


Webinář

Fund Portfolio Management

Daniel Kukačka, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář



Hodnota investice a příjem z ní mohou v průběhu doby trvání investice kolísat podle tržních podmínek, směnných kurzů a dalších vlivů a návratnost investované částky není tudíž zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí. Podrobné upozornění na rizika naleznete v závěru prezentace.

Obsah

SEKCE I

- Rusko – sankce a důsledky
- Vývoj komodit
- Ekonomický výhled
- Měnová politika centrálních bank

SEKCE II

- Vývoj a výhled státních a korporátních dluhopisů
- Vývoj měn a výnosů z měnového zajištění
- Vývoj jednotlivých segmentů akciových trhů

1. Rusko – sankce a důsledky, ekonomický výhled, měnová politika
2. Finanční trhy



**Invaze Ruska na Ukrajinu = změna paradigmatu a budoucího vývoje
Collateral damage budou střednědobě značné, dlouhodobě však přínosné**

USA, EU a UK zavedly proti Rusku bezprecedentní sankce balík sankcí

4

Z nichž zásadní jsou finanční

Finanční sankce, týkající se obchodovaných cenných papírů

- **Zmrazení USD, EUR a JPY ruských devizových rezerv** (425 z 643 mld USD). Zlato a čínské juany Rusku zůstaly
- Odříznutí od systému **SWIFT** VTB, Bank Rossiya, Otkritie, Novikombank, Promsvjazbank, Sovcombank a VEB. Zbylým bankám EU SWIFT ponechala kvůli fungování exportu energií
- **Finanční sankce USA vztahující se na společnosti, které mají obchodované dluhopisy a akcie**
 - zmrazení aktiv vybraných bank a zákaz jakýchkoliv transakcí s (VTB, VEB, Sovcombank)
 - zmrazení aktiv osob blízkých Putinovi
 - zákaz nákupu nových akcií a dluhopisů (Gazprombank, Credit Bank of Moscow, Alfa Bank, Russian Agricultural Bank, Russian Railways, Alrosa, Gazprom, Gazpromneft, Rostelecom, Rushydro, Transneft, Sberbank, VTB, VEB a Ruského státu)
 - zákaz jakýchkoliv transakcí se Sberbank
- Podobné sankce zavedla i Evropská Unie a Spojené království
- Vyloučení akcií z obchodování na zahraničních trzích a z globálních indexů.
- 8. března US a UK vyhlásilo **embargo na ruskou ropu, LNG a uhlí**.

USA, EU a UK zavedly proti Rusku bezprecedentní sankce balík sankcí

Z nichž zásadní jsou finanční

Důsledky pro Rusko a investory

- Ekonomická krize (HDP -10%)
- Rubl propadl o desítky procent, akcie spadly na nulu, dluhopisy odmazaly převážnou většinu hodnoty
- Zásadní komplikace při splacení dluhu státu i firem
- Hrozí riziko defaultu

Reakce Ruska

- Zvýšení úrokových sazeb z 9,5% na 20%
- Zmrazení výplat a prodejů rublových cenných papírů pro zahraniční investory.
- Exportéři musí 80% zahraničních tržeb konvertovat do rublu
- Omezená dostupnost tvrdé měny pro rezidenty (10 tis. USD na transfery, výběry)
- Jistinu a kupóny USD a EUR dluhopisů provádět pouze v rublech (platí pro držitele ze států, které se účastnily sankcí)

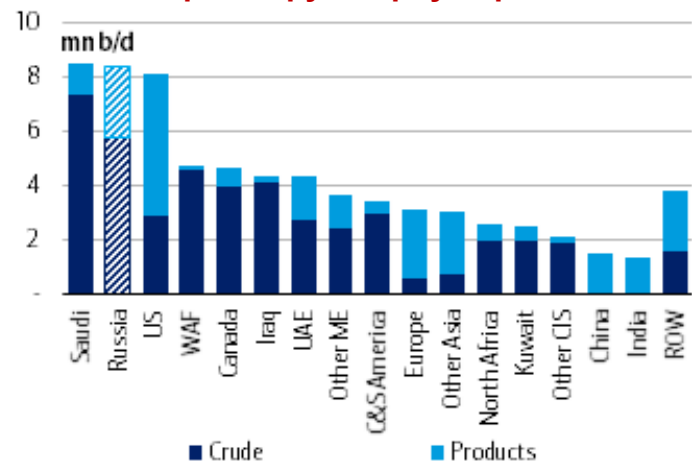
Cena ropy pod vlivem politických rozhodnutí

Nabídka s poptávkou se v horizontu kvartálů vyváží

- 8. března. Biden vyhlásil embargo na ruskou ropu + část evropských odběratelů se dobrovolně přidá. → výpadