

Webinář

Fund Portfolio Management

Daniel Kukačka, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář



Obsah

SEKCE I

- Obchodní války
- Vývoj ekonomik
- Politika centrálních bank

SEKCE II

- Státní dluhopisy
- Korporátní dluhopisy
- Situace na měnovém zajištění
- Akciové trhy
- Ropa a zlato

1. Makro a centrální banky

2. Finanční trhy



**Scénáře vývoje obchodní války
Důsledek obchodních válek na
globální ekonomiky
Jak reagují centrální banky?**

Vývoj od počátku května

- **5. května**
 - ✓ Trump přerušil obchodní jednání s Čínou
 - ✓ Oznámil navýšení cel na čínské dovozy v objemu 200 mld USD z 10% na 25% od 10. května
 - ✓ Oznámil navýšení cel na čínské dovozy v objemu dalších 300 mld USD od počátku července
- **13. května**
 - ✓ Čína navýšila cla na americké dovozy v objemu 60 mld USD s platností od 1. června
- **15. května**
 - ✓ Trump odložil rozhodnutí o clech na dovozy evropských auto o 6 měsíců
- **16. května**
 - ✓ Huawei na „černé listině“ kvůli ohrožení bezpečnosti USA (platnost později odložena o 3 měsíce)
- **31. května**
 - ✓ Trump pohrozil Mexiku cly počínaje 10. červnem, pokud neomezí migraci do USA
- **9. června**
 - ✓ Dohoda s Mexikem

Hlavní očekávané události

- **28. červen – Summit G20**
 - ✓ Příležitost k setkání Trumpa s Xi Jinpingem a obnovit jednání o podmínkách obchodní dohody
- **Počátek července – termín rozhodnutí o další vlně cel**
 - ✓ USA rozhodnou o uvalení cel na čínské dovozy (převážně spotřební zboží) v objemu 300 mld
- **19. srpen**
 - ✓ Počátek embarga tenchnologií vůči Huawei
- **Polovina listopadu**
 - ✓ Termín rozhodnutí USA o clech pro automobily z EU

Teorie 1 – snížit deficit zahraničního obchodu

- Cílem Trumpa je opětovné zvolení (podzim 2020)
- Průzkumy preferencí jsou pro něj důležité
 - ✓ Ovlivněny situací na trhu práce
 - ✓ Ovlivněny vývojem akciových trhů
 - ✓ Ovlivněny vývojem různých kauz
 - ✓ Ovlivněny úspěchem v plnění předvolebního programu
- **Květnový pozitivní výsledek průzkumu**
 - ✓ Poskytl Trumpovi prostor na pokrok v plnění jednoho z cílů – **omezit deficit zahraničního obchodu**
 - ✓ Proto zahájil obchodní války
- Pokud akcie a trh práce výrazně oslabí, tak Trump změkčí svou zahraniční politiku

Teorie 2 – omezit ambice Číny

- Čínské ambice stát se globální mocností (ekonomicky, vojensky, technologicky, politicky) začíná ohrožovat vedoucí pozici USA
 - ✓ Proto je pro USA „nejvyšší čas“ využít veškeré nástroje na upevnění pozice a oslabení potenciální konkurence
 - ✓ Tlak na Čínu a Rusko v politické, technologické a vojenské oblasti bude pokračovat

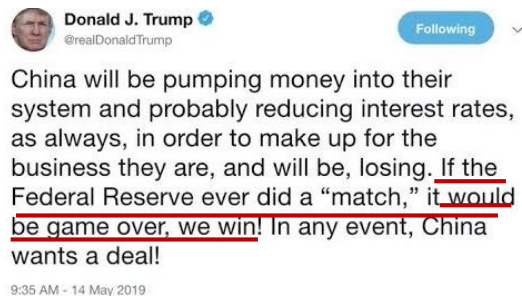
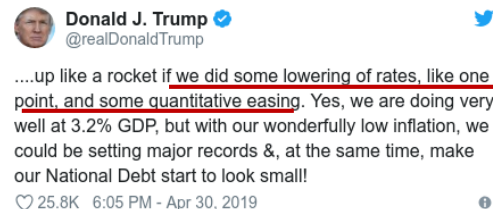
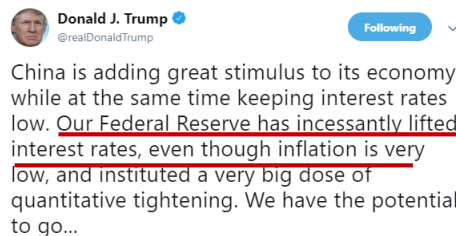
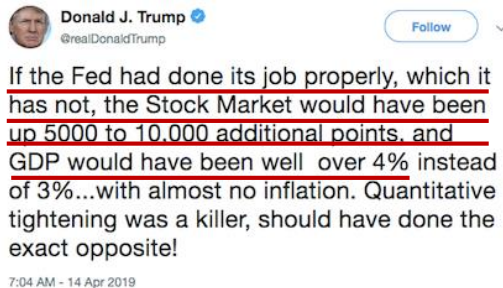
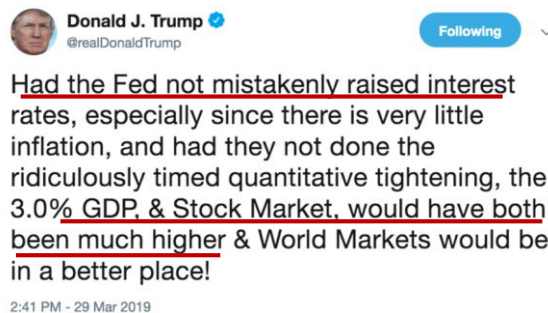
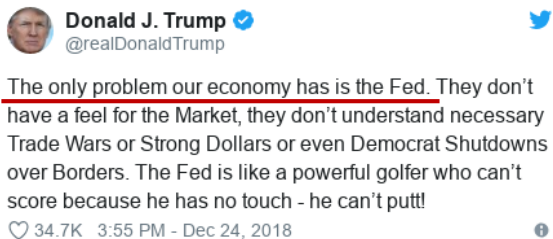


