

INVESTICE

DLUHOPISY

Nikdy neříkej **nikdy**

Státní dluhopisy pro svou bezrizikovost vždy patřily mezi investorské evergreeny. Teď se situace diametrálně změnila a chytrí investoři se čím dál tím víc orientují na ty korporátní. Ty vám totiž mohou vydělat, i když stát zkrachuje.

TOMÁŠ KRŠIČKA

ČASY SE MĚNÍ. Co platilo ještě nedávno, je *passé*, a to doslova a nejen v obvyklých věcech. Katalyzátorem klíčových změn v oblasti financí jsou finanční krize a ty se poslední dobou střídají velmi rychle. Ta poslední má na svědomí totální převrácení jednoho investorského dogmatu.

Základní investorské pravidlo totiž do roku 2008 znělo: státní dluhopisy v Evropě jsou bezpečná investice. Vždy se označovaly za „bezrizikové“ aktivum, od jejich výnosů se odvíjelo

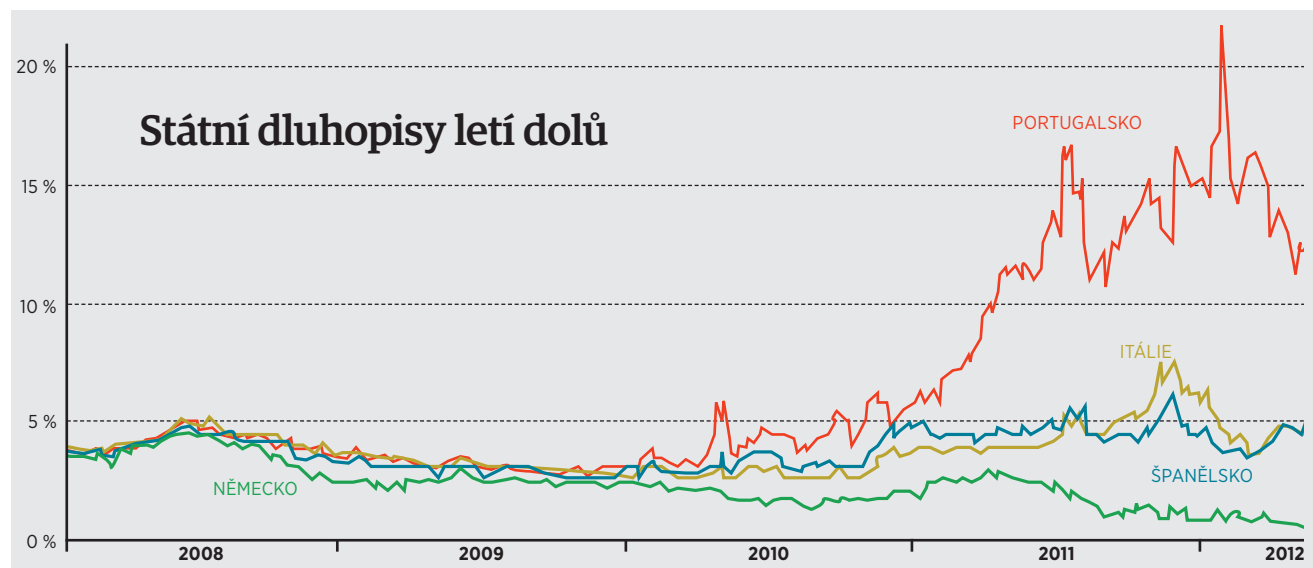
vše ostatní a to všechno bylo považováno za rizikovější než státní kredit, protože bylo nemyslitelné, že by vyspělá evropská země nedostála svým závazkům. Ale spolu s dalšími „jistotami“ i tato nedávno padla.

Státní dluhopisy nevermore

Pro státní dluhopisy oproti podnikovým vždy hovořilo několik argumentů. Lákadlem byla především jejich likvidita – pouze ty největší nadnárodní soukromé firmy se

likviditou svých dluhopisů blíží těm státním – a víra investorů v to, že stát přece nezkrachuje. První výhoda stále platí, druhá však už ne.

Nedávno nám zkrachovalo Řecko (ať si to představitelé eurozóny nazývají, jak chtějí) a další země Evropské unie ho mohou, následovat. Prvotní příčina současných problémů států je, kromě přílišného utrácení, způsob, jakým státy vyřešily předešlou krizi v roce 2008, kdy musely oddlužit své



národní banky. Silné státy to zvládly, ty slabší ne.

Státní dluhopisy se tak velmi rychle rozdělily na dvě skupiny – na ty, o nichž investoři nepochybuji, že to přežijí, a na ty zbylé, které o přežití bojují nebo už dobojovaly. Na jedné straně tak stojí silné jádro eurozóny v čele s Německem, u jehož dluhopisů trh stále pevně věří v jejich bezrizikovitost, a na straně druhé jsou země na jižní periferii, které by bez podpory ostatních již zkrachovaly (především Portugalsko, u něhož by plné splacení závazků bylo nečekaným, ale samozřejmě příjemným překvapením).

