

Outlook H2 2018

#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

2018 - Vol. II

A green banner with the otp Asset Management logo and text, overlaid on a background of a film reel and a control panel.

otp Asset Management

#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

1

Perspective Macroeconomice

1. Perspective Macroeconomice

GLOBAL

IDEI CHEIE

- La începutul anului 2018, mediul internațional s-a schimbat semnificativ;
- Era de politică monetară ultra-relaxată a ajuns la final;
- Perspectivile de creștere pe termen scurt sunt încă destul de favorabile, însă măsurile suplimentare protecționiste mai agresive decât se aștepta anterior, presupun riscuri de scădere; creșterea economică se așteaptă să se atenueze pe termen mediu;
- Se impune precauție, în special în cazul țărilor cu dezechilibre macroeconomice și / sau a politicilor economice mai puțin solide.

Din 2010, SUA se bucură de o perioadă lungă de creștere economică ridicată, iar redresarea a început și în Zona Euro. Dar, datorită utilizării reduse a capacităților de producție, a anticipațiilor inflaționiste puternice și mai târziu a scăderii prețurilor materiilor prime, inflația a fost cu mult sub nivelul dorit din SUA și din alte economii majore pentru o perioadă extinsă de timp. În acest mediu, politica monetară a fost extrem de relaxată, lichiditatea a fost amplă, ratele dobânzilor pe termen scurt au scăzut la 0% sau sub 0%, ceea ce a dus la creșterea apetitului pentru risc în lume.

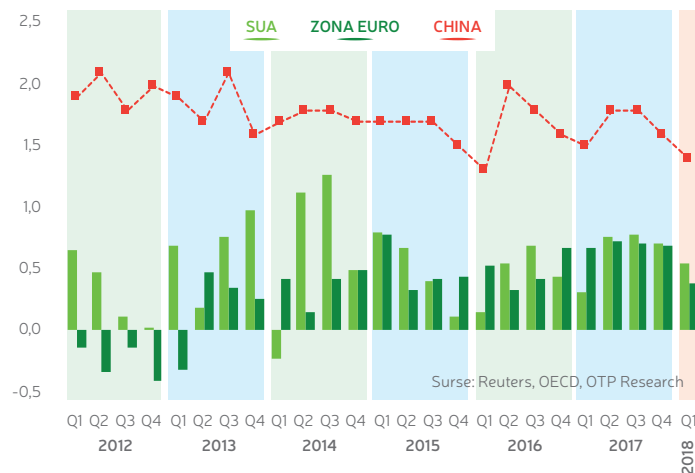
Cu toate acestea, în ultimele trimestre sentimentul pe piețele financiare internaționale s-a schimbat semnificativ. În primul rând, obligațiunile americane la 10 ani au început să crească rapid în trimestrul IV 2017 (spre 3%), iar indicii bursieri americani au scăzut de la nivelurile istorice de la începutul anului 2018. În al doilea rând, datorită creșterii prețurilor petrolului și a constrângerilor de creșteri ale capacităților de producție în economiile avansate, perspectivele inflației s-au modificat și

În ultimele trimestre sentimentul pe piețele financiare internaționale s-a schimbat semnificativ

în economiile avansate, dar și emergente. Inflația SUA a crescut de la 2,5% până la 2,8% față de luna mai, inflația din zona euro a crescut de la 1,3% la 1,9% anual. Datorită acestor factori, indicii bursieri importanți au scăzut, iar fluxul internațional de capital a început să iasă din țările emergente. Aceste efecte s-au accentuat mai sever în acele țări care au dezechilibre macroeconomice și / sau inflație care au depășit așteptările și / sau în care banca centrală a fost percepută ca necredibilă - Argentina, Turcia. În plus, Banca Centrală Europeană a anunțat recent că își va elimina treptat programul QE (achiziții de obligațiuni) și ar putea începe să majoreze ratele dobânzilor în a doua jumătate a anului 2019.

Creșterea PIB-ului în principalele economii ale lumii a rămas robustă, dar nu a reușit să replice cifrele impresionante observate în cea mai mare parte a anului 2017. Măsurată trimestrial, expansiunea economică a SUA a încetinit până la 0,5% în

Creșterea PIB (QoQ %, SA)



1. Perspective Macroeconomice

primul trimestru, în scădere cu 0,7% față de Q4. În același timp, PIB-ul Zonei Euro a înregistrat un avans de 0,4% (față de 0,7%), iar economia chineză a pierdut din impuls (1,4% față de 1,6%). Încetinirea din Q1 poate fi explicată printr-o serie de factori individuali, inclusiv moderarea încrederii, creșterea prețurilor la energie, precum și câteva efecte temporare, cum ar fi condițiile meteorologice nefavorabile în mai multe economii avansate. În plus, ritmul mai lent poate reflecta, de asemenea, o piedică în calea creșterilor puternice observate în ultimele câteva trimestre.

În 2018, se așteaptă ca economia SUA să înregistreze un alt avans impresionant, deoarece reducerile impresionante ale impozitelor (în special impozitul pe venitul persoanelor fizice și impozitul companiilor) și cheltuielile mai mari ale guvernului oferă un impuls suplimentar pentru cererea internă sănătoasă. Cu toate acestea, începând cu anul 2019, creșterea economică a țării va pierde din avânt, pe măsură ce stimulii se estompează, iar politica monetară se înăsprește.

În ceea ce privește imaginea mai largă, este important de observat faptul că o serie de indicatori semnalează faptul că SUA se află în stadiul final al ciclului. Având în vedere acest context, o politică fiscală neobișnuit de pro-ciclică (o asemenea relaxare pe scară largă nu a fost văzută din anii 1960) se poate traduce în riscuri pe termen mediu.

În primul rând, saltul brusc al deficitului federal este de așteptat să deraieze traiectoria ratei datoriei publice într-o manieră nesustenabilă. Prin urmare, consolidarea bugetului va fi inevitabilă. Aceasta înseamnă că mai multe măsuri de stimulare vor fi inversate atunci când se așteaptă ca economia să se afle într-o etapă mai fragilă. În același timp, acțiunile de relaxare, care propulsează economia și mai mult atunci când operează deja cu șomaj la minim istoric, pot conduce la o dinamică mai rapidă a salariilor și la o cerere suplimentară excesivă. Acestea, însoțite de prețuri de import mai mari (alimentate și de noile tarife), se traduc în presiuni mai puternice ale prețurilor și sporesc riscul unor rezultate mai mari decât cele preconizate

în ceea ce privește inflația. Drept răspuns, FED poate fi motivată să accelereze ciclul de înăsprire, ridicând temporar dobânzile peste nivelul neutru.

De asemenea, trebuie menționat faptul că cererea excesivă este menită să susțină creșterea importurilor, contribuind la un deficit comercial mai larg, o problemă sensibilă pentru administrația Trump. Taxele aplicate până în prezent de către administrația americană au, cel mai probabil, efecte modeste asupra economiei reale, însă ele deja cântăresc asupra sentimentului, iar escaladarea tensiunilor comerciale este de asemenea în cărți. Alte măsuri protecționiste, însoțite de înăsprirea politicii monetare, pot anula și chiar depăși efectul pozitiv al impulsiei fiscale.

În ultimii ani, piețele au fost destul de indulgente, dar primele simptome ale ratelor ridicate ale dobânzilor, temerile legate de războiul comercial și decompresia primelor de risc au început să apară, în special în unele țări cu piețe emergente care au datorii în dolari SUA și date fundamentale mai slabe.

Rate ridicate de dobândă, temeri legate de războiul comercial și decompresia primelor de risc

Economia zonei euro pare să fie în continuare în bună stare, deoarece este de așteptat ca piața muncii să îmbunătățească cererea internă. Politica monetară încă laxă și ritmul sănătos deschid calea către un alt rezultat favorabil al PIB-ului în 2018. Cu toate acestea, creșterea economică se așteaptă să se tempereze mai târziu, pe măsură ce creșterile economice nu-și vor mai depăși potențialul, iar normalizarea politicii monetare se apropie. Este important de subliniat și faptul că perspectiva creșterii ratelor dobânzilor nu este un semn pozitiv, în special pentru țări precum Italia, unde predomină provocările legate de sustenabilitatea datoriei și incertitudinile politice sunt de asemenea ridicate.

În ciuda turbulențelor provenite din schimbarea structurală a economiei din una bazată pe investiții și credit către o economie orientată spre consum și servicii, creșterea economică a

Chinei a rămas robustă la începutul acestui an. În același timp, autoritățile chineze au continuat să implementeze diverse acțiuni pentru a limita datoria privată, însă un drum lung rămâne înaintea lor. Cu mai puține stimulente fiscale și în zona creditelor, creșterea s-ar putea modera oarecum în 2018, după cea de 6,6% anul trecut.

Perspectiva generală a creșterii
pare a fi în continuare favorabilă pentru acest an

ROMÂNIA

IDEI CHEIE

- După dezamăgirea înregistrată în trimestrul I, se așteaptă ca economia României să își revină mai târziu în acest an, deoarece condițiile pieței forței de muncă oferă sprijin pentru consum; dar rezultatele excelente care au caracterizat anul 2017 sunt probabil de domeniul trecutului deoarece condițiile economice externe au devenit mai puțin favorabile, impactul măsurilor de stimulare fiscală se estompează, politica monetară devine mai strictă iar recolta excelentă a agriculturii de anul trecut este puțin probabil să se repete;
- Creșterea PIB poate atinge 4,0% în acest an și este de așteptat să încetinească ușor în 2019;
- Riscurile de scădere a perspectivelor pe termen mediu se întesesc, pe măsură ce creșterea reală atinge creșterea potențială, iar spațiul fiscal pentru absorbirea șocurilor este limitat;
- Inflația globală își poate atinge nivelul maxim în jurul nivelului actual și ar putea să se modereze la 3,6% la sfârșitul acestui an, deoarece efectul de bază al unor măsuri excepționale anterioare va dispărea. În 2019, se poate stabili aproape de pragurile de 3%, ușor peste limita dorită de BNR, deoarece presiunile provenite de pe piața forței

de muncă rămân puternice, iar prețurile de consum recuperează la nivel mondial;

- Dobânda cheie ar putea ajunge la 2,75% la sfârșitul anului 2018 și poate crește până la 3,25% în 2019;

- Bugetul de stat a început în 2018 într-o notă slabă, menținerea deficitului la 3% nu va fi ușoară; scăderea ratei datoriei publice ar putea să se încheie;

- Consumul redus a ajutat soldul contului curent în trimestrul I; deficitul se poate amplifica moderat mai târziu în acest an;

- În acest moment, România pare să fie mult mai rezistentă decât înainte de criza financiară, însă nivelul relativ ridicat al deficitelor gemene pune țara într-o poziție nefavorabilă comparativ cu alte țări din UE. Această imagine poate speria anumiți investitori atunci când condițiile financiare globale devin nefavorabile.

