

Webinář

Fund Portfolio Management

Patrik Hudec, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář za období červenec 2019



Obsah

SEKCE I

- Vývoj ekonomik
- Politika centrálních bank

SEKCE II

- Státní dluhopisy
- Korporátní dluhopisy
- Situace na měnovém zajištění
- Akciové trhy

1. Makro a centrální banky

2. Finanční trhy

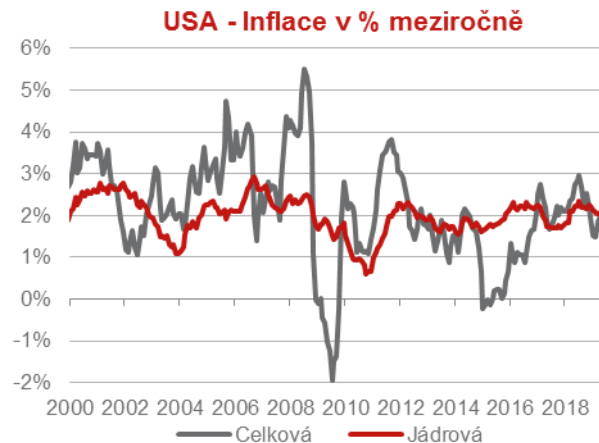


**Scénáře vývoje obchodní války
Důsledek obchodních válek na
globální ekonomiky
Jak reagují centrální banky?**

Ekonomika USA se stále může pochlubit solidním růstem blízko potenciálu

Náš odhad ponecháváme okolo 2 % v důsledku nejistot spojených s politikou Trumpa.

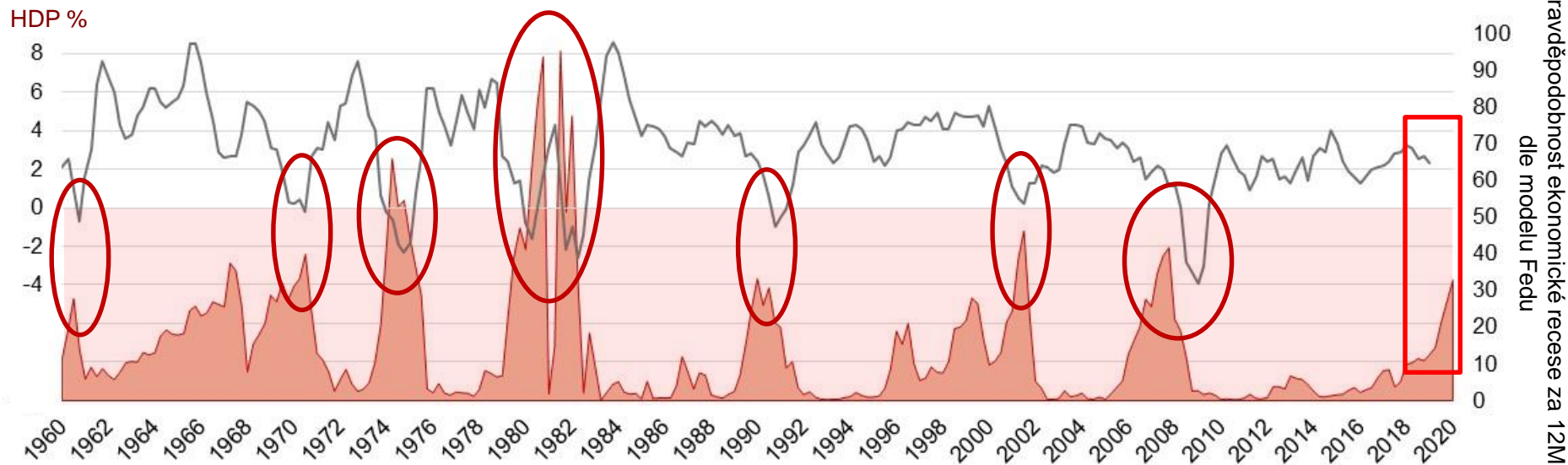
- **Silný trh práce & domácnosti jsou v dobré kondici / silná spotřebitelská důvěra**
 - ✓ nezaměstnanost na minimu
 - ✓ růst mezd se drží na mnohaletých maximech
 - × ekonomické nejistoty mohou tento pozitivní trend zastavit, v případě další eskalace obchodní války i otočit
- **Nemovitostní sektor**
 - ✓ Zpomalení v důsledku růstu cen nemovitostí je částečně vyváženo poklesem hypotečních sazeb.
 - ✓ Po poklesu počtu transakcí se stávajícími nemovitostmi v roce 2018 v reakci na rychlý růst sazeb se negativní trend otočil.



