

# NN (L) International Czech Bond

**Dluhopisový fond s dominantní expozicí na státní dluhopisy ČR. Při dlouhé duraci kolísá výrazněji oběma směry než konkurence. Současná krize mu poskytuje příležitost ke zhodnocení a náskoku.**

Společnost NN Investment Partners nabízí tuzemským investorům kromě širokého spektra akciových a několika smíšených fondů také skupinu různě rizikových dluhopisových fondů. Níže si představíme známý korunový dluhopisový fond zaměřený na státní dluhopisy ČR, který eliminuje měnové riziko a drží v rozumných mantinelech kreditní riziko.

## NADSTANDARDNÍ DURACE

NN (L) International Czech Bond investuje do likvidních korunových dluhopisů s ratingem v investičním stupni, emitovaných především českým státem nebo ČNB a okra-

kově i firmami působícími v ČR nebo českými pobočkami zahraničních společností, případně obcemi či jinými státy. Minimálně zastoupené nekorunové (eurové) pozice zajišťuje vždy do koruny. Svou výkonnost srovnává s benchmarkem, kterým je index českých státních dluhopisů ICE BofA Merrill Lynch Czech Government. I když může fond obsahovat i mimobenchmarkové pozice, většinou se celkovým složením portfolia od indexu zásadně neodchyluje. Důsledkem je dlouhodobá dominance státních dluhopisů ČR a obvykle značná modifikovaná durace portfolia odpovídající indexu – nyní blízko hodnoty 7. NN (L) International Czech Bond v tomto ukazateli běžně překonává konkurenční fondy s významným pokrytím státních dluhopisů ČR. Vyplyvající velké úrokové riziko zmiňuje úrokovými swapy.

Kritéria pro výběr dluhopisů do portfolia vycházejí z požadavků na vysokou kreditní kvalitu i zajímavé úročení nebo sektorovou rozmanitost emitentů. Stěžejní roli hraje predikce změny tvaru a posunu korunové výnosové křivky na základě výhledu portfolio managementu na dluhopisové trhy obecně i podle vývoje důležitých makroe-

konomických veličin včetně inflace a úrokových sazeb nejen v ČR. Očekávaný pohyb korunové výnosové křivky slouží ke stanovení průměrné splatnosti držených dluhopisů s cílem dosahovat dlouhodobě kladné výkonnosti za cenu krátkodobých až střednědobých výkyvů. Průměrná durace portfolia se pohybuje v rozmezí  $\pm 2$  roky oproti úrovni benchmarku.

### Plusy a minusy

- + Šance na výrazné zhodnocení v případě zpomalení inflace v ČR
- + Korunová investice bez měnového rizika
- Vysoká volatilita ve srovnání s konkurencí
- Slabá diverzifikace, dominují dluhopisy ČR

### Data fondu

Velikost fondu k 31.3.	5 866 mil. CZK
Daňový domicil	Lucembursko
ISIN	LU0082087437
Typ fondu	dluhopisový: ČR
Typ výnosu	kapitalizační
Vznik fondu	srpen 1997
Vstupní poplatek	max. 2,5 %
Manažerský poplatek	1,0 % (OCF 1,30 %)
Benchmark	ICE BofA Merrill Lynch Czech Government
Minimální investice	500 CZK

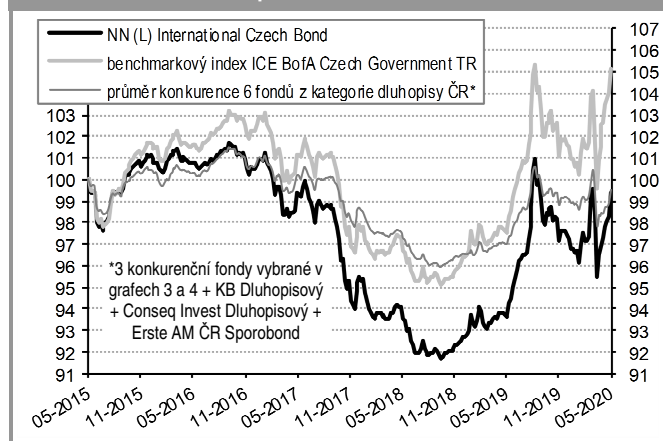
## DLUHOPISY ČR AŽ 90 %

Tabulka 1 ukazuje složení portfolia portretovaného fondu z konce března podle země původu a sektorů zastoupených emitentů. Potvrzuje se jednoznačná expozice fondu do státních dluhopisů ČR, dosahující téměř 90 %. Mimo ně zaujímají v portfoliu okrajové místo dluhopisy finančních společností, popř. průmyslových a energetických podniků. Malou část emisí reprezentují zahraniční společnosti především ze západní Ev-