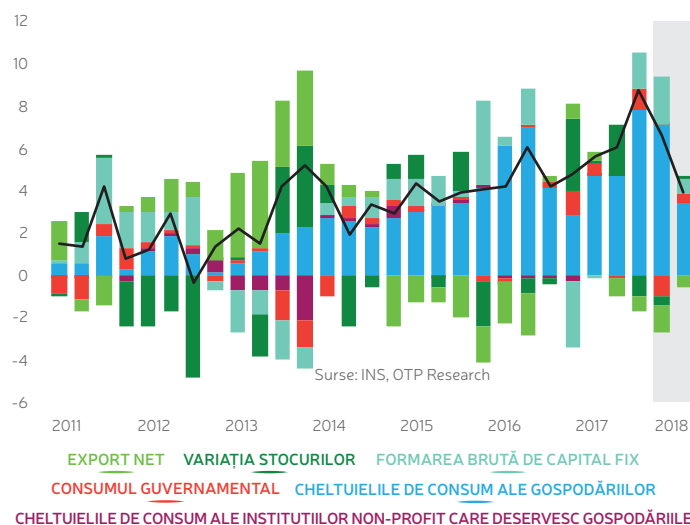
În trimestrul I al anului 2018, ritmul de creștere a PIB-ului României (4,0%, evoluție anuală / 0,0% evoluție trimestrială) a înregistrat o decelerare bruscă în comparație cu evoluția din Q4, cu 6,7% creștere anuală și 0,3% creștere trimestrială, determinate în principal de o diminuare a consumului gospodăriilor populației. Acest rezultat a corespuns unei surprize negative considerabile.

Datele slabe venite ne arată că avansurile mari din 2017 ale PIB-ului, s-ar putea să fie de domeniul trecutului, condițiile economice externe devenind mai puțin favorabile, impactul măsurilor de stimulare fiscală începând să dispară, iar politica monetară devenind tot mai strictă. În plus, recolta excelentă a agriculturii de anul trecut este puțin probabil să se repete. Având în vedere acest context, creșterea economică se așteaptă să se alinieze treptat cu rata potențială de creștere.

1. Perspective Macroeconomice

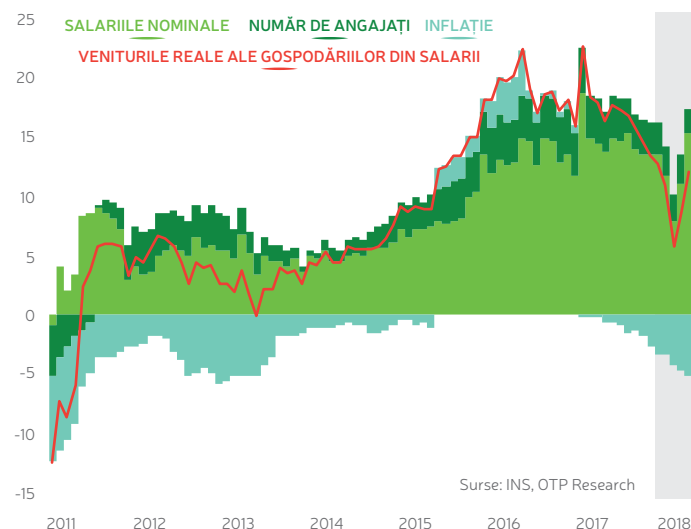
Este de remarcă totodată faptul că riscurile provenite din politica guvernamentală pro-ciclică au condus la accentuarea riscurilor de scădere pe termen mediu și lung.

Descompunerea creșterii PIB pe elemente de cheltuieli (%)



În ceea ce privește cheltuielile, consumul gospodăriilor a topit mare parte din ritmul de creștere a PIB-ului din trimestrul I, însă investițiile s-au diminuat de asemenea. Reducerea cheltuielilor gospodăriilor populației poate fi explicată în principal printr-o încetinire a creșterii salariului nominal net. Acest lucru a survenit în urma modificărilor importante ale impozitelor (transferarea sarcinii contribuțiilor sociale de la angajatori la angajați), precum și a efectelor de bază semnificative. Dinamica mai slabă a salariilor, împreună cu revenirea inflației, au avut un impact negativ asupra veniturilor reale disponibile. În plus, costurile ridicate ale creditării, presiunea de slăbire a leului, precum și zgomotul provenind de pe scena politică au influențat și ele sentimentul consumatorilor. Cu toate acestea, ne așteptăm să vedem o revenire a consumului mai târziu în acest an, în condițiile în care consumul gospodă-

Descompunerea veniturilor reale din salarii ale gospodăriilor (YoY %, date lunare)



riilor va crește, susținut de creșterea salariilor și stabilizarea încrederii. Menționăm că salariile nete din martie și aprilie au înregistrat un avans impresionant din nou după dezamăgirea din ianuarie și februarie. Mai mult, datele venite pentru luna aprilie semnalează și o creștere modestă a consumului, după scăderea bruscă din ultimele câteva luni.

Formarea brută de capital a indicat un regres în primul trimestru, în ciuda semnelor de resuscitare din 2017.

Exportul net a fost din nou un factor negativ al creșterii PIB-ului României, însă efectul său a fost mai lent decât în trimestrele precedente, pe măsură ce încetinirea consumului a condus la o cerere mai mică pentru bunurile importate. Între timp, exporturile au rămas destul de sănătoase, în ciuda temperării creșterii economice a zonei euro.

În ceea ce privește producția, încetinirea a fost largă în primul trimestru, toate sectoarele economice principale înregistrând câștiguri anuale mai lente. Valoarea adăugată în industrie a

crescut cu 4,4%, în scădere față de creșterea de 9,0% din Q4, serviciile au crescut cu 3,8%, comparativ cu 7,4% în trimestrul anterior, iar construcțiile au scăzut (-2,2% față de + 0,1%). Numeroase ramuri ale economiei au înregistrat scăderi față de trimestrul anterior, inclusiv IT-ul și comunicațiile, cel mai dinamic sector al României. Cel mai probabil, domolirea bruscă a cererii interne a reprezentat un factor important în spatele cifrelor de creștere mai puțin impresionante, însă mai probabil au apărut și constrângeri legate de producție. Cu toate acestea, datele preliminare pentru trimestrul II oferă de asemenea și câteva motive de optimism deoarece după o scădere din ultimele trimestre sentimentul economic pare să-și fi atins minimumul.

Toate sectoarele economice principale au înregistrat câștiguri anuale mai lente în Q1, 2018

În concluzie, considerăm că o nouă creștere a salariilor va spori din nou consumul în următoarele trimestre, oferind sprijin pentru economie. În consecință, așteptăm ca PIB-ul României să crească cu 4,0% în 2018. În ceea ce privește perspectiva pe termen lung, credem că economia țării poate înregistra progrese robuste, dar mai blânde, economia urmând să revină la o creștere apropiată de nivelul său potențial. Cu toate acestea riscurile de reevaluare a acestor perspective sunt în creștere, pe măsură ce creșterea potențială a economiei se moderează, iar spațiul fiscal pentru abordarea șocurilor potențiale este limitat.

Inflația resimțită de consumatorii din România a înregistrat o revigorare deosebit de abruptă și de amploare în ultimele trimestre, atingând recordul multianual de 5,2% în luna aprilie. Factorii care au contribuit au fost scăderea efectului de bază pozitiv al reducerilor fiscale anterioare, creșterea prețurilor la combustibili, precum și a tarifelor reglementate, leul mai slab, dar și factorii de inflație secundari care au apărut. Datorită evoluției rapide a inflației și a creșterii preocupărilor de supraîncălzire, în prima parte a anului 2018, BNR a grăbit ciclul

de normalizare prin creșterea ratei dobânzii de politică în trei pași egali, la 2,50%. Pe fondul măsurilor de înăsprire (majorările dobânzii de referință, reducerea coridorului ratei dobânzii și acțiunile de sterilizare a lichidităților), ratele dobânzilor la creditele interbancare au crescut în medie cu aproximativ 200 de puncte față de august 2017.

Inflația va scădea spre finalul anului până la 3,6%

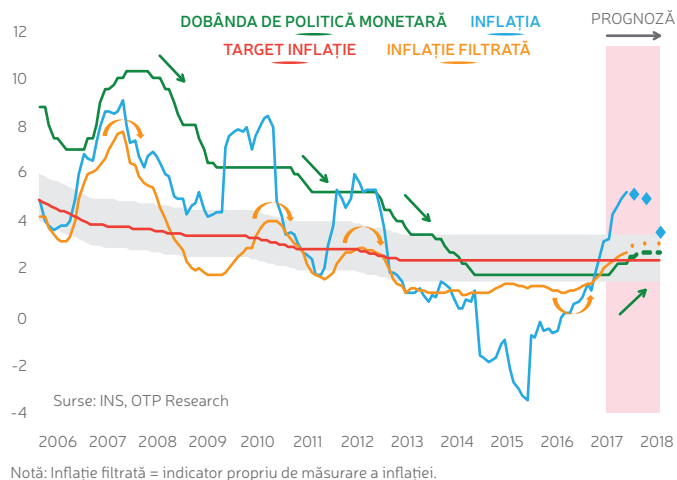
În ceea ce privește perspectiva inflației, credem că inflația globală va atinge un nivel maxim în jurul nivelului actual și că ar putea scădea până la 3,6% la sfârșitul acestui an, deoarece efectul de bază va dispărea. În 2019, inflația se poate stabiliza aproape de pragurile de 3%, ușor peste banda de toleranță a BNR (2,5% +/- 1%). Considerăm că BNR va continua procesul de normalizare, urmând o abordare prudentă și dependentă de date. În consecință, așteptăm ca rata dobânzii-cheie să ajungă la 2,75% în 2018 și ar putea să crească în continuare până la 3,25% în 2019. Rezultatele inflației mai puternice decât cele așteptate, măsurile mai stricte de înăsprire decât considerate anterior în Europa și SUA, precum și presiunile asupra EUR / RON ar putea face ca BNR să își accelereze din nou ciclul de normalizare a politicilor monetare.

Rata dobânzii cheie poate atinge nivelul de 3,25% în 2019

În anul 2017, autoritățile române au reușit să mențină deficitul calculat după metodologia ESA sub pragul de 3% (mai exact la 2,9% din PIB), practic neschimbat față de rezultatul din 2016 (3,0%). Observăm că nivelurile de deficit de aproape 3% sunt destul de frecvente în economiile emergente din întreaga lume și sunt, de asemenea, în concordanță cu rezultatele pe termen lung ale României. Cu toate acestea, diferența de 2,9% a fost realizată în condiții economice foarte favorabile și prin sacrificarea investițiilor publice. Vestea bună este că în 2017 datorita

1. Perspective Macroeconomice

Indicatori de inflație vs. Dobândă de referință (YoY%)

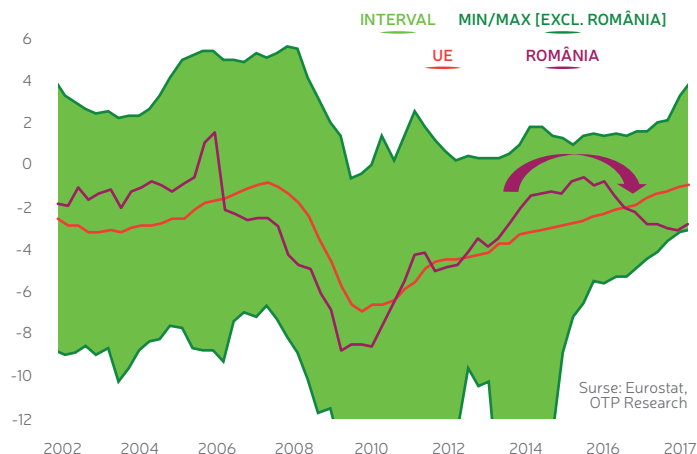


publică a țării s-a redus cu 2,4 puncte procentuale, până la 35,0% din PIB.

