Webinář

Fund Portfolio Management

Daniel Kukačka, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář

GENERALI INVESTMENTS

Obsah

SEKCE I

- Přehled vývoje hlavních ekonomik a politik centrálních bank
- Ekonomika České republika a vývoj CZK

SEKCE II

- Kapitálové trhy
- Výhled

SEKCE III

- Vývoj fondů a investiční taktika

1. Makro a centrální banky
2. Finanční trhy

Důsledek pro vývoj finančních trhů

Co očekáváme do budoucna?

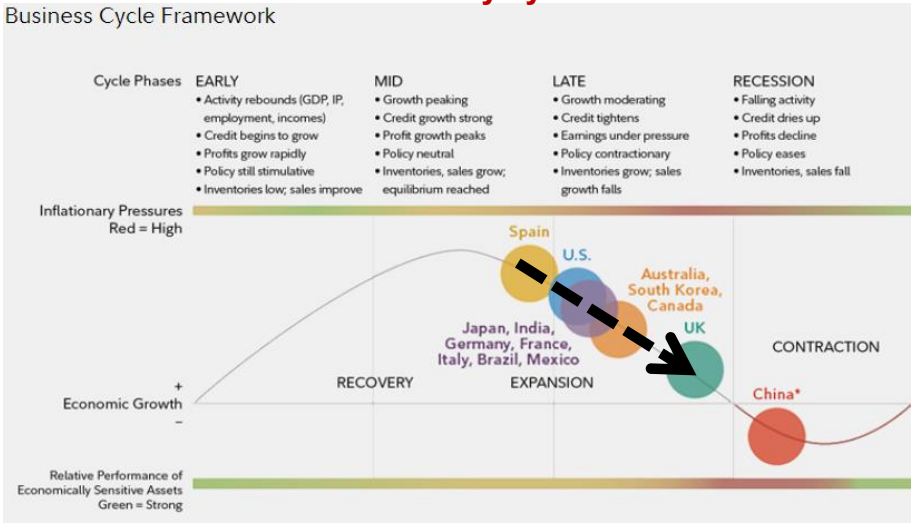
leden 2019

GENERALI INVESTMENTS

Ekonomický růst hlavních světových ekonomik zpomaluje

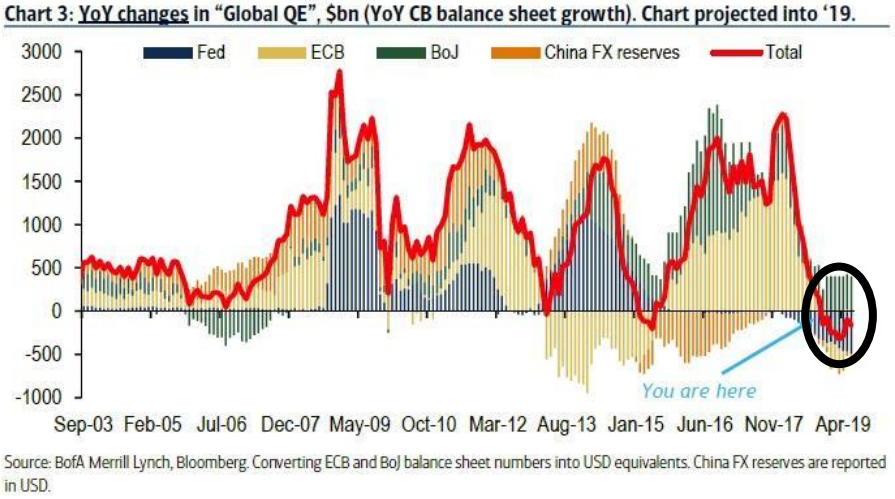
Pro 2019 čeká MMF globální růst okolo 3%

Ekonomický cyklus



- Některé ekonomiky (USA, CŘ) jsou za počátku zpomalení a úrokové sazby dosud rostou
- Jiné (Čína, brzy i Turecko) zaznamenaly již výrazné zpomalení a tamní centrální banky uvolňují měnovou politiku

Aktiva v držení centrálních bank (meziroční změna)



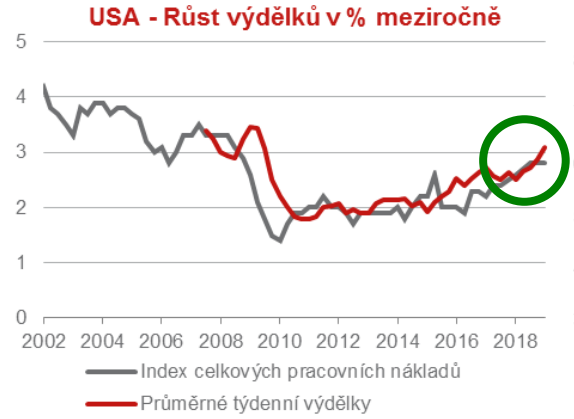
- Objem aktiv (zejména dluhopisy) v držení hlavních centrálních bank klesá
- FED prodává, ECB nekupuje a BoJ kupuje méně

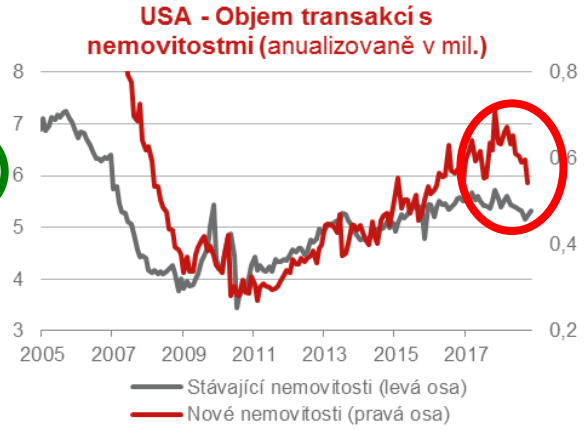
GENERALI INVESTMENTS

Ekonomický růst USA vrcholí

Pro příští rok se čeká zpomalení k 2% (vliv růstu úrokových sazeb, zpomalení ve světě a zejména pak v důsledku nejistot spojených s politikou Trumpa (obchodní válka) a poklesu finančních trhů.