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...
- Pravděpodobnost recese v USA na horizontu 12 měsíců roste od začátku roku 2018 (3,7 %). Na začátku letošního roku byla 15 %, aktuálně je šance už zhruba třetinová



Ekonomika EU zpomaluje kvůli sektoru průmyslu

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

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 se snaží, ale moc možností už jí nezbývá => naplnění japonského scénáře?

- **signalizuje stimuly ve formě dalšího snížení sazeb nebo zahájení programu nakupování dluhopisů**
 - ✓ Ve 2H/2019 ECB prodlouží bankám dlouhodobé půjčky (LTRO) za -0,3% p.a.
 - ✓ sazby zůstanou stejně nebo nižší minimálně do poloviny 2020
- **začala neformálně analyzovat změnu v přístupu 2% cílování**

1. Makro, centrální banky

2. Finanční trhy



**Vývoj aktiv v období zvýšené
volatility**

Výhled na 2H/2019

Dramatický pokles výnosu státních dluhopisů napříč celým světem

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

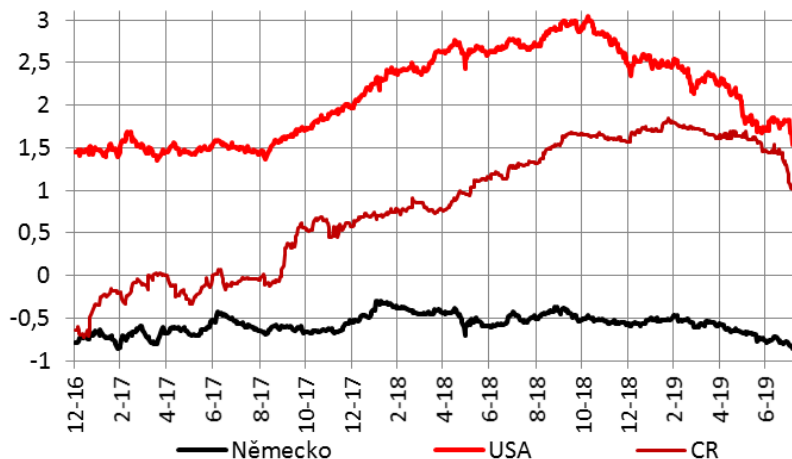
Výnosy v USA: zploštění výnosové křivky – časová odměna je minimální a roční výnos na 3 a 10 letech je prakticky stejný

Výnosy v Německu: pokles na nové historické minimum / záporný výnos: 10 let -0,5 % p.a.

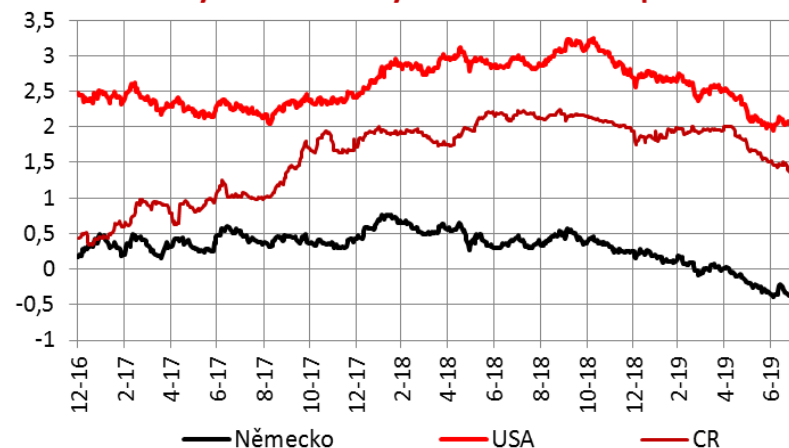
Výnosy v ČR: pokles akceleroval v posledních dvou týdnech a 3 i 10leté bondy nesou shodně pouhé 1,0 % p.a.