Teorie 3 – přimět FED k uvolnění měnové politiky

- Agresivní zahraniční politikou Trump „donutí“ FED (kvůli ekonomickým rizikům) snížit úrokové sazby a tím podpořit ekonomiku a akciové trhy
- Během podzimu 2019 Trump „sleví“ z požadavků a uzavře obchodní dohody s některými státy, což podpoří akciové trhy a zvýší mu šance ve volbách v 2020

Tweety Trumpa ukazují tlak na FED pro uvolnění měnové politiky

Cílem je zvýšit růst ekonomiky, podpořit akciové trhy a kompenzovat vliv obchodní války

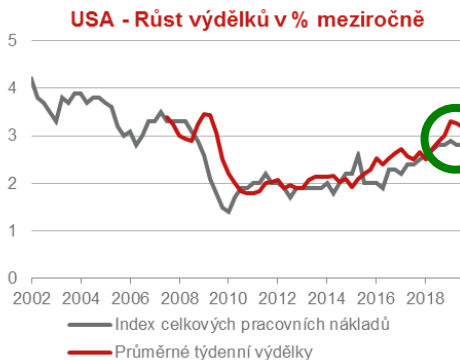
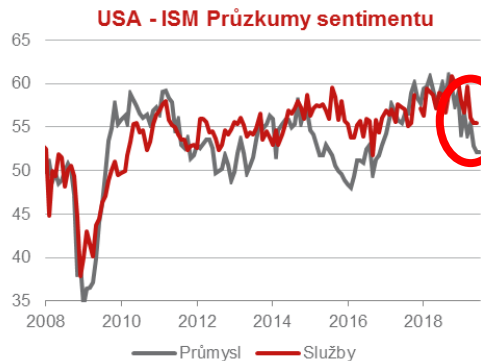


Ekonomika USA je silná, ale zpomaluje

7. června Mezinárodní měnový fond zvýšil odhad růstu na 2019 na 2,6%.

Náš odhad je okolo 2%v důsledku nejistot spojených s politikou Trumpa (obchodní válka).

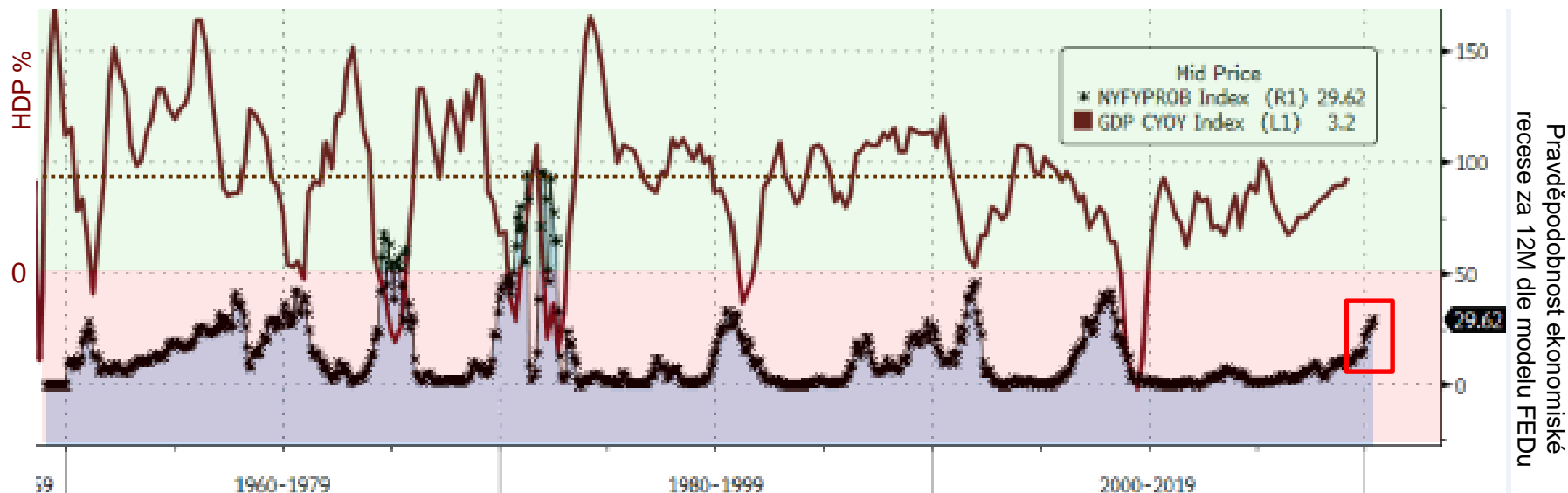
- **Silný trh práce, domácnosti jsou v dobré kondici**
 - ✓ nezaměstnanost na minimu 3,7%, růst mezd zrychlil, ekonomické nejistoty mohou tento pozitivní trend zastavit, v případě další eskalace obchodní války i otočit
 - ✓ varováním je statistika nových pracovních míst zveřejněné 7. června, které byla hluboko pod očekáváním
- **Průmysl a investice**
 - ✓ Indikátory ekonomické důvěry a průmyslové objednávky prudce klesají (obavy z obchodních válek)
- **Nemovitostní sektor**
 - ✓ Zpomalení v důsledku růstu cen nemovitostí, částečně vyváženo poklesem hypotéčních sazeb



Hrozí v USA ekonomická recese?

Hlavní nadějí je FED a sebereflexe Trumpa (zmírnění obchodní války) , který chce v prezidentských volbách znovu uspět

- Model FEDu naznačuje výrazně zpomalení ekonomického růstu v příštím roce
- Hlavní vliv bude mít vývoj obchodní války a rychlost reakce (formou snižování sazeb) FEDu
- V zájmu Trumpa je silná ekonomika a vysoké ceny akcií ...