- **Silný trh práce, domácnosti jsou v dobré kondici**
  - ✓ Trvá nedostatek pracovních sil, nezaměstnanost na minimu 3,7%, růst mezd zrychlil
    → předpoklad pro růst maloobchodních
- **Průmysl a investice**
  - ✓ Průmysl silně rostl, tažen předzásobením před počátkem platností dovozních cel
  - ✓ Indikátory ekonomické důvěry a nové objednávky začaly klesat
- **Nemovitostní sektor**
  - ✓ Zpomalení v důsledku růstu cen nemovitostí a hypotéčních sazeb





FED připustil možnost zastavení zvyšování sazeb

4. ledna 2019: central-bank policy is flexible and officials are “listening carefully” to the financial markets

- Inflace nad cílem, růst dovozních cel a akcelerace mezd rizikem dalšího růstu
- FED v prosinci zvýšil sazby do pásma 2,25 – 2,5% a na 2019 „plánuje“ další 2 zvýšení
- FED pokračuje ve snižování bilance (rozprodej dříve nakoupených dluhopisů)

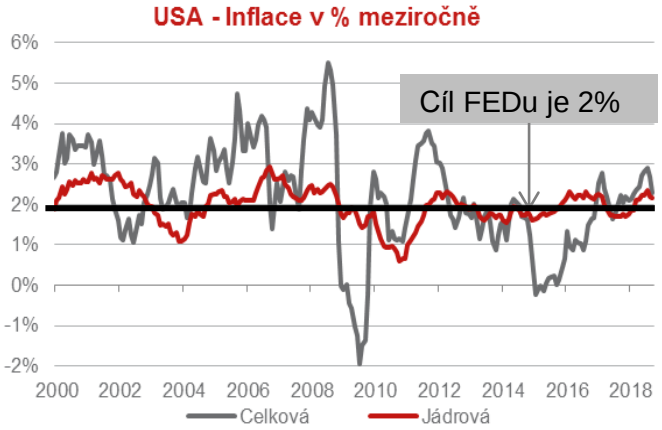
zatímco

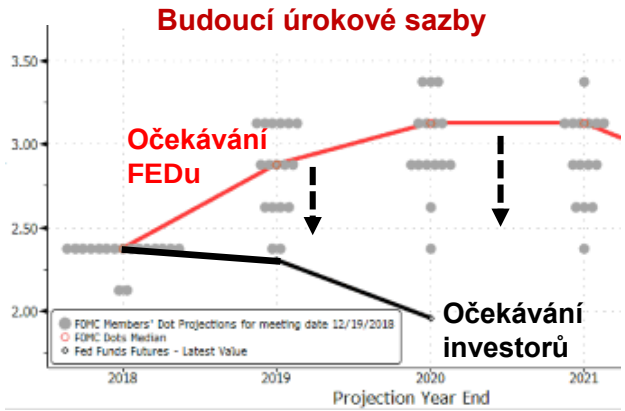
- Investoři očekávají stabilitu sazeb v 2019 a pokles v 2020

Negativní reakce finančních trhů

4.1.2019 Powell připustil pozastavení zvyšování sazeb a flexibititu při rozprodeji dluhopisů

→ **Silný růst akciových trhů**





GENERALI INVESTMENTS

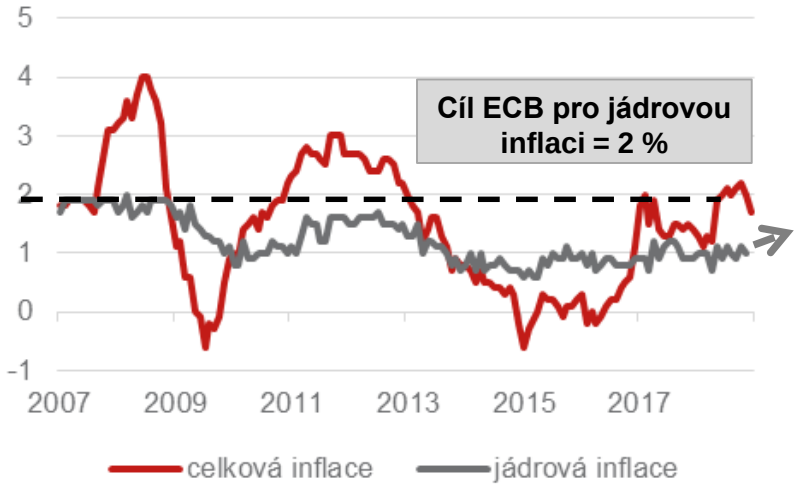
Ekonomika EU zpomaluje kvůli sektoru průmyslu

Jádrová inflace je hluboko pod cílem ECB, ale poroste

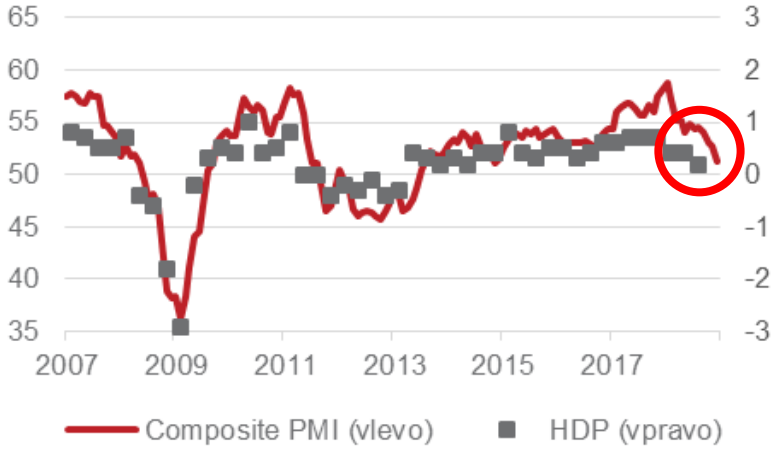
Příčiny ekonomického zpomalení

- nejistota ohledně Itálie (státní rozpočet) a Velké Británie (Brexit), růst protekcionismu živený Spojenými státy

Eurozóna: míra inflace (meziročně v %)