Perlička z trhů: výnos 100letého rakouského státního dluhopisu 09/2017 s kupónem 2,1 % propadl pod 0,8 % p.a. – a svým držitelům vydělal ohromných 100 %!

Výnos tříletých státních dluhopisů



Výnos desetiletých státních dluhopisů



Fundament korporátních dluhopisů zůstává mimořádně 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

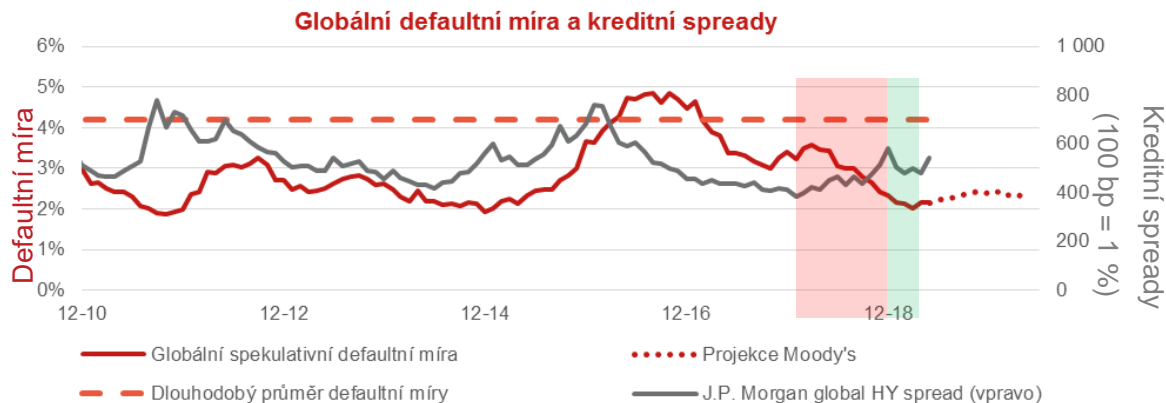
- **Vývoj kreditních prémie (prémie ve výnosu nad bezrizikové dluhopisy) – hlavní vlivy:**