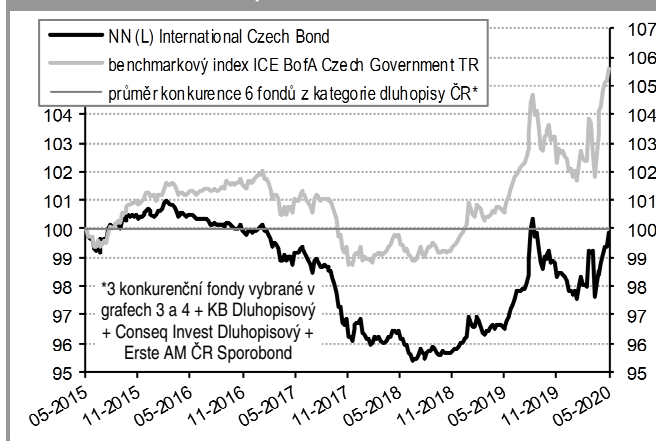
Tabulka 1: Portfolio podle zemí a sektorů k 31.3.

země	podíl	sektor	podíl
Česko	94,6 %	vláda: pokladny	89,4 %
Rakousko	1,8 %	finančnictví	5,9 %
Německo	1,3 %	průmysl	1,7 %
Lucembursko	1,0 %	energie	1,5 %
Francie	0,8 %	ostatní sektory	1,0 %
nadnárodní	0,3 %	nadnárodní	0,3 %
hotovost	0,2 %	hotovost	0,2 %
<b>celkem</b>	<b>100 %</b>	<b>celkem</b>	<b>100 %</b>

Graf 1: Fond a index proti konkurenci – absolutně v CZK



Graf 2: Fond a index proti konkurenci – relativně



Tabulka 2: 10 největších pozic k 31.3.

Czech Rep.	0.750%	2021-02-23	13,1 %
Czech Rep.	4.200%	2036-12-04	11,8 %
Czech Rep. RegS	2.400%	2025-09-17	11,4 %
Czech Rep. RegS	1.000%	2026-06-26	10,3 %
Czech Rep.	2.500%	2028-08-25	8,6 %
Czech Rep. RegS	4.850%	2057-11-26	7,9 %
Czech Rep.	2.750%	2029-07-23	7,5 %
Czech Rep. RegS	0.450%	2023-10-25	7,3 %
Czech Rep.	2.000%	2033-10-13	4,6 %
Czech Rep. RegS	3.750%	2020-09-12	3,3 %
<b>celkem</b>			<b>85,8 %</b>

Tabulka 3: Portfolio podle úrokové citlivosti a ratingu k 31.3.

citlivost na změnu sazby		rating	
do 1 roku	4,6 %	AAA	0,0 %
1 až 3 roky	6,9 %	AA	89,5 %
3 až 5 let	107,9 %	A	2,2 %
5 až 7 let	13,4 %	BBB	1,5 %
7 až 10 let	-46,8 %	BB	0,7 %
více než 10 let	14,0 %	NR	6,1 %
<b>celkem</b>	<b>100 %</b>	<b>celkem</b>	<b>100 %</b>

ropy. K zahrnutým českým firmám patří mj. Energetický a průmyslový holding.

Tabulka 2 ukazuje přehled 10 největších pozic fondu na konci března, tvořených vesměs státními dluhopisy ČR. Mají přitom rozdílné zbytkové splatnosti od krátkých, středních až po dlouhé. Fond podle tabulky 3 sleduje celkovou citlivost na změnu úrokové sazby odpovídající 3 až 5letým dluhopisům a také nízké kreditní riziko díky dominanci ratingového stupně AA, přiděleného českým státním dluhopisům.

Průměrná modifikovaná durace portfolia fondu dosahovala koncem března hodnoty 6,8 a průměrný výnos do splatnosti činil 1,6 % p.a. U benchmarku se jedná o téměř stejná čísla 6,9 a 1,5 % p.a.

### ZNAČNÝ POTENCIÁL

Grafy 1 a 2 srovnávají 5letou korunovou výkonnost portrétovaného fondu, jeho benchmarku ICE BofA Merrill Lynch Czech Government TR a průměru konkurence šesti korunových dluhopisových fondů s rovněž významným pokrytím státních dluhopisů ČR. Portrétovaný fond setrvale zaostával za benchmarkem při podobné kolísavosti, ale relativní ztráta na index -5,5 % za 5 let je menší, než by odpovídalo průměrné nákladovosti OCF 1,3 % p.a. To svědčí o kvalitním výběru dluhopisů do portfolia.

