnoha desítek rozvíjejících se zemí, z nichž ne všechny nabízejí dobré podmínky k obchodování s (dluhovými) cennými papíry, čemuž odpovídá i vysoký podíl nezahrnutých zemí v tabulce 1. Pokud jde o regionální původ emitentů, podílely se koncem dubna na portfoliu 33 % Latinská Amerika, 33 % Evropa, Střední východ a Afrika (EMEA zahrnující mj. CEE), 12 % Asie a rovněž 12 % Eura-

sijská unie (EEU zahrnující mj. Rusko, Kazachstán a Bělorusko). Asie tak má mnohem menší váhu, než je zvykem u akciových fondů na globální EM. Zbytek portfolia připadá hlavně na hotovost. Státní dluhopisy tvořily koncem dubna 62 %, kvazi státní a obdobné dluhopisy 21 %, zatímco korporátní dluhopisy jen 8 % majetku fondu.

Podle tabulky 3 se portrétovaný fond vyznačuje jasnou převahou dluhopisů spekulativního pásma (asi 60 %) nad dluhopisy investičního pásma (29 %) a dále silným pokrytím nejdelších splatností nad 10 let (39 %) i delších splatností 5 až 10 let (29 %), zatímco kratší splatnosti dost upozaďuje (24 % mimo hotovost). S uvedeným složením souvisí i vyšší průměrný výnos do splatnosti portfolia 6,6 % p.a. a průměrná modifikovaná durace portfolia 7,3.

ROSTOUCÍ TRH MU SVĚDČÍ

Grafy 1 a 2 srovnávají 5letou dolarovou výkonnost portrétovaného fondu, jeho benchmarku (vyjádřeného indexem celkové návratnosti včetně reinvestování kupónů) a průměru konkurence globálních dluhopisových fondů na EM a tvrdou měnu z databáze Morningstar. Fond sice za benchmarkem celkově zaostal, ale jen mírně – relativní ztráta 5,5 % po 5 letech v grafu 2 je nižší, než by odpovídalo negativnímu efektu nákladovosti fondu OCF, což považujeme za úspěch. Na rostoucím trhu a v příznivém prostředí pro EM od února 2016 do ledna 2018 dokonce fond benchmark lehce překonával, i když během tržních poklesů utrpěl poněkud výraznější ztráty. Průměr kon-

Kvantitativní ukazatele fondu (data k 20.6.19)

	fond	index
Výkonnost v USD		
1 rok (od 20.6.18)	12,0 %	13,1 %
2 roky (od 20.6.17)	8,0 %	10,6 %
3 roky (od 20.6.16)	18,5 %	19,7 %
5 let (od 20.6.14)	23,4 %	30,5 %
5 let p.a.	4,3 %	5,5 %
Riziko (perioda 3 roky do 6/2019)		
Volatilita p.a.	6,6 %	5,7 %
Beta	1,14	index
Beta bear	1,13	index
Alfa (anualizovaná)	-1,1 %	index
Korelace	0,98	index
Max. pokles – měsíc	-4,4 %	-4,1 %
Max. pokles – rok	-6,8 %	-4,8 %
Max. pokles/nutný růst	-8,0 % / 8,7 %	-5,5 % / 5,9 %

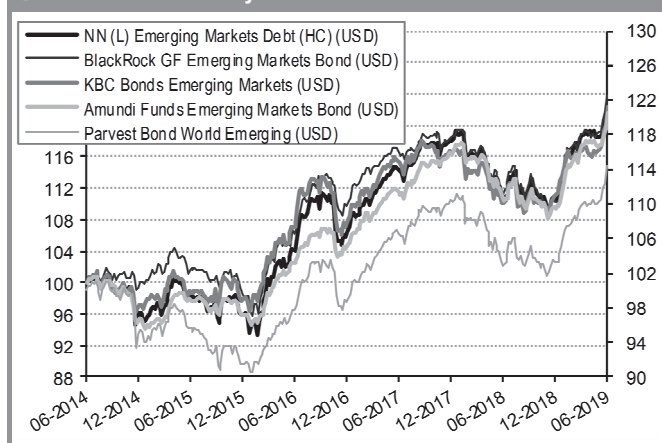
Výpočty z prodejních cen v USD, případné dividendy reinvestovány. Vysvětlení ukazatelů viz strana 24.

kurence však zdolal signifikantně díky značnému náskoku po většinu sledovaného období až na srovnatelnou výkonnost od podzimu 2016 do podzimu 2017 a následnou krátkou podvýkonnost do března 2018.

Oproti dostupným konkurentům v grafech 3 a 4 zaznamenal NN (L) Emerging Markets Debt (Hard Currency) druhou nejsilnější 5letou výkonnost v zobrazené pětici s tím, že na dostatečném horizontu si jednotlivé fondy vedly víceméně podobně až na počáteční zaostávání fondu Parvest do září 2016. Portrétovaný fond však při mírně delší duraci portfolia než u většiny srovnávaných konkurentů (mimo BlackRock) a tendenci získávat náskok na rostoucím trhu vykazuje také nejvyšší volatilitu.

NN (L) Emerging Markets Debt (Hard Currency) uvítají spíše dynamičtější investoři sledující vyšší výnosy na delším horizontu. Váha fondu v dluhopisové složce by však ani u nich neměla přesáhnout 25 %. ■

Aleš Vocilka

Graf 3: Srovnání s vybranou konkurencí – absolutně v USD

Graf 4: Srovnání s vybranou konkurencí – relativně