FED počátkem června naznačil snížení sazeb

Rozprodej dluhopisů ukončí v září

9

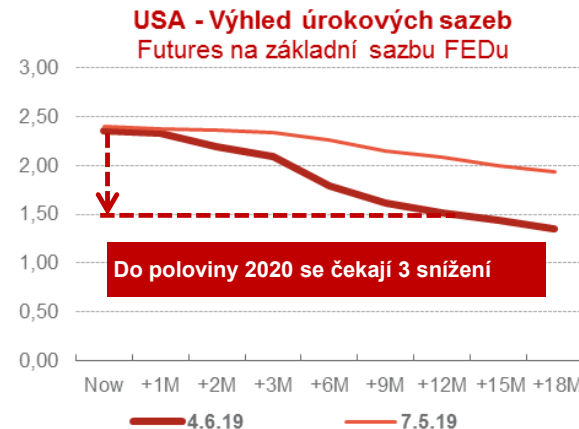
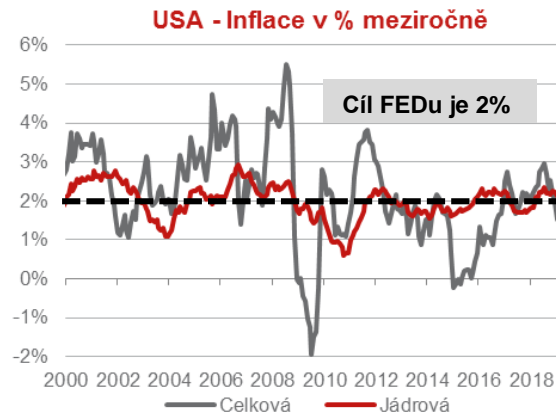
- Leden: pozastavení zvyšování sazeb
- Březen: zastavení rozprodeje dluhopisů od září
- 4. červen: indikace snížení sazeb a zahrnutí nestandardních nástrojů (QE) mezi standardní. Důvodem jsou ekonomická rizika a nízká inflace

V trzích je zahrnuo očekávání snížení sazeb již v září z 90% pravděpodobností



Otázky, které se vyjasní až časem

- Pokud bude obchodní válka eskalovat
 - ✓ Bude FED v uvolňování politiky dost rychlý?
 - ✓ Nebude FED při snižování sazeb omezen případným růstem inflace z nárůstu cel?
- Pokud bude obchodní válka deeskalovat
 - ✓ Nebude případný odklad snížení sazeb zklamáním pro finanční trhy?



Ekonomika EU zpomaluje kvůli sektoru průmyslu

Sektor služeb je silný díky poklesu nezaměstnanosti a růstu mezd
Jádrová inflace zůstává hluboko pod cílem

10

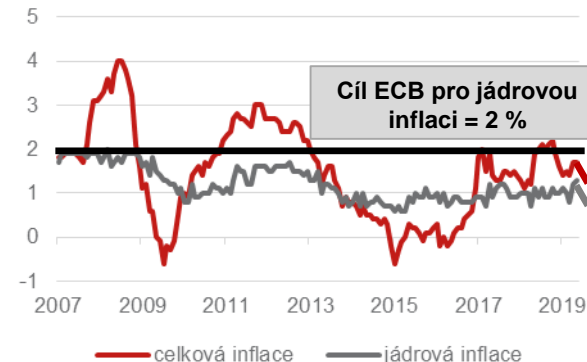
Příčiny ekonomického zpomalení

- Politické nejistoty (státní rozpočet Itálie, Brexit) snižují důvěru v ekonomický růst
- Růst protekcionismu živený Spojenými státy (vliv zejména na německé automobilky)
- Zpomalení globální ekonomiky

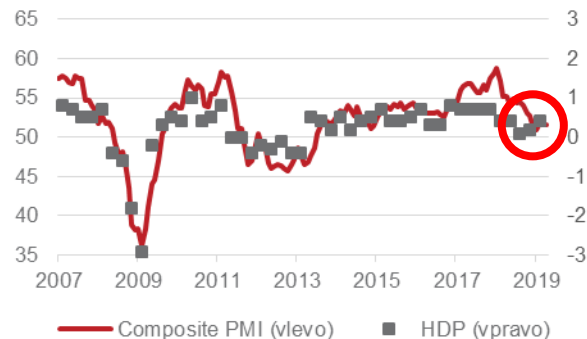
Evropská centrální banka

- **5. června mírně zklamala vysoká očekávání investorů**
 - ✓ První zvýšení nejdříve za 1 rok (posun o 6M)
 - ✓ V 2H/2019 ECB prodlouží bankám dlouhodobé půjčky (LTRO) za -0,3% p.a.
- **8. června naznačila (anonymní zdroj) možnost snížení sazeb**
 - ✓ V případě slábnutí ekonomiky a nízké inflace

Eurozóna: míra inflace (meziročně v %)



Eurozóna: růst HDP (mezikvartálně v %) a PMI indikátor



Struktura ekonomického růstu České republiky se mění

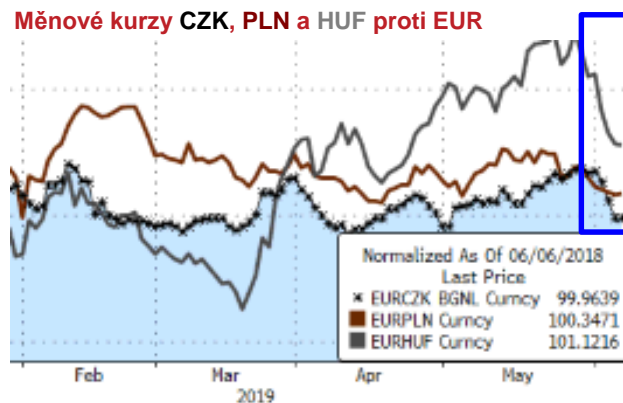
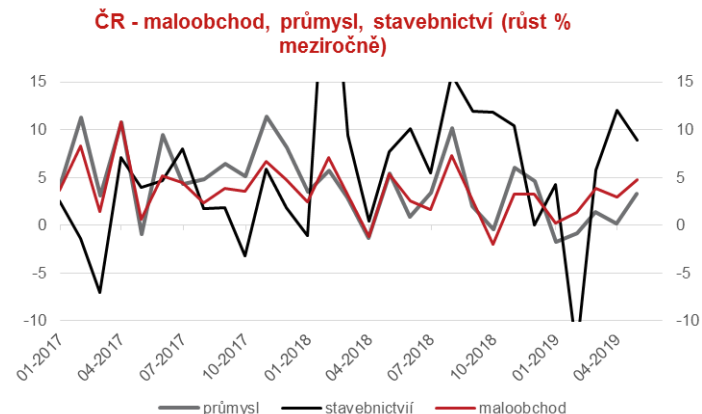
Přes mírné zpomalení nadále čekáme slušný růst ekonomiky (okolo 2,5%)

Ekonomika

- Silný trh práce (rekordně nízká nezaměstnanost, růst mezd)
- Maloobchodní tržby (nejen) kvůli autům zpomalují; v dubnu silné kvůli velikonocům
- Průmysl – pokles dynamiky růstu (negativní vliv eurozóny + nedostatek zaměstnanců a kapacit)
- Růst stavebnictví akceleruje zásluhou inženýrských staveb

Kurz CZK / EUR

- během jara koruna oslabovala spolu s dalšími měnami v našem regionu + v očekávání zastavení zvyšování sazeb ČNB
- **indikace snížení sazeb FEDu (počátek června) podpořilo aktiva emerging markets včetně měn v našem regionu**



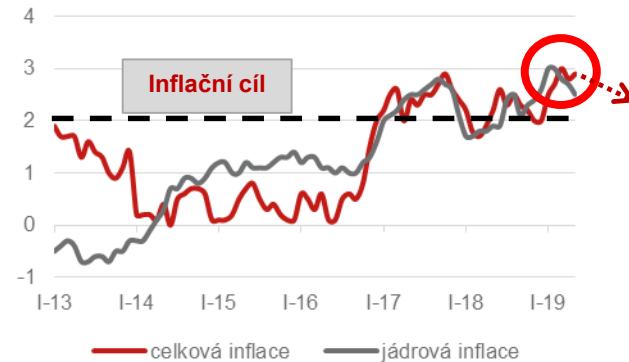
Na zbytek roku se očekává stabilita

- 2. května zvýšila REPO sazbu o 0,25% na 2%
- Důvodem byla kombinace přetrvávající vysoké inflace, slabší koruny a silného růstu mezd
- Aktuální prognóza ČNB pro kurz koruny na 4Q/2019 je úroveň pod 25 CZK/EUR
- My nyní čekáme stabilitu úrokových sazeb do cca poloviny 2020

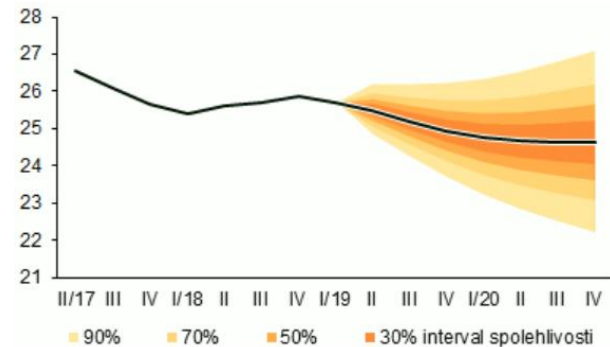
Základní sazba ČNB a výnosy 3letých státních dluhopisů



ČR: míra inflace (meziročně v %)



ČNB: prognóza kurzu CZK / EUR



Ekonomika Ruska mírně (cca 1,5%) roste

Riziko dalších sankcí ze strany USA mírně pokleslo (Mullerův report), ale trvá

Rusko

- Ekonomika mírně a stabilně roste (jak průmysl, tak maloobchodní tržby)
- Stabilizace inflace umožní centrální bance v 2H/2019 mírně snížit sazby



Turecko – přes makroekonomická zlepšení rizika přetrvávají

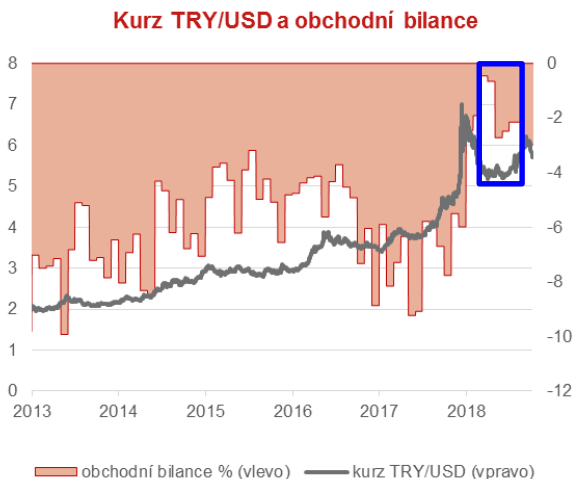
Nadále však zůstáváme opatrní (redukce bankovních dluhopisů)

Zlepšení

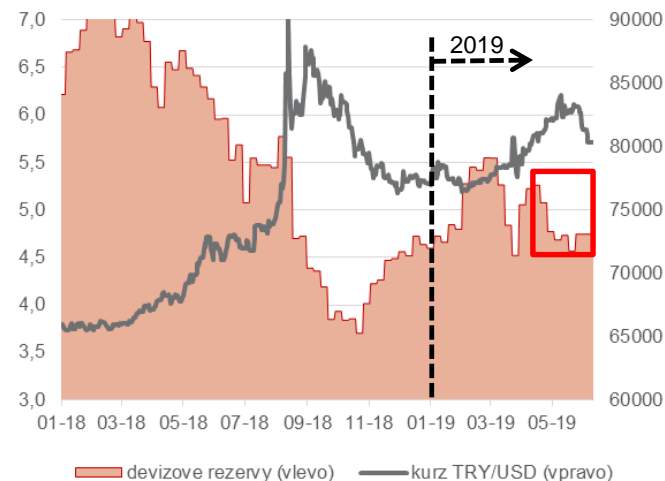
- Zvýšení sazeb v 09/2018 (přes nevělu Erdogana) a záměr držení vysokých sazeb i v 2019 navzdory poklesu inflace
- Pokles deficitu obchodní bilance (slabá lira podpořila export a turismus)
- Pokles inflace (vliv posílení TRY a poklesu ropy)

Rizika

- Pokles devizových rezerv centrální banky (reálné rezervy jsou pod 20 mld USD)
- Geopolitická rizika
- Vysoké nesplácené úvěry v bankách