Ținta deficitului de 3% din acest an pare a fi o provocare, mai ales că statisticile bugetare apărute, deja bazate pe fluxuri de numerar, au fost dezamăgitoare la începutul anului 2018. Cheltuielile cu personalul, transferurile sociale, cheltuielile pentru bunuri și servicii, precum și costurile îndatorării au înregistrat ritmuri de creștere anuală de două cifre. În același timp, au crescut și investițiile publice, alimentate de recuperarea absorbției fondurilor UE și de achiziționarea sistemului rachetelor Patriot. Veniturile au înregistrat și ele o creștere robustă, dar nu au reușit să țină pasul cu cheltuielile.

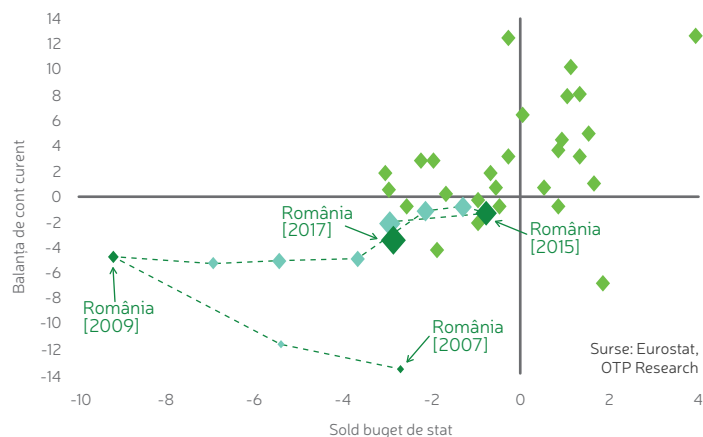
Credem că deficitul bugetar din acest an ar putea ajunge la aproximativ 3,8% din PIB. Cu toate acestea, guvernul pare să se angajeze în ținta de deficit. Prin urmare, în mod similar cu 2017, ar putea fi puse în aplicare măsuri de corecție pentru a menține decalajul în apropierea plafonului de 3%. Desigur, dividendele de la companiile cu capital majoritar de stat pot oferi din nou un ușor ajutor, însă probabil vor fi incluse și alte soluții, inclusiv modificarea sistemului de pensii.

Deficitul bugetar al României, metodologie ESA (% PIB, YoY)



Cu ocazia alegerilor prezidențiale (2019) și a alegerilor generale (2020), vedem șanse slabe pentru o reducere remarcabilă a deficitului în anii următori. Acest lucru, împreună cu o creștere mai accentuată a PIB-ului nominal și a costurilor de finanțare

Balanța de cont curent și soldul bugetului de stat în țările UE (% din PIB, 2017)



mai mari, este de așteptat să ducă la un punct de inflexiune în traiectoria datoriei publice a României.

În primul trimestru al anului 2018, deficitul contului curent al României a rămas practic neschimbat, menținându-se la 3,4% din PIB, încetinirea creșterii consumului ducând la o cerere mai redusă pentru bunurile importate, subvențiile UE ajutând și ele. În același timp, datoria externă a țării (excuzând împrumuturile intra-grup, care sunt mai degrabă investiții străine directe, decât datorie) a rămas relativ scăzută, la 35,7% din PIB, dar a crescut modest față de trimestrul precedent, deoarece guvernul a strâns fonduri prin emisiuni mari de obligațiuni.

Vestea bună este că deficitul de cont curent este încă finanțat din fonduri UE și investiții străine directe, dar, deficitul bugetar destul de ridicat, pune România într-o poziție nefavorabilă față de alte țări din UE. În plus, recuperarea preconizată a cererii interne, precum și raliul prețurilor la țigări vor face importurile mai scumpe, adâncind deficitul comercial totodată. Această imagine poate panica anumiți investitori dacă apar șocuri semnificative (de exemplu, creșteri mai rapide decât cele anticipate ale FED), ceea ce duce la o presiune de slăbire a leului și la costuri mai mari ale împrumuturilor. Credem că deficitul comercial ar putea ajunge la 4,0% în acest an și la 4,1% în anul următor.

Indicatori economici cheie

INDICATORI ECONOMICI CHEIE		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
PIB real	%	2,0	1,2	3,5	3,1	4,0	4,8	6,9	4,0	3,8
Consumul final al gospodăriilor	%	1,3	2,4	-2,4	4,4	5,7	7,4	9,0	4,5	3,7
Cheltuieli de consum ale gospodăriilor	%	1,4	1,7	2,6	4,2	5,8	7,9	10,2	5,3	4,2
Consumul public	%	0,2	0,3	-4,6	0,8	0,2	3,1	0,7	1,3	1,4
Investiții	%	6,2	3,6	-5,4	3,2	7,4	-2,0	4,7	4,6	4,7
Exporturi	%	11,9	1,0	19,7	8,0	4,6	8,7	9,7	8,6	7,8
Importuri	%	10,1	-1,8	8,8	8,7	8,0	9,8	11,3	9,3	7,9
Prețurile de consum	% medie anuală	5,8	3,3	4,0	1,1	-0,6	-1,5	1,3	4,7	3,1
Balanța sectorului guvernamental	în % PIB	-5,4	-3,7	-2,1	-1,4	-0,8	-3,0	-2,9	-3,0	-2,9
Datorie publică	în % PIB	34,0	36,9	37,5	39,1	37,7	37,4	35,0	35,1	35,6
Contul curent	în % PIB	-5,0	-4,8	-1,1	-0,7	-1,2	-2,1	-3,3	-4,0	-4,1
Rata dobânzii cheie	% medie anuală	6,2	5,3	4,8	3,3	1,9	1,8	1,8	2,5	3,2
Rata dobânzii cheie	% sfârșitul perioadei	6,00	5,25	4,00	2,75	1,75	1,75	1,75	2,75	3,25
EUR/RON	medie anuală	4,24	4,46	4,42	4,44	4,44	4,49	4,57	4,65	4,64
EUR/RON	sfârșitul perioadei	4,32	4,43	4,48	4,48	4,52	4,54	4,66	4,65	4,63
PIB Nominal	RON mld.	562,1	595,4	637,5	668,1	712,7	762,3	858,3	935	1.005
Șomaj	%	7,2	6,8	7,1	6,8	6,8	5,9	4,9	4,5	4,4
Creșterea nominală a salariilor	%	4,1	4,2	4,8	7,6	9,8	9,9	14,8	11,4	9,3
Creșterea reală a salariilor	%	-1,6	0,8	0,8	6,5	10,4	11,7	13,3	6,4	6,0
PIB-ul nominal	EUR mld.	132,6	133,6	144,3	150,3	160,3	169,8	187,9	201	217

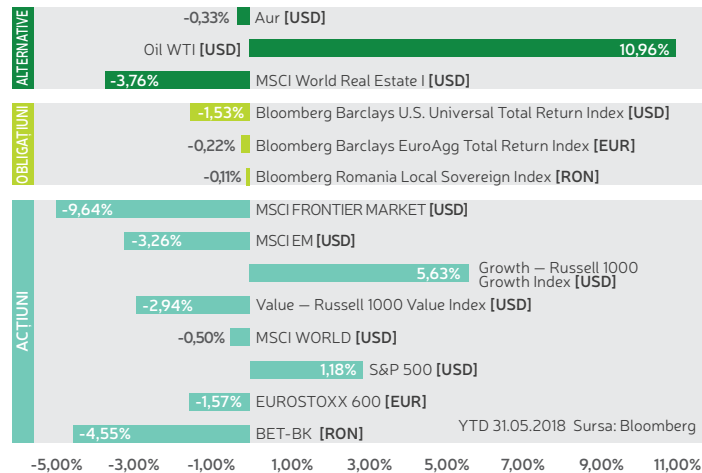
#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

2

Review H1 2018 piețe financiare
internaționale și locale

2. Review H1 2018 piețe financiare internaționale și locale

Evoluția performanței principalelor clase de active în 2018



2.1 OBLIGAȚIUNI

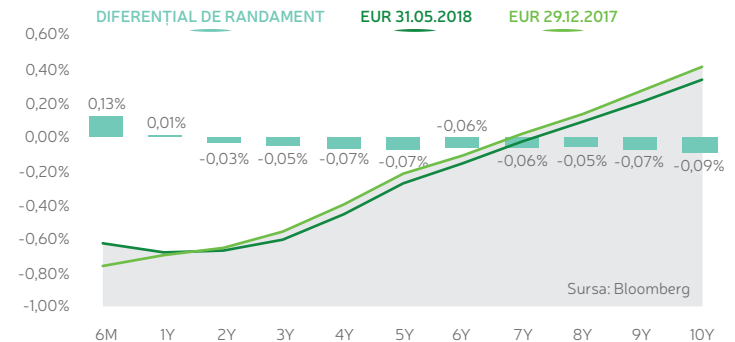
Global

Randamentele obligațiunilor denominate în USD, EUR, JPY și RON și-au continuat trendul ascendent în decursul anului 2018, după ce au închis anul 2017 în creștere față de valorile din 2016. Pe fondul tensiunilor politice din Italia și a continuării unui posibil război comercial între SUA pe de-o parte și restul lumii (incluzând aliații strategici precum EU, Canada și Mexic) pe de altă parte, în ultimele 2 săptămâni din luna mai trendul ascendent a fost reversat, iar obligațiunile germane (EUR german bund) și cele japoneze (YEN) cu maturități de la 2 la 30 ani au ajuns la randamente inferioare celor înregistrate la finalul anului 2017.

„Fuga investitorilor către calitate” descrie cel mai bine ultimele săptămâni ale lunii mai. Dacă pe 2 mai 2018 obligațiunile suverane ale Italiei, cu maturități de 2 ani, 3 ani, 5-30 ani înregistrau randamente inferioare începutului de an (pozitiv pentru preț!), la 31 mai 2018 randamentele tuturor obligațiuni-

lor italiene înregistrau randamente mai mari (+150bp pentru obligațiunile la 5 ani, respectiv +76bp pentru cele la 10 ani). La finalul lunii mai obligațiunile italiene au ajuns la randamente similare cu cele înregistrate în 2012 când se vorbea de criza datoriilor suverane în Europa (Grecia, episodul 2). Printre riscurile pe care le vedeam la începutul anului menționăm creșterea mișcărilor populiste, având la orizont alegerile din Italia, însă un guvern politic format de extrema dreaptă împreună cu extrema stângă părea foarte puțin probabil. Improbabilitatea a devenit certitudine în cazul Italiei, cea de-a III-a economie a Uniunii Europene dacă excludem Marea Britanie, pe jumătate deja în afara UE. Pare că reformarea UE va trebui să țină cont și de o Italie euro-sceptică, diferită de ce am fost obișnuiți să vedem până acum.

Evoluția curbei Titlurilor de stat germane în 2018

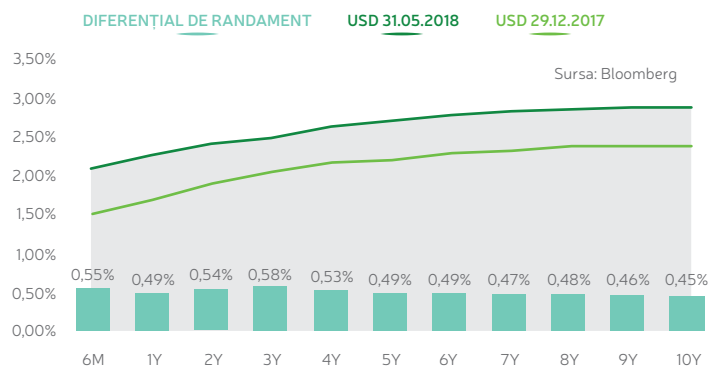


Pentru obligațiunile suverane ale SUA și ale României am observat în prima parte a anului 2018 cum diferențialul de randament dintre obligațiunile la 10 ani și cele la 2 ani s-a redus. Este tot mai evident că, randamentele minime ale obligațiunilor denominate în EUR, USD sau RON au fost înregistrate deja în anii precedenți, iar pentru perioada următoare ne așteptăm în continuare la creșteri ale dobânzilor. În decursul primelor 5 luni ale anului, obligațiunile românești denominate în EUR, RON și USD au înregistrat randamente în creștere (scăderi de preț).