Jasně kontury má vztah výkonnosti fondu a průměru konkurence, prezentovaný i v tabulce kvantitativních ukazatelů. NN (L) International Czech Bond vychází s ohledem na uvedené rozdíly v investiční strategii jako mnohem kolísavější než většina konkurentů – vykazuje podstatně silnější zisky na rostoucím trhu a adekvátně výraznější ztráty na klesajícím trhu. V roce 2017 a v 1. pololetí 2018 mu stejně jako státním dluhopisům ČR uškodila kombinace zrychlování české inflace, ukončení devizových intervencí ČNB a zahájení delší etapy zvyšování úrokových sazeb ČNB v prostředí silného ekonomického růstu ČR s mzdovými tlaky. Situace se začala obracet od 2. pololetí 2018, kdy růst světové i české ekonomiky postupně zpomaloval vlivem obchodní války USA-Čína a ČNB zvolnila tempo zvyšování úrokových sazeb. Po přechodném 2. pololetí 2019 a začátku roku 2020, kdy inflace v ČR navzdory očekávaní zrychlila, udeřila koronavirová krize, jejíž dramatický světový průběh navedl ČNB od boje s inflací k nedávnému prudkému

Kvantitativní ukazatele fondu (data k 7.5.20)

	fond	průměr
<b>Výkonnost v CZK</b>		
1 rok (od 7.5.19)	6,2 %	2,6 %
2 roky (od 7.5.18)	5,7 %	2,1 %
3 roky (od 5.5.17)	0,1 %	-0,7 %
5 let (od 7.5.15)	-0,6 %	-0,5 %
5 let p.a.	-0,1 %	-0,1 %
<b>Riziko (perioda 5 let do 4/2020)</b>		
Volatilita p.a.	3,4 %	1,9 %
Beta	1,66	průměr
Beta bear	1,50	průměr
Alfa (anualizovaná)	0,0 %	průměr
Korelace	0,95	průměr
Max. pokles – měsíc	-2,4 %	-1,7 %
Max. pokles – rok	-7,0 %	-4,0 %
Max. pokles/nutný růst	-9,6 % / 10,6 %	-5,3 % / 5,6 %

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

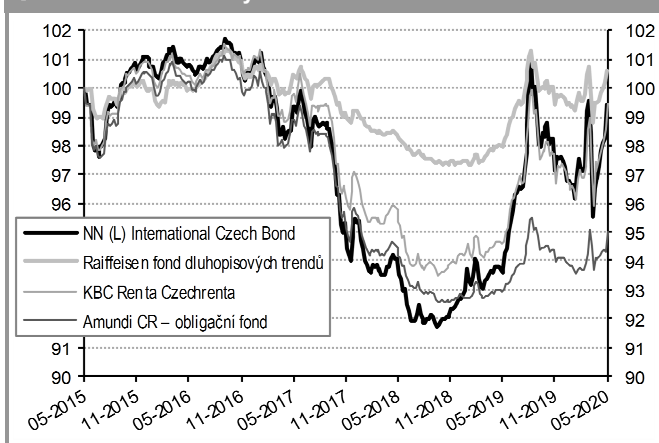
snížení základní úrokové sazby z únorových 2,25 % až na květnových 0,25 % p.a. Dluhopisy ČR tak dostaly nový impuls ke zhodnocení a portrétovaný fond k nadvýkonnosti.

Z vybraných konkurentů v grafech 3 a 4 se mu nadstandardní kolísavostí nejvíce blíží KBC Renta Czechrenta s modifikovanou durací 5,3 na konci března. Jde také o benchmarkový fond, který významně přizpůsobuje složení portfolia srovnávacímu indexu včetně trvale delší durace. Zbývající fondy Raiffeisen fond dluhopisových trendů a Amundi CR – oblihační fond ale žádný benchmark nesledují a mohou tak flexibilněji reagovat na tržní vývoj např. zkrácením durace.

NN (L) International Czech Bond představuje nyní zajímavou příležitost pro investory, kteří věří, že koronavirová krize ve světě ani ČR rychle neodezní a vyvolá značný útlum agregátní poptávky i další pokles korunové výnosové křivky. ■

**Aleš Vocílka**

Graf 3: Srovnání s vybranou konkurencí – absolutně v CZK



Graf 4: Srovnání s vybranou konkurencí – relativně

