



Investovanie do dlhopisových fondov

Ing. Miroslav Kmeťko, PhD.
Fakulta podnikového manažmentu
Ekonomická univerzita v Bratislave

Investor, ktorý má averziu k riziku a zároveň chce lepšie zhodnotiť svoj kapitál, si veľmi pravdepodobne zvolí dlhopisový fond. Tento typ fondu zvyčajne ponúka vyššie zhodnotenie ako peňažné fondy a nižšiu mieru rizika ako akciové fondy, pričom odporúčaná doba investovania do dlhopisových fondov presahuje jeden rok. Kľúčovým ukazovateľom pre charakteristiku dlhopisových fondov je durácia. Iný pohľad je z hľadiska štruktúry portfólia týchto fondov. Dlhopisové fondy nemusia investovať len priamo do dlhopisov, ale ich portfóliá môžu obsahovať aj iné finančné nástroje, ako sú iné dlhopisové fondy, ETF fondy a podľa zákona aj investície do akcií. Článok je zameraný na aktuálnu situáciu najpredávanejších dlhopisových fondov v SR s faktormi durácie a zloženia portfólia.

- 1 ETF je skratka pre Exchange Traded Fund.
- 2 <http://www.ass.sk/Default.aspx?CategoryId=31>
- 3 <http://ass.sk/Default.aspx?CategoryId=44>
- 4 Podľa www.ass.sk.
- 5 Koniec januára 2017.
- 6 http://www.tam.sk/att/64268/tam-dpf_201701_sk.pdf?inline=true
- 7 <http://www.vubam.sk/Documents/MonthlyReports/2017/01/ABF.pdf>
- 8 http://www.amslsp.sk/userfiles/managedpdfdocuments/edf_janu-ar_2017.pdf

Ak sa bežný investor rozhoduje zhodnotiť svoj kapitál, pokiaľ je to na dlhšie obdobie a s nižším rizikom, voľba pravdepodobne padne na dlhopisové fondy. Odporúčaná doba investovania pre tieto fondy je na úrovni troch až piatich rokov. Keďže ide o dlhopisy, je s tým spojené nižšie riziko ako v prípade investovania do akcií. Na webovom sídle Slovenskej asociácie správcovských spoločností (ďalej len SASS) nájde údaje o fondoch,² a tiež informáciu o tom, ktoré fondy sú charakterizované ako dlhopisové. Na základe týchto údajov by mohol predpokladať, že dlhopisové fondy majú duráciu svojho portfólia vyššiu ako jeden rok a že investujú priamo do dlhopisov. Aká je ale realita?

SASS vymedzuje dlhopisový fond ako „fond, ktorý trvalo investuje na trhu cenných papierov s vopred stanoveným úrokom, pričom tento fond nespĺňa kritériá definície fondu krátkodobých investícií. Doplnkové investovanie do akcií alebo alternatívnych investícií je možné, ale ich podiel spolu nesmie prekročiť 10 % aktív fondu. Dlhopisové fondy zahŕňajú aj indexové a garantované fondy viazané na dlhopisové indexy.“³ Hodnota durácie dlhopisového fondu by tak mala byť vyššia ako jeden rok.

Dlhopisový fond s najvyššími predajmi v SR,⁴ TAM – Dynamický dlhopisový fond, má duráciu

len 0,5 roka.⁵ Z piatich najväčších investícií tri smerovali do hypotekárnych záložných listov materskej banky. Tiež je dôležité upozorniť na to, že takmer 5,5 % investície je do iného podielového fondu⁶ v rámci finančnej skupiny, a to do dynamického dlhopisového podielového fondu spravovaného TAM. Piata najvyššia investícia je nákup ETF do SPDR BARCLAYS CAP. H. YIELD BOND F vo výške 4,7 %, pričom investovanie do ETF fondov je skôr investícia odrážajúca pasívne investovanie. Treba tiež upozorniť na fakt, že tento ETF je zameraný na dlhopisy s vysokým úročením, čo môže pre investorov znamenať vyššiu mieru zhodnotenia.

Druhý najviac predávaný fond s názvom VUB AM Active Bond Fund okrem toho, že neuvádza duráciu, väčšinu investícií smeruje do iných fondov. Až skoro 29 % týchto investícií smeruje do iných fondov Eurizon.⁷ Ďalších 4,78 % smeruje do fondov v rámci skupiny (VÚB AM Privátny eurový fond) a zvyšné významné investície sú v iných podielových fondoch. Informácia o tom, že investície budú smerovať do iných fondov, je uvedená v investičnom profile a charakteristike fondu.