S tím souvisí také to, že se začaly výrazně lišit výnosy, které investoři při umisťování peněz do těchto dluhopisů požadují. Zatímco u dluhopisů Německa dochází k takovým paradoxním situacím, že vyděšení investoři platí za to, že si jejich peníze Německo půjčí, hlavně ať nezůstanou na účtech u bank, které také můžou zkrachovat (a to ve chvíli, kdy inflace v eurozóně dosahuje téměř tří procent!), Portugalsko není schopné se financovat od investorů vůbec a Itálie se Španělskem s tím měly na přelomu roku také vážný problém.

Dostali jsme se tak do situace, kdy při investicích do státních dluhopisů držných do splatnosti buď investujete svoje peníze s jistotou tak, že budete po očištění o inflaci určitě prodělávat, nebo je investujete s reálným nebezpečím, že své peníze na konci nedostanete.

Problematické státy, bezpečné korporace?

Za těchto okolností se z dluhopisů firm logicky stává žádaná investice. Přestože totiž dříve byly právě podnikové dluhopisy chápány jako rizikovější alternativa těch státních, nyní se ukazuje, že to tak být nemusí. Důvod je nasnadě: soukromé společnosti mohou být bezpečnější než

státní kredit a velmi často také jsou.

Pokud se na to podíváme čistě racionálně, tak je to jasné – firmy se řídí, na rozdíl od států, většinou čistě ekonomickými zájmy. Jejich manažeri jsou odměňováni podle toho, jak se firmě daří, a stav firemních financí je jedna ze základních proměnných, které do hodnocení vstupují.

U státních financí už to tak jedno-

VELKÉ SPOLEČNOSTI MOHOU VYDĚLÁVAT I V PŘÍPADĚ PROPADU JEJICH DOMÁCÍCH EKONOMIK.

značné není. Kromě ekonomických zájmů do hry vstupují také další, neekonomické zájmy. Roli hrají i případné osobní zájmy politiků, kteří se snaží rychle zaopatřit do konce

života a udržet se u moci. Zhusta se tak stáváme svědky paradoxní situace, kdy se státní finance rychle zhoršují při současném růstu oblíbenosti politiků, tzn. těch, kteří se o svěřený stát mají pro voliče starat.

Další výhodou firem oproti státům je možnost expanze na zahraniční trhy. Tím se výrazně snižuje riziko problémů firem v případě problémů jejich domovských států. Velké společnosti, kterých se vydávání dluhopisů většinou týká, tak mohou vydělávat i v případě propadu jejich domácích ekonomik. Jejich výsledky jsou díky tomu mnohem stabilnější než výsledky státních financí. A to je vlastnost, které si investoři vysoce cení.

Fakt, že soukromé společnosti mohou být v konečném důsledku bezpečnější než jejich státy, si po dlouhé době uvědomily dokonce i ratingové agentury, které dříve přisuzovaly firmám hodnocení nejlépe stejné jako u jejich států. Nyní je

DISPROPORČNÍ RATINGY


Posun v hodnocení ratingových agentur je dobře vidět na příkladech firem a jejich domovských států uvedených v tabulce. Pro porovnání používáme hodnocení ratingové agentury Standard&Poor's obou subjektů na konci roku 2009 a hodnocení aktuální. (Hodnocení se snižuje z nejsilnějšího AAA odebráním písmen následované kombinacemi písmen B a poté C, po kterých následuje D znamenající bankrot. U každého stupně se ještě může použít „+“ nebo „-“. Tzn. AA je lepší než A, které je lepší než A-, které je lepší než BBB atd.)

ZEMĚ	EMITENT	PROSINEC 2009	KVĚTEN 2012
ŘECKO	STÁT	A-	D
	HELLENIC TELECOM	BBB	B
PORTUGALSKO	STÁT	A+	BB
	PORTUGAL TELECOM	BBB	BB+
	EDP	A-	BB+
ITÁLIE	STÁT	A+	BBB+
	ENEL	A-	BBB+
ŠPANĚLSKO	STÁT	AA+	BBB+
	TELEFÓNICA	A-	BBB+

v „problémových“ zemích běžné, že jejich kreditní hodnocení je o jeden až dva stupně lepší než státní a ukazuje na to, že tyto firmy mají podstatně lepší šance současnou krizi přežít než jejich domovské státy. Co víc – v případě silných firem s vysokým podílem příjmů ze zahraničí

může celá situace dospět až tak daleko, že firmy přežijí bankrot své země i přes výrazný propad domácí ekonomiky, který ho vždy doprovází.