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 2019

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

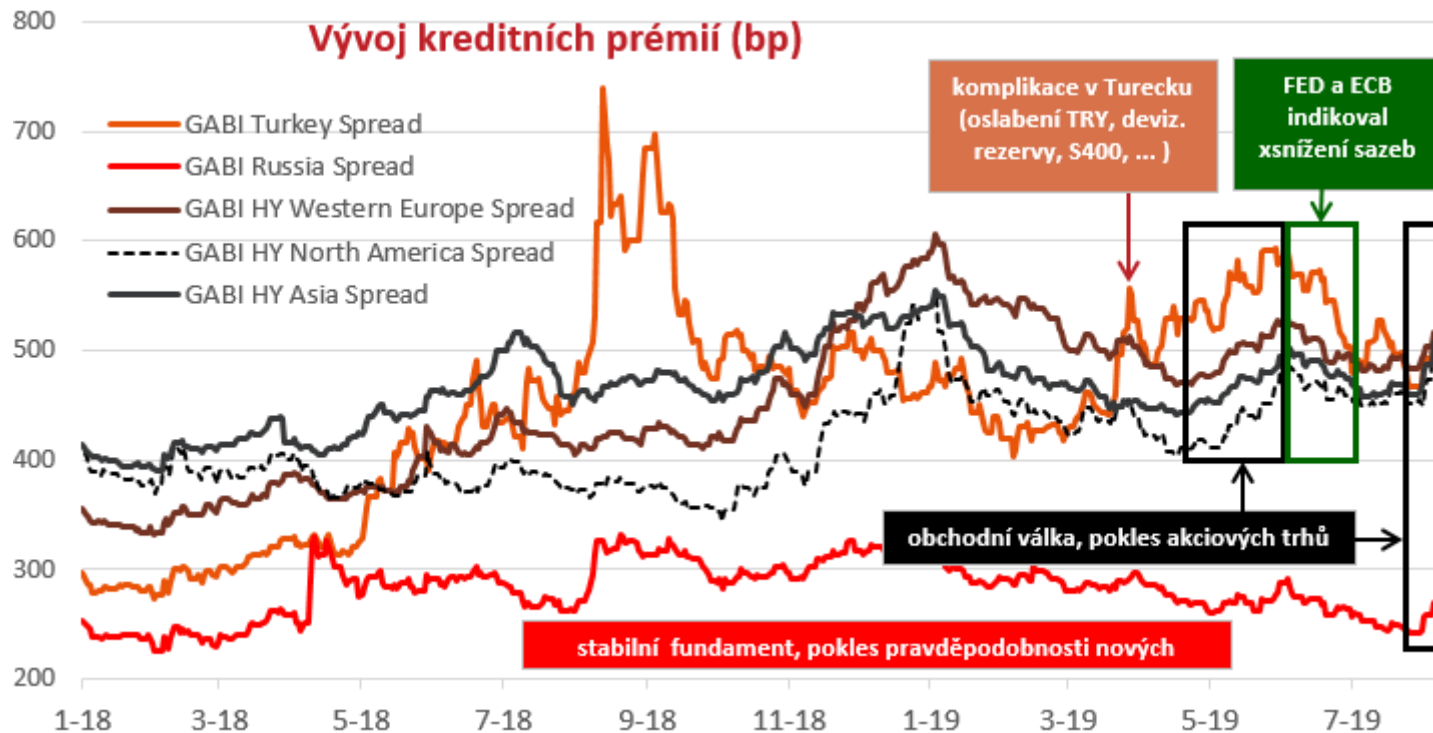


Pozn. Jedná se o kreditní spready dluhopisů investičního ratingu v bp (100 bp = 1,00 %)

Vývoj kreditních prémie po regionech

Pod vlivem globálních i regionálních vlivů

- **Růst kreditních prémie = nárůst výnosového potenciálu do budoucna**
 - ✓ Naše fondy zásluhou důkladné analýzy emitenta nikdy nezažily ani jedno kreditní selhání (default)



Situace na měnovém zajištění se i nadále zlepšuje

Fed i ECB v očekávání poklesu sazeb, ČNB "on hold"

Pomáhá také postupná normalizace situace na peněžním trhu CZK

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

- ✓ Pomohl růst sazeb ČNB, zatímco Fed už sazby snížil a ECB nestihla ani jedno zvýšení a výnosy zůstaly v mínusu

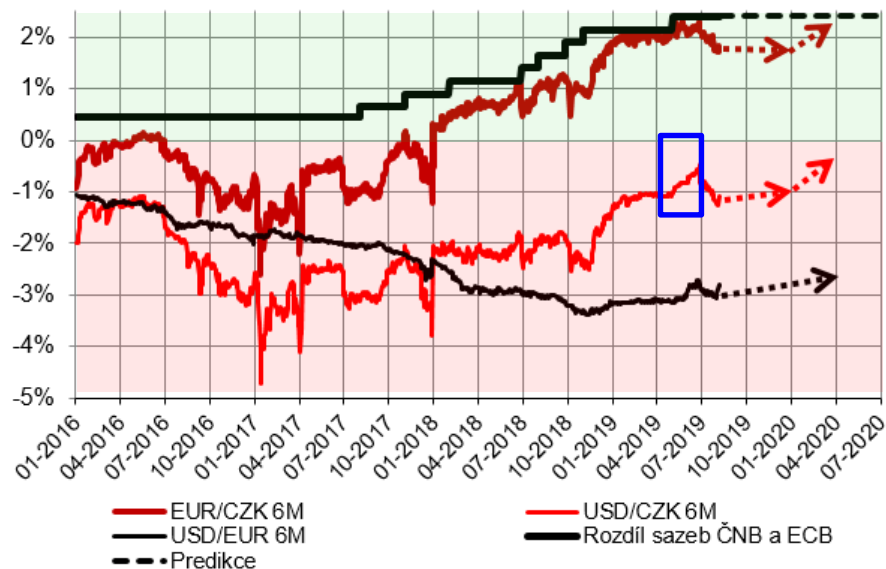
Za zajištění USD korunové fondy platí jen 0,8 % p.a.

