

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 reaguji centrální banky?



Obchodní válka USA x Čína eskaluje, anšak obě strany mají motivaci k dohodě

4



Donald J. Trump  @realDonaldTrump · 4. 12. 2018

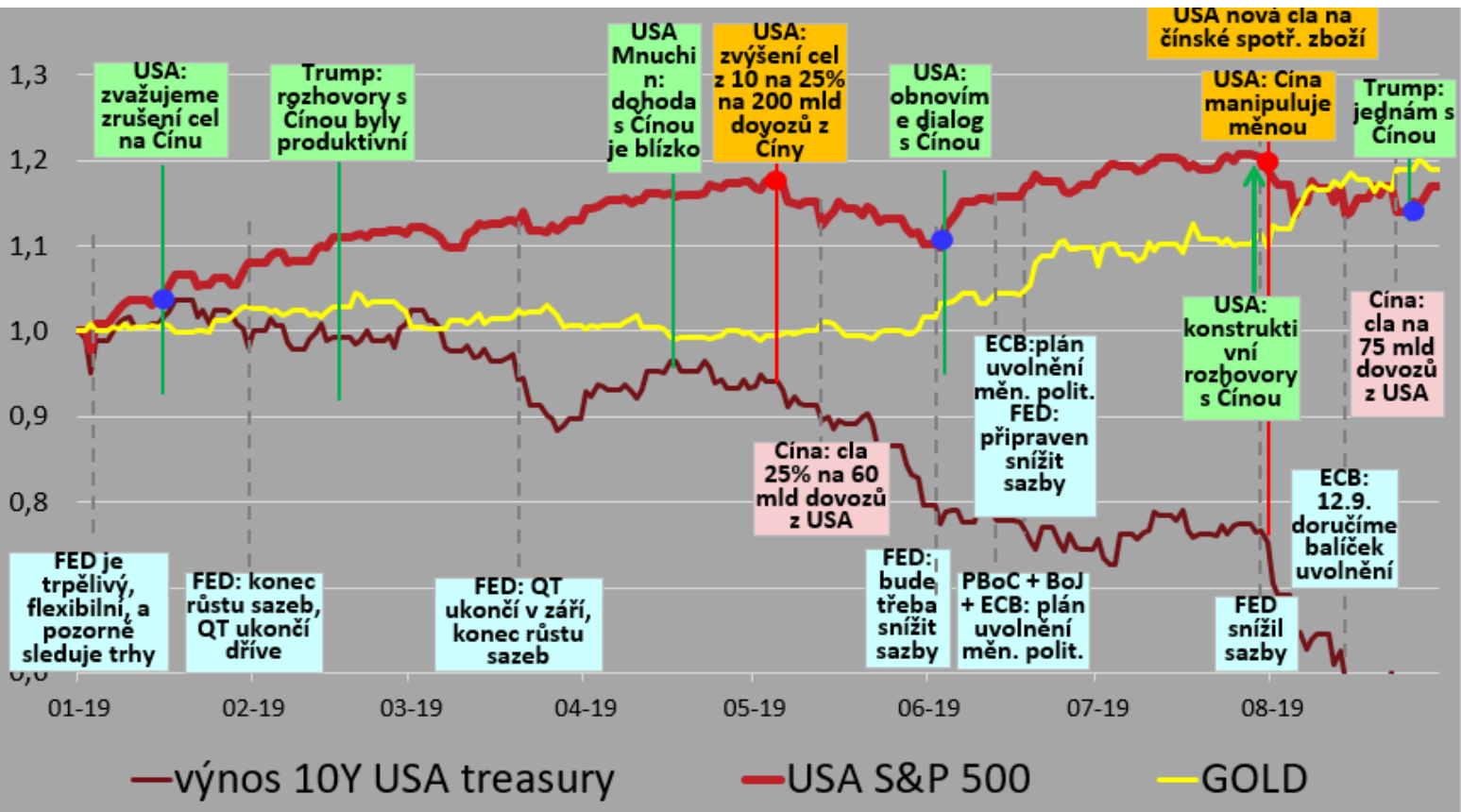
...I am a **Tariff Man**. When people or countries come in to raid the great wealth of our Nation, I want them to pay for the privilege of doing so. It will always be the best way to max out our economic power. We are right now taking in \$billions in Tariffs. MAKE AMERICA RICH AGAIN

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
- **28. červen – Summit G20**
 - ✓ Trump a Xi Jinping se dohodli o restartování obchodních jednání
- **28. července**
 - ✓ Jednání USA – čína předčasně ukončeny, dle USA byly konstruktivní
- **1. srpna**
 - ✓ Trump uvalil 10% cla na čínské dovozy zejména spotřebního zboží v objemu 300 mld USD
- **5. srpna**
 - ✓ Ministerstvo finanční USA označilo Čínu za měnového manipulátora
- **15. srpna**
 - ✓ Rozšíření sankcí na dalších 46 firem provázaných s Huawei
- **23. srpna**
 - ✓ Čína uvalila cla na 75 mld dovozu z USA
- **říjen**
 - ✓ V médiích se objevují pochybnosti o šanci na obchodní dohodu

Na důsledky obchodní války reagují centrální banky uvolněním politiky

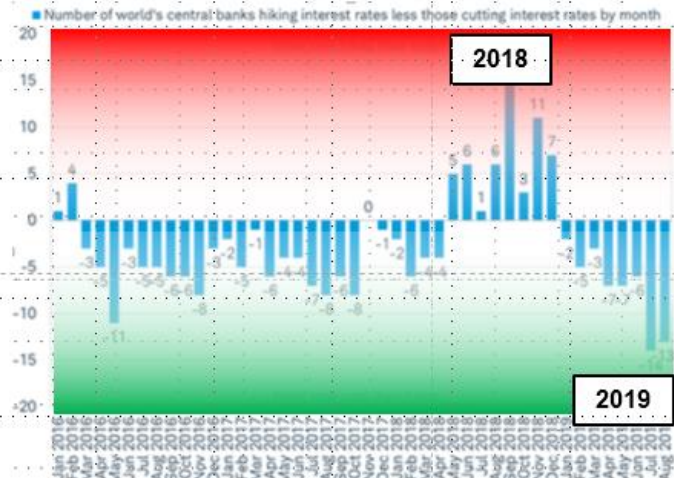
Z toho profituje zlato a dlouhodobé státní dluhopisy (pokles výnosů do splatnosti = růst cen)
Snižování sazeb a naděje na obchodní dohodu rovněž podporuje akcie USA



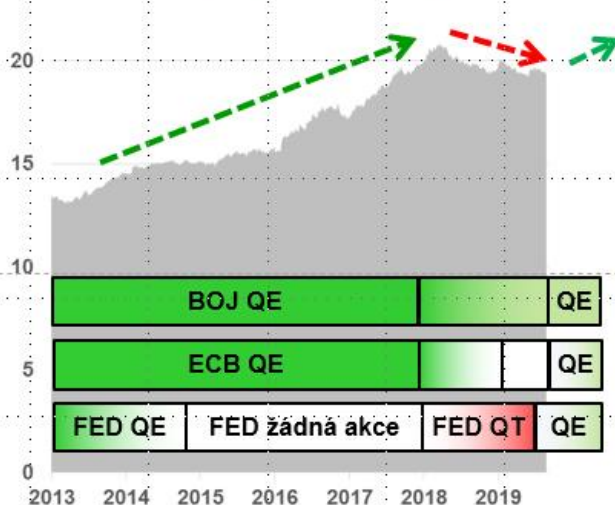
Globální měnová politika je letos opět uvolněná

Po období restriktce v minulém roce

Počet světových centrálních bank zvyšujících sazby - snižujících sazby

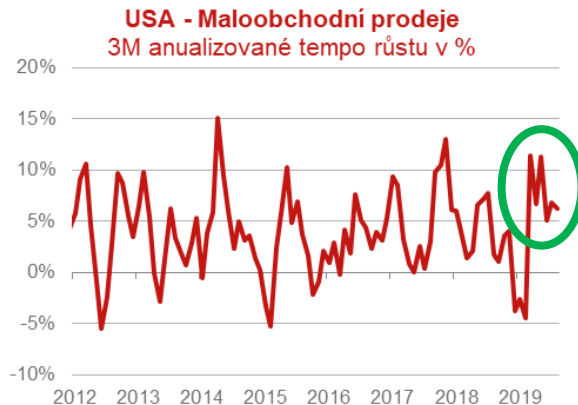
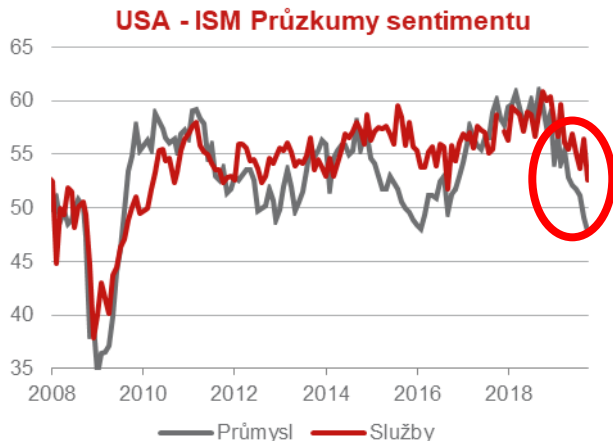


Bilance centrálních bank USA, EMU, Japonska a Číny



- **FED:** 07/2019 konec QT (rozprodej dluhopisů)
10/2019 kvaziQE (nákupy krátkodobých dluhopisů)
- **ECB:** 10/2019 obnovení QE (nákupy dluhopisů)

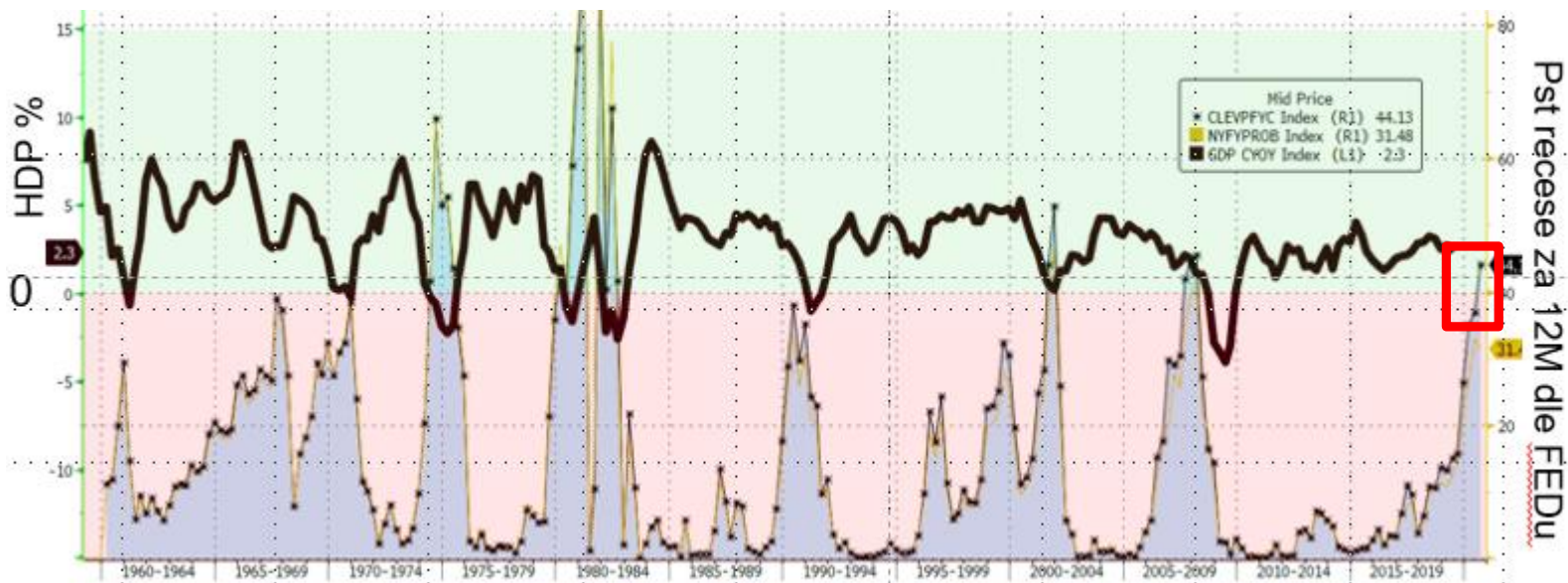
- **Silný trh práce, domácnosti jsou v dobré kondici**
 - ✓ nezaměstnanost na minimu 3,5%, růst mezd zrychlil, počet nových pracovních míst však klesá
 - ✓ ekonomické nejistoty mohou tento pozitivní trend zastavit, v případě další eskalace obchodní války i otočit
- **Průmysl a investice**
 - ✓ Indikátory ekonomické důvěry a průmyslové objednávky prudce klesají (obavy z obchodních válek)
- **Nemovitostní sektor**
 - ✓ Oživení v důsledku poklesu úrokových → hypotéčních sazeb



Hrozí v USA ekonomická recese?

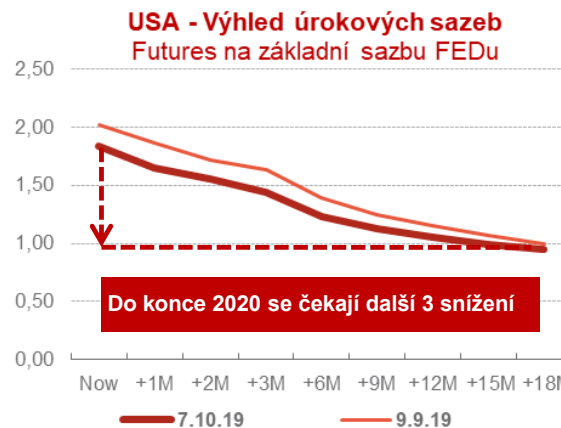
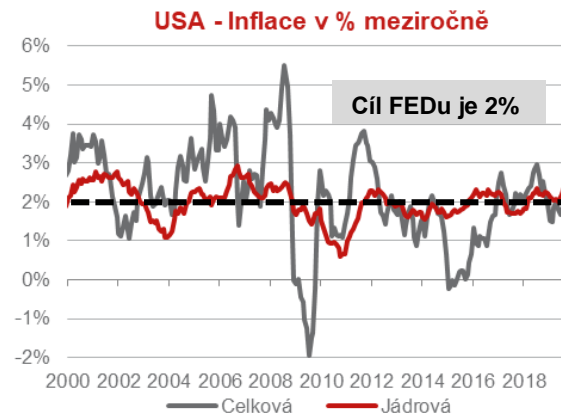
Hlavní nadějí je FED a sebereflexe Trumpa (zmírnění obchodní války) , který chce v prezidentských volbách znovu uspět

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



Vývoj politiky FEDu

- Leden: pozastavení zvyšování sazeb
- Březen: zastavení rozprodeje dluhopisů od září 2019
- 4. červen: indikace snížení sazeb a zahrnutí nestandardních nástrojů (QE) mezi standardní. Důvodem jsou ekonomická rizika a nízká inflace
- 16. červen: FED indikoval připravenost snížit sazby s cílem udržet růst ekonomiky a inflaci v blízkosti 2%
- 31. července: FED snížil sazby o 0,25% do pásna 2,0 – 2,25%. Důvodem byl slabý globální růst, zpomalení průmyslu USA, nízká inflace a přetrvávající rizika obchodní politiky. Šéf Fedu Jerome Powell pak na tiskové konferenci prohlásil, že snížení je pouze úpravou měnové politiky v polovině cyklu, není tak začátkem cyklu snižování úroků
- 18. září: FED snížil sazby o 0,25% do pásna 1,75 – 2,0%. Jedná se o další „pojistné“ snížení sazeb s cílem udržet ekonomický růst. Na druhou stranu Powell potvrdil, že v případě potřeby nebude váhat s obnovením nákupu dluhopisů
- 8. října: FED pro řešení nedostatku likvidity na mezibankovním trhu plánuje spustit program nákupu krátkodobých dluhopisů, což spolu s nedávno obnovenými repo operacemi má posílit dolarovou likviditu



Ekonomika EU zpomaluje kvůli sektoru průmyslu

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

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

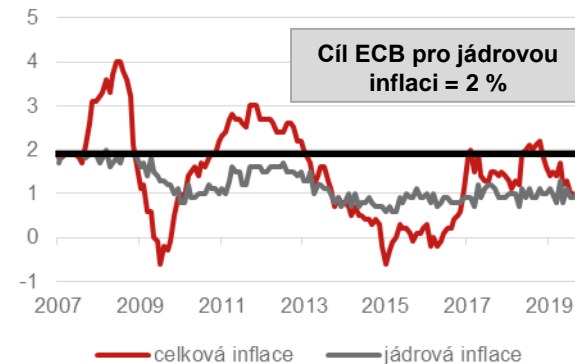
Evropská centrální banka

12. září uvolnila měnovou politiku

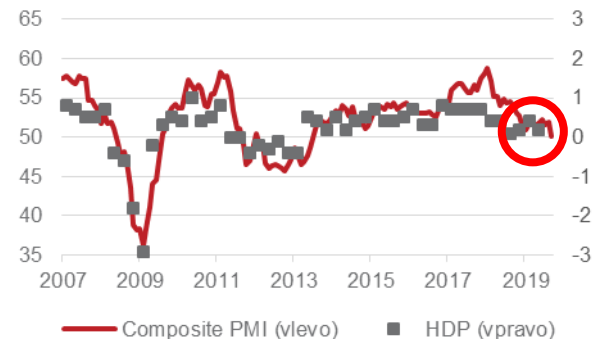
- Snížení základní sazby z -0,4% na -0,5%
- Obnovení nákupu dluhopisů v objemu 20 mld EUR měsíčně
- „tiering systém“ – část rezerv bank u ECB neúročen zápornou sazbou
- Zlepšení podmínek (prodloužení na 3 roky, snížení úrokové sazby) refinančních operací (TLTRO) pro banky
- **Sazby zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby než inflační výhled v horizontu projekcí bude výrazně konvergovat k úrovni dostatečně blízké 2 %, ale pod touto hodnotou, a že se tato konvergence konzistentně promítne do vývoje jádrové inflace**



Eurozóna: míra inflace (meziročně v %)



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



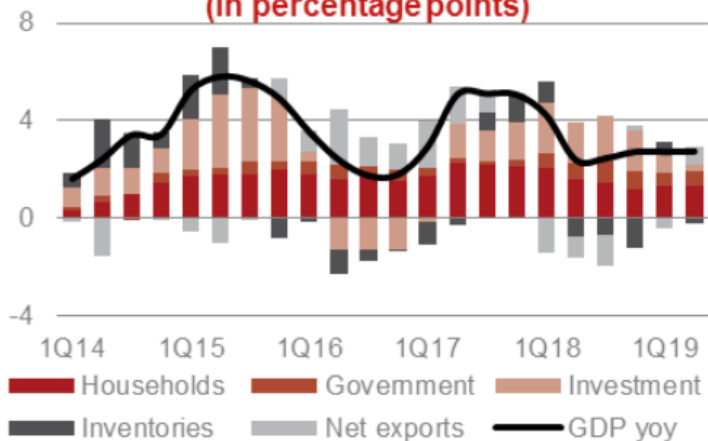
Struktura ekonomického růstu České republiky se mění

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

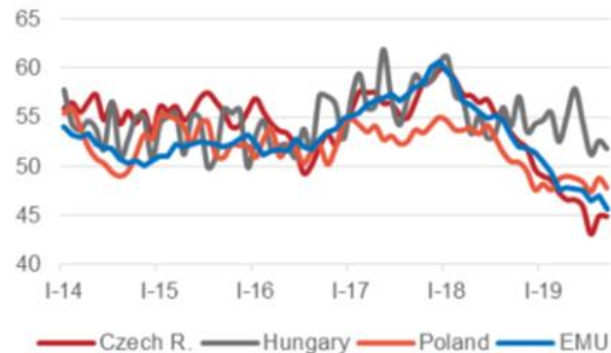
Ekonomika

- Silný trh práce (rekordně nízká nezaměstnanost, růst mezd)
- **Maloobchodní tržby** rostou
- **Průmysl** - meziroční pokles kvůli negativnímu vlivu eurozóny + nedostatku zaměstnanců a kapacit
- Růst inženýrského stavitelství (dopravní infrastruktura), pokles **pozemního stavitelství** (byty, kanceláře, haly)

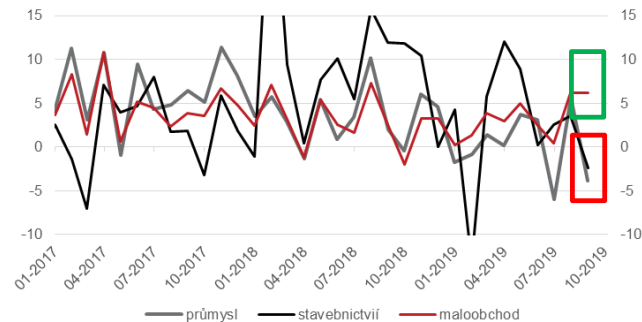
Czech Rep.: GDP year-on-year change (in %) and contribution of expenditures (in percentage points)



Průmysl zemí CE 3 oslabuje spolu s eurozónou



ČR - maloobchod, průmysl, stavebnictví (růst % meziročně)

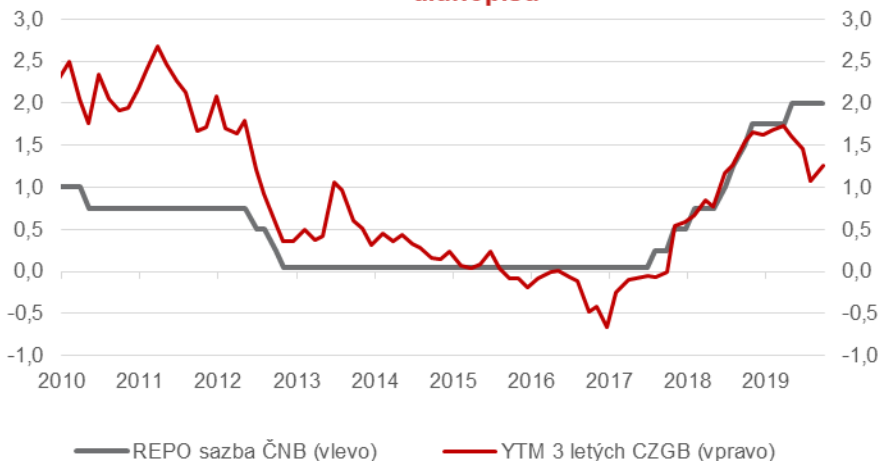


Česká národní banka drží sazby na 2%

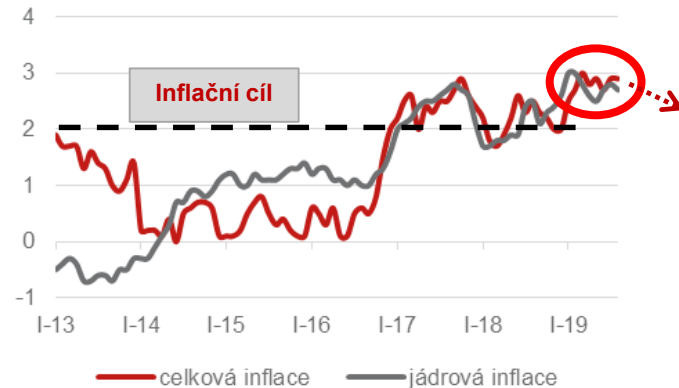
Na zbytek roku se očekává stabilita

- Tuzemské vlivy (přetrvávající vysoká inflace, slabší koruna a silný růstu mezd) jsou proinflační
- Vnější vlivy (zpomalení ekonomiky eurozóny a globální ekonomická rizika) jsou protiinflační
- My nyní čekáme stabilitu úrokových sazeb do cca poloviny 2020 s malou pravděpodobností zvýšení sazeb

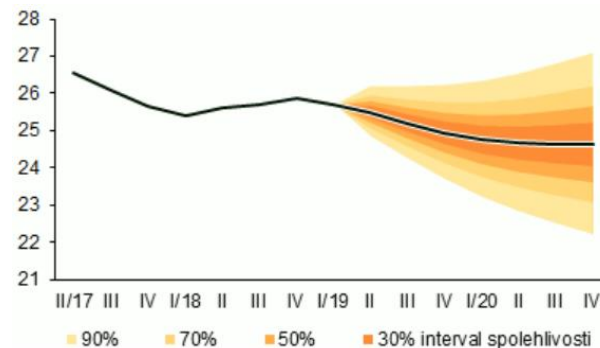
Základní sazba ČNB a výnosy 3letých státních dluhopisů



ČR: míra inflace (meziročně v %)



ČNB: prognóza kurzu CZK / EUR

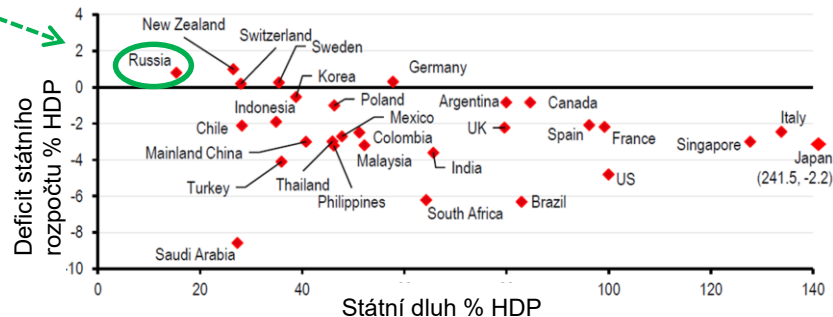


Ekonomika Ruska mírně roste tažena spotřebou domácností

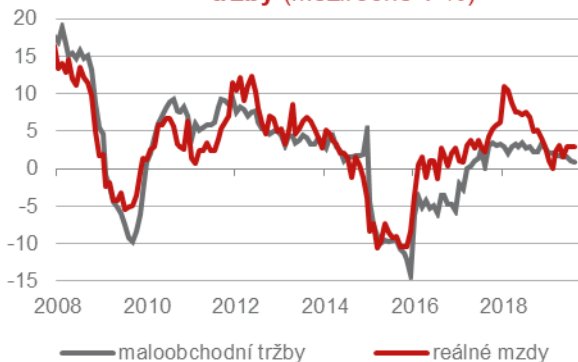
Zadluženost Ruska je nízká a státní rozpočet je v přebytku

Ekonomický vývoj

- Mírný a stabilně růst (jak průmysl, tak maloobchodní tržby)
- Pokles inflace umožňuje centrální bance snižovat úrokové sazby



Rusko: Reálné mzdy a maloobchodní tržby (meziročně v %)



Rusko: Průmyslová produkce (meziročně v %)



Rusko: Inflace a repo sazba



Turecko – makroekonomická situace se zlepšuje, rostou geopolitická rizika

S&P Global
August 2, 2019

We forecast that the Turkish economy will post GDP growth of around 3% next year, after contracting by 0.5% in 2019.

Zlepšení

- Rychlý pokles inflace (vliv posílení turecké liry a ropy) umožnil centrální bance snížit sazby a tím podpořit ekonomiku
- Tuzemské sazby jsou v porovnání s jinými státy stále vysoké, což udržuje tureckou liru stále relativně silnou
- **Dočasný** pokles deficitu obchodní bilance (domácnosti omezily nákupy z dovozů + slabá lira podpořila export a turismus)

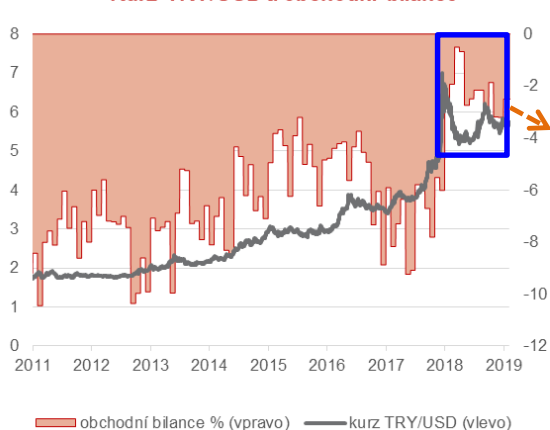
Rizika

- Pokles devizových rezerv centrální banky + pokles nezávislosti centrální banky
- **Geopolitická rizika – riziko sankcí ze strany USA kvůli vojenské operaci proti Kurdům**
- Vysoké nesplácené úvěry v bankách (avšak méně, než dřívější očekávání)

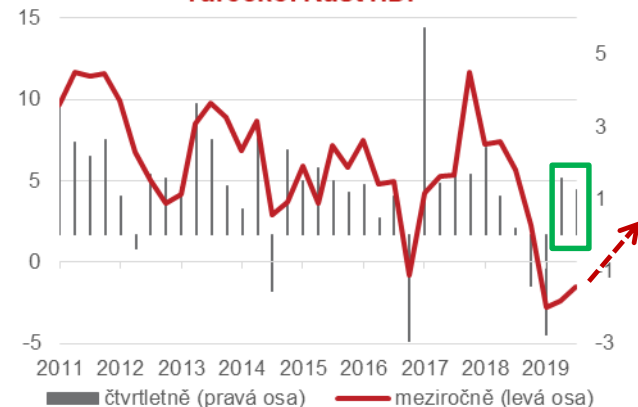
Turecko: Inflace a úrokové sazby(%)



Kurz TRY/USD a obchodní bilance



Turecko: Růst HDP



1. Makro, centrální banky

2. Finanční trhy



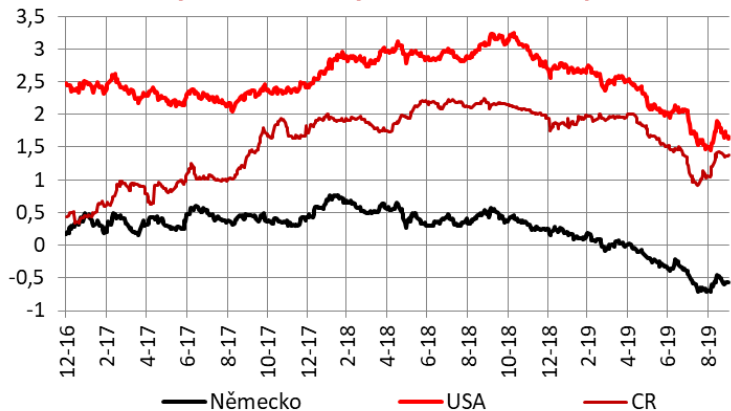
Vývoj aktiv v období zvýšené volatility

Výhled na 2H/2019

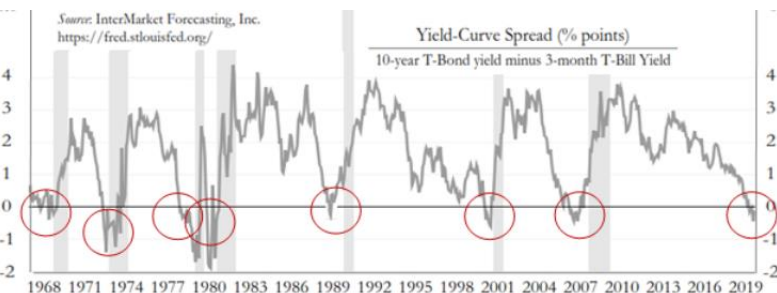
Vývoj státních dluhopisů

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

Výnos desetiletých státních dluhopisů



USA: inverze výnosové křivky předchází ekon. recesi



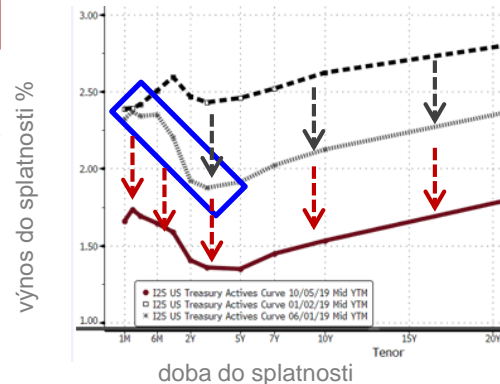
Pozn. „výnosem dluhopisu“ se myslí budoucí „výnos do splatnosti“ (YTM), růst YTM je důsledkem poklesu ceny (a naopak)

Posun výnosových křivek státních dluhopisů mezi

01/2019, 07/2019 a 10/2019

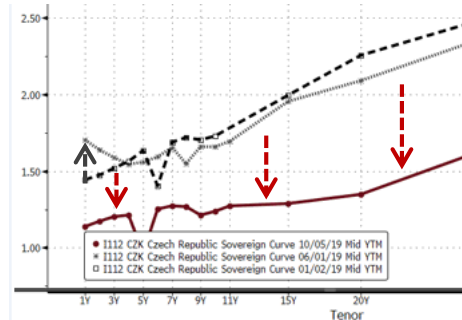
Výnosy v USA

- ✓ 1H/19 – pokles dlouhého konce v očekávání snižování sazeb → **inverzní výnosová křivka**
- ✓ 3Q/19 – FED snižuje sazby + výhled ekonomiky se zhoršuje → posun celé výnosové křivky dolů



Výnosy v ČR

- ✓ 1H/19 – krátký konec křivky (do 1 roku) se zvedl po zvýšení sazeb ČNB
- ✓ 3Q/19 – prudký pokles celé výnosové křivky hluboko pod úroveň sazeb %CNB



Dluhopisy čekají snížení sazeb

Fundament korporátních dluhopisů je dobrý

Platí i pro Emerging Markets (s výjimkami)

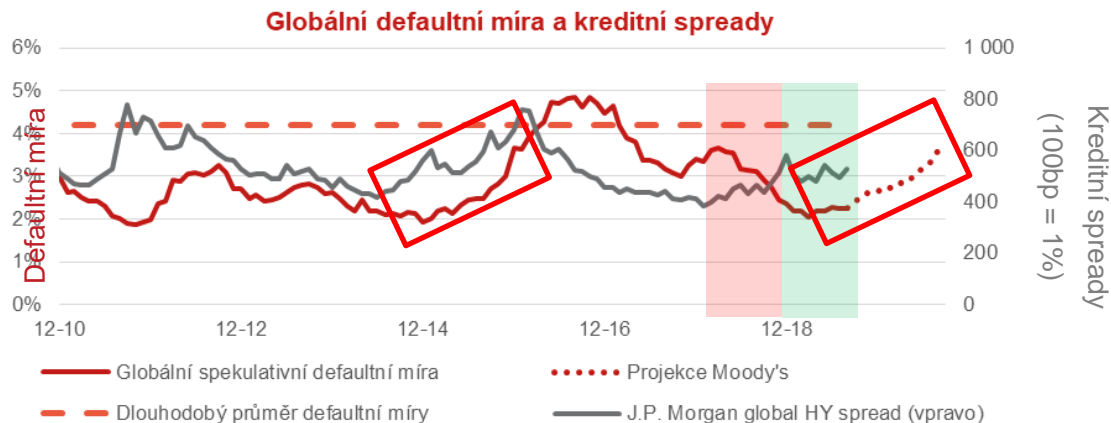
- **Fundament je důležitý pro dlouhodobý vývoj kreditních prémie**
- **Globální defaultní sazby pod dlouhodobým průměrem**
 - ✓ Agentura Moody's predikuje však nárůst defaultních sazeb, což je již do jisté míry reflektováno minulým růstem kredit prémie
- **Vývoj kreditních prémie (prémie ve výnosu nad 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

Stabilita v 2019

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

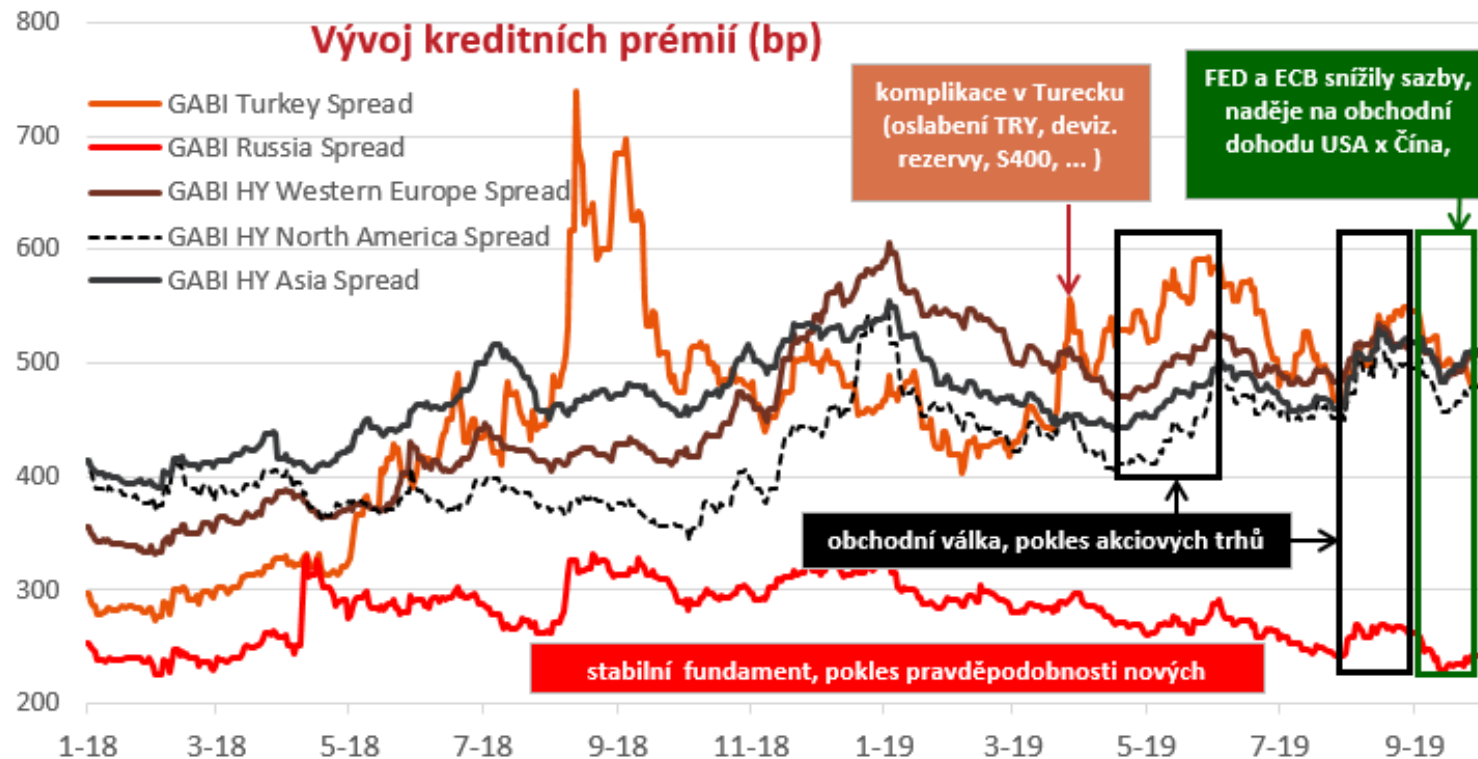


Pozn. Jedná se o kreditní spready dluhopisů investičního ratingu v BP (100 BP = 1%)

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

V první polovině roku pomohl růst sazeb v ČR i postupná normalizace situace na peněžním trhu CZK
V druhé polovině roku pomáhá snižování sazeb v USA e eurozóně při stabilitě sazeb v ČR

Za zajištění EUR již korunové fondy inkasují okolo 2,3 % p.a.

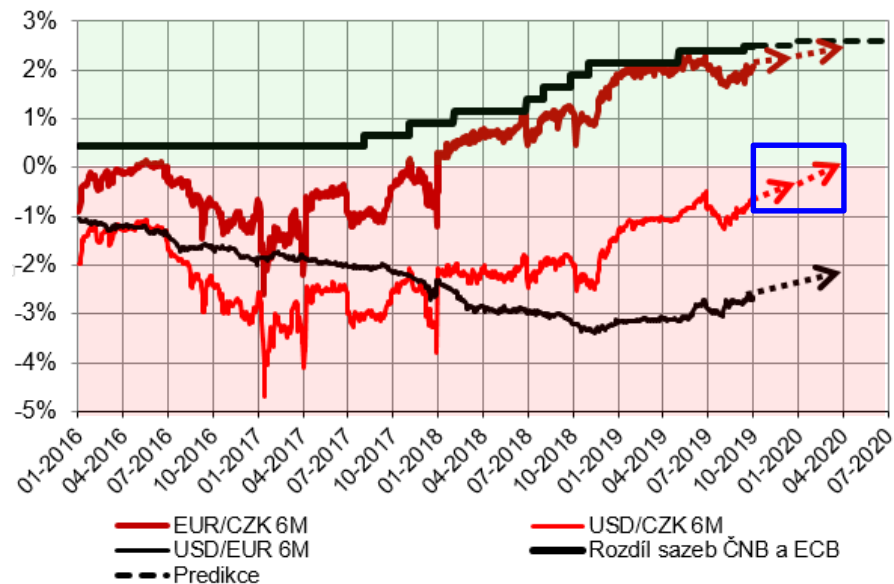
- ✓ Úrokový diferenciál CZK/EUR se zvýšil. ČNB drží stabilní sazby na úrovni 2%, zatímco ECB v září snížila sazby o 0,1% na -0,5%)

Náklady na zajištění USD korunových fondů se snížily na 0,5% p.a.

- ✓ Důvodem je snižování úrokových sazeb v USA, při stabilitě sazeb v ČR
- ✓ Od cca druhého čtvrtletí 2020 očekáváme, že měnové zajištění USD začne generovat zisk protože:

- ČNB bude držet úrokové sazby na 2%
- v USA se očekává pokračování snižování sazeb

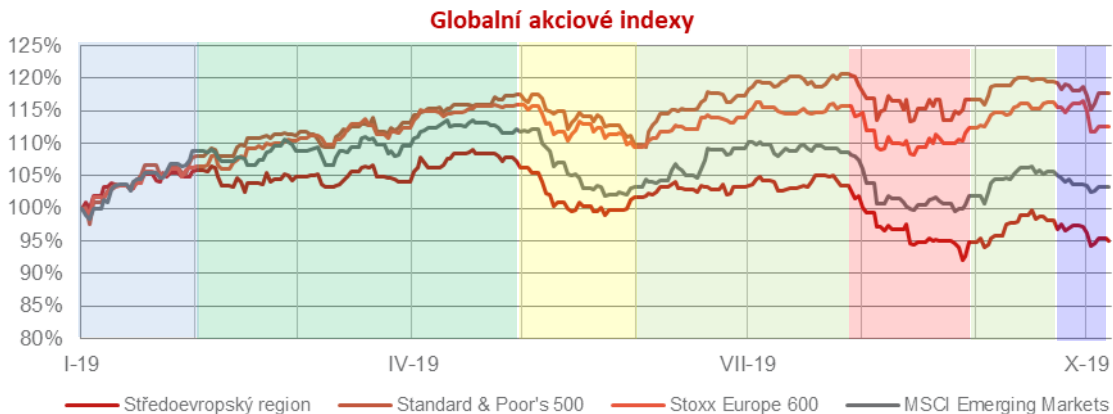
Anualizované náklady na měnové zajištění



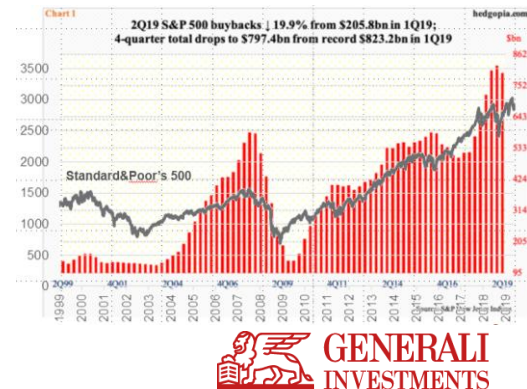
Akciové trhy letos v plusu

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 + dobré firemní výsledky v USA
- Květen: Obchodní válka zahájené Trumpem (vliv hlavně na EM), zhoršování předstihových makrodat
- Červen+červenec+září: neděje na obchodní dohodu s Čínou + růst díky snižování sazeb FEDu včetně indikace použití nekonvenčních opatření (QE)
- Srpen: další eskalace obchodní války (cla na čínská dovozy v objemu 300 mld USD + protiakce Číny)
- Říjen: pokles kvůli výraznějšímu zhoršení ekonomických indikátorů v USA a EU



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)

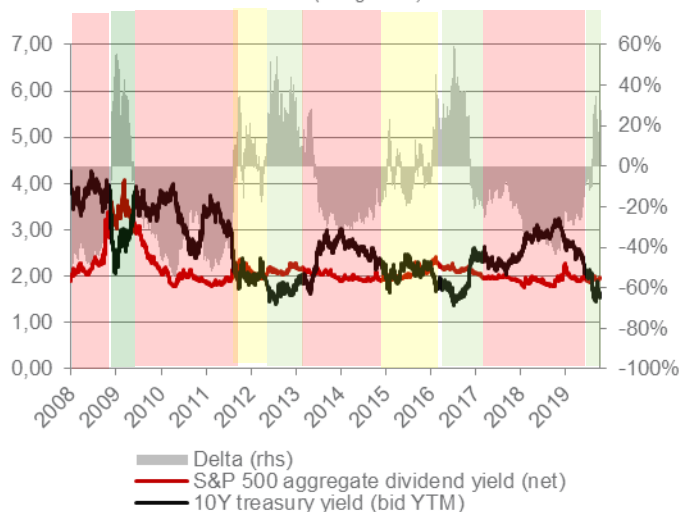
Nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle:

- Dividendový výnos versus YTM (výnos do splatnosti) 10Y státního dluhopisu – viz graf vlevo dole

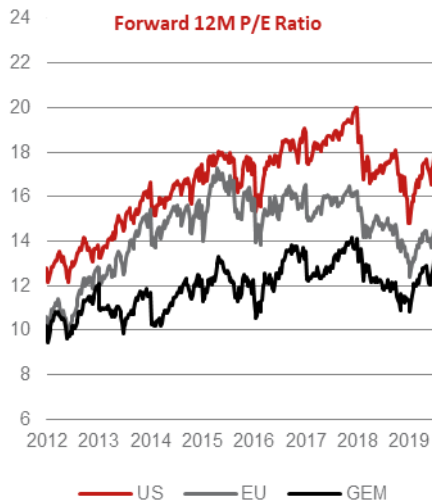
Nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle:

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

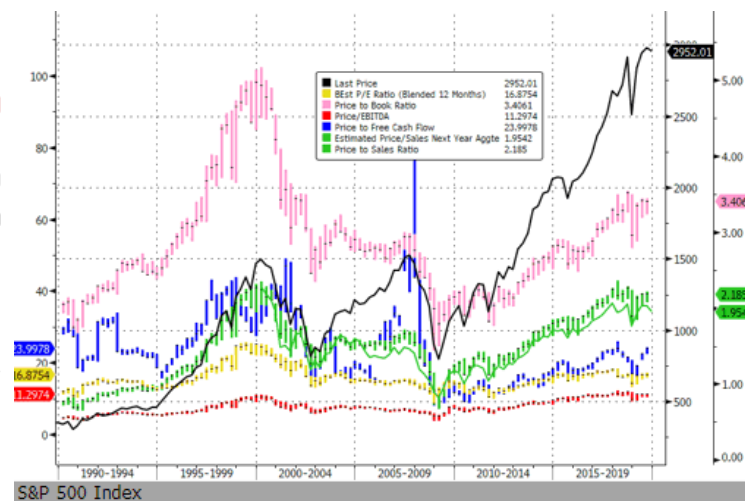
US Equities vs. 10Y Treasury bonds (Long-term)



Forward 12M P/E Ratio



S&P 500 – vývoj poměrových ukazatelů

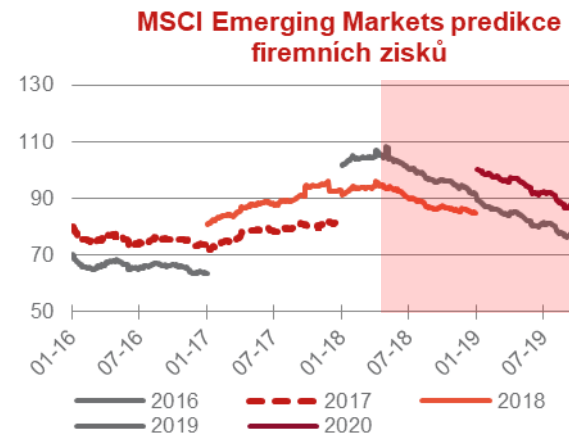
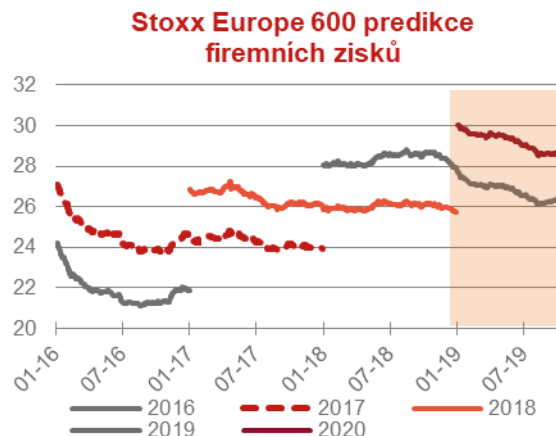
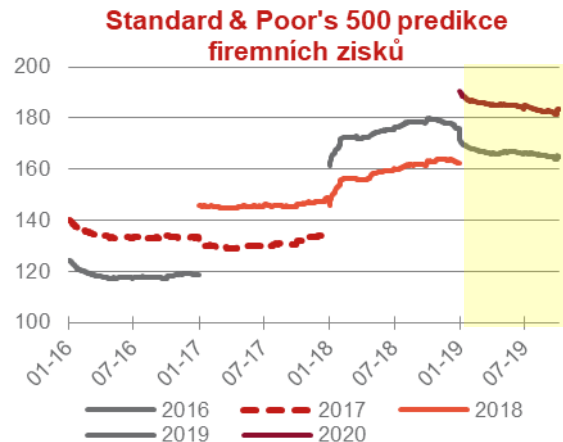


Předikce budoucího vývoje firemních zisků klesá

A zvyšuje ocenění akcií

Příčiny poklesu firemních zisků

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

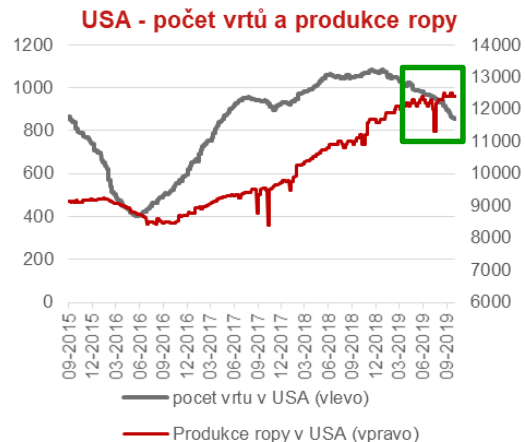
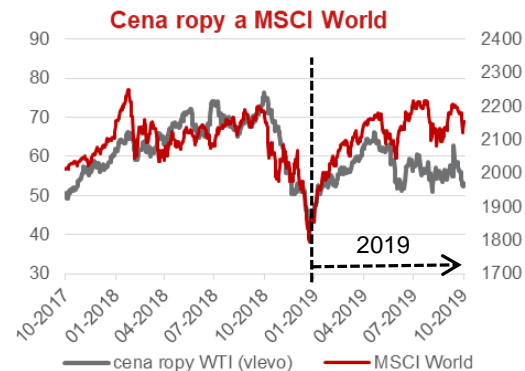
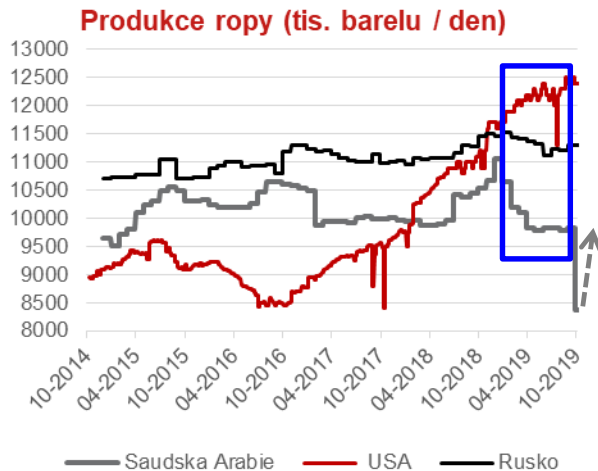
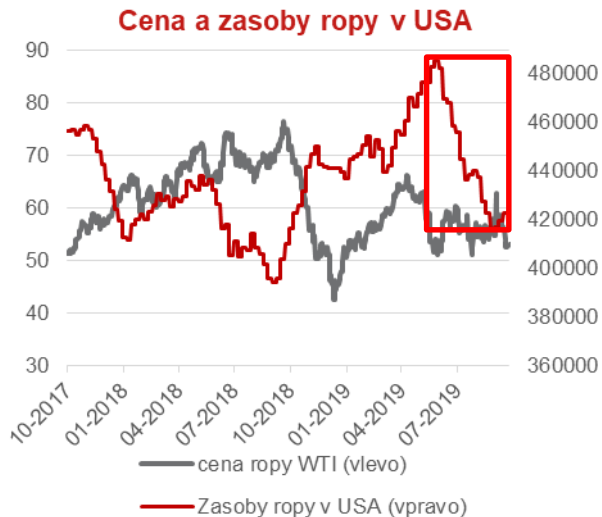


Cena ropy stagnuje spolu s akciovými indexy

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 břidlic; výpadek produkce Saudské Arabie bude pouze krátkodobý
- V USA klesá počet vrtů, těžba je však díky růstu produktivity na maximu
- Objem komerčních zásob v USA klesá spolu s ekonomickou aktivitou



Zlato – po výrazném růstu začalo období konsolidace

1. Růst v závěru roku 2018

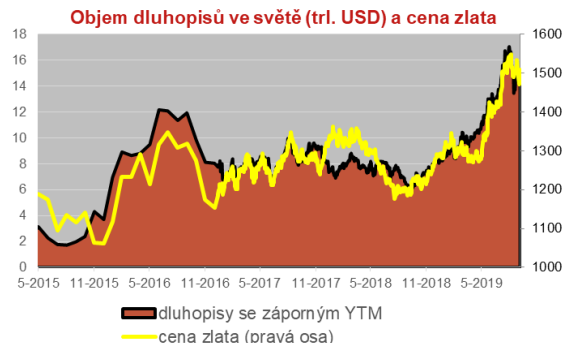
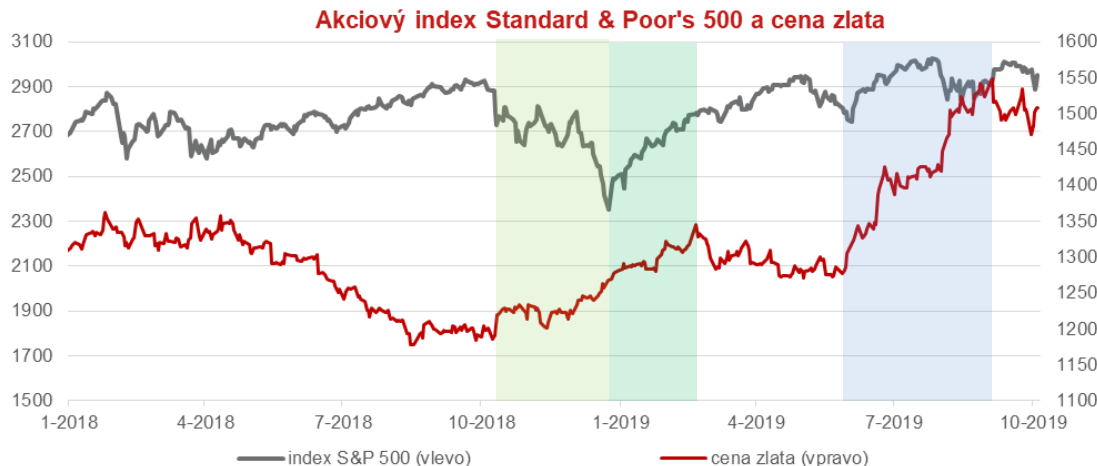
- ✓ Útěk do bezpečí z akcií
- ✓ Turecké banky přestaly prodávat
- ✓ Velké nákupy (Rusko, Polsko, Maďar,...)
- ✓ Pozice těžařů na termínovaných burzách

2. Růst počátkem roku 2019

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

3. Růst od konce května

- ✓ Pokles výnosů státních dluhopisů
- ✓ Snižování sazeb v USA a EMU



Důvody pro pokles: těžaři se opět zajišťují proti poklesu, objem dluhopisů se zápornými výnosy pomalu klesá

Důvody pro růst: geopolitická rizika, nákupy Ruska a Číny, zajištění pro případ negativního ekonomického vývoje

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