Kurz TRY/USD a devizové rezervy



1. Makro, centrální banky

2. Finanční trhy



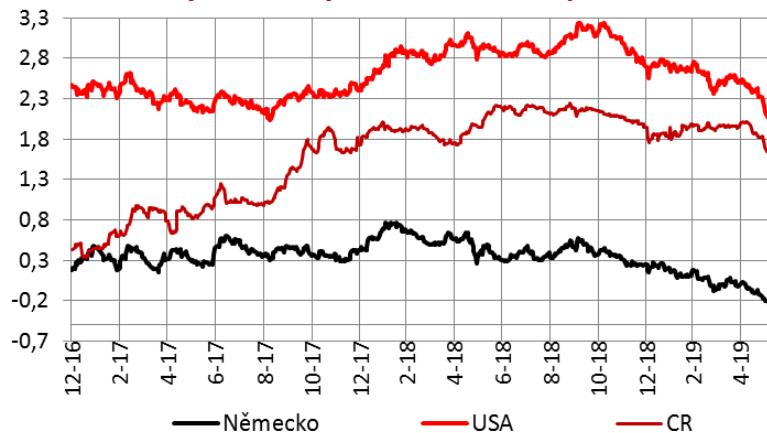
**Vývoj aktiv v období zvýšené
volatility**

Výhled na 2H/2019

Vývoj státních dluhopisů

Pod vlivem centrálních bank (krátkodobé dluhopisy) a výhledu na ekonomický růst (dlouhodobé dluhopisy)

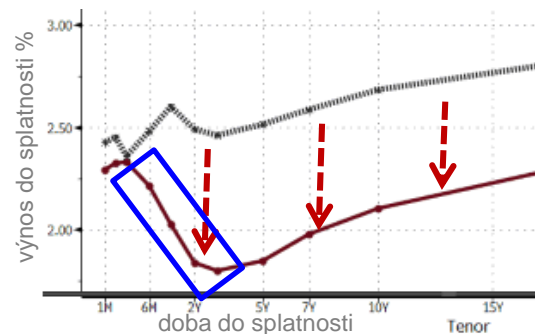
Výnos 10letých státních dluhopisů



Posun výnosových křivek státních dluhopisů mezi lednem a červnem 2019

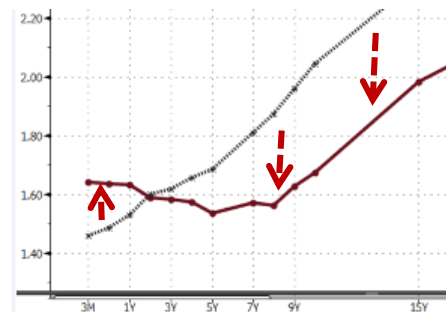
Výnosy v USA

- ✓ paralelní posun do inverze v očekávání snížení sazeb
(střednědobé výnosy < krátkodobé výnosy)



Výnosy v ČR

- ✓ růst výnosů (pokles cen) krátkodobých dluhopisů po zvýšení sazeb ČNB
- ✓ pokles výnosů (růst cen) střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v očekávání zpomalení ekonomického růstu



Fundament korporátních dluhopisů je dobrý

Platí i pro Emerging Markets (s výjimkami)

- **Fundament je důležitý pro dlouhodobý vývoj kreditních prémie**
- **Globální defaultní sazby pod dlouhodobým průměrem**

✓ Agentura Moody's predikuje pouze malá nárůst defaultních sazeb

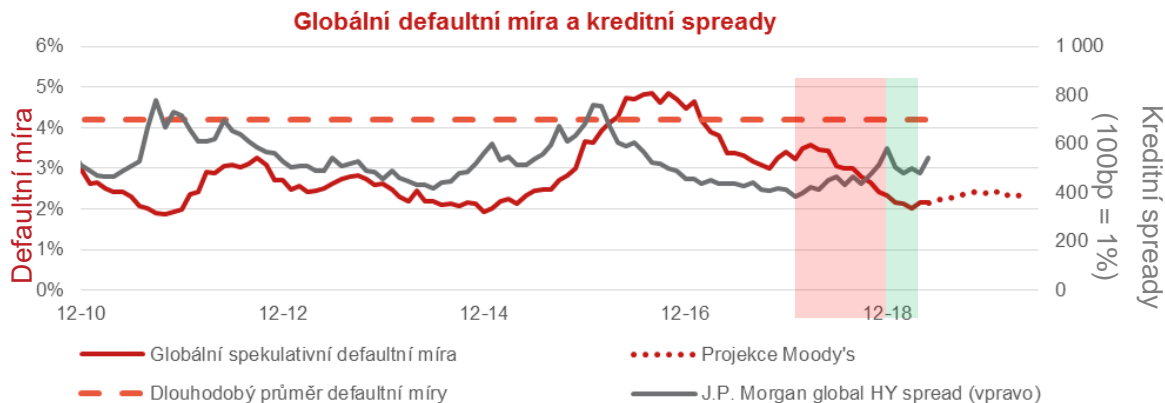
- **Vývoj kreditních prémie (prémie ve výnosu nad bezrizikové dluhopisy) – hlavní vlivy:**

Růst v roce 2018

- ✓ V očekávání zhoršení fundamentu (který nakonec nenastal)
- ✓ Kvůli restriktivní měnové politice FEDu (zvyšování sazeb)
- ✓ Kvůli poklesu akciových trhů

Pokles od ledna do května 2019

- ✓ Díky dobrému firemnímu fundamentu
- ✓ Kvůli růstu akciových trhů
- ✓ Kvůli uvolnění měnové politiky FEDu