- ✓ Výrazné zlepšení od loňského roku

✓ Od dubna zlepšení o výrazných 0,4% p.a. protože:

- 2. května ČNB zvýšila sazby – pravděpodobně naposled v současném cyklu
- Fed doručil první snížení sazeb
- u ECB se spekuluje o dvou sníženích diskontní sazby po 0,1 % ještě více do záporných čísel (aktuálně -0,4 %)

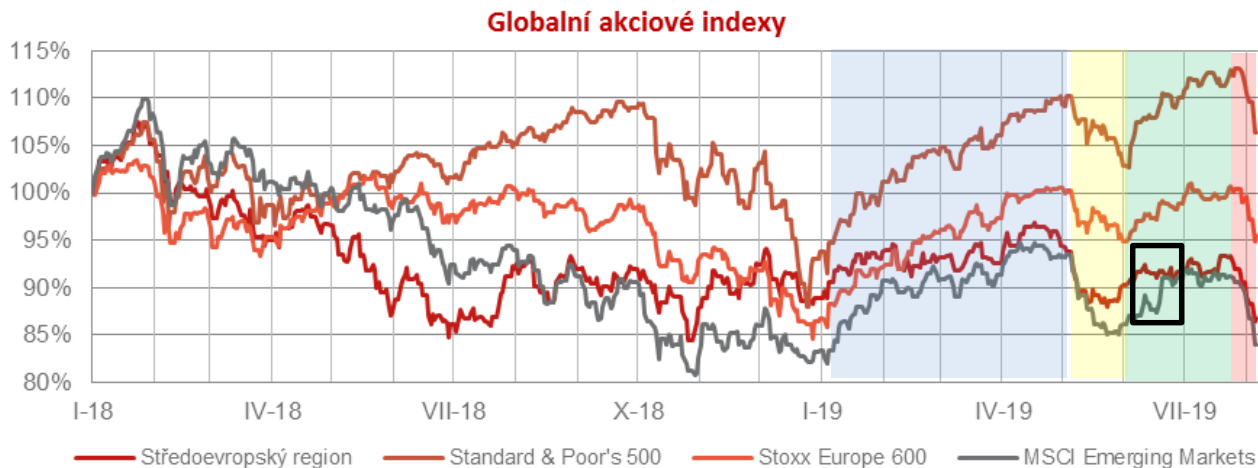
Anualizované náklady na měnové zajištění



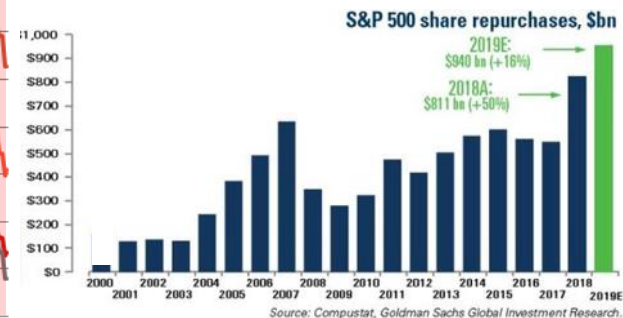
Akciové trhy letos stále v kladných číslech

Růst tažen mj. rekordními buy-backy (nákupy vlastních akcií firmami)

- Leden až duben: příslib uvolněním měnové politiky hlavních centrálních + naděje na obchodní dohodu mezi USA a Čínou + dobré firemní výsledky v USA
- Květen: Obchodní válka zahájená Trumpem (vliv hlavně na EM), zhoršování předstihových makrodat ... k poklesu v USA přispěly algoritmické fondy (nucené prodeje po poklesu a růstu volatilitě)
- Červen: růst díky FEDu, který indikoval snížení sazeb a v případě potřeby i použití nekonvenčních opatření (QE) + naděje na obnovení jednání mezi USA a Čínou
- Srpen: zklamání z Fedu / silná opakovaná kritika Fedu ze strany Trumpa + obratem nová cla na čínské dovozy



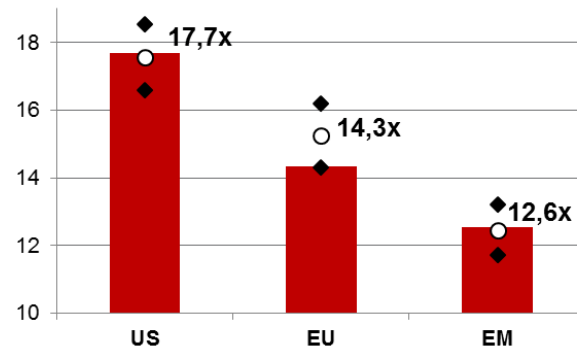
Objemy nákupů vlastních akcií firmami v USA



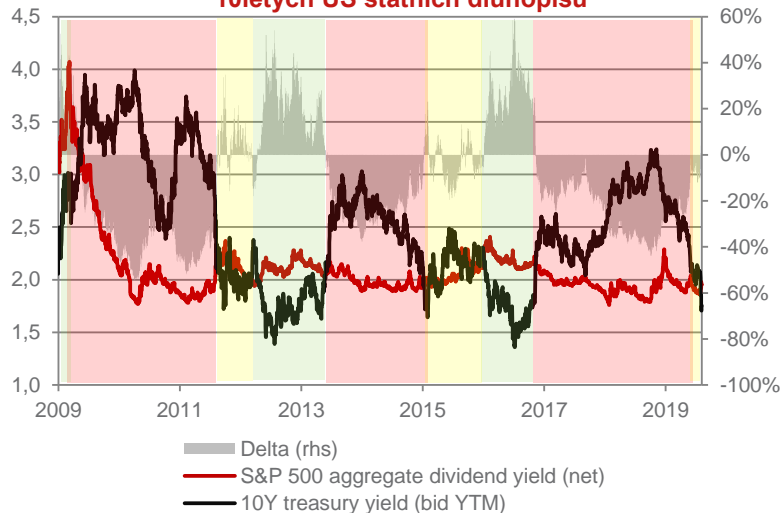
Ocenění akciových trhů blízko dlouhodobých průměrů

Západní Evropa s výrazným diskontem

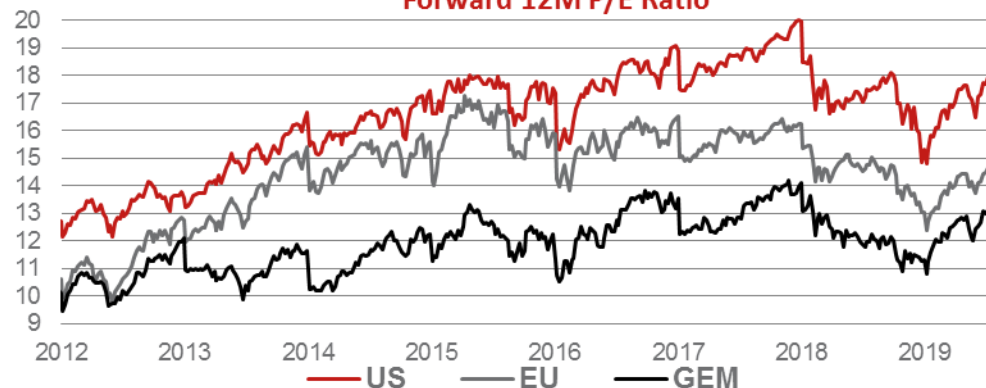
- P/E (cena akcie / roční účetní zisk na 1 akcii) v porovnání s historickými průměry vpravo
- US: Dividendový výnos × výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů – viz graf vlevo dole
- Diskont v západní Evropě ospravedlňuje prudké zpomalení průmyslu



Dividendový výnos US akcií ×
10letých US státních dluhopisů



Forward 12M P/E Ratio



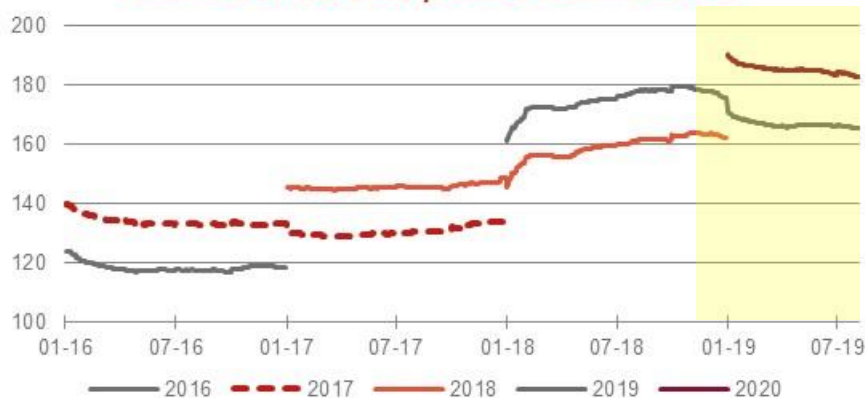
Predikce budoucího vývoje zisků však klesá, nejcitelněji na globálních EM

A zvyšuje ocenění akcií

Příčiny poklesu firemních zisků

- Pokles ekonomické aktivity
- Obchodní války
- Růst mezd
- Revize zisků směrem dolů započatá v závěru 2018 bude pravděpodobně pokračovat i nadále v důsledku zhoršujícího se prostředí.

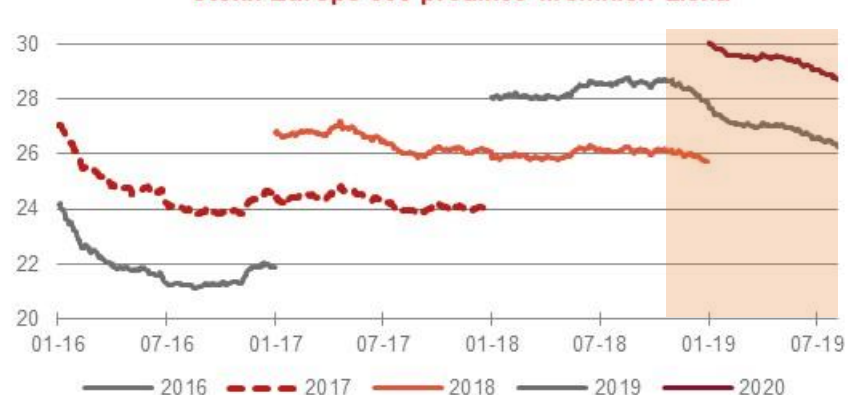
Standard & Poor's 500 predikce firemních zisků



MSCI Emerging Markets predikce firemních zisků



Stoxx Europe 600 predikce firemních zisků



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 další 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

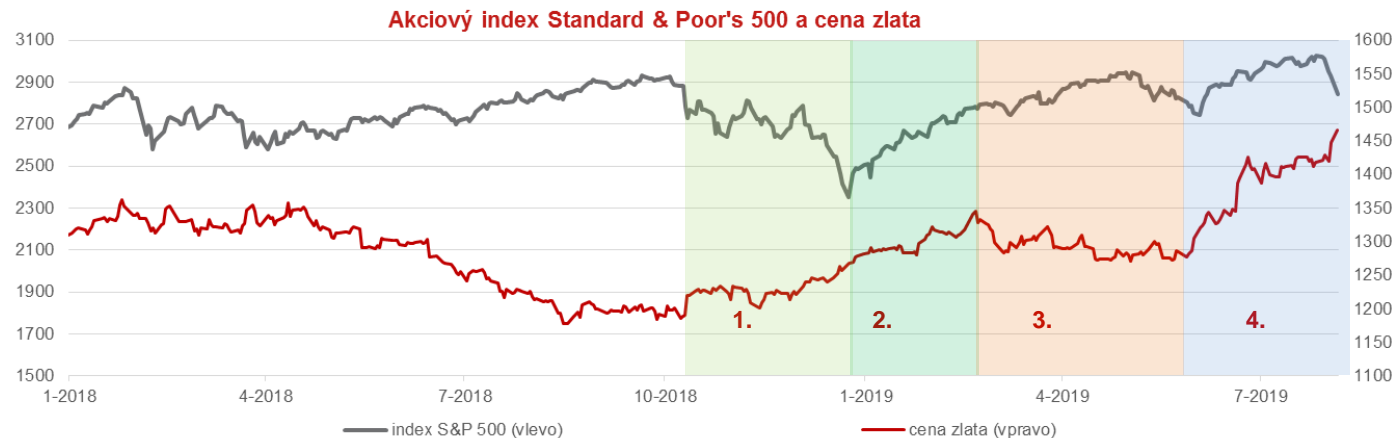
- ✓ Uvolnění měnové politiky centrálních bank
- ✓ Nákupy Číny a dalších centrálních bank

3. Mírný pokles během jara

- ✓ Konsolidace po minulém růstu
- ✓ Mnoho pozitivních zpráv na akcie
- ✓ Obchodní jednání USA z Čínou

4. Silný růst od konce května

- ✓ Centrální banky začaly uvolňovat měnovou politiku
- ✓ Srpen: akcelerace – útěk do bezpečí z akcií



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