2. Review H1 2018 piețe financiare internaționale și locale

Randamentele minime ale obligațiunilor au fost înregistrate deja

Evoluția curbei Titlurilor de stat americane în 2018

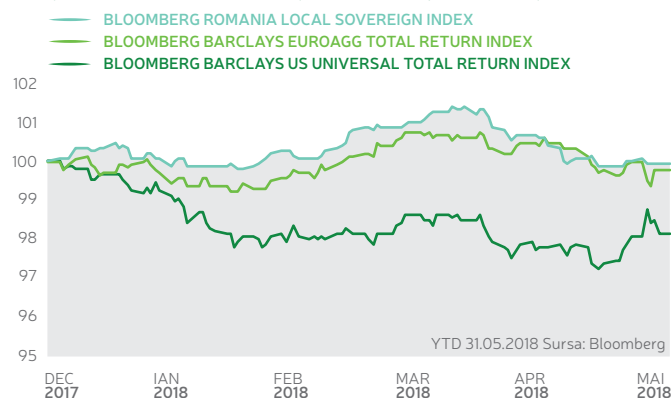


În viziunea noastră, randamentele extrem de scăzute a obligațiunilor suverane europene și mediul macro-economic favorabil, atât în Europa, cât și în Statele Unite ale Americii au făcut mai atractive obligațiunile corporative în prima parte a anului 2018. Șocurile geopolitice din prima parte a anului au generat însă volatilitate pe piețele de obligațiuni, cel mai mult suferind obligațiunile țărilor emergente, precum și obligațiunile corporative cu grad de risc mai ridicat.

Spuneam în ediția precedentă a acestui material că programele de Quantitative Easing (QE - achiziții de obligațiuni) derulate în toată lumea au inundat piețele financiare cu lichiditate, alterând semnificativ percepția tuturor participanților de pe principalele piețe în ceea ce privește riscurile asumate în relație cu randamentele așteptate. Această situație ni se pare de actualitate pentru piața obligațiunilor denuminate în moneda euro, cu toate că după semnalele transmise de Banca Centrală Europeană (BCE), cât și de reprezentanții acesteia, așteptările investitorilor s-au modificat, aceștia așteptând încetarea programului de QE la finalul anului curent și creșterea dobânzii de referință în decursul anului 2019, cel

mai probabil începând cu jumătatea lui 2019. Dacă ținem cont de inflația din Zona Euro (estimată de ECB la 1.7% pentru 2019) și de creșterea economică din Zona Euro menținerea dobânzii de referință la -0.4% pare de neînțeles. Pe fondul noilor așteptări, obligațiunile denuminate în EURO au înregistrat episoade de corecție în primul semestru al anului 2018, episoade care ne așteptăm să apară și în decursul semestrului II, motiv pentru care am redus expunerea.

Evoluția indicilor de obligațiuni locali și internaționali

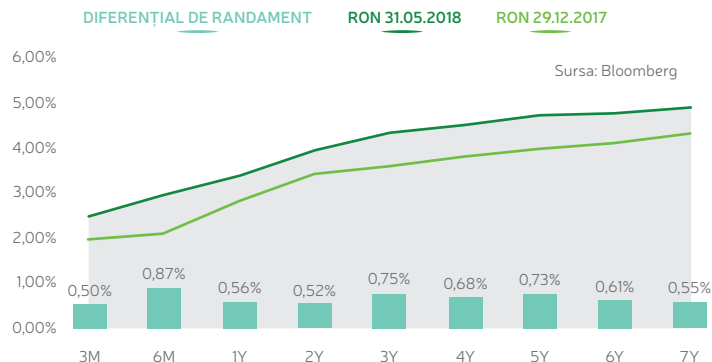


România

Local, măsurile fiscale pro-inflaționiste luate de guvern au făcut puțin atractive titlurile de stat românești denuminate în lei, acestea înregistrând corecții în prima jumătate a anului 2018. Zgomotul politic local, zvonurile legate de înghețarea contribuțiilor pentru Pilonul II de Pensii în semestrul II și posibila opționalitate a acestuia începând cu 2019, instabilitatea legislativă și creșterea inflației peste așteptări, toate acestea sunt riscuri suplimentare care au avut un impact negativ asupra randamentelor titlurilor de stat românești.

Titlurile de stat românești în lei
au fost puțin atractive

Evoluția curbei Titlurilor de stat românești în 2018



2.2 ACȚIUNI

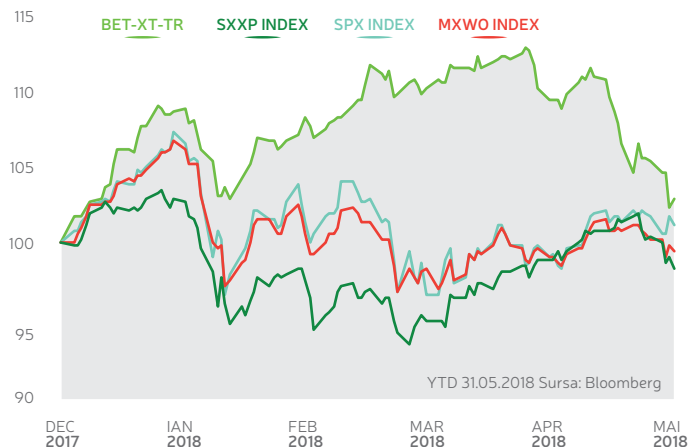
Global

Piețele globale de acțiuni au început anul cu creșteri mai mari decât în orice an din ultimele două decenii. Piețele emergente au condus rallyul, cu 8,6%, urmate de acțiunile din S.U.A. cu 5,7%, iar acțiunile internaționale au crescut cu 5,1%. Au existat doar patru ani, când indicele S&P 500 a avut un început mai bun decât în 2018, fiecare dintre acei ani înregistrând câștiguri de două cifre în prima lună. Rezultatele puternice, o perspectivă economică globală îmbunătățită și o depreciere a dolarului american au determinat creșterea piețelor de capital globale.

SUA

Anul 2017 a adus una dintre cele mai mici volatilități pentru indicele american S&P 500, astfel deprecierea maximă înregistrată de acesta nu a depășit 3%. Această volatilitate s-a putut observa și la nivelul indicelui VIX care a înregistrat o medie zilnică de 11.10%, cea mai mică din istorie de când s-a început calcularea sa. Perioada de volatilitate scăzută a continuat și în prima lună a anului când indicii americani au atins maxime istorice pe fondul celor mai mari subscrieri în ETF-uri (Exchange Traded Fund) din istorie.

Evoluția indicilor de acțiuni locali și internaționali



S-a putut observa rotația din companii de tip Growth în companii de tip Value investitorii căutând principalii beneficiari ai noului cod fiscal din SUA. Odată cu sfârșitul lunii ianuarie volatilitatea s-a întors pe piața din SUA, cât și pe piețele globale, de atunci indicii bursieri tranzacționându-se cu oscilații mari de prețuri. Investitorii s-au confruntat pentru prima dată cu potențialul destabilizator al unei creșteri a inflației în SUA și posibilitatea ca Federal Reserve (Fed) să fie nevoită să devină mai proactivă în creșterea ratelor dobânzilor, pentru a menține sub control presiunile asupra prețurilor. Fed a majorat rata cu 25 puncte de bază (bps) în martie, până la o rată de 1,5% până la 1,75%. Cu toate acestea, Fed nu a modificat proiecția de creștere a ratelor de dobândă de încă 3 ori pentru anul 2018. Anunțul a anulat unele îngrijorări, însă sancțiunile comerciale dintre SUA și China au provocat o reluare a turbulențelor în martie.

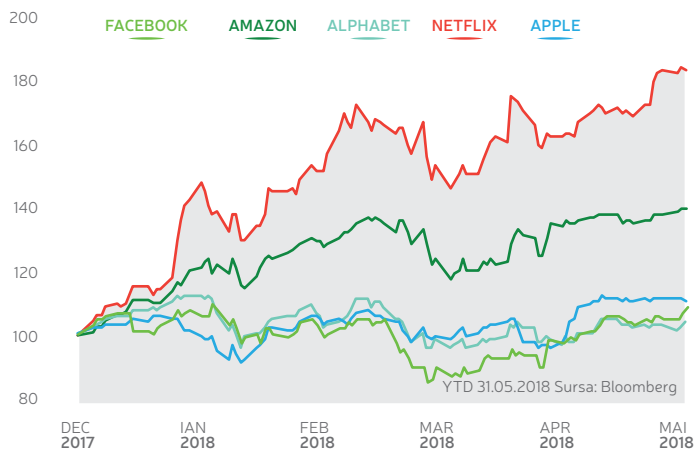
Luna februarie a readus volatilitatea pe toate piețele

2. Review H1 2018 piețe financiare internaționale și locale

Primele câteva luni au fost frustrante pentru investitori. Scăderea maximă de 10% în februarie, urmată de retestarea la începutul lunii aprilie a minimelor, a lăsat cele mai multe piețe de acțiuni cu pierderi de o singură cifră de la începutul anului. Există o serie de teorii privind ceea ce a provocat prima corecție de 10% din ultimii doi ani, mai exact: vânzătorii de volatilitate și speculațiile privind un război comercial din SUA. Marii coloși din tehnologie - FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) au înregistrat o volatilitate ridicată în primul semestru, însă au reușit să aducă randamente solide.

FAANG au performat bine și în H1 2018

Evoluția acțiunilor FAANG în 2018



Pe de altă parte miza pe companiile de tip Value, în defavoarea celor de tip Growth nu a fost una câștigătoare. Astfel, în prima parte a anului 2018 (YTD până la data de 31/05/2018) indicele de companii Growth din S&P 500 a supra-performat indicele de companii Value din S&P 500. Evoluția pozitivă a fost generată în special de companiile din domeniul tehnologic, dar și a celor din domeniul bunurilor discreționare. Pe de altă

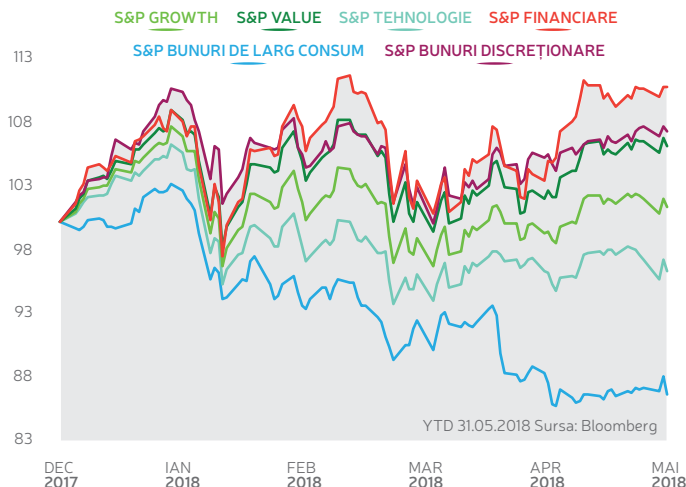
parte, sectorul bunurilor de larg consum a înregistrat o evoluție modestă în prima parte a anului 2018.