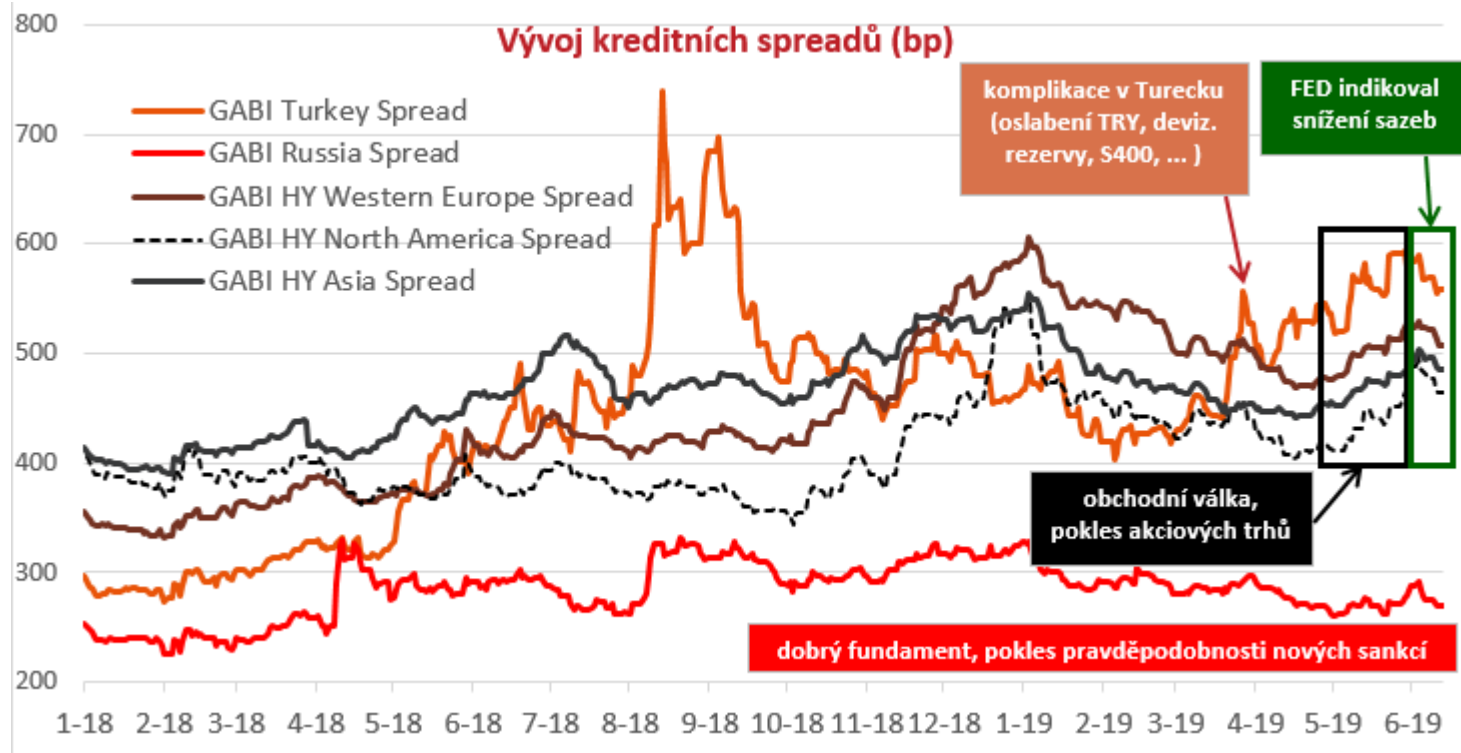


Pozn. Jedná se o kreditní spready dluhopisů investičního ratingu v BP (100 BP = 1%)

Vývoj kreditních prémie po regionech

Pod vlivem globálních i regionálních vlivů

- **Růst kreditních prémie = nárůst výnosového potenciálu do budoucna**
✓ Platí při absenci defaultu (FKD žádný default od založení v 2001)



Situace na měnovém zajištění se dále zlepšuje

Pomohl růst sazeb v ČR i postupná normalizace situace na peněžním trhu CZK
Pomáhá též očekávání snížení sazeb v USA v druhé polovině roku

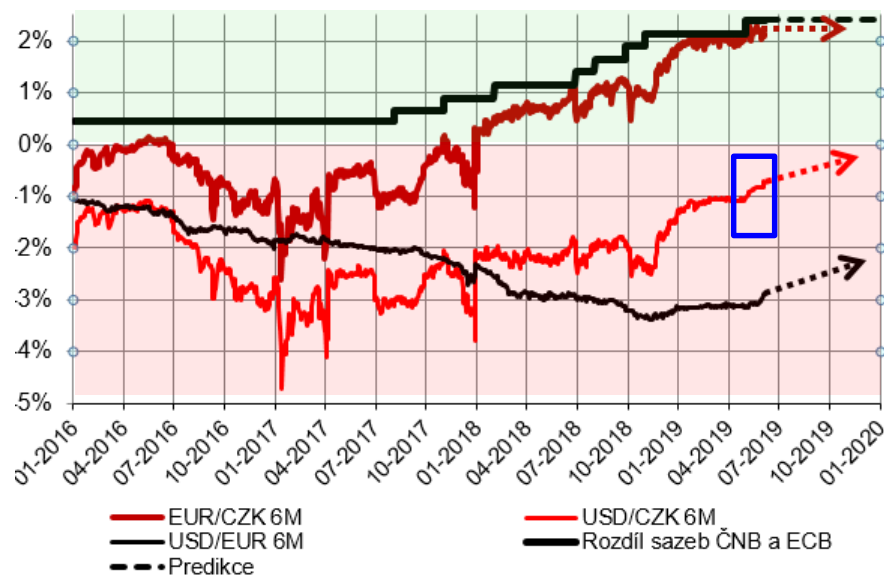
Za zajištění EUR již korunové fondy inkasují okolo 2,25 % p.a.

- ✓ Pomohl růst sazeb ČNB, zatímco ECB poprvé zvýší sazby nejdříve v 2H/2020 (nebo taky sníží ...)

Za zajištění USD korunové fondy platí pod 0,8 % p.a.

- ✓ Výrazné zlepšení od loňského roku
- ✓ Od dubna zlepšení o 0,4% p.a. protože
 - 2. května ČNB zvýšila sazby
 - v USA se od září čeká pokles sazeb

Anualizované náklady na měnové zajištění



Akciové trhy letos v plusu

Růst tažen rekordními buybacky (nákupy vlastních akcií firmami) + dalšími vlivy

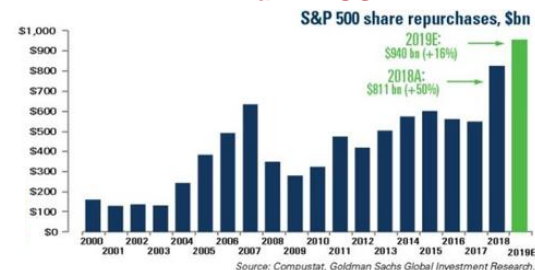
- Leden: příslib, či přímo uvolněním měnové politiky hlavních centrálních bank + fiskální impuls Číny
- Jaro: naděje na obchodní dohodu mezi USA a Čínou
- Duben: dobré firemní výsledky v USA
- Květen: Obchodní válka zahájené Trumpem (vliv hlavně na EM), zhoršování předstihových makrodat ... k poklesu v USA přispěly algoritmické fondy (nucené prodeje po poklesu a růstu volatility)
- Červen: růst díky FEDu, který indikoval snížení sazeb a v případě potřeby i použití nekonvenčních opatření (QE)



