

Webinář

Fund Portfolio Management

Daniel Kukačka, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář



Obsah

SEKCE I

- Obchodní válka, politická situace v USA
- Politika centrálních bank
- Vývoj ekonomik

SEKCE II

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

1. Makro a centrální banky

2. Finanční trhy



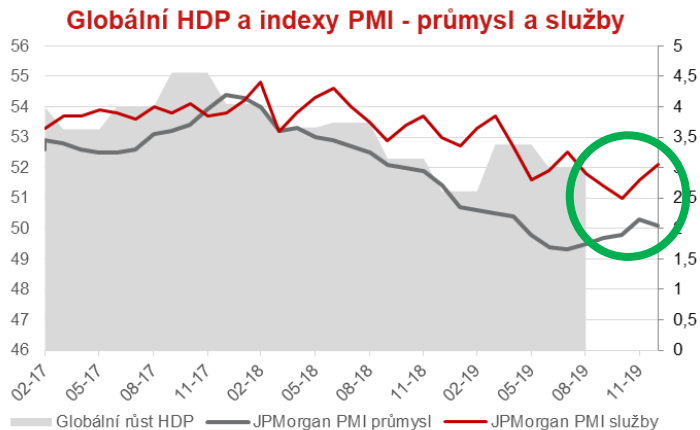
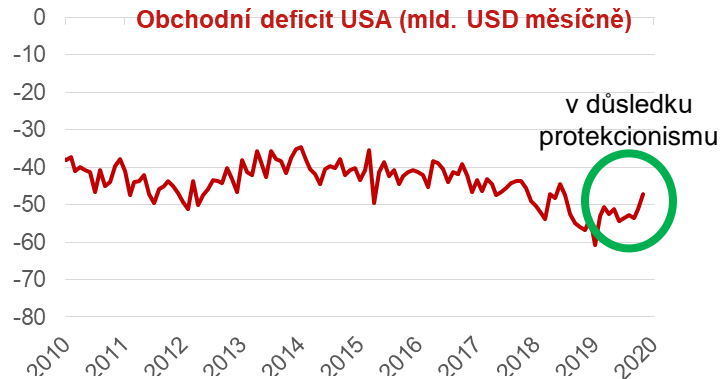
**Optimismus na finančních
trzích díky centrálním bankám
Trump má zájem na pozitivním
volebním roce**

První fáze obchodní dohody USA x Čína by měla být podepsána 15. ledna⁴

Pokles ekonomických nejistot přispěl k růstu akciových trhů (a poklesu státních dluhopisů s dlouhou durací)

- Snížení některých cel
- Čína obnoví nákupy zemědělských a energetických produktů
- Čína učiní kroky k ochraně duševního vlastnictví, otevření finančního sektoru investorům, aj.

Poté začne jednání o druhé fázi dohody zahrnující pro Čínu citlivější oblasti → dotažení do voleb v USA nečekáme



Politický vývoj v USA

Je příznivý pro akciové trhy

Žaloba na prezidenta prošla kongresem

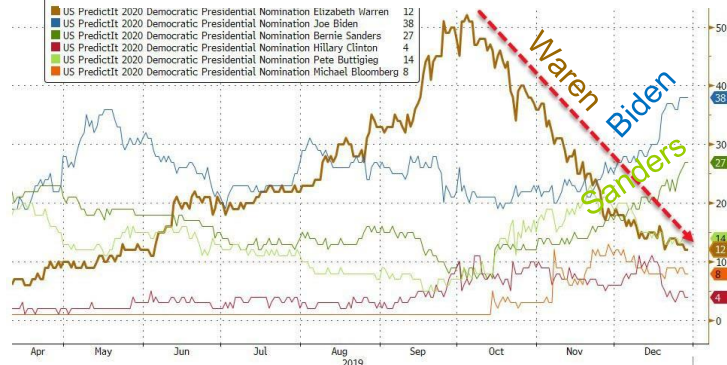
- **Obvinění ze zneužití pravomocí:**
D. Trump se snažil přimět ukrajinského prezidenta, aby tamní úřady začaly vyšetřovat Trumpova politického soka z řad demokratů Joea Bidena.
- **Obstrukcí vůči Kongresu:**
Bílý dům bránil členům administrativy spolupracovat při vyšetřování se Sněmovnou reprezentantů.

Senát impeachment neschválí

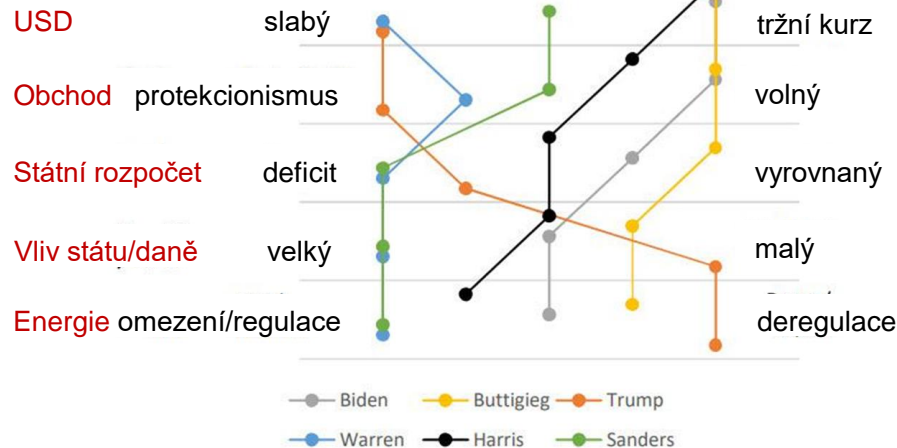
Prezidentské volby 3. listopadu

- Preference Trumpa jsou nad 50%
- Z demokratických kandidátů posilují Biden a Sanders na úkor levicové Warren, **což je pozitivní pro akciové trhy**
- Důležitý datum 3. března jsou primárky v 13 státech USA

Šance demokratických kandidátů na nominaci



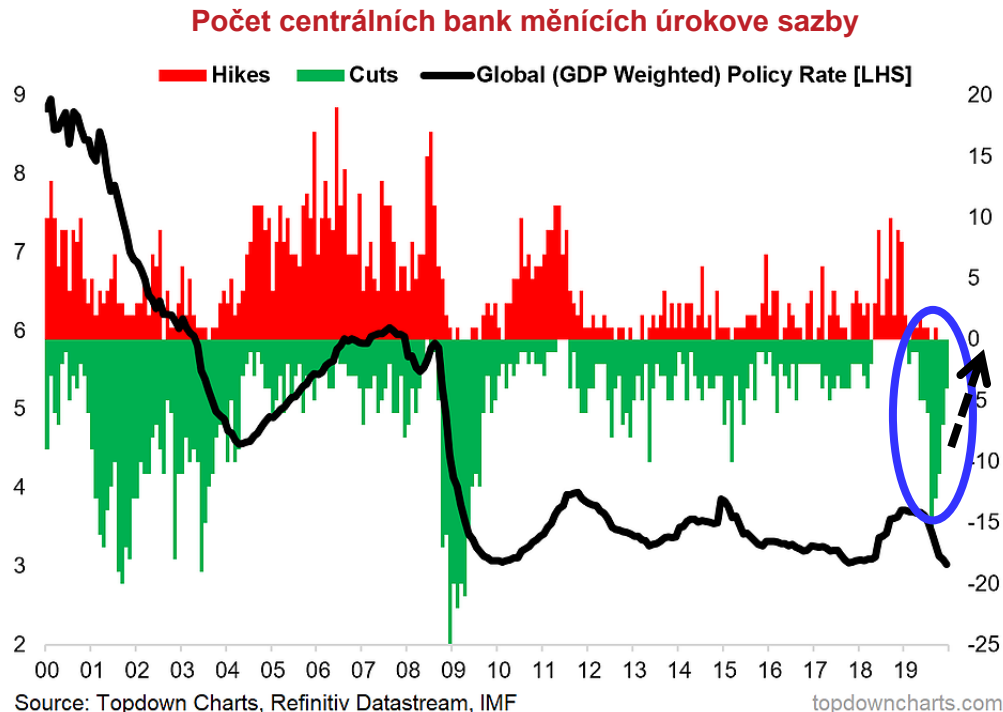
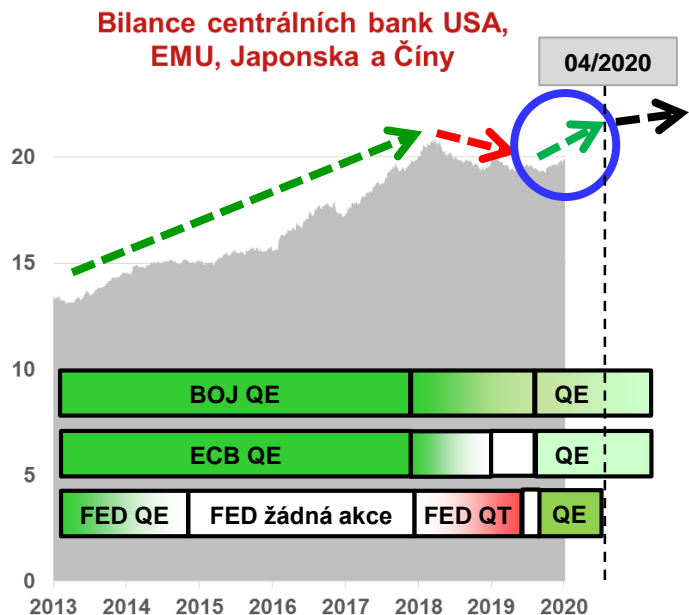
Programové preference Trumpa a demokratických kandidátů



Source: J.P. Morgan FX Strategy

Rychlost uvolňování (pokles sazeb, QE) měnové politiky zpomaluje

Po rychlém uvolňování loni a po restrikcí v 2018



Nákupy dluhopisů ze strany FEDu a ECB

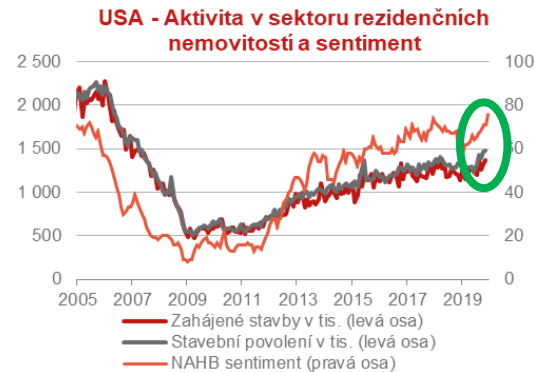
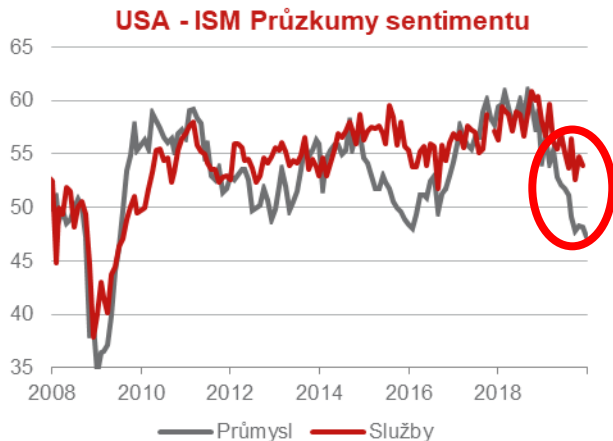
- **FED:** 07/2019 konec QT (rozprodej dluhopisů), od 11/2019 do 02/2020 repooperace od 10/2019 do cca 03/2020 kvaziQE (nákupy krátkodobých dluhopisů)
- **ECB:** 10/2019 obnovení QE (nákupy dluhopisů)

Ekonomika USA je relativně silná, ale zpomaluje vlivem průmyslového sektoru

7

Predikce růstu HDS v USA podle Fedu 2019: 2,2%, 2020: 2,0%

- **Silný trh práce, domácnosti jsou v dobré kondici**
 - ✓ nezaměstnanost na minimu 3,5%, růst mezd zrychlil, maloobchodní tržby jsou silné
- **Průmysl a investice**
 - ✓ Indikátory ekonomické důvěry a průmyslové objednávky poklesly (obavy z obchodních válek)
- **Nemovitostní sektor**
 - ✓ Oživení v důsledku poklesu úrokových → hypotéčních sazeb

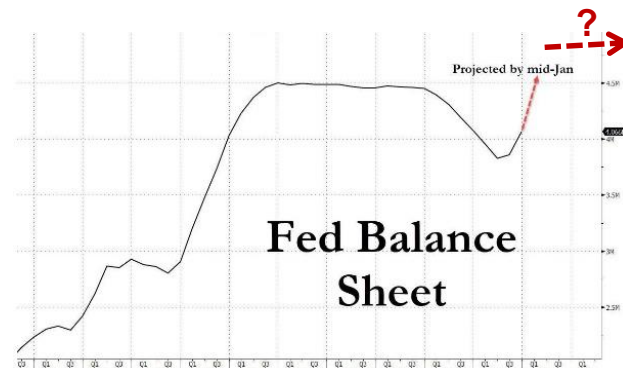
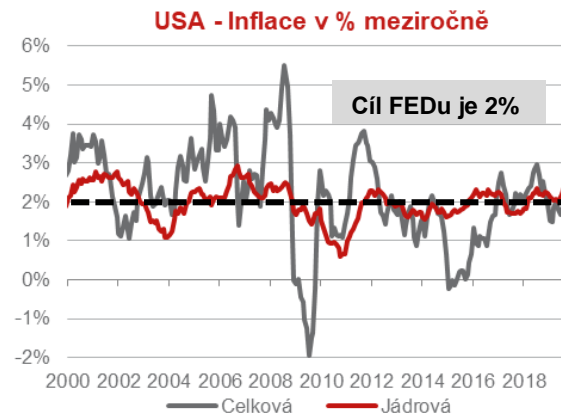


FED zastavil snižování sazeb, pokračuje však v nákupu dluhopisů

Nákupy dluhopisů budou trvat minimálně do konce března, repooperace do ledna

Vývoj politiky FEDu

- Leden: pozastavení zvyšování sazeb
 - Březen: oznámení 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
 - 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%.
 - 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
 - 12. listopadu FED snížil sazby o 0,25% do pásna 1,50 – 1,75% a **oznámil do budoucna stabilitu úrokových sazeb po delší dobu**
-
- **Repooperace by měly trvat do cca konce ledna, nákupy dluhopisů do cca konce března (podle vývoje ekonomiky a rizik)**



Ekonomika EU zpomaluje kvůli sektoru průmyslu

Sektor služeb je dosud poměrně silný díky poklesu nezaměstnanosti a růstu mezd
V závěru roku nastalo mírně zlepšení předstihových makroukazatelů průmyslu

Přetrvává duální charakter ekonomiky

- Silný trh práce podporuje sektor služeb
- Ekonomické nejistoty (**brexit – bude 31.ledna**, obchodní válka USA-Čína, hrozba zavedení cel na vývoz evropských aut do USA) dopadá export a na průmyslovou výrobu
- Inflace mírně vzrostla na 1,3% tažena cenami potravin a služeb
- Pro 2020 se čeká ekonomický růst okolo 1%

Evropská centrální banka 12. prosince

- Ponechala základní sazby na -0,5%
- Ponechala objem nákupů dluhopisu na 20 mld EUR za měsíc
- **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**
- Do konce 2020 EBC provede revizi strategie, nastavení střednědobého cíle a způsobů jeho dosažení včetně zahrnutí vlivu klimatických změn



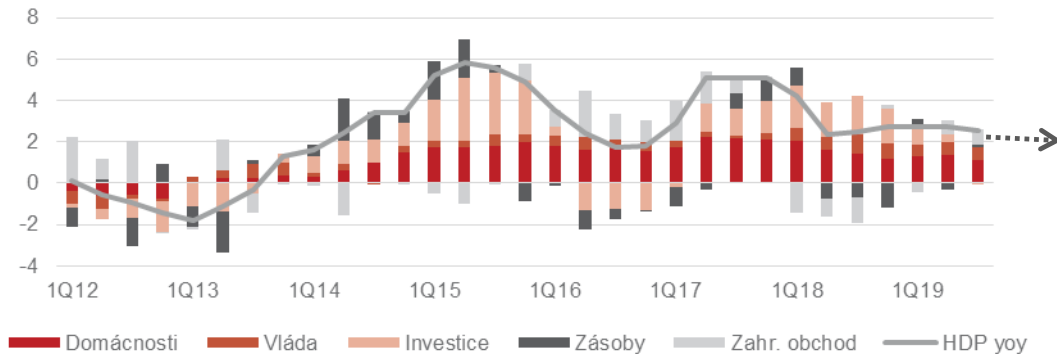
Ekonomický růst České republiky poklesl za 3Q/2019 na 2,5%

Pro rok 2020 čekáme zpomalení ke 2%

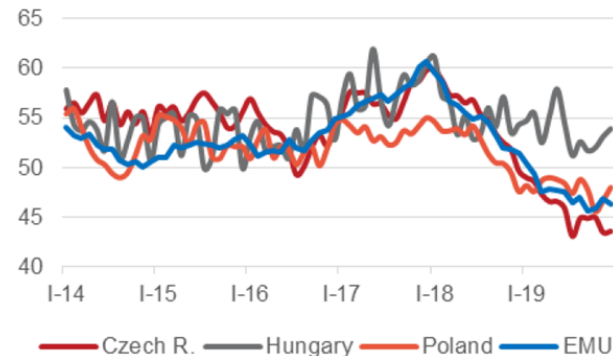
Ekonomika

- Silný trh práce (rekordně nízká nezaměstnanost, růst mezd), avšak čeká se zpomalení kvůli slabému průmyslu
- 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)

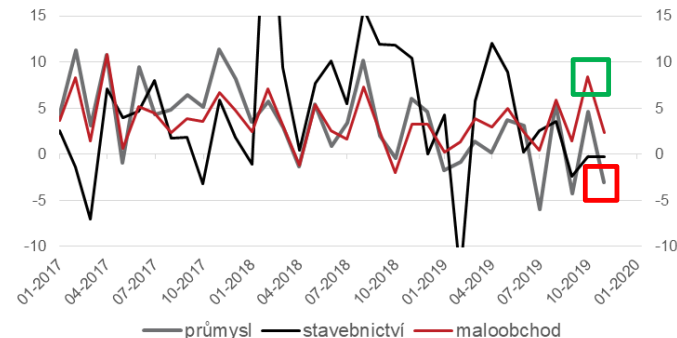
ČR: HDP a jeho výdajová struktura (meziročně v %)



Průmysl zemí CE 4 se stabilizoval



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



Česká národní banka drží sazby na 2%

Na rok 2020 se očekává stabilita

- Inflace je nad horní hranicí inflačního cíle, krátkodobě (v důsledku novoročního zdražování) zůstane vysoká
- Desinflační vlivy: posílení koruny + zpomalení ekonomiky eurozóny se promítá i do tuzemského průmyslu a bude zpomalovat růst mezd
- My nyní čekáme stabilitu úrokových sazeb do cca konce 2020 s velmi malou pravděpodobností zvýšení sazeb

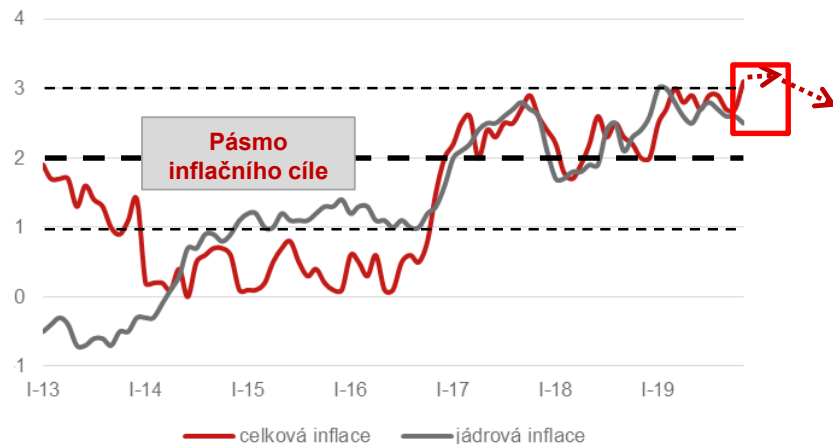
Základní sazba ČNB a výnosy 3letých státních dluhopisů



REPO sazba ČNB (vlevo)

YTM 3 letých CZGB (vpravo)

ČR: míra inflace (meziročně v %)



Kurz české koruny



EUR / CZK

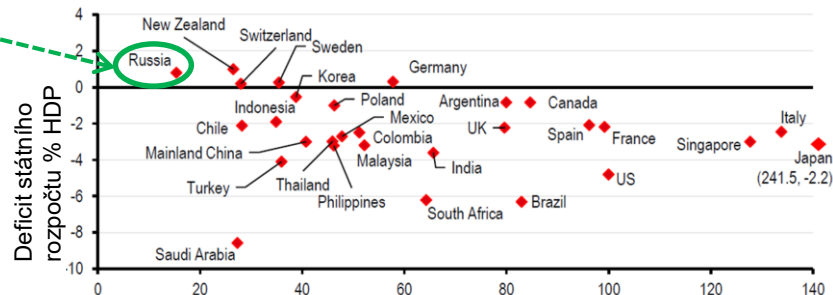
USD / CZK

Ekonomika Ruska mírně roste tažena spotřebou domácností

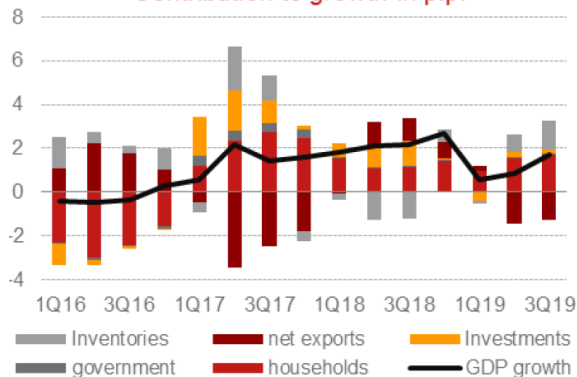
Zadluženost Ruska je nízká a státní rozpočet je v přebytku

Ekonomický vývoj je příznivý

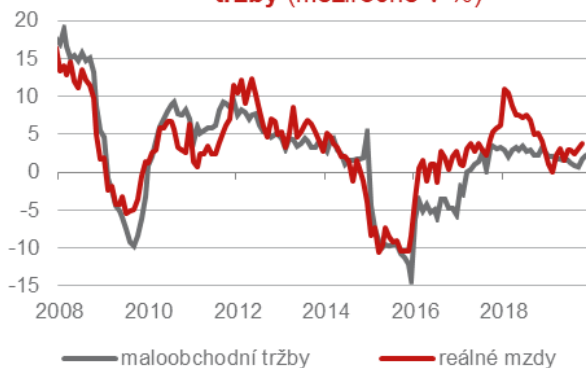
- Mírný a stabilně růst (jak průmysl, tak maloobchodní tržby)
- Pokles inflace na 3% (1% pod inflační cíl centrální banky) umožňuje další snížení úrokových sazeb



Russia: Real GDP
Contribution to growth in p.p.



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



Rusko: Inflace a repo sazba



Geopolitická rizika poklesla

- Dohoda Ruska s Ukrajinou ohledně transportu a dodávek plynu
- Sankce na firmy stavící Nord stream 2

Turecko – makroekonomická situace se zlepšuje

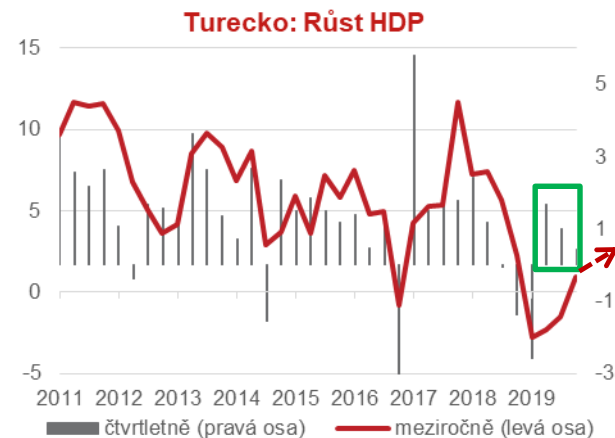
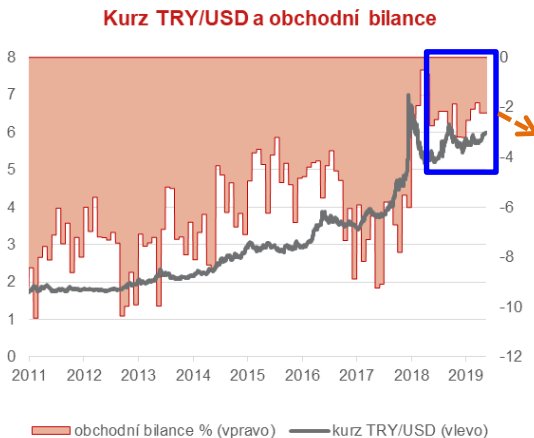
Letos se čeká ekonomický růst okolo 3%

Zlepšení ekonomiky

- Inflace se stabilizovala okolo 10%
- Přes minulý pokles jsou úrokových sazeb v porovnání s jinými státy stále vysoké, což udržuje tureckou liru stále relativně silnou
- Pokles deficitu obchodní bilance se zastavil kvůli růstu dovozů tažených poptávkou domácností a růstem cen ropy

Rizika mírně poklesla

- Nízké devizové rezervy centrální banky + pokles nezávislosti centrální banky
- Geopolitická rizika – riziko sankcí ze strany USA, vojenská angažovanost v Syrii a Libyi
- Podíl nesplácených úvěrů v bankách rostl, avšak méně, než se čekalo



1. Makro, centrální banky

2. Finanční trhy



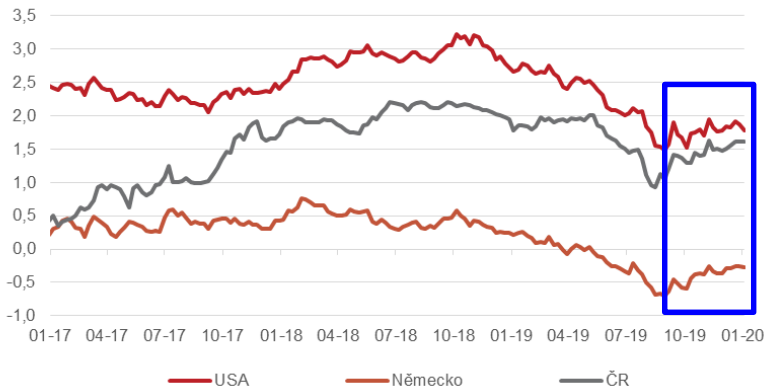
Vývoj aktiv v období zvýšené volatility

Výhled na 2020

Vývoj státních dluhopisů

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

Výnos desetiletých vládních dluhopisů v procentech



Mírný růst výnosů (pokles cen) od podzimu

- Naděje na částečnou obchodní dohodu mezi USA a Čínou
- Stabilizace předstihových makroukazatelů, zejména pak v oblasti průmyslu (po prudkém zhoršení v první polovině 2019)

Posun výnosových křivek státních dluhopisů mezi

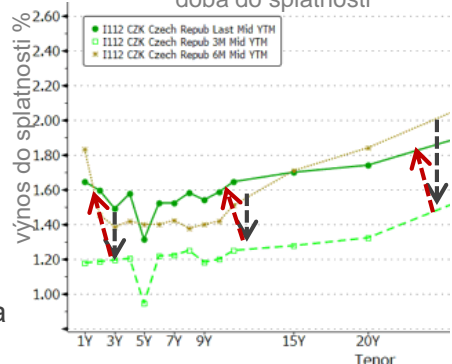
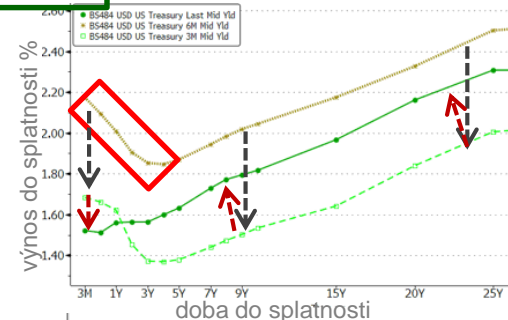
07/2019 → 10/2019 → 01/2020

Výnosy v USA

- **Léto 2019** – inverzní křivka (čekalo se snižování sazeb)
- **Podzim 2019** – celá křivka poklesla kvůli rizikům ekonomiky
- **Leden 2020** – růst delšího konce křivky kvůli optimismu ohledně obchodní dohody USA x Čína

Výnosy v ČR

- Přechodný pokles celé výnosové křivky **mezi létem 2019 a podzimem 2019** kvůli ekonomickým rizikům ve světě
- **Od podzimu 2019** se křivka vrátila nahoru



Fundament korporátních dluhopisů je dobrý

Platí i pro Emerging Markets (s výjimkami)

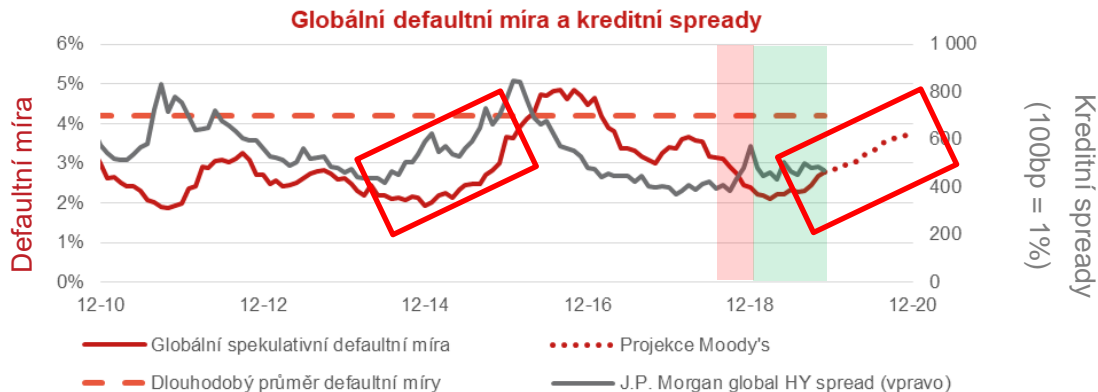
- **Fundament je důležitý pro dlouhodobý vývoj kreditních prémie**
- **Globální defaultní sazby pod dlouhodobým průměrem**
 - ✓ Agentura Moody's predikuje nárůst defaultních sazeb, takže analýzy hospodaření firem budou velmi důležité
- **Vývoj kreditních prémie (prémie ve výnosu nad bezrizikové dluhopisy) – 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%)

Situace na měnovém zajištění zahraničním měn se dále zlepšila

V druhé polovině 2019 pomohlo snižování sazeb v USA e eurozóně při stabilitě sazeb v ČR

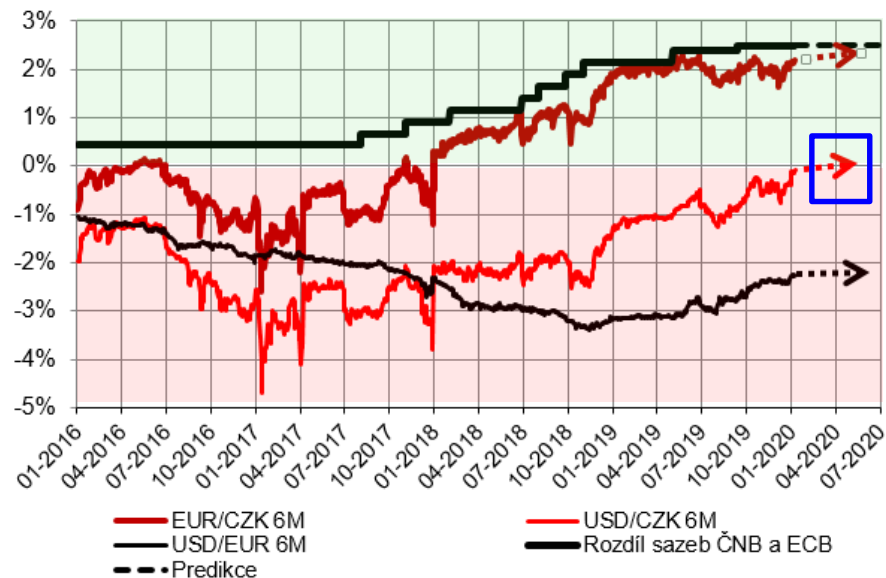
Za zajištění EUR již korunové fondy inkasují okolo 2,3 % p.a.

- 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 0,1% p.a.

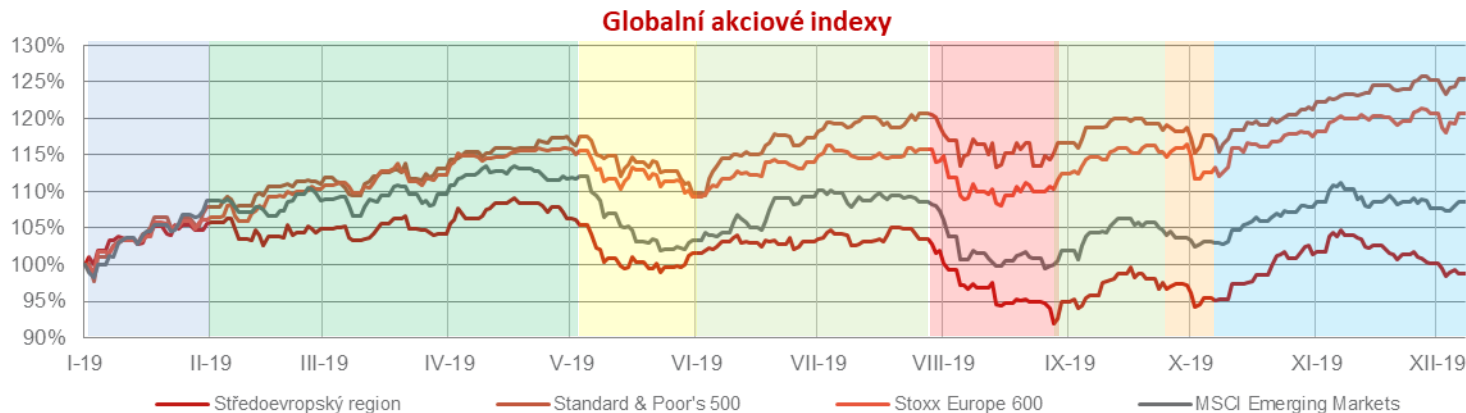
- Důvodem bylo snižování úrokových sazeb v USA, při stabilitě sazeb v ČR
- Od cca druhého čtvrtletí 2020 očekáváme, že měnové zajištění USD začne generovat malý zisk protože:
- ČNB bude držet úrokové sazby na 2%, USA v pásmu 1,50% až 1,75% a zároveň se dále normalizuje situace na peněžním trhu ČR

Anualizované náklady na měnové zajištění



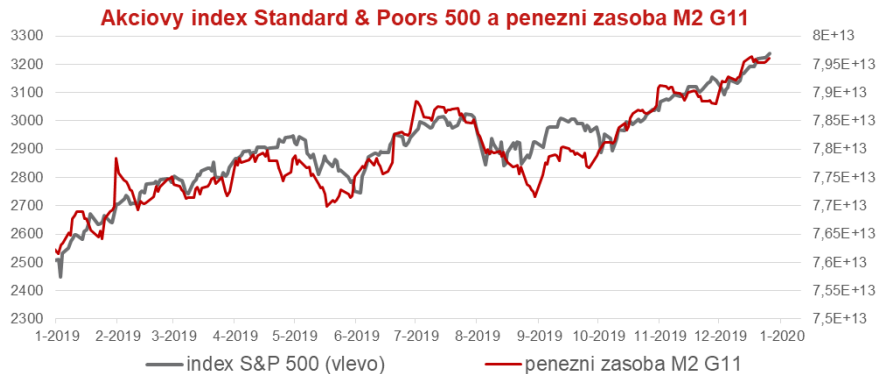
Rozvinuté trhy v čele s USA loni výrazně posílily, Emerging Markets zaostaly

- **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 až červenec + září:** neděje na obchodní dohodu s Čínou + růst díky snižování sazeb FEDu
- **Srpen:** další eskalace obchodní války (cla na čínská dovozy v objemu 300 mld USD + protiakce Číny
- **Září:** naděje na obchodní dohodu s Čínou + růst díky snižování sazeb FEDu
- **Počátek října:** pokles kvůli výraznějšímu zhoršení ekonomických indikátorů v USA a EU
- **Od poloviny října:** růst nadějí na obchodní dohodu s Čínou + obnovené nákupy dluhopisů FEDem



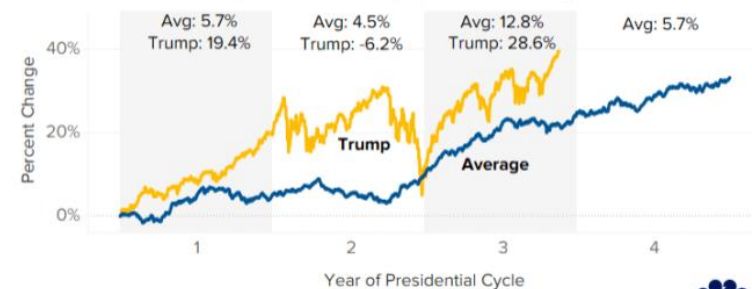
K růstu akcií (zejména v USA) přispívají centrální banky a „buybacky“

a podpora u této strany by měla pokračovat i letos



Trump's market vs. the average

S&P 500 under Trump vs. the average presidential cycle



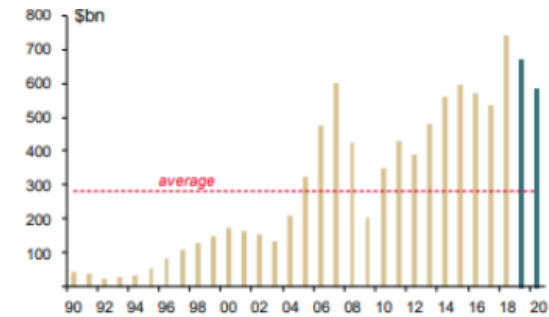
SOURCE: Bespoke. Data for average series begins in 1928. Trump third year data through market close on 12/23/2019.



Objemy nákupů vlastních akcií firmami v USA přispívají k růstu akcií



Objemy nákupů budou vysoké i v 2020



S&P 500 gross share buybacks. Source: Factset, SG Cross Asset Research/US Equity Strategy



Ocenění akciových trhů

je nadprůměrné 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)

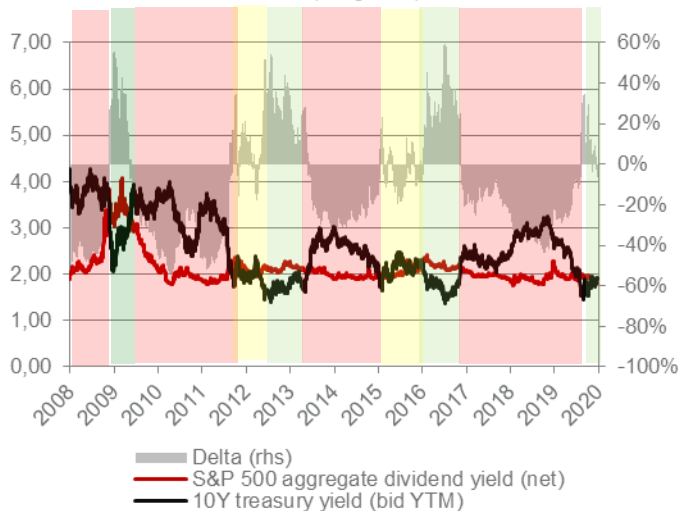
Nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle:

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

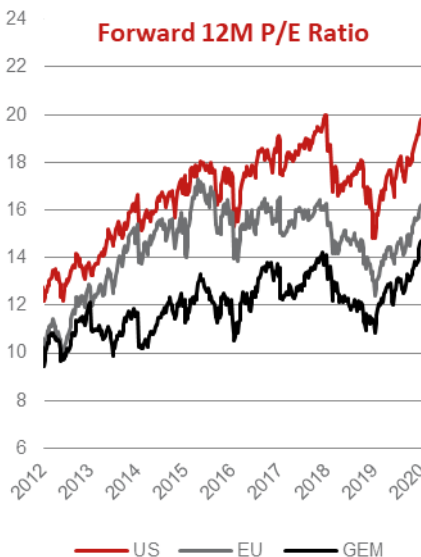
Nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle:

- 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

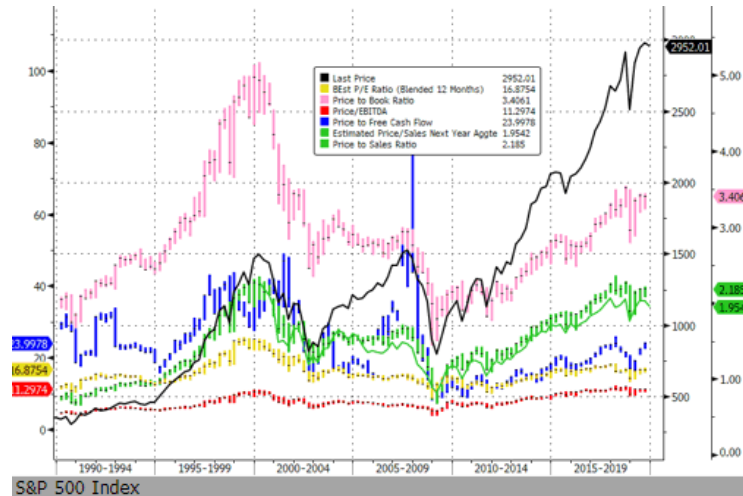
US Equities vs. 10Y Treasury bonds (Long-term)



Forward 12M P/E Ratio



S&P 500 – vývoj poměrových ukazatelů

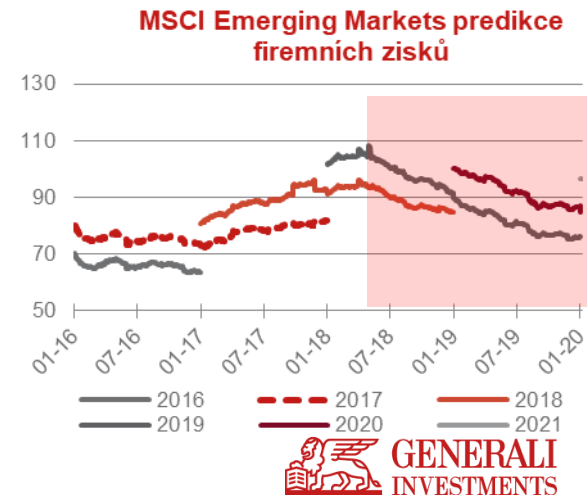
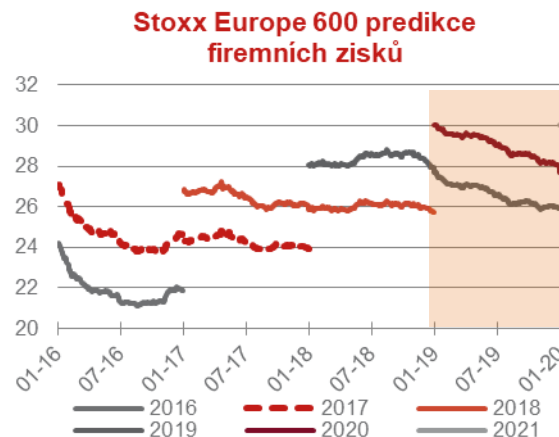
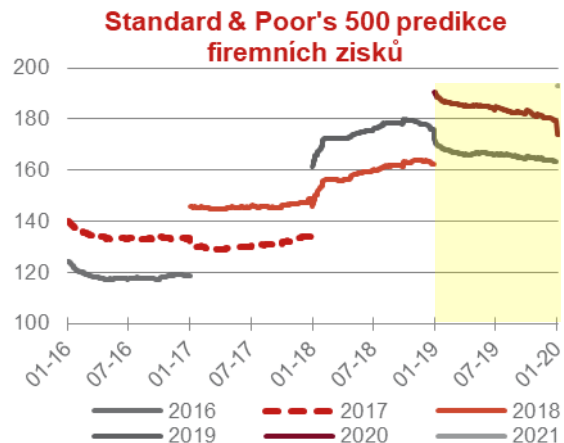


Předikce budoucího vývoje firemních zisků klesá

a zvyšuje ocenění akcií

Příčiny poklesu firemních zisků

- Pokles ekonomické aktivity
- Obchodní války
- Růst mezd

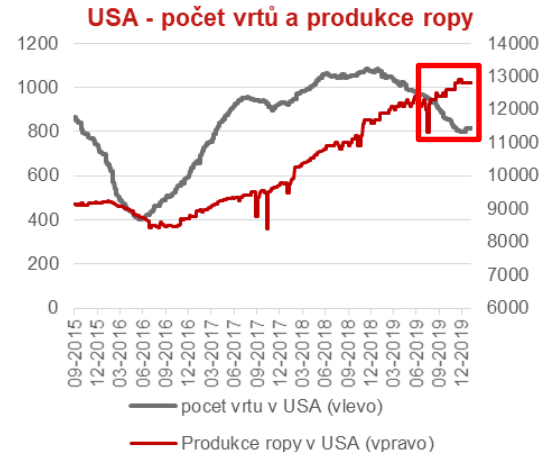
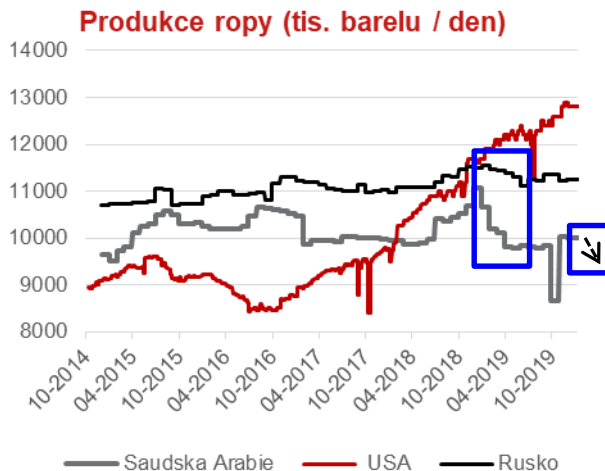
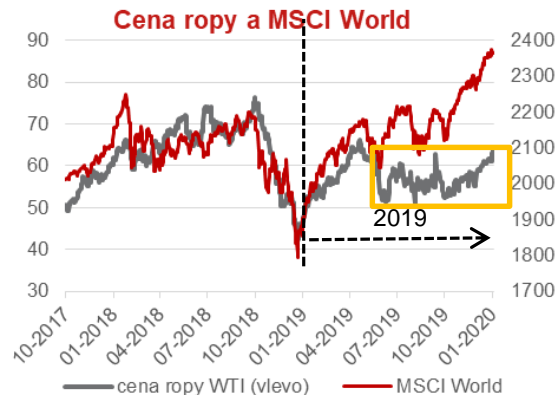


Cena ropy v prosinci mírně rostla, v lednu krátkodobě +5%

Krátkodobě pod vlivem geopolitických rizik

Kromě toho ropu dále ovlivňují:

- Slabší růst poptávky kvůli zpomalování světové ekonomiky, proto ropa stagnovala
- OPEC + Rusko snížily těžbu a vyvážily tak růst těžby z amerických břidlic;
- V USA klesá počet vrtů, objem těžby z břidlic zpomaluje růst
- Objem komerčních zásob v USA v prosinci neočekávaně poklesl



Zlato rostlo kvůli geopolitickým rizikům

1. Růst během léta

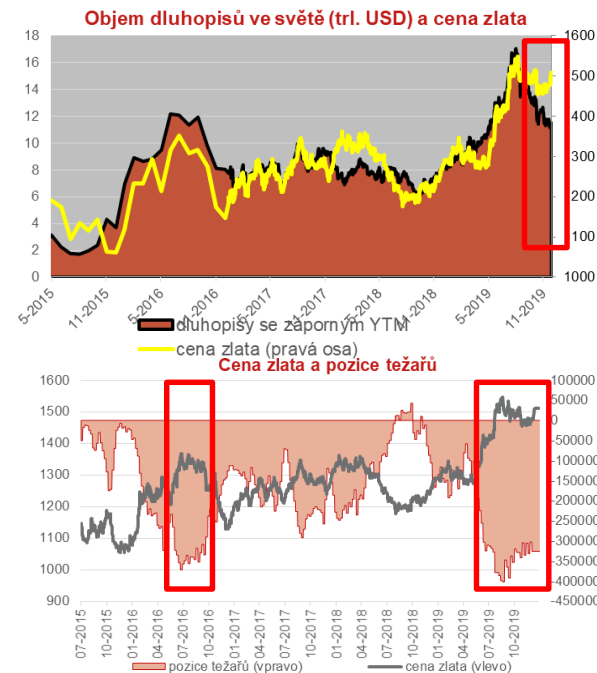
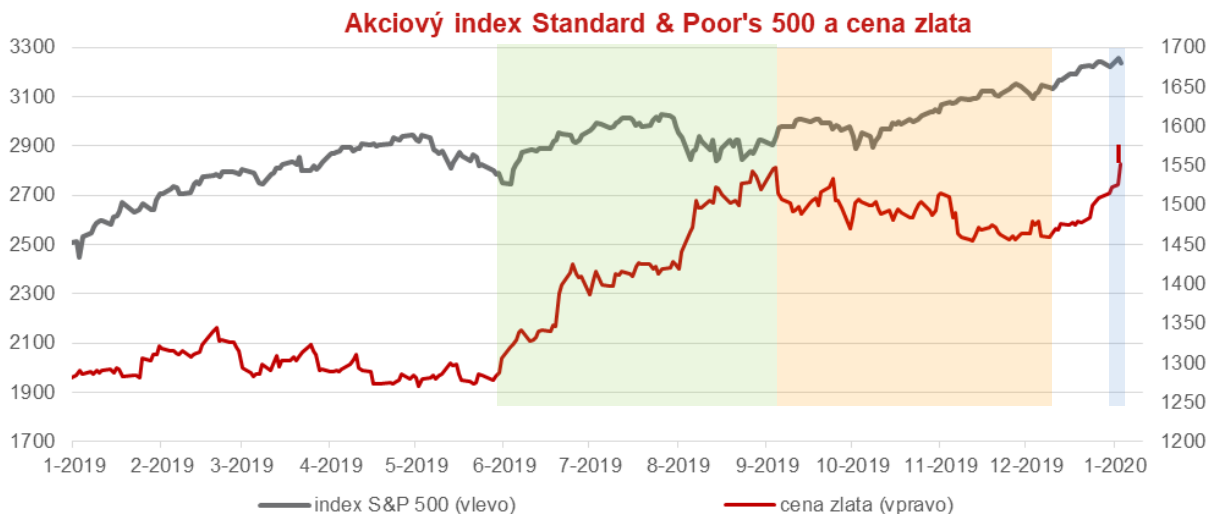
- ✓ Pokles výnosů státních dluhopisů kvůli ekonomickým nejistotám spojeným s obchodní válkou USA x Čína
- ✓ Snižování úrokových sazeb a obnovení nákupu dluhopisů FEDem a ECB

2. Konsolidace od podzimu

- ✓ Stabilizace ekonomiky v očekávání dohody mezi USA a Čínou

3. Růst v lednu 2020

- ✓ Geopolitická rizika (Irán)



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