A pak je tu ještě jeden podstatný důvod, proč byste se měli o korporátní dluhopisy zajímat. V případě podnikových dluhopisů je totiž, na

rozdílu od relativně velmi omezené nabídky státních emitentů, z čeho vybírat – společností vydávajících dluhopisy jsou celosvětově tisíce a při dostatku informací se dá portfolio poskládat od velmi bezpečného až po rizikově velmi podobné akciím. 

Proč (ne)kupovat **české dluhopisy**

Když Miroslav Kalousek v listopadu otevřel poprvé svůj investiční butik se státními spořicími dluhopisy, sklídl úspěch – během několika týdnů obyvatelstvo přesunulo 20 miliard korun ze svých úspor do těchto dluhopisů a z extrémního zájmu bylo jasné, že by to klidně mohlo být i víc. Tak pan ministr přispěchal s jarní kolekcí. Nové dluhopisy měli investoři možnost upisovat od 10. do 31. května, a že budou následovat další emise, se dá očekávat.

Na stránkách Ministerstva financí ČR se můžete dočíst, že tzv. spořicí státní dluhopisy patří mezi nejbezpečnější, konzervativní způsoby spoření, neboť představují nástroj s garantovaným úrokovým výnosem a garancí splacení dlužné částky. Co už se tam ovšem nedozvíte, je fakt, že to samé kdysi hrdě vyhlášovaly i vlády Islandu, Irska a Řecka – samozřejmě ještě předtím, než zjistily, že své státní dluhopisy nebudou schopny svým občanům (natož zbytku světa) splatit. A Itálie s Portugalskem jistě už mají za sebou také pár bezesných nocí.

My se můžeme prozatím uklidňovat tím, že žijeme v zemi, kde vláda vyznává jisté principy rozpočtové disciplíny a kde centrální banku řídí lidé, které nám mohou okolní země (včetně těch západních) tiše závidět. Ovšem především právě proto, že doposud byla úroveň českého zadlužení poměrně nízká.

Ministr Kalousek objevil v podpalubí české archy novou truhlu plnou drahocenných miliard, které státní rozpočet tak zoufale potřebuje. A tak po úspěšné pilotní emisi spořicích státních dluhopisů z listopadu 2011, kdy se podařilo upsat více než 20 miliard korun, přišlo druhé kolo, kdy půjde opět řádově o 20 miliard korun a dost možná dalších 20 ještě do konce letošního roku. Přibližně 40 miliard korun ročně

**ABY BANKY MOHLY
PŮJČOVAT PENÍZE,
MUSÍ JE NEJPRVE
NĚKDO PŮJČIT JIM.**

v dalších několika letech bude zřejmě standard.

Špatná zpráva je, že banky asi nebudou mít radost, že jim ministr kanibalizuje depozita, ty nejlevnější zdroje, které mají, takže pravděpodobně nezapomenou zvýšit úroky z úvěrů a poplatek za poplatek (akcionáři z Francie, Belgie, Rakouska a Itálie přece očekávají tučné dividendy). Aby banky mohly někomu půjčit peníze, musí je nejdříve někdo půjčit jim. Ale když obyvatelé začnou půjčovat raději státu než bankám, je jasné, že to banky pocítí. Na druhé straně je jistě vítanou změnou, že když už si náš stát potřebuje vypůjčit

peníze, dává svým občanům (tedy těm šťastnějším s úsporami) možnost na tom vydělat a získat alternativu k zoufale nízkým sazbám na termínovaných vkladech u bank. Výhod, které české dluhopisy mají, je několik. Zprvce získané úroky nejsou díky jednokorunové nominální hodnotě dluhopisů daněny (u depozit činí daň 15 %). Zadruhé státní garance kryje u dluhopisů celou investici neomezeně (vklady u bank jsou garantovány do maximální výše 100 tisíc eur). A zatřetí indikované úrokové výnosy z dluhopisů převyšují současné sazby bankovních depozit, a to dokonce až téměř zbytečně výrazně. (Proč vyplácet investorům 3,4% výnos v době, kdy běžné spořicí bankovní produkty nabízejí na stejné období 1,5%?) V každém případě se jednoznačně jedná o dost lákavou příležitost pro každého, kdo o své úspory pečuje. Pokud bude ještě možnost, neváhejte a kupte si taky. Snad jedinou vadou na kráse bude omezená likvidita – dluhopisů se budete v případě potřeby moci zbavit pouze čtyřikrát do roka. Vzhledem k velmi nízkému zadlužení naší země může pan ministr vydávat podobných dluhopisů po mnoho dalších let ještě pěkně tučnou porci, a pokud to nepřežene, může získat státní pokladna dlouhodobě stabilní a spolehlivý zdroj financování. A obyvatelé naší země zase nemusí nutně zůstat zajištěni bankovními spořicími produkty.