Globalní akciové indexy



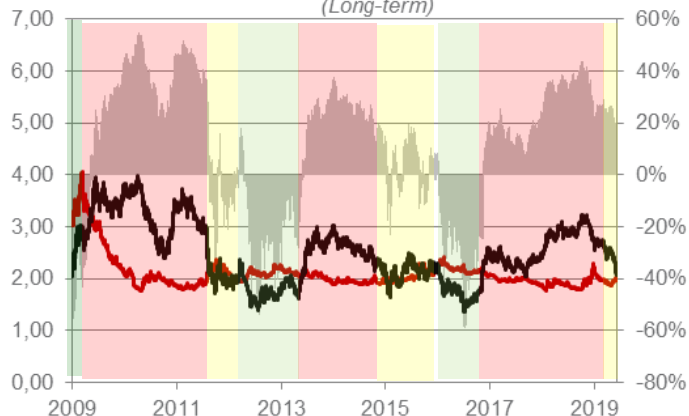
Objemy nákupů vlastních akcií firmami v USA



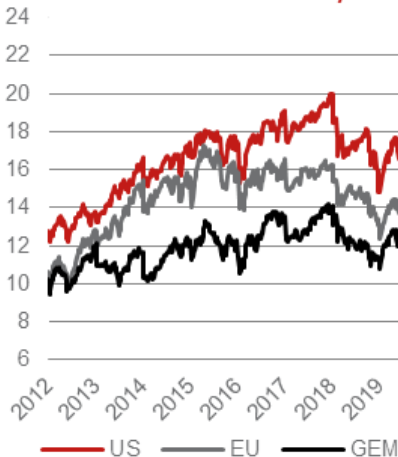
Ocenění akciových trhů blízko dlouhodobých průměrů

- P/E (cena akcie / roční účetní zisk na 1 akcii) v porovnání s minulostí
- P/CF (cena akcie / účetní cash-flow na 1 akcii)
- Dividendový výnos versus YTM (výnos do splatnosti) 10Y státního dluhopisu – viz graf vlevo dole

US Equities vs. 10Y Treasury bonds
(Long-term)



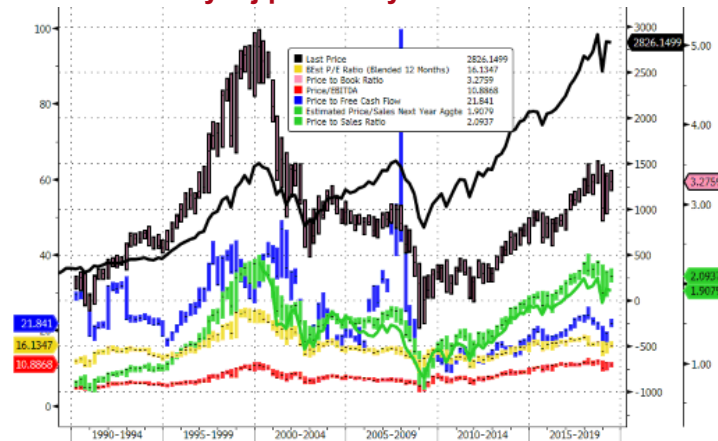
12M P/E (počítáno z predikce firemních zisků za 12M)



Nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle:

- P/S (cena akcie / tržby na 1 akcii) v porovnání s minulostí
- P/B (cena akcie / vnitřní hodnota firmy na 1 akcii) v porovnání s minulostí

S&P 500 – vývoj poměrových ukazatelů

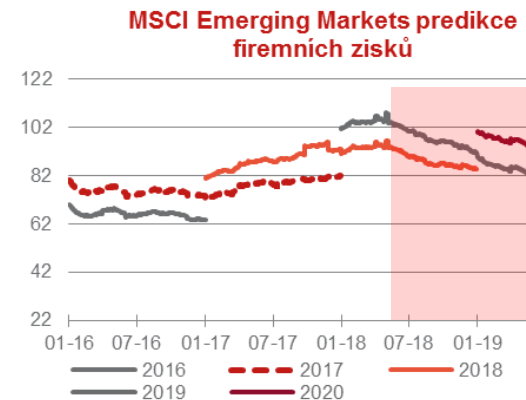
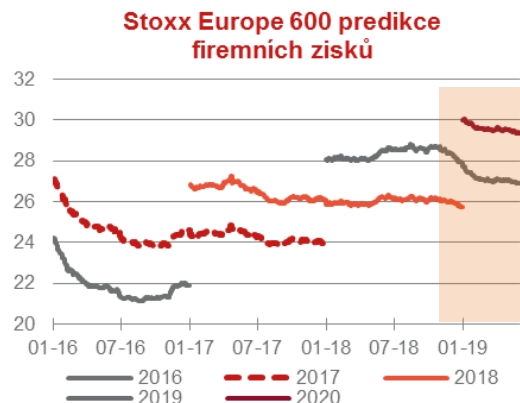
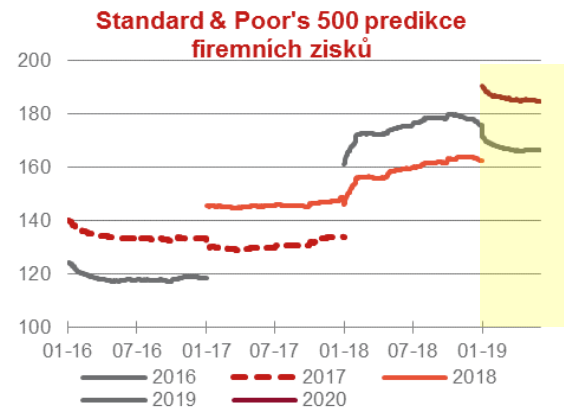


Predikce budoucího vývoje firemních zisků klesá

A zvyšuje ocenění akcií

Příčiny poklesu firemních zisků

- Pokles ekonomické aktivity
 - Obchodní války
 - Růst mezd
-
- Revize zisků směrem dolů bude pravděpodobně pokračovat

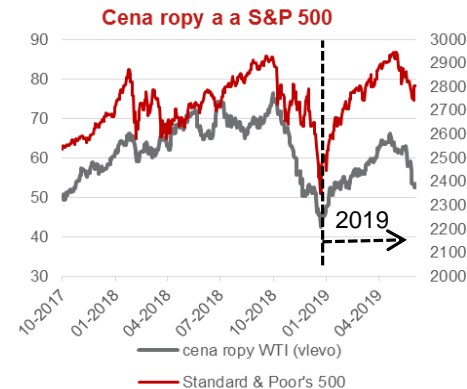
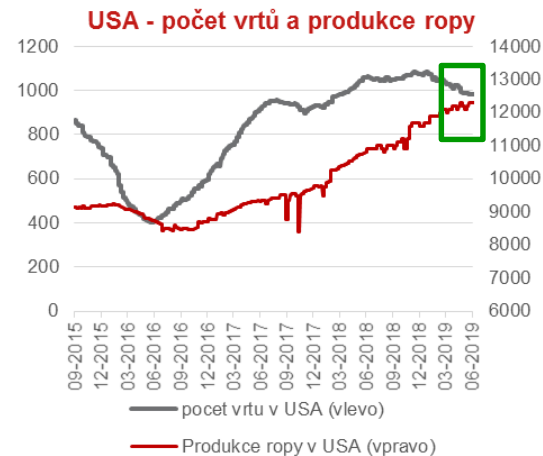
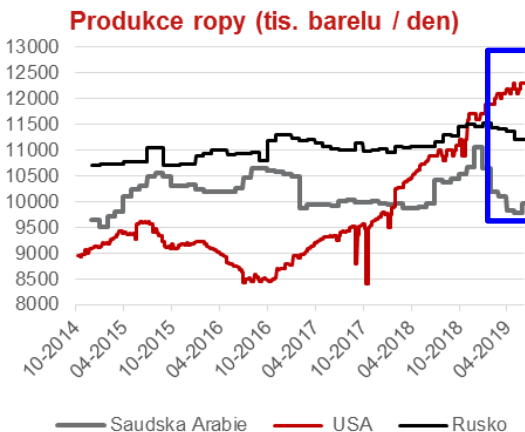
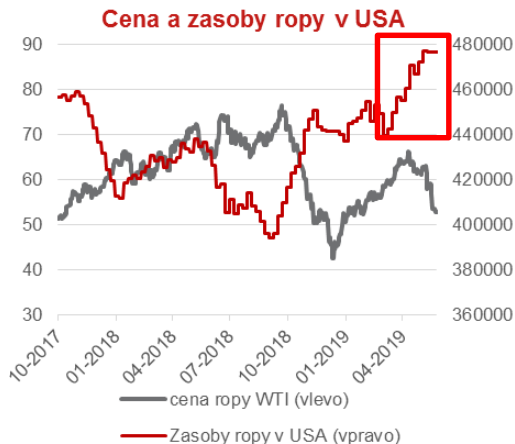


Od května ropa klesala spolu s akciovými indexy

Protože obě aktiva ovlivňují obavy z budoucího ekonomického vývoje

Kromě toho ropu dále ovlivňují:

- Objem těžby, který OPEC s Ruskem úspěšně stabilizuje a vyvažuje tak růst objemu z amerických břidelic
- Pokles těžby v Iránu, Venezuele a Libyi. Globální ekonomika však zpomaluje, takže OPEC má prostor vykompenzovat výpadek těžby
- Krátkodobě **objem komerčních zásob v USA,** do určité míry je závislý na ekonomické aktivitě USA



Zlato má další růstový potenciál

Positivní výhled na období snižování úrokových sazeb v USA, ochrana před poklesem akcií (diverzifikace)

Obchodní války vedoucí k obavám z budoucího vývoje ekonomik a indikace snížení sazeb FEDem počátkem června nastartovaly růst drahých kovů

1. Růst v závěru roku 2018

- ✓ Útěk do bezpečí z akcií
- ✓ Turecké banky přestaly prodávat
- ✓ Velké nákupy (Rusko, Polsko, Maďar,...)
- ✓ Pozice těžařů na termínovaných burzách

2. Růst počátkem roku 2019

- ✓ Uvolnění měnové politiky centrálních bank
- ✓ Nákupy Číny a dalších centrálních bank

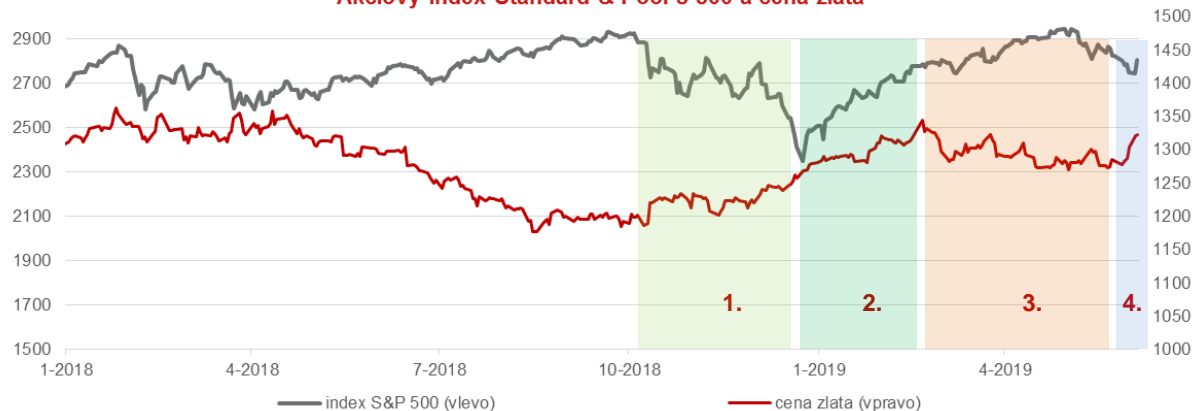
3. Pokles během jara

- ✓ Konsolidace po minulém růstu, těžaři se opět začali zajišťovat
- ✓ Mnoho pozitivních zpráv na akcie

4. Růst od konce května

- ✓ Útěk do bezpečí z akcií
- ✓ Snížení sazeb FEDu je „na stole“

Aktiový index Standard & Poor's 500 a cena zlata



DĚKUJI ZA POZORNOST

Kontakt:

Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s.
Fund Portfolio Management
info@generali-investments.cz
Klientská linka +420 281 044 198
www.generali-investments.cz