Tretí najviac predávaný fond, SPORO Eurový dlhopisový fond, má priemernú duráciu na úrovni 2,90 roka.⁸ V rámci piatich najvyšších

Durácia

Durácia alebo priemerná doba do splatnosti dlhopisu je riziková miera vyjadrujúca približnú citlivosť dlhopisu na zmenu úrokovej miery. Inak povedané, je to približná percentuálna zmena ceny dlhopisu pri paralelnom pohybe časovej štruktúry úrokových mier o 100 bázičných bodov (1 percentuálny bod). Pohyb úrokovej miery a ceny dlhopisov je nepriamo úmerný – keď jedno klesá, druhé rastie. Pod pojmom durácia sa rozumejú Macaulayova durácia (Macaulay

duration) a modifikovaná durácia (modified duration), ktoré majú skoro rovnakú numerickú hodnotu, je však potrebné mať na pamäti koncepčný rozdiel medzi nimi. Macalayova durácia vyjadruje váženú priemernú dobu do prijatia peňažných tokov meranú v rokoch. Modifikovaná durácia je upravená verzia Macalayovej durácie, ktorá vyjadruje cenovú citlivosť a predstavuje percentuálnu zmenu v cene na jednotku zmeny vo výnose.



Portfólia štyroch najpredávanejších dlhopisových fondov (ku koncu januára 2017)

Názov investície	Typ investície	Stanovenie výnosnosti	Dátum splatnosti	Mena investície	Podiel investovaného kapitálu v %
TAM Dynamický dlhopisový fond					
TB HZL80 ¹	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,20 % p. a. ²	28. 10. 2019	EUR	7,3
TB HZL76	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,70 % p. a. ³	21. 11. 2017	EUR	6,9
TAM – Dynamický dlhopisový fond	Dlhopisový podielový fond	N/A ⁴	N/A	EUR	5,5
TB HZL81	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,25 % p. a. ⁵	29. 1. 2018	EUR	5,3
SPDR BARCLAYS CAP. H.YIELD BOND F.	Dlhopisový ETF	N/A	N/A	USD	4,7
VUB AM Active Bond Fund					
Eurizon EF Bond High Yield trieda Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	11,55
Eurizon EF Bond Corporate Eur Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	9,99
Eurizon EF Bond Emerging Markets Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR ⁶	7,39
iShares JPM Emerging Markets Bond	Dlhopisový ETF	N/A	N/A	USD	4,96
VÚB AM Privátny eurový fond	Podielový fond krátkodobých investícií	N/A	N/A	EUR	4,76
Nordea European HY Bond Fund	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,72
Deutsche Invest I Euro Corporate Bonds	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,56
NN L Emerging markets debt hard currency I Cap.	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	USD	4,56
HSBC GIF Euro High Yield Bond	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,43
Epsilon Fund Euro Bond I	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,02
SPORO Eurový dlhopisový fond					
Slovakia Government Bond 229	Dlhopis	Fixný kupón, 1,62 % p. a.	21. 1. 2031	EUR	4,21
HZL TB 82	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,30 % p. a.	25. 3. 2018	EUR	2,48
Bulgaria government bond	Dlhopis	Fixný kupón, 4,25 % p. a.	9. 7. 2017	EUR	2,10
HZL CSOB	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 1,2 % p. a.	30. 5. 2018	EUR	2,09
HZL SLSP	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 0,625 % p. a.	5. 11. 2020	EUR	2,08
VÚB AM Eurový fond					
EUR ISPIM Float	Dlhopis	Variabilný	18. 5. 2017	EUR	3,50
BTPS ⁷	Dlhopis	Fixný kupón, 5,25 % p. a.	1. 8. 2017	EUR	3,25
Spain government bond	Dlhopis	Fixný kupón, 5,5 % p. a.	30. 7. 2017	EUR	3,18
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,5 % p. a.	1. 2. 2018	EUR	2,98
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,0 % p. a.	1. 2. 2017	EUR	2,92
HZL CSOB	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 3,8 % p. a.	5. 4. 2017	EUR	2,34
Eurizon EF BD EUR Short Term LTE Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	1,88
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,75 % p. a.	1. 9. 2021	EUR	1,80
Intesa Sanpaolo	Dlhopis	Fixný kupón, 5,00 % p. a.	28. 2. 2017	EUR	1,34

1 TB HZL80 – Tatra banka hypotekárny záložný list č. 80 atď.

2 <https://www.tatrabanka.sk/att/5413859/emisne-podmienky-tb80.pdf>

3 <https://www.tatrabanka.sk/att/5413850/suhrnny-dokument-hzl-tb-76-z-28-3-2014.pdf>

4 N/A – nie je stanovené.

5 <https://www.tatrabanka.sk/att/5413862/emisne-podmienky-hzl-81.pdf>

6 Väčšina investícií je v USD.

7 BTPS – Buoni del Tesoro Poliannuali, talianske štátne dlhopisy.



9 <http://www.vubam.sk/Documents/MonthlyReports/2017/01/EF.pdf>

10 <http://www.franklintempleton.sk/sk-sk/investor/fondy/portfolio-fixed-income/4819/Templeton-Global-Total-Return-Fund/Portfolio>

11 <http://www.franklintempleton.sk/sk-sk/investor/fondy/portfolio-fixed-income/256/Templeton-Global-Bond-Fund/Portfolio>

investícií sú dve do štátnych dlhopisov SR a Bulharska, ostatné sú do hypotekárnych záložných listov nielen v rámci finančnej skupiny, ale aj do iných bánk.

Štvrtý najpredávanejší fond – VÚB AM Eurový fond – je fondom, ktorý najviac priamo investuje do štátnych dlhopisov. Prevládajú hlavne talianske štátne dlhopisy, čo možno súvisí s materskou spoločnosťou tejto správcovskej spoločnosti. Medzi významnými investíciami môžeme tiež nájsť aj ETF a hypotekárne záložné listy. Jeho durácia je na úrovni 0,67 roka.⁹

Aj pri ďalšom najpredávanejšom fonde – TAM Dynamickom dlhopisovom fonde – je možné vidieť, že portfólio tohto fondu sa prevažne skladá z iných fondov. Jeho priemerná durácia je na úrovni 2,2 roka.

Z fondov, o ktoré slovenskí investori zatiaľ nemajú záujem, ako príklad môžeme uviesť NN (L) Absolute Return Bond. Pre tento fond je zvláštne, že ide o dlhopisový fond, ktorý má uvedený ako benchmark 1-mesačný EURIBOR, čo je krátkodobá úroková sadzba vhodná skôr ako benchmark pre peňažné fondy.

ZÁVER

SASS uvádza, že pre fondy peňažného trhu durácia nesmie prekročiť hodnotu 1. Pre fondy krátkodobých investícií je durácia stanovená na úrovni 1,5 roka. Preto by dlhopisové fondy mali mať duráciu vyššiu ako 1,5 roka. TAM dlhopisový fond a VÚB AM Eurový fond túto charakteristiku aktuálne nespĺňajú. VUB AM Active Bond Fund duráciu neuvádza, pričom ide o veľmi dôležitú informáciu, vzhľadom na možnú volatilitu. Taktiež stanovenie benchmarku na úrovni 1-mesačnej sadzby EURIBOR, ako je to pri NN (L) Absolute Return Bond, je pre dlhopisový fond veľmi nezvyčajné.

Nízka durácia TAM dlhopisového fondu je spôsobená hlavne vysokou mierou peňažných

investícií. Celková hodnota peňažných investícií reprezentuje až 45 %. Pre dlhopisový fond, ktorý je charakteristický ako strednodobá investícia, je táto hodnota peňažných investícií nezvyčajne vysoká. Podobne vysoká je tiež hodnota krátkodobých investícií aj pre SPORO Eurový dlhopisový fond. Tieto investície reprezentujú skoro 27,5 % z celkových investícií.

Finančná kríza spôsobila, že základné úrokové sadzby, ktoré sú stanovené centrálnymi bankami, klesli na historické minimá. Znížené úrokové sadzby sa následne prejavili aj do vysokých cien dlhopisov (nízka miera výnosu do splatnosti) a tiež viedli k nedôvere investovania do štátnych dlhopisov niektorých krajín z obavy možného nesplatenia ich záväzkov. Táto neistota sa prejavila aj v riadení dlhopisových podielových fondov.

Nízka priemerná durácia portfólia sa netýka iba slovenských správcovských spoločností. Pre slovenských investorov sú v ponuke aj fondy globálnych správcovských spoločností, ako je napríklad Templeton. Tieto podľa štatistiky SASS reprezentujú najvyššiu čistú hodnotu aktív v rámci dlhopisových fondov (slovenskí investori ich zatiaľ nenakupujú). Dva najväčšie fondy, Templeton Global Total Return Fund a Templeton Global Bond Fund, majú duráciu na úrovni 0,03¹⁰ a 0,16¹¹.

Ak sa ekonomická situácia zmení a ECB začne zvyšovať úrokové sadzby, dopad zmeny úrokových sadzieb na trhu na hodnotu dlhopisových fondov bude nižší pre dlhopisové fondy s nižšou duráciou a vyšší pre dlhopisové fondy s vyššou duráciou. Rast úrokových sadzieb na trhu znižuje cenu dlhopisov v portfóliu dlhopisových fondov, čo má za následok zníženie minulej výkonnosti dlhopisových fondov. Zároveň však má pozitívny vplyv pre potenciálnych nových investorov, podielový fond bude môcť dosiahnuť vyššiu budúcu výkonnosť zodpovedajúcu aktuálnym vyšším úrokovým sadzbám na trhu.

Zdroje:
www.ass.sk
www.tam.sk
www.vubam.sk
www.amslsp.sk
www.franklintempleton.sk