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



Uvolněná politika ECB pokračuje

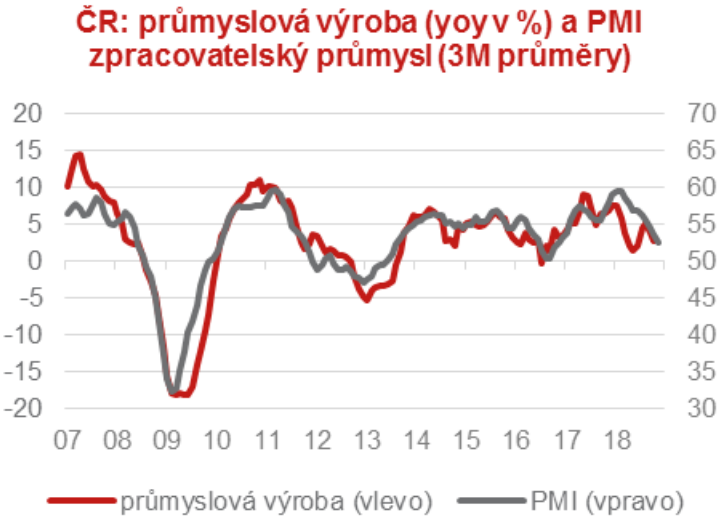
- Nákupy dluhopisů skončily v závěru roku, první zvýšení sazeb bude nejdříve na podzim 2019

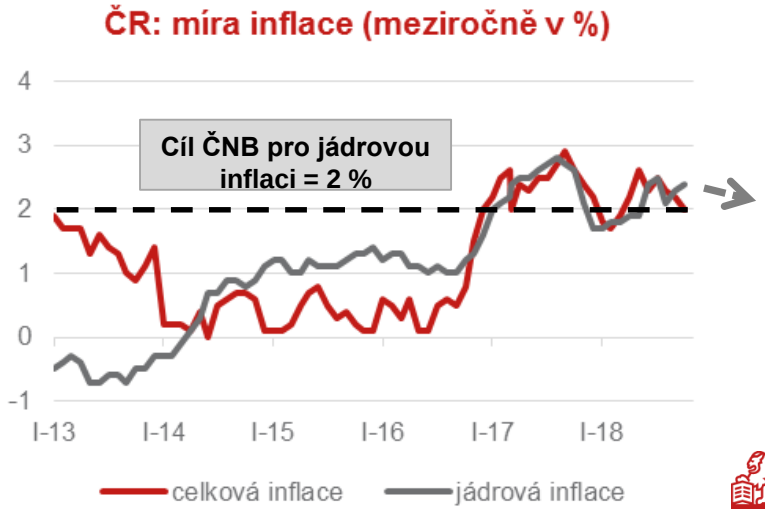
GENERALI INVESTMENTS

Struktura ekonomického růstu České republiky se mění

Přes mírné zpomalení nadále čekáme silný růst ekonomiky (okolo 3%)

- Silný trh práce (nízká nezaměstnanost, růst mezd)
- Maloobchodní tržby (kvůli autům) zpomalují
- Průmysl – pokles dynamiky růstu (vliv eurozóny + nedostatek zaměstnanců a kapacit)
- Růst stavebnictví akceleruje zásluhou inženýrských staveb (čerpání evropských fondů)
- Inflace bude nad cílem ČNB minimálně do konce 2019





GENERALI INVESTMENTS

Turecko – postupný návrat důvěry investorů

Nadále však zůstáváme opatrní

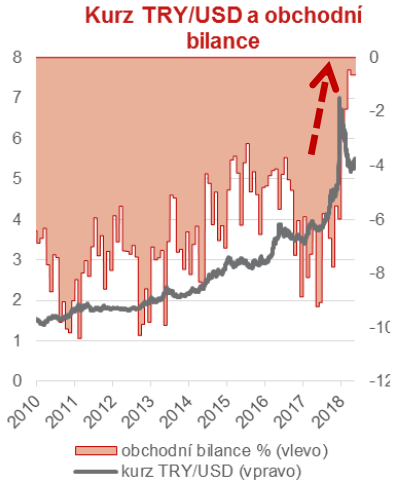
Hlavní události, které navrací důvěru investorů

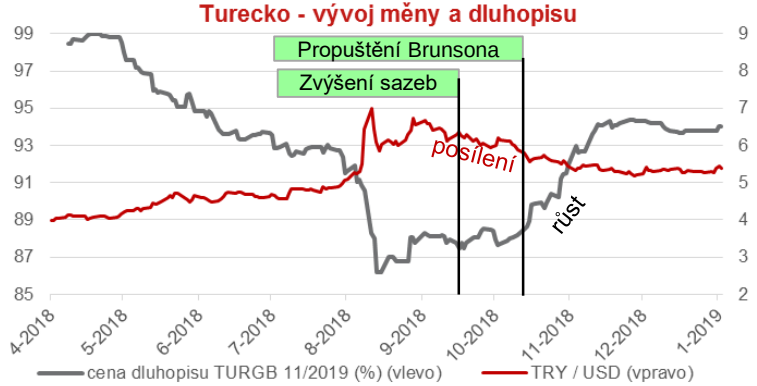
- V září centrální banka neočekávaně zvýšila sazby z 18% na 24% (přes nevůli Erdogana)
- V říjnu propustil soud pastora Brunsona → USA zrušily sankce proti Turecku
- Finanční regulátor uvolnil regulaci bank (podobně jako kdysi v USA a Rusku)

Vývoj ekonomiky

- Růst inflace se zpožděním vrcholí, ropa a posílení TRY pomůže poklesu
- Ekonomika zpomaluje, klesají i importy spolu s maloobchodními tržbami
- Oslabení měny podpořilo export a turismus

} obchodní bilance se prudce zlepšila





GENERALI INVESTMENTS

Ekonomika Ruska stabilne roste (1,5% až 2%)

Ekonomika OK, riziko dalších sankcí ze strany USA mírně pokleslo → naše opatrnost při investicích trvá

- Růst inflace kvůli slabému rublu a zvýšení DPH → zvýšení úrokových sazeb
- Ekonomika mírně a stabilně roste (jak průmysl, tak maloobchodní tržby)
- Rubl po oslabení v 2018 (kvůli sankcím a ropě) je stabilní