	S&P 500	S&P 500 Growth	S&P 500 Value	S&P Technology	S&P Bunuri de larg consum	S&P Bunuri discreționare
Price/Earnings (P/E)	20,55	24,52	17,28	22,90	18,59	23,7937
Estimated P/E	15,49	18,06	13,29	17,16	15,98	18,1634
Price/Book (P/B)	3,27	6,01	2,14	6,17	4,83	5,4367
Price/Sales	2,17	3,59	1,49	4,68	1,36	1,7763
Evoluția în 2018*	1,18%	6,01%	-3,88%	10,60%	-13,51%	7,06%

Sursa: Bloomberg

*31.05.2018

Evoluții sectoriale ale acțiunilor americane



O influență semnificativă asupra evoluției acțiunilor a avut-o schimbarea politicii americane către un protecționism sporit.

Creșterea politicilor protecționiste în SUA

Europa

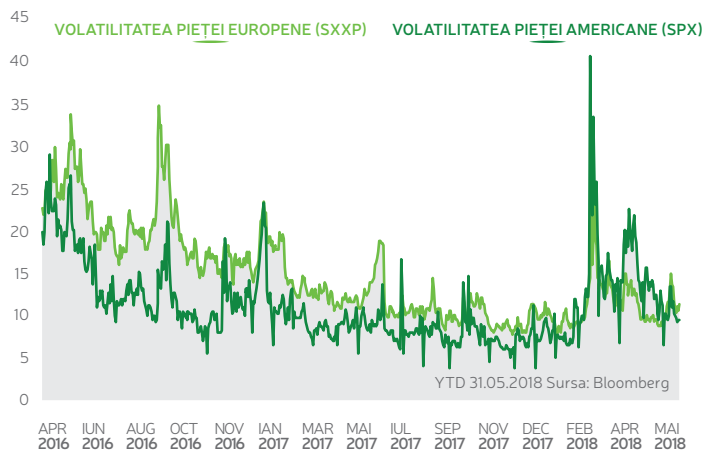
La fel ca și bursele globale, cele europene au început anul puternic, însă grijile în privința ratelor dobânzilor în SUA, perspectivele comerțului mondial au condus la scăderi pentru perioada analizată. Acțiunile din Zona Euro au adus randamente negative în prima parte a anului, majoritatea scăderilor fiind înregistrate în luna martie. Cele mai slabe performanțe pe sectoare au fost serviciile de asistență medicală și telecomunicații. Aceste sectoare sunt considerate de obicei ca "proxy-uri de obligațiuni" care oferă randamente stabile și sunt mult mai căutate atunci când randamentele obligațiunilor sunt scăzute. Cu toate acestea, pe fondul așteptărilor creșterii ratelor de dobândă în SUA și, prin urmare, a creșterii randamentelor obligațiunilor, aceste sectoare nu au reușit să aducă randamente pozitive. Sectorul energetic a fost singurul sector care a înregistrat o evoluție pozitivă, în timp ce tehnologia informației și a bunurilor discreționare au înregistrat doar scăderi modeste. Ultima parte a semestrului a adus din nou volatilitate pe piețele europene, de această dată, volatilitatea fiind indusă de criza politică din Italia unde, după 2 luni de la alegerile

parlamentare, nu s-a reușit formarea unui guvern. Această criză pare totuși să se diminueze odată cu acceptarea Guvernului propus de către cele 2 partide, Mișcarea de 5 stele și Liga de către președintele Mattarella. Cu toate acestea riscurile unor derapaje grave din partea noului guvern Italian sunt încă la cote ridicate.

România

Un început de an bun a fost și pentru bursa din România unde indicii locali au înregistrat unele dintre cele mai mari creșteri la nivel global. Totuși odată cu creșterea volatilității la nivel global, nici Bursa de la București nu a scăpat de scăderi, însă acestea au fost de o amplitudine mai scăzută. Trendul de creștere s-a reluat cu mijlocul lunii februarie, până spre sfârșitul lunii aprilie, în principal datorită rezultatelor companiilor pe anul 2017, cât și a propunerilor generoase de distribuție a dividendelor. De asemenea, trendul general a fost susținut și de companiile energetice care au beneficiat de pe urma aprecierii prețului barilului de petrol. Odată cu sfârșitul lunii aprilie, în spațiul public au apărut informații legate despre a posibilă opționalitate a Pilonului II de Pensii ceea ce a făcut ca indicii Bursei de Valori București să se înscrie pe un trend descendent. Știrile legate de opționalitatea Pilonului II, ulterior negate de către oficiali guvernamentali, au creat nervozitate în rândul investitorilor, aceștia aflându-se în situația în care nu își pot stabili o strategie investițională pe termen mediu și lung, totul planând în jurul existenței Pilonului II de Pensii.

Evoluția volatilității SUA vs. Europa



Evoluția negativă a piețelor de frontieră

La aceste știri s-au adăugat și evoluțiile piețelor de frontieră, din care România face parte, care au înregistrat corecții semnificative în a doua parte a semestrului. Față de maximum înregistrat în luna ianuarie, indicele MSCI FM a înregistrat o depreciere de 15.5% până la sfârșitul lunii mai. Pe de altă parte, indicele BET-BK, singurul indice investibil din România, a înregistrat în aceeași perioadă o corecție de 12.64%, din maximum lunii ianuarie.

#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

3

Review H1 2018
OTP Asset Management România

3. Review H1 2018 OTP Asset Management România

Evoluția performanței fondurilor administrate în 2018

		YTD	1Y	3Y	5Y
OBLIGAȚIUNI	OTP ComodisRO [RON]	0,84%	1,51%	4,48%	13,99%
	OTP Dollar Bond [USD]	-0,02%	0,75%	6,08%	n.a.
	OTP Euro Bond [EUR]	-0,55%	0,39%	5,36%	11,82%
	OTP Obligațiuni [RON]	0,60%	1,55%	7,81%	18,80%
ABSOLUTE RETURN	OTP Euro Premium Return [EUR]	-4,60%	-2,55%	n.a.	n.a.
	OTP Premium Return [RON]	-1,52%	0,34%	6,87%	n.a.
MULTI ASSET	OTP Global Mix [RON]	-0,09%	3,00%	n.a.	n.a.
ACTIUNI	OTP AvantisRO [RON]	-4,16%	-2,12%	25,92%	51,63%
	OTP Expert [RON]	-4,62%	1,04%	28,73%	n.a.

Randamentele prezentate sunt calculate în moneda fondului.

YTD 31.05.2018 Sursa: OTP AMR

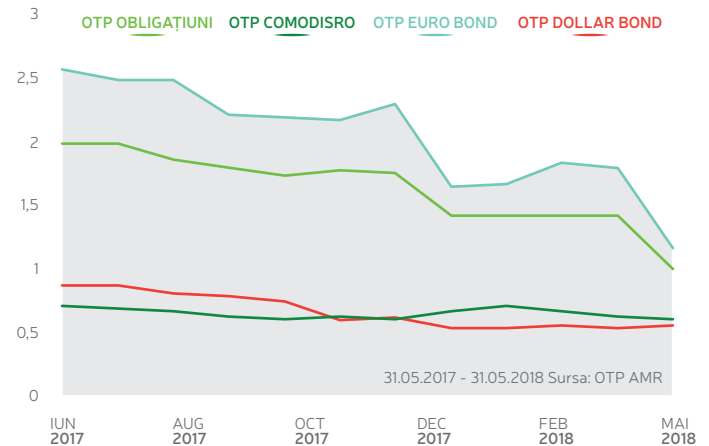
3.1 OBLIGAȚIUNI

Principala temă investițională a anului 2018 în cazul portofoliilor de obligațiuni a fost creșterea economică și revenirea inflației, atât în România, cât și SUA și o creștere cu pași mărunți în Zona Euro. La fel ca pe parcursul anului 2017, pentru a crește randamentul portofoliilor am avut de ales între riscul de credit și riscul de dobândă. În condițiile creșterii economice relansate la nivel global, am favorizat riscul de credit în detrimentul riscului de dobândă. Ne-am așteptat ca diferențialul de randament între obligațiunile suverane și cele corporative (riscante) să scadă, aflându-ne pe un ciclu economic de creștere. Nu a fost așa, prețurile obligațiunilor corporative denuminate în EUR înregistrând corecții peste așteptările noastre (și pe fondul ieșirilor din fondurile de obligațiuni la nivel global), fiind nevoiți ca pe parcursul primului semestru al anului 2018 să reducem din expunere. Având în vedere faptul că am favorizat riscul de credit față de riscul de dobândă, pe tot parcursul primului semestru al anului 2018

am menținut o valoare relativ redusă a indicatorului modified duration.

Am favorizat riscul de credit în detrimentul riscului de dobândă

Evoluția indicatorului Modified Duration pentru fondurile OTP Asset Management în ultimul an



Cele mai atractive investiții pe care am căutat să le facem în 2018 au fost obligațiunile cu cupon variabil (atât în RON, USD cât și în EUR) căutând să beneficiem de creșterile așteptate ale dobânzilor, cât și de efectul de diversificare al obligațiunilor cu cupon variabil. De asemenea, am favorizat investițiile în obligațiunile suverane ale României denuminate în EUR cu maturități mai mari de 7 ani, mizând pe reducerea diferențialului de dobândă între obligațiunile cu maturități scurte și cele cu maturități lungi. Cu toate acestea, ponderea obligațiunilor cu maturități lungi în portofoliul fondurilor administrate a fost una relativ redusă în condițiile în care am ținut mereu o valoare scăzută a indicatorului modified duration la nivelul întregului portofoliu.

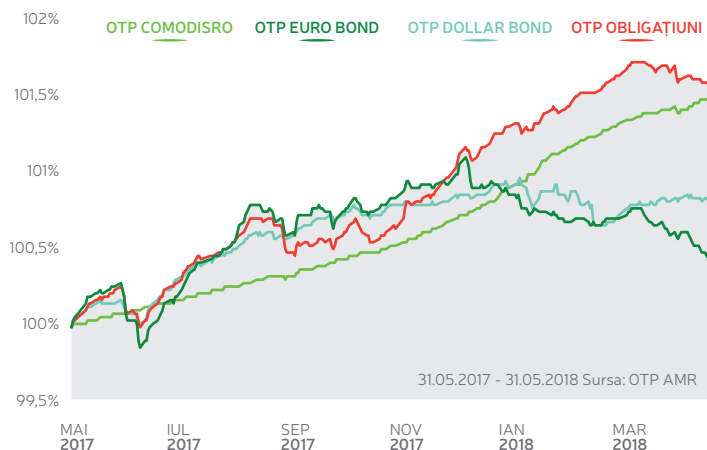
3. Review H1 2018 OTP Asset Management România

La începutul anului ne așteptam ca pe un ciclu economic de creștere, diferențialul de randament între obligațiunile suverane la 10 ani și cele la 2 ani să se reducă, ceea ce ne-a determinat să reducem parțial deținerile de obligațiuni suverane denuminate în EUR cu maturitate mai mică de 7 ani, simultan cu creșterea expunerii pe obligațiunile suverane cu maturitate mai mare de 7 ani. Raționamentul nostru s-a bazat într-o mare măsură și pe exemplul evoluțiilor de anul trecut din SUA. Contrar așteptărilor noastre, obligațiunile cu maturități mai mari de 7 ani au înregistrat cele mai mari corecții în decursul primelor 5 luni ale anului. În aceste condiții, în partea a doua a semestrului I am fost nevoiți să reducem din dețineri, astfel încât să temperăm volatilitatea pe toate fondurile administrate.

Din partea Federal Reserve am așteptat între 1 și 2 creșteri de dobândă în prima parte a anului, motiv pentru care am menținut ridicată ponderea obligațiunilor FRN (floating rate note – obligațiuni cu cupon variabil) denuminate în USD, în portofoliul fondului OTP Dollar Bond. Randamentele titlurilor denuminate în USD au crescut susținut în prima parte a anului 2018, astfel încât am înregistrat un impact negativ asupra evoluției portofoliilor noastre de obligațiuni cu cupon fix, denuminate în dolari.

În România am așteptat creșterea inflației și a randamentelor la obligațiunile de stat în RON, motiv pentru care am redus în continuare ponderea obligațiunilor de stat în portofoliile administrate, concomitent cu menținerea investițiilor în obligațiuni corporative denuminate în EUR și a celor suverane denuminate în EUR. De asemenea, am crescut ponderea depozitelor în EUR pentru a reduce volatilitatea și pentru a profita de oportunitățile oferite de punctele de swap EURRON. Pe fondul politicilor divergente ale principalelor bănci centrale, ne-am așteptat la un 2018 cu volatilitate pentru obligațiuni și am avut parte de el. După un 2017 în care volatilitatea s-a situat la minime istorice, 2018 a oferit episoade de volatilitate ridicată pentru aproape toate clasele de active. După modelul normalizării ratelor de dobândă pentru USD, dar și în contextul

Evoluția fondurilor de obligațiuni OTP Asset Management în ultimul an



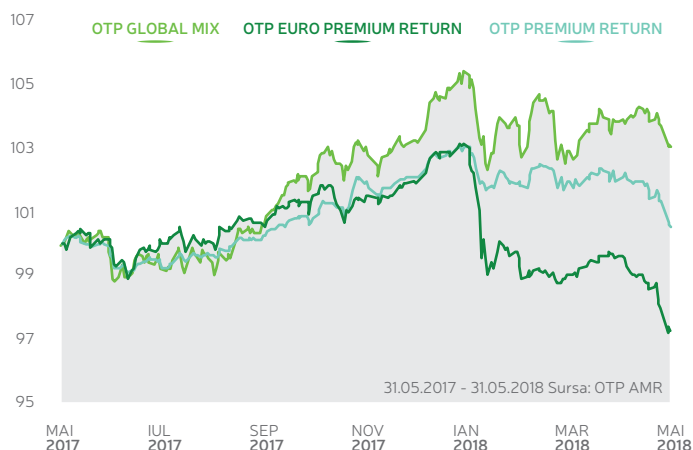
menținerii climatului pozitiv de creștere economică la nivel global, ne-am așteptat la corecții mai mari pentru obligațiuni cu maturitate scurtă denuminate în RON, USD și EUR decât pentru obligațiunile cu maturitate mai lungă, însă nu a fost așa. Am decis să reducem progresiv din deținerile de obligațiuni corporative denuminate în EUR, cât și din cele suverane denuminate în EUR cu maturitate mai mare de 7 ani pentru a reduce astfel volatilitatea.

3.2 PORTOFOLIILE DE ACȚIUNI

La fel ca și în anul 2017 investițiile efectuate în portofoliile fondurilor, în prima parte a anului 2018, s-au bazat pe identificarea unor teme investiționale despre care am avut convingeri puternice.

Ținând cont de creșterile înregistrate de bursele internaționale în anul 2017, creșteri conduse în mare parte de avansul companiilor tehnologice din SUA, am decis la începutul anului 2018 să fim precauți în alocarea investițiilor. Astfel, în luna

Evoluția fondurilor Multi-Asset și Absolute-Return OTP Asset Management în ultimul an



ianuarie am decis să investim în companii de tip Value în detrimentul companiilor de tip Growth, așteptându-ne ca în cazul unor corecții la nivel global, acestea să se comporte mai bine. Investițiile au fost îndreptate înspre companii de tip Value din SUA, cât și globale. Pentru diversificarea investițiilor am achiziționat și companii globale din sectorul energetic așteptându-ne la o creștere a barilului de petrol. Tot în luna ianuarie am mărit expunerea pe companii financiare din SUA, așteptându-ne ca acestea să continue să fie unele din principalele beneficiare ale modificărilor fiscale, a dereglementărilor sistemului financiar precum și a așteptărilor privind creșterea dobânzii cheie.

Având în spate rezultatele companiilor japoneze care au raportat profituri în creștere și care au înregistrat indicatori de evaluare mai atractivi decât ale companiilor americane sau europene, am mărit expunerea pe acestea prin achiziționarea unui ETF cu expunere pe indicele TOPIX.

Tot pentru diversificare și pentru a diminua volatilitatea portofoliului, am decis să mărim expunerea în companii

miniare producătoare de aur. Companiile aurifere reprezintă un proxy pentru o expunere indirectă pe evoluția aurului. Evoluția prețului acestora are un grad ridicat de corelare cu evoluția aurului.

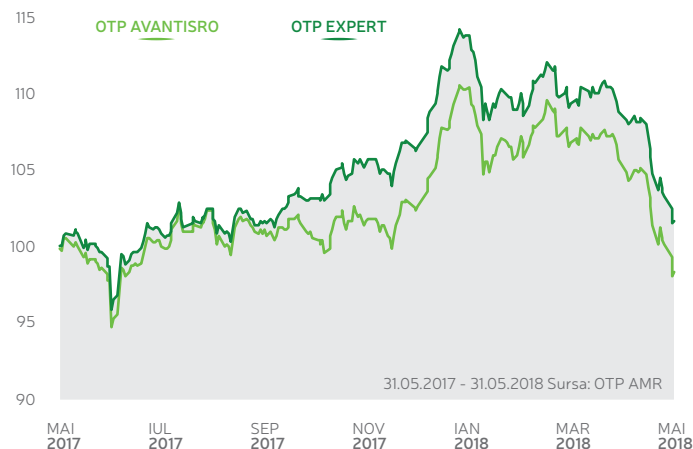
Dintre investițiile la care am renunțat în prima parte a anului putem numi investiția în companii tehnologice și din domeniul automatizării care au ajuns să se tranzacționeze la niște multipli foarte ridicați, această dezinvestire încadrându-se în tema noastră de a miza pe companii de tip Value, față de cele de tip Growth. Comparativ cu anul trecut când în prima parte a anului nu aveam acoperite pozițiile valutare în dolari, în acest an, toate investițiile denumite în dolari au fost acoperite pentru riscul valutar. Totodată, investițiile în acțiuni și ETF-urile care urmăresc evoluția acțiunilor denumite în EUR nu au fost acoperite pentru riscul valutar, așteptându-ne la o apreciere graduală a euro în fața leului în acest an.

La sfârșitul lunii ianuarie, atât expunerea pe acțiuni în fondurile multi-asset și Absolute-Return, se află la cel mai ridicat nivel din ultimele luni. Cu toate că am creat un portofoliu diversificat, atât global, cât și pe sectoare industriale diferite, volatilitatea de la începutul lunii februarie ne-a afectat semnificativ. Astfel, corecțiile înregistrate pe acțiuni s-au răsfrânt asupra tuturor investițiilor noastre indiferent de zona geografică în care se aflau.

Fiind convinși că episodul de volatilitate ridicată este temporar, am acoperit parțial pozițiile long (de cumpărare) pe Europa și total pozițiile long pe SUA prin achiziționarea unor ETF-uri short (de vânzare) pe acțiuni europene și americane. Această decizie a făcut ca evoluția fondurilor să se stabilizeze însă doar după ce o parte din corecții a fost înregistrată. Într-adevăr, atât volatilitatea pe acțiuni europene, cât și pe cele americane s-a redus de-a lungul primului semestru, iar odată cu confirmarea faptului că nu am intrat pe un trend *bearish* (pesimist) am decis să închidem pozițiile short, păstrând pozițiile inițiale, long.

3. Review H1 2018 OTP Asset Management România

Evoluția fondurilor de acțiuni OTP Asset Management în ultimul an



luna mai. În aceste condiții de incertitudine ridicată, expunerea pe companii românești se afla la cel mai redus nivel din ultimii 4 ani.

La fel ca și în anii trecuți una dintre principalele teme investiționale identificate pe piața locală a fost cea a dividendelor atractive oferite de către companiile românești listate la Bursa de Valori București. În jurul acestei teme, am construit portofoliile fondurilor cu expunere pe piața locală. În prima parte a anului am mizat pe noile companii intrate pe bursa: Sphera, Digi, Medlife și Purcari Wineries, motivația principală fiind cea legată de creșterea economică record înregistrată în anul 2017 de România, bazată în special pe creșterea consumului intern. Cu toate că dintre aceste 4 companii doar Sphera a dezamăgit investitorii cu rezultatele pe 2017, niciuna dintre ele nu a înregistrat evoluții pozitive. Odată cu reapariția știrilor legate despre Pilonul II de Pensii am decis reducerea expunerii pe companiile românești, preferând să stăm sub-expuși față de benchmark.

Astfel, luna mai 2018 a fost a treia cea mai slabă lună din primăvara anului 2012 până în prezent. Indicele oficial al Bursei de Valori București a înregistrat o scădere de 7.3% în

#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

4

Așteptări EOY 2018

4. Așteptări EOY 2018

4.1 OBLIGAȚIUNI

4.1.1. Ne așteptăm la creștere economică sub cea din 2017. Creșterea inflației se confirmă și rămâne de actualitate pentru restul anului.

Rămânem la opinia că la nivel global mai este loc de creștere economică pe actualul ciclu economic. Cu inflația în creștere în SUA și România, este posibil ca în a doua parte a anului 2018 să ne întâlnim cu momente excelente pentru a achiziționa obligațiuni denominate în RON și USD. Cu inflația în România la maximum ultimilor cinci ani ne așteptăm la momente bune pentru a ne putea expune pe titluri de stat românești în condițiile monitorizării riscurilor politice/economice. Ne propunem să păstrăm lichiditatea ridicată și în decursul semestrului 2 pentru a putea beneficia de posibile oportunități.

Politicile monetare divergente ale BCE pe de-o parte, FED și BNR pe de altă parte, au confirmat oportunitățile de investiții în zona swap-urilor EURRON și EURUSD. Pick-up-ul de randament obținut din diferențialul de dobândă între RON și moneda unică europeană s-a menținut la peste 3% până în prima parte a anului, cu probabilitatea ridicată ca până la finalul anului să atingă 4%.

Oportunități de investiții
în zona swap-urilor EURRON și EURUSD

4.1.2. Volatilitate în creștere. Am avut și vom mai avea episoade de volatilitate în 2018.

Din partea FED am avut în martie prima creștere de dobândă și mai așteptăm încă două creșteri de dobândă în 2018. Impactul acestor creșteri este parțial inclus în randamentele obligațiunilor, motiv pentru care menținem ridicată ponderea obligațiunilor cu cupon variabil. Este de așteptat ca mișcările FED să inducă o oarecare volatilitate pe piețele financiare, inferioară însă volatilității aduse de Președintele Trump.

Volatilitatea va continua până la finalul anului

Din partea BCE a venit în luna iunie anunțul de încetare a programul de achiziții de obligațiuni (QE) la finalul lunii decembrie 2018. Ne-am modificat astfel așteptarea legată de primele mișcări ale BCE de creștere a dobânzilor de la finalul anului 2018, la jumătatea anului 2019.

Dacă la începutul de an ne așteptam la o creștere graduală a randamentelor oferite de obligațiunile denominate în EUR, momentan considerăm mai probabile creșteri treptate asemănătoare cu „taper tantrum” în funcție de informațiile ajunse în piețele financiare. Ținând cont că datoriile la nivel global sunt la maxime istorice, ne așteptăm ca actualul ciclu de creșteri de dobânzi să fie diferit de ce am văzut până acum. Așteptăm astfel ca randamentele titlurilor jalon denominate în EUR (bund) și USD (T-bond) cu maturitate la 10 ani să înregistreze maxime simțitor mai mici decât maximele din precedentul ciclu economic. Ținând cont de cele menționate mai sus preferăm să rămânem precauți și căutăm să reducem pe parcursul anului 2018 indicatorii modified duration sub nivelurile înregistrate în 2017. Randamentul fondurilor de obligațiuni a fost afectat și de costurile generate de vânzările de obligațiuni care au ridicat ponderea depozitelor bancare la peste 47% (pe OTP Euro Bond) cu scopul de a reduce volatilitatea și pentru a avea disponibil pe care să-l putem investi în funcție de oportunitățile din piețele de obligațiuni.

4.1.3. Pentru obligațiunile denominate în RON și USD ne așteptăm ca ultima jumătate a anului 2018 să aducă oportunități de achiziții.

În H2 2018 vor apărea oportunități legate
de titlurile de stat românești

Credem că în a doua jumătate a anului 2018 vor exista oportunități de creștere a expunerii pe titluri de stat românești și pe obligațiuni suverane denominate în USD.

4.2 ACȚIUNI

4.2.1. Considerăm că, în partea a doua a anului 2018, acțiunile vor fi motorul creșterii pentru portofoliile administrate. Cu toate că nu ne așteptăm la randamente de 2 cifre ale acțiunilor pentru acest an, acestea ar trebui să fie mai mari decât în cazul obligațiunilor, atât corporative, cât și suverane. În ciuda creșterii volatilității, situația economică și rezultatele companiilor, bazate pe creșterea economică globală, vor continua să ajute piețele bursiere pentru restul anului. Așteptările analiștilor pentru anul 2018 sunt pentru o creștere a veniturilor companiilor în Europa de 8% și de 20% în SUA. De asemenea, după corecțiile înregistrate în luna februarie, evaluările companiilor după metodele tradiționale au ajuns la valori rezonabile. Multipli price earnings în Europa și cei din SUA, respectiv 14 și 17, se apropie de media pe termen lung. Cu toate că piețele europene par mai atractive decât cele din SUA, fundamentele economice sunt mai slabe în Europa. În pofida evaluărilor bune ale companiilor de pe piețele emergente, acestea sunt foarte sensibile la politica monetară mai strictă a FED și a volatilității dolarului.

În H2 2018 acțiunile vor fi motorul creșterii

4.2.2. Diversificarea globală trebuie să fie piatra de temelie a oricărui portofoliu pe termen lung. Astfel, o diversificare cât mai largă ar trebui să reducă riscurile față de investițiile într-o singură piață. Într-un mediu de creștere economică, sectoarele ciclice ar trebui să evolueze bine pentru restul anului. În special ne așteptăm ca sectorul bunurilor discreționare și cel industrial să beneficieze de pe urma creșterilor de cheltuieli de capital și al cheltuielilor în creștere ale consumatorilor. De asemenea, ne așteptăm ca sectorul energetic să fie susținut de creșterea barilului de petrol. Sectorul energetic poate fi un plus adus portofoliului datorită specificului său defensiv în cazul creșterii riscurilor geopolitice. Legat de sectorul tehnologic la nivel global, rămânem neutri datorită evaluărilor

ridicate, în ciuda creșterii veniturilor și a profiturilor. Dintre sectoarele economice la nivel global pe care nu le considerăm atractive putem enumera pe cel al utilităților, telecomunicațiilor și cea mai mare parte a companiilor din sectorul bunurilor de consum. De regulă, acestea tind să subperfor-meze când dobânzile cresc. Deși în calitatea noastră de asset manager, nu avem o prezență internațională, putem acționa cu succes pe piețele din întreaga lume, cu sprijinul analiștilor prezenți în cadrul OTP Group.

Diversificarea globală trebuie să fie piatra de temelie a oricărui portofoliu pe termen lung

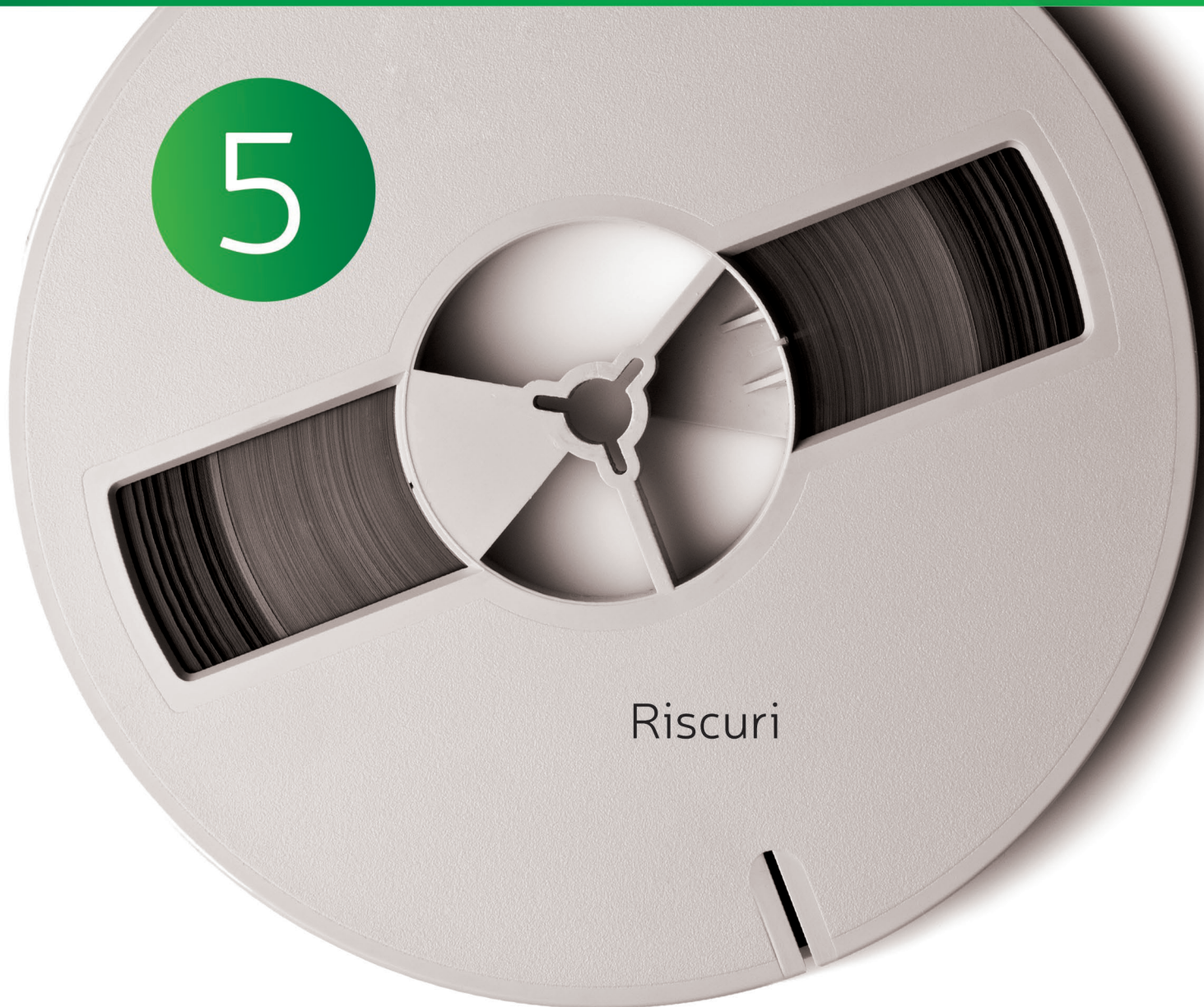
4.2.3. Revenind la piața locală, cu toate că există companii atractive, incertitudinea legată de opționalitatea Pilonului II de Pensii ne face să rămânem sub-expuși pe BVB.

4.2.4. După o perioadă neobișnuit de lungă de calm pe piețele financiare, ne așteptăm la revenirea volatilității în 2018. Cu toate acestea, volatilitatea ne-a surprins prin mișcarea violentă înregistrată la începutul lunii februarie, contrară cu creșterea graduală la care ne așteptam. Pentru restul anului ne așteptăm ca volatilitatea să rămână la niveluri ridicate, ceea ce ne face să rămânem în stare de alertă căutând oportunități de investiții. Cu toate acestea, în condițiile în care rezultatele financiare ale companiilor sunt în creștere, iar economia mondială înregistrează performanțe solide, ne așteptăm să închidem anul cu valori ale principalilor indici bursieri internaționali peste nivelurile actuale.

#Macro #Piețe financiare #OTP AMR #Așteptări #Riscuri

5

Riscuri



5. Riscuri

Războiul comercial și derapajele populiste sunt principala amenințare pentru piețele financiare până la finalul anului 2018

Scenariul de bază de la care pleacă construcția portofoliilor administrate de OTP Asset Management România prezintă o serie de riscuri semnificative. Apariția/declanșarea unui astfel de eveniment poate determina o creștere bruscă a volatilității piețelor financiare cu consecințe semnificative asupra evoluției pe termen scurt/mediu a prețurilor activelor financiare aflate în portofoliile administrate de OTP Asset Management România. Dintre acestea menționăm următoarele riscuri:

Șocuri geopolitice

- Declanșarea unei **conflagrații militare de proporții în Orientul Apropiat** determinată de intervenții preventive americane/israeliene împotriva facilităților industriale nucleare iraniene;
- Escaladarea conflictului între Iranul Șii și Arabia Saudită Sunită prin intermediul **războiului din Yemen**. Rebelii Yemeniți susținuți de Iran – luptă încă din anul 2015 împotriva unei coaliții arabe conduse de Arabia Saudită în Yemen. Aceștia pot viza instalații petroliere Saudite, capitala Saudită Riyadh cu rachete și pot să atace petrolierele saudite din Golful Persic și Marea Roșie. Aceasta ar putea duce la o creștere bruscă a prețului petrolului până la niveluri foarte ridicate, cu impact major asupra inflației la nivel global și implicit asupra piețelor financiare globale;
- Declanșarea unui **război comercial între SUA și China**

pe fondul politicilor protecționiste promovate de administrația Trump. În condițiile în care aproximativ 20% din producția Chinei este destinată exportului în SUA, izbucnirea unui război comercial între aceste două state pot avea consecințe greu de anticipat asupra evoluției piețelor financiare la nivel global. Politicile protecționiste derulate de administrația americană pot avea consecințe nefaste asupra comerțului mondial și implicit asupra economiei. Cu toate acestea, negocierile bilaterale între SUA, China, Mexic și Canada referitoare la relațiile lor comerciale viitoare dau mici semne de progres;

În cele din urmă, un război comercial între două sau mai multe state nu reprezintă altceva decât o spirală a introducerii de tarife sau alte tipuri de bariere comerciale între aceste state/companii, multe dintre aceste tarife fiind introduse ca și represalii la alte tarife introduse inițial;

- **Mișcările populiste din Europa** – Italia are o datorie publică uriașă și condusă de un guvern format din două partide populiste de extrema stângă și extrema dreaptă, eurosceptice și anti-sistem; mișcarea de independență Catalană și căderea guvernului Rajoy în Spania; un posibil Brexit dezordonat; accensiunea mișcărilor politice radicale în multe din țările membre ale Uniunii Europene; Toate acestea pot genera în a doua parte a anului 2018 o serie de derapaje politice importante cu implicații majore asupra piețelor financiare din Uniunea Europeană.

5. Riscuri

Punerea sub acuzare a Președintelui Trump de colaborare cu Rusia în perioada campaniei electorale prin care a învins-o pe Hillary Clinton, chiar dacă prezintă în momentul acesta un risc foarte mic, acesta trebuie menționat. Un asemenea eveniment ar putea duce la o demisie a acestuia care ar crea un nivel foarte ridicat de incertitudine și nervozitate pe piețele financiare globale.

Aterizarea dură a economiei Chinei pe fondul declanșării unei crize a datoriilor companiilor. În ultimii ani, raportul dintre datorii și PIB, în China, a crescut la niveluri alarmante, îndreptându-se spre nivelul record de 300%. O criză a datoriilor companiilor non-financiare din China ar avea un efect devastator asupra sistemului său bancar și implicații nefaste asupra piețelor financiare internaționale. Nu trebuie uitat că, în prezent, capitalizarea companiilor din China reprezintă 16% din capitalizarea globală a piețelor de capital, iar valoarea cumulată a obligațiunilor chinezești reprezintă 9% din întreaga piață a obligațiunilor la nivel internațional.

Decizii greșite ale băncilor centrale BCE și FED – reprezintă și în a doua parte a anului 2018 un factor de risc semnificativ pentru evoluțiile piețelor financiare internaționale. Orice schimbare bruscă de politică monetară, orice accelerare a procesului de normalizare a dobânzilor, atât în SUA, cât și în UE, poate induce o creștere rapidă a volatilității piețelor financiare internaționale. În continuare, piețele financiare se așteaptă ca în cazul monedei euro dobânzile să rămână la niveluri foarte scăzute, cel puțin până la sfârșitul anului 2018, iar o primă ridicare de dobândă să se întâmple cel mai devreme în Q3 2019.

Dispariția lichidității și momente de reducere semnificativă a apetitului la risc al investitorilor. În urma programelor de achiziție de active derulate de toate băncile centrale importante la nivel global (FED, BCE, BOJ, etc), acestea au ajuns să dețină în prezent aproximativ o treime din totalul obligațiuni-

lor tranzacționate pe piețele internaționale.

Creșterea puternică a interesului investitorilor față de instrumentele de investiții pasive (ETF-uri, ETN-uri, certificate index, etc) poate genera **momente de modificare abruptă a prețurilor activelor financiare pe fondul unei lichidități foarte scăzute.** Astfel, ajustările de preț pot deveni mai rapide și mai corelate între ele. Creșterea majoră a activelor sub administrare a ETF-urilor poate duce în timp la distorsiuni ale valorii unor anumite companii sau tipuri de active.

Creșterea peste așteptări a inflației în SUA sau Europa – o creștere rapidă și neașteptată a inflației generată, de exemplu, de o creștere accelerată a cotației barilului de petrol poate avea consecințe importante asupra evoluției piețelor financiare. O creștere neașteptată a inflației ar obliga băncile centrale să își înăsprească politicile monetare cu repercursiuni evidente asupra ratelor de dobândă și implicit asupra evoluției prețurilor obligațiunilor tranzacționate pe piețele financiare.

Modificări semnificative ale modelului de funcționare a Pilonului II de Pensii private obligatorii din România, introducerea opționalității acestuia sau trecerea sumelor acumulate pe parcursul ultimilor 10 ani din administrarea privată a fondurilor de pensii în altă formă de administrare. Toate acestea pot avea consecințe greu de evaluat asupra evoluției pe termen scurt a piețelor financiare din România. În anul 2017, au fost virate către fondurile de pensii Pilon II, 7.14 miliarde RON, echivalent a 0.8% din PIB, activele totale situându-se la aproximativ 42.5 miliarde RON. Nu trebuie uitat că portofoliile fondurilor de pensii Pilon II din România au în componența lor titluri de stat în ponderi situate între 60% și 69%. De asemenea, fondurile de pensii Pilon II reprezintă cea mai importantă categorie de investitori instituționali la Bursa de Valori București.

Contributori



Dan POPOVICI
CEO
OTP Asset Management România



Csaba BALINT
Macroeconomic Analyst
OTP Bank România



Dragoș MANOLESCU, CFA
Deputy CEO
OTP Asset Management România



Alexandru ILISIE
Investment Director
OTP Asset Management România



Adrian ANGHEL
Head of Sales
OTP Asset Management România

Note legale

Această comunicare nu conține o analiză comprehensivă a aspectelor descrise. Acest material este emis doar cu scop informativ și nu ar trebui interpretat ca fiind o sugestie, o invitație sau o ofertă de a iniția vreo tranzacție sau ca fiind vreo formă de recomandare de investiții și nu constituie un sfat legal, fiscal sau contabil. De asemenea, nu este și nu ar trebui să fie considerat ca fiind o recomandare de investiții în instrumente financiare, conform Regulamentelor ASF în vigoare.

Orice formă de reproducere sau redistribuire, inclusiv prin publicarea în întregime sau parțială pentru orice scop, este interzisă, cu excepția cazurilor în care există un acord scris exprimat de către OTP Asset Management România SAI SA. Deși informația din acest document a fost elaborată cu bună-credință, din surse pe care OTP Asset Management România SAI SA le consideră a fi de încredere, nu reprezentăm și nu garantăm acuratețea acestor date, iar astfel de informații pot fi incomplete sau condensate. Emitentul acestui material nu pretinde că informațiile prezentate în acest document sunt perfect precise sau complete. Cu toate acestea, se bazează pe surse disponibile publicului larg și considerate a fi, la nivel general, de încredere. De asemenea, opiniile și estimările prezentate în acest document reflectă o judecată subiectivă profesională la data originală a publicării fiind astfel susceptibile schimbărilor ulterioare, fără necesitatea vreunei notificări. Mai mult, nu pot exista garanții conform cărora piețele vor evolua în linie cu estimările prezentate. Opiniile și estimările reprezintă judecata noastră și se pot modifica, fără notificare.

OTP Asset Management România SAI SA este posibil să fi emis rapoarte care sunt diferite de sau inconsecvente cu informațiile exprimate în acest material și acesta nu se află sub obligația de a actualiza sau a menține la zi informațiile incluse aici.

OTP Asset Management România SAI SA prin fondurile pe care le administrează poate menține o poziție sau acțiune ca vânzător sau cumpărător pe piață pe instrumentul financiar al oricărui emitent inclus aici. Acest document nu este intenționat să furnizeze baza pentru vreo evaluare a instrumentelor financiare dezbătute în acesta. OTP Asset Management România SAI SA nu acționează ca un fiduciar sau consultant pentru vreun posibil cumpărător al instrumentelor financiare descrise în acest document și nu este responsabil pentru determinarea legalității sau adecvării unei investiții în instrumentele financiare pentru niciun posibil investitor.

Acest material nu este intenționat să influențeze în niciun mod sau să fie considerat a fi un substitut pentru activitatea de cercetare și consultanță centrată pe obiectivele și restricțiile specifice de investiții ale destinatarului (inclusiv în ce privește aspectele fiscale) și astfel investitorii ar trebui să apeleze la consiliere financiară individuală. Înainte de achiziția sau vânzarea instrumentelor financiare sau angajarea serviciilor de investiție, vă rugăm să analizați prospectele de emisiune, regulile, documentele cheie destinate investitorilor (DICI) și orice alte documente relevante privind fondurile de investiții descrise în acest document, pentru a putea lua o decizie investițională în baza unei consultări solide. Vă rugăm să apelați la consultantul dumneavoastră competent pentru sfaturi privind riscurile, comisioanele, taxele, potențialele pierderi și orice alte condiții relevante, înainte de a lua o decizie investițională privind fondurile de investiții descrise în acest document. OTP Asset Management România

SAI SA, în conformitate cu legislația aplicabilă, nu își asumă nicio responsabilitate, obligație, garanție sau asigurare de niciun soi pentru orice fel de daună directă sau indirectă (inclusiv pierderi generate de investiții) sau pentru costurile sau cheltuielile, consecințele juridice detrimentale sau alte sancțiuni (inclusiv daune punitive sau consecvențiale) suferite de orice persoană fizică sau juridică, ca urmare a cumpărării sau vânzării de fonduri de investiții descrise în acest document, chiar dacă OTP Asset Management România SAI SA a fost avertizată de posibilitatea unor astfel de instanțe.

Citiți prospectul de emisiune și Informațiile Cheie Destinate Investitorilor (DICI) înainte de a investi în fonduri de investiții.

Performanțele anterioare ale fondurilor nu reprezintă o garanție a realizărilor viitoare. Prospectul de emisiune și Informațiile Cheie Destinate Investitorilor (DICI), precum și informații complete puteți obține de la sediile Distribuitorilor OTP Bank România, sediul OTP Asset Management România SAI SA, precum și pe website www.otpfonduri.ro. Toate drepturile rezervate – **OTP Asset Management România SAI SA** - B-dul Dacia nr.83, sector 2, 020052, București, Societate administrată în sistem dualist. Tel:+40313085550/51; Fax:+40313085555, office@otpfonduri.ro CUI22264941, ORC nr. J40/15502/15.08.2007, Decizie autorizatie ASF nr.2620/18.12.2007, Înregistrată în Registrul ASF nr. PJR05SAIR/400023, Capital social: 5.795.323 RON. Înregistrare ANSPDCP Nr. 8236

Depozitar: Banca Comercială Română SA Sursa: OTP Asset Management România S.A.I. S.A

Distribuitor: OTP Bank România Strada Buzești, nr. 66-68, sector 1, București, România; cod de identificare fiscală RO 7926069, înregistrată în Registrul Bancar sub RB-PJR-40-028/1999.

OTP ComodisRO – Decizia ASF nr. 377/27.02.2008, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400049, Cod ISIN: ROFDIN0001C1

OTP Obligațiuni – Decizia ASF nr. 501/26.05.2011, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400048, Cod ISIN: ROFDIN0001B3

OTP Euro Bond – Decizia ASF nr. 1083/20.08.2010, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400069, Cod ISIN: ROFDIN0001J6

OTP Dollar Bond – Autorizație ASF nr. A/2/09.01.2014, Nr. Înreg. Registrul ASF nr. CSC06FDIR/400085, Cod ISIN: ROFDIN0001X7

OTP Global Mix – Autorizație ASF 230/29.10.2015, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400098, Cod ISIN: ROFDIN000275

OTP Premium Return – Aviz ASF 55/26.04.2016, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400099, Cod ISIN: ROFDIN0002A3

OTP Euro Premium Return – Autorizație ASF 231/29.10.2015, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400097, Cod ISIN: ROFDIN000283

OTP AvantisRO – Decizia ASF nr. 376/27.02.2008, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400050, Cod ISIN ROFDIN0001A5

OTP Expert – Autorizație ASF nr. 134/05.07.2017, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400104, Cod ISIN ROFDIN0002G0