GENERALI INVESTMENTS

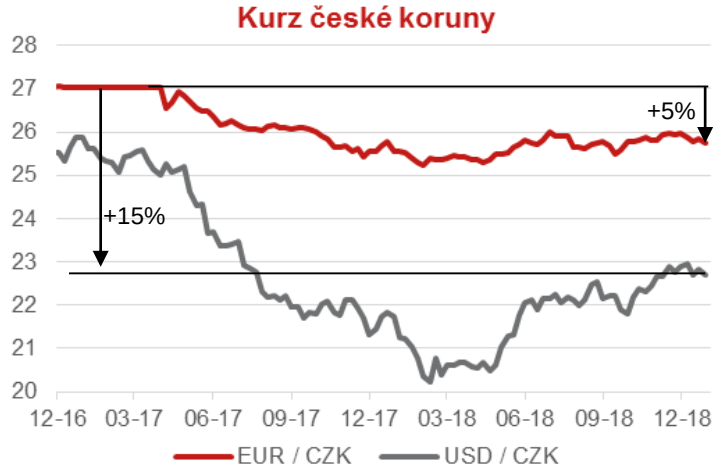
Česká národní banka

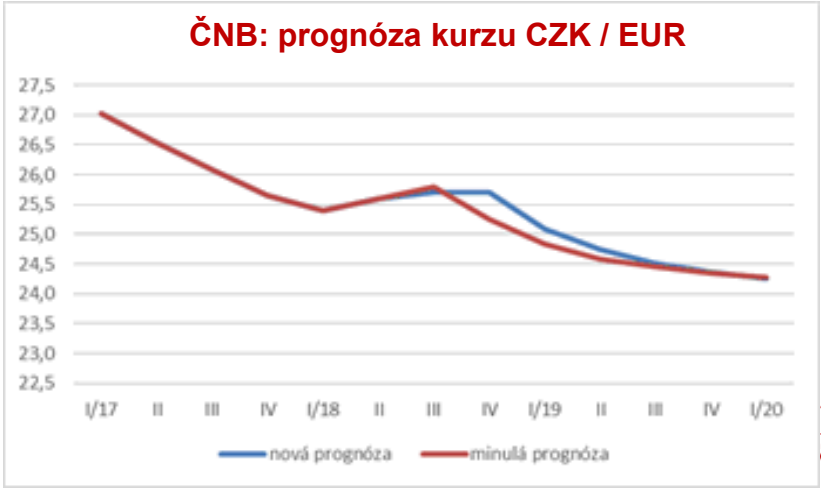
Slabší koruna = rychlejší zvyšování sazeb

1. listopadu ČNB letos již počtvrté zvýšila základní úrokovou sazbu o dalších 0,25 % na 1,75 %

důvod: napjatý trh práce + **slabší koruna oproti předchozí predikci ČNB tlačí inflaci nahoru**

- Koruna zůstává slabší spolu s ostatními měnami CEE kvůli „Itálii“ a výprodejích na Emerging Markets (obecně negativní nálada na světových trzích)
- Příští rok se čeká pouze jedno zvýšení sazeb, hlavní nejistotou pro inflaci bude kurz koruny
- Pro rok 2019 ČNB očekává posílení koruny o několik procent
- V roce 2020 ČNB podle podle aktuální prognózy obnoví zvyšování úrokových sazeb





Situace na měnovém zajištění EUR a USD se zlepšuje

Pomáhá nám růst sazeb v ČR i postupná normalizace situace na peněžním trhu CZK

- **Za zajištění EUR již korunové fondy inkasují přes 1 % p.a.**
  - ✓ pomáhá růst sazeb ČNB, zatímco ECB poprvé zvýší sazby v 3Q/2019
- **Za zajištění USD korunové fondy platí okolo 1,3 % p.a.**
  - ✓ Výrazné zlepšení od loňského roku
  - ✓ Pozitivní vliv zvyšování sazeb ČNB je neutralizován zvyšováním sazeb americkým FEDem

V nákladech měnového zajištění jsou zohledněny i jednorázové odvody příspěvků bankovního sektoru do rezolučního fondu na konci roku.

GENERALI INVESTMENTS

1. Makro, centrální banky
2. Finanční trhy

Vývoj v minulém roce

Výhled na 2019

leden 2019

GENERALI INVESTMENTS

Finanční trhy v minulém roce klesaly

Všechna základní aktiva kromě hotovosti a krátkodobých státních dluhopisů prodělala (měřeno v USD)

Exhibit 1: 2018: A historically bad year

Ranking	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	REITS	MSCI EM	MSCI China	MSCI China	US 10yr	MSCI EM	REITS	US 10yr	MSCI China	Russell 2000	REITS	MSCI Japan	Commodities	MSCI China	US 2yr
2	MSCI EM	Commodities	REITS	MSCI EM	US 2yr	MSCI China	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	REITS	Russell 2000	MSCI EM	US HY
3	MSCI Europe	MSCI Japan	MSCI Europe	Commodities	US Agg. Bond	Global HY	Commodities	EMSov Credit	Global HY	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	US HY	MSCI Europe	US Agg. Bond
4	Russell 2000	MSCI China	MSCI EM	MSCI Europe	EM Local Debt	US HY	MSCI EM	US IG	REITS	MSCI Europe	MSCI China	EMSov Credit	Global HY	MSCI Japan	US 10yr
5	MSCI Japan	EMSov Credit	Russell 2000	Inflation Bonds	US IG	Commodities	MSCI Japan	US Agg. Bond	MSCI EM	US HY	US IG	S&P 500	S&P 500	S&P 500	REITS
6	Inflation Bonds	REITS	S&P 500	US 10yr	Inflation Bonds	MSCI Europe	US HY	REITS	EMSov Credit	Global HY	EMSov Credit	US 2yr	MSCI EM	Russell 2000	US IG
7	Global HY	MSCI Europe	Commodities	US 2yr	EMSov Credit	EMSov Credit	S&P 500	US HY	Russell 2000	MSCI China	US Agg. Bond	US Agg. Bond	EMSov Credit	EM Local Debt	S&P 500
8	Commodities	S&P 500	Global HY	US Agg. Bond	US HY	REITS	Global HY	Global HY	S&P 500	REITS	Russell 2000	US IG	REITS	Global HY	Global HY
9	EMSov Credit	Russell 2000	US HY	EMSov Credit	Global HY	Russell 2000	EM Local Debt	S&P 500	US HY	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI Europe	US IG	EMSov Credit	Inflation Bonds
10	US HY	Global HY	EMSov Credit	S&P 500	Commodities	S&P 500	EMSov Credit	US 2yr	EM Local Debt	US IG	US HY	Global HY	EM Local Debt	REITS	EMSov Credit
11	S&P 500	EM Local Debt	Inflation Bonds	US IG	MSCI Japan	US IG	US 10yr	EM Local Debt	US IG	US Agg. Bond	US 2yr	Russell 2000	Inflation Bonds	Inflation Bonds	EM Local Debt
12	US IG	US HY	MSCI Japan	EM Local Debt	Russell 2000	EM Local Debt	US IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	US HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities
13	US Agg. Bond	US Agg. Bond	US Agg. Bond	Global HY	S&P 500	Inflation Bonds	US Agg. Bond	Commodities	MSCI Japan	Inflation Bonds	MSCI EM	Inflation Bonds	US Agg. Bond	US HY	Russell 2000
14	US 10yr	US 10yr	US IG	US HY	REITS	MSCI Japan	MSCI China	MSCI Europe	US Agg. Bond	EM Local Debt	EM Local Debt	MSCI China	MSCI China	US IG	MSCI Japan
15	EM Local Debt	US IG	US 2yr	Russell 2000	MSCI Europe	US Agg. Bond	MSCI Europe	MSCI Japan	US 10yr	US 10yr	MSCI Japan	EM Local Debt	US 2yr	US Agg. Bond	MSCI Europe
16	MSCI China	US 2yr	US 10yr	MSCI Japan	MSCI China	US 2yr	Inflation Bonds	MSCI EM	Commodities	EMSov Credit	MSCI Europe	MSCI EM	US 10yr	US 10yr	MSCI EM
17	US 2yr	Inflation Bonds	EM Local Debt	REITS	MSCI EM	US 10yr	US 2yr	MSCI China	US 2yr	Commodities	Commodities	Commodities	MSCI Europe	US 2yr	MSCI China

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We compute annual returns minus US headline inflation. Green means returns (in USD) beat inflation, and red means returns trailed inflation. 2018 data as of December 17, 2018.

Figure 2: Percentage of Assets with a Negative Total Return in USD terms

Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, GFD. Note, returns YTD are until December 20

GENERALI INVESTMENTS

Dva základní faktory pro vývoj bezrizikových dluhopisů

1. úrokové sazby centrálních bank → krátkodobé dluhopisy
2. predikce ekonomického vývoje → dlouhodobé dluhopisy

Vývoj v období leden až říjen 2018

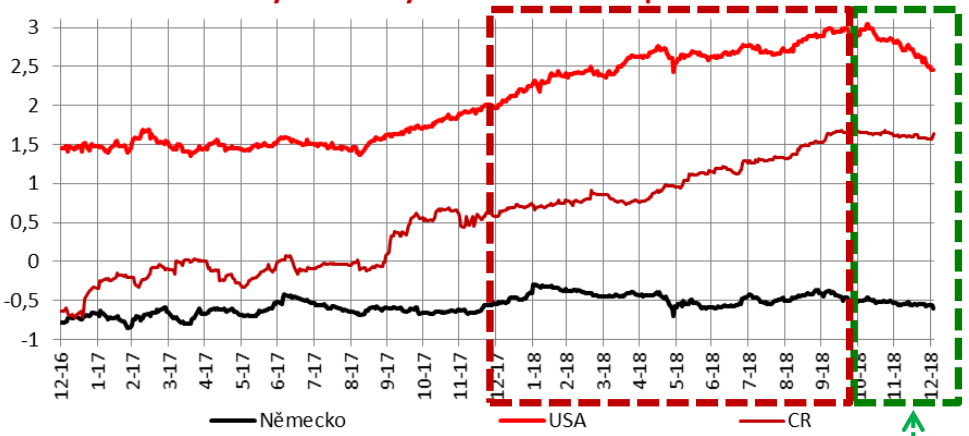
	ekonomický vývoj	vývoj úrokových sazeb	dlouhodobé dluhopisy	krátkodobé dluhopisy
ČR	silný růst	zvyšování	YTM rostou	YTM rostou
USA	silný růst	zvyšování	YTM rostou	YTM rostou
EU	zpomalení	stabilita blízko nuly	YTM blízko nuly	YTM blízko nuly

Vývoj od listopadu 2018 a výhled na 2019

	ekonomický vývoj	vývoj úrokových sazeb	dlouhodobé dluhopisy	krátkodobé dluhopisy
ČR	mírné zpomalení	zvyšování bude pomalejší	YTM stabilní	YTM rostou
USA	mírné zpomalení	konec zvyšování na dohled	YTM klesají	YTM stabilní
EU	zpomalení	stabilita blízko nuly	YTM blízko nuly	YTM blízko nuly

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

Výnos tříletých státních dluhopisů



zpomalení ekonomického růstu

→ pokles výnosů dluhopisů (YTM) = růst cen dluhopisů

**) výjimkou jsou dluhopisy s pohyblivým kuponem, který se zvyšuje s růstem sazby PRIBOR*

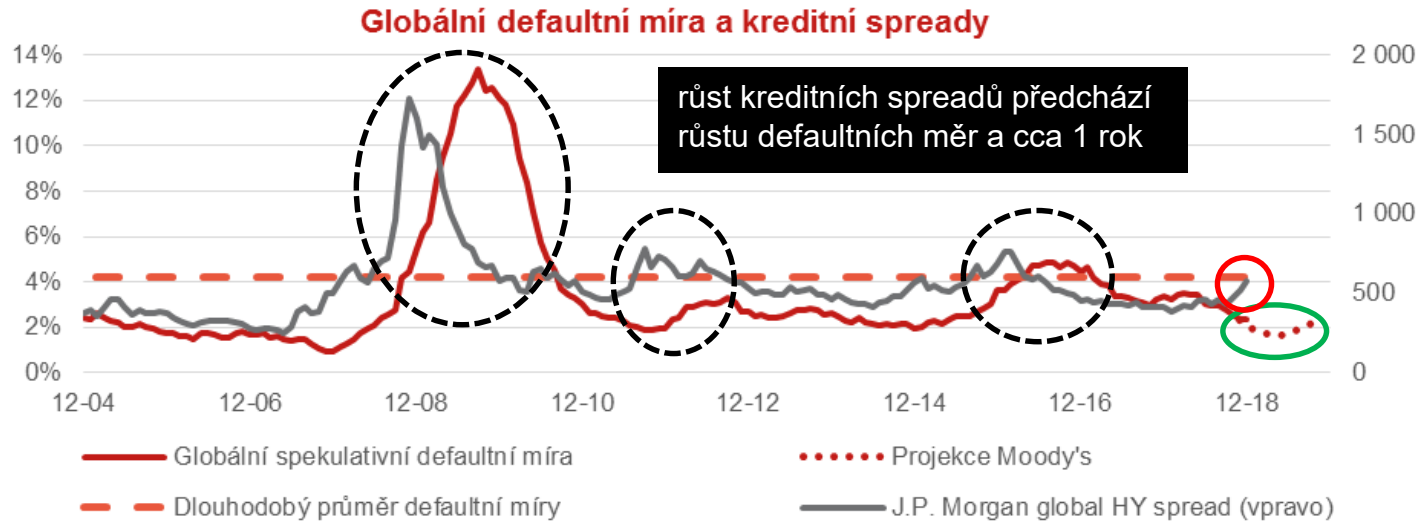
GENERALI INVESTMENTS

Z dlouhodobého pohledu kreditní spready ovlivňuje firemní fundament

Nízká defaultní míra ← → zdravý fundament

- **Převážně zdravý fundament**
  - ✓ Globální defaultní míry pod dlouhodobým průměrem & Moody's čeká další pokles
- **Kreditní spready rostou** (tj. ceny korporátních dluhopisů klesají) neboť:

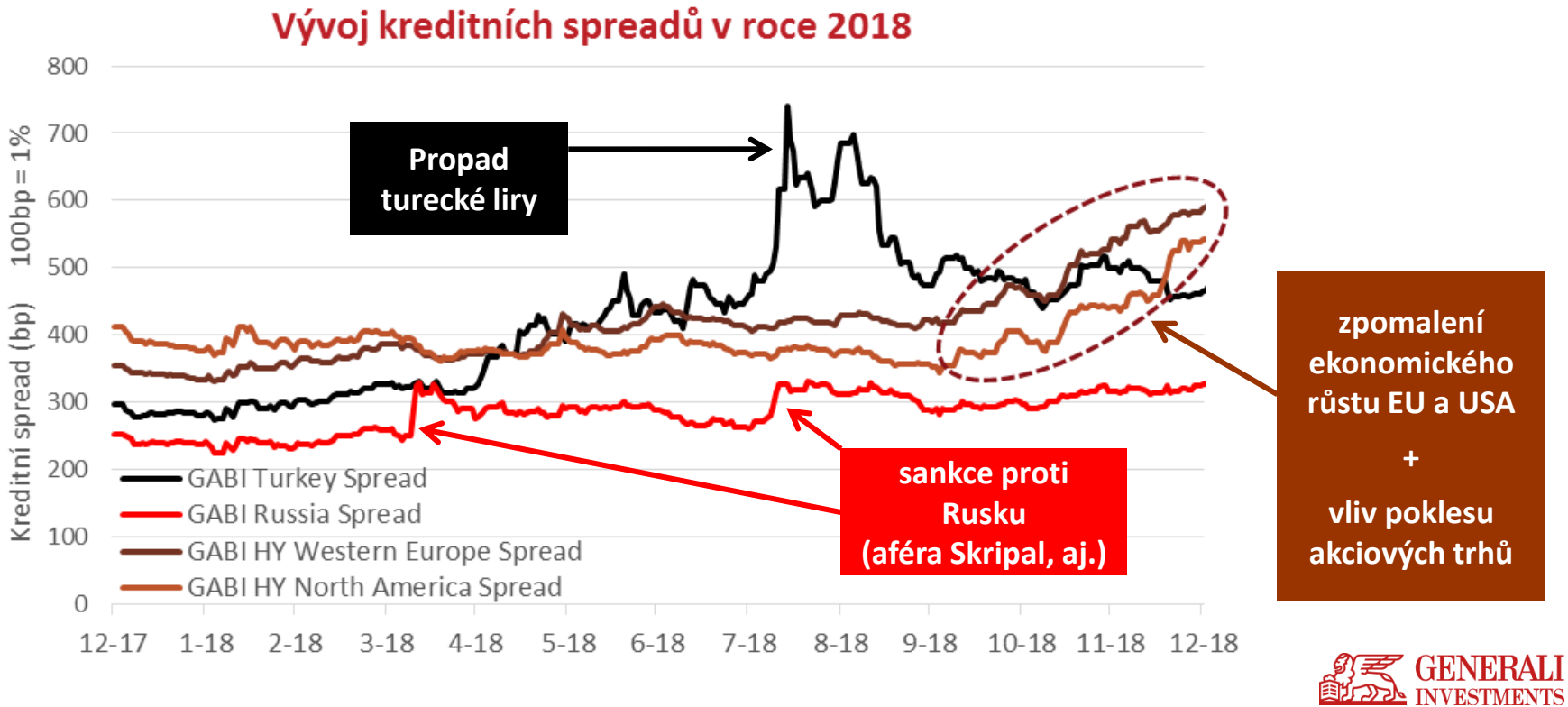
1. **USA a EU** – zpomalení ekonomického růstu, růst úrokových sazeb, a rozprodej dluhopisů FEDem + konec QE ECB + pokles akcií
2. **Emerging Markets** - oslabování lokálních měn (→ růst inflace a sazeb), což spolu s obchodní válkou USA proti Číně vede ke zpomalování ekonomického růstu + další vlivy (Turecko, Rusko, Brazílie, aj.)



GENERALI INVESTMENTS

Kreditní spready v minulém roce rostly (hlavně kvůli centrálním bankám)

… a dalším vlivům (rozdílným v jednotlivých regionech a státech)

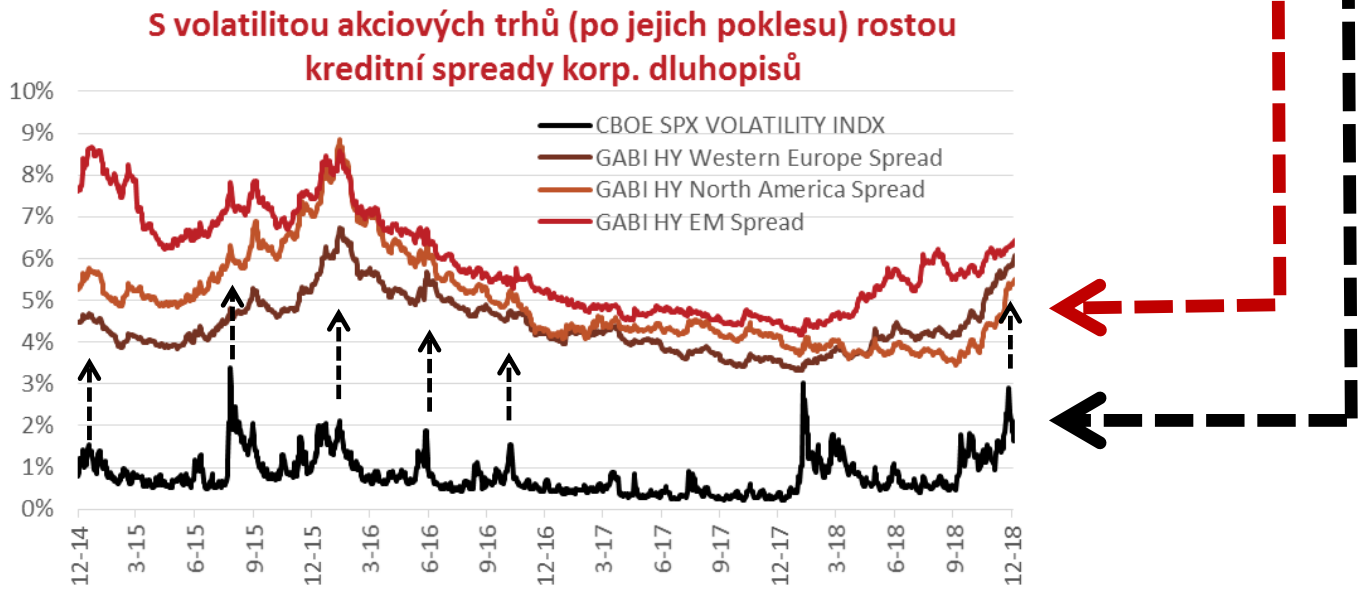


GENERALI INVESTMENTS

Krátkodobě bývají kreditní spready pod vlivem volatility na akc. trzích

Při větším poklesu akcií následuje růst spreadů korporátních dluhopisů
... a to i kdyby se firemní fundament neměnil (nákupní příležitost)

- **Při poklesu akciových trhů roste jejich volatilita (např. podzim 2018)**
- **Často pak následuje i růst kreditních prémií korporátních dluhopisů** (zejména v USA a Evropě) → Ceny těchto dluhopisů pak většinou klesají úměrně duraci → kratší dluhopisy = menší pokles



GENERALI INVESTMENTS

Akciové trhy v minulém roce poklesly

Během prosince pokles zrychlil tažený USA

Příčiny poklesu

- **Předchozí zvyšování sazeb v USA a rozprodej dluhopisů**
- **Záměr FEDu pokračovat ve zvyšování sazeb (platilo do 4.1.2019)**
- **Obchodní válka USA x Čína**
- **Zpomalení ekonomického růstu**
  - zejména EU a Čína
- **Upozornění některých firem na zhoršení ziskovosti**
  - Apple, Delta Airlines, Fedex, aj.

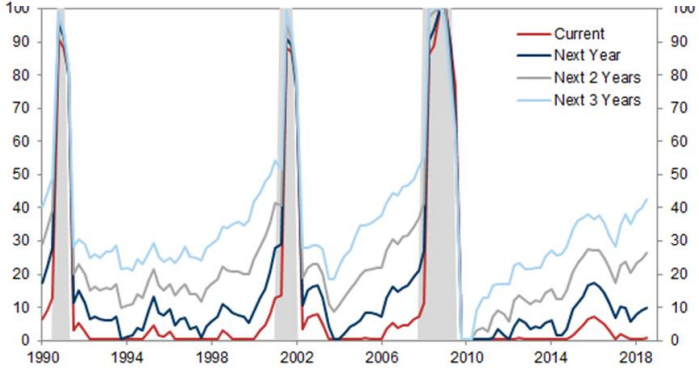
GENERALI INVESTMENTS

Míra a délka poklesu akcií (historie)

Závisela zejména na ekonomickém vývoji

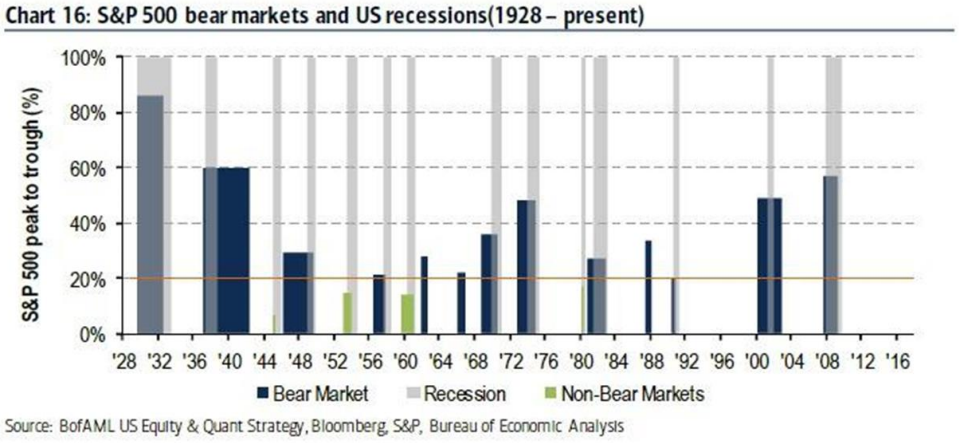
- Bude v USA ekonomická recese?
- Největším rizikem je pokles důvěry ….
- Změkčí FED měnovou politiku (02/2019)?
- Dohodne se USA s čínou?

Pravděpodobnost ekonomické recese



Zdroj: Goldman Sachs

Pokles akcií (hloubka, délka), šedě je období ekon. recese



Pokles akcií od vrcholu do 24.12.2018

	Od vrcholu	Doba poklesu (měsíců)
USA	-20%	3
Západní Evropa	-20%	11
Emerging markets	-27%	11

USA: pokles akcií (průměrně o 40% během 2 let) většinou předchází ekonomické recesi

bez ekonomické recese je průměrný pokles 25% během 9 měsíců

GENERALI INVESTMENTS

Obavy z nedostatku ropy ustoupily

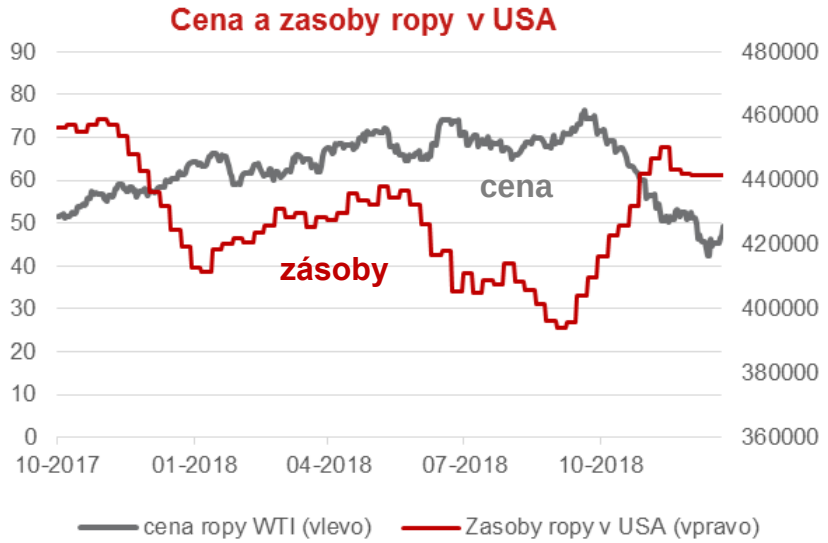
Pokles ropy sníží inflaci a umožní centrálním bankám uvolnit měnovou politiku

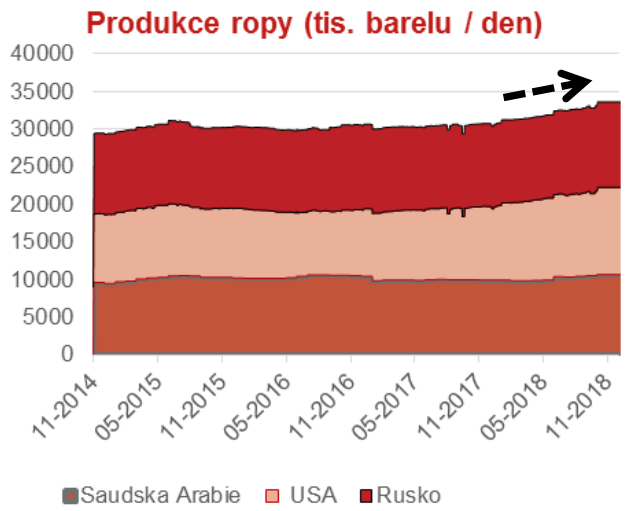
Proč ropa klesá?

- **Sankce USA proti Iránu** – USA „povolily“ vývoz do 8 států → ropy bude dostatek
- Saudi, USA a Rusko **zvyšují produkci ropy**
- V USA **vzrostly komerční zásoby** ropy (viz graf vlevo)
- Obavy ze slabší celosvětové poptávky v dalších letech kvůli zpomalení ekonomického růstu

Snížení těžby od dubna 2019

- OPEC snížil těžební kvóty o 0,8 mil barelů za den + Rusko sníží těžbu o 0,4 mil barelů za den





GENERALI INVESTMENTS

Zlato „zafungovalo“ během prosincového výprodeje akcií

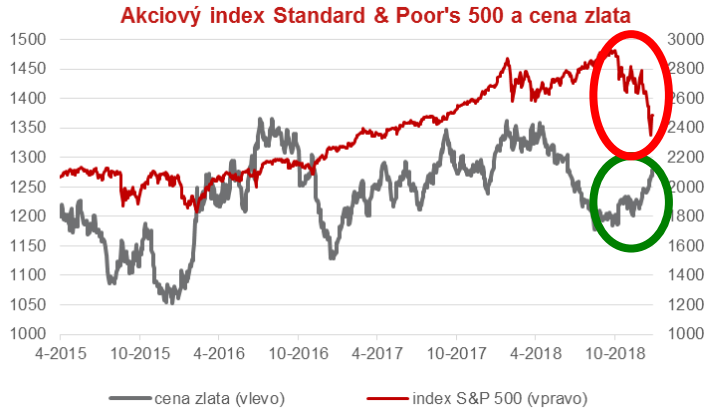
Pozitivní výhled ve střednědobém horizontu

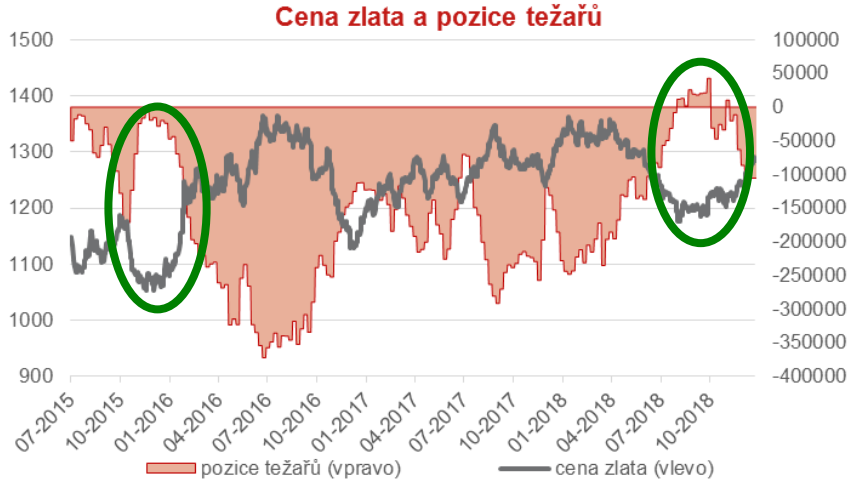
Proč zlato v od listopadu rostlo?

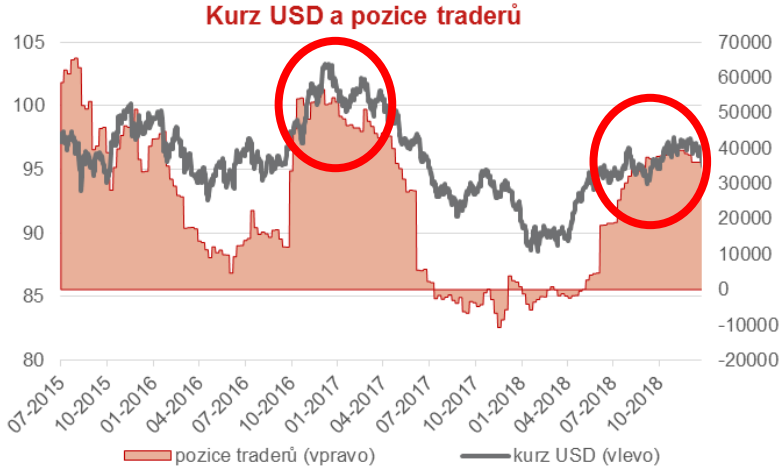
- Útěk do bezpečí z akcií
- Turecké banky přestaly prodávat
- Velké nákupy (Rusko, Polsko, Maď...)
- Těžaři zredukovaly kontrakty na prodej

Proč cena zlata ve střednědobém horizontu spíše poroste?

- Náš negativní výhled na kurz USD vyplývající z vysokých „long“ pozic hedgových fondů (podobně jako na počátku 2017)
- Zastavení růstu sazeb v USA v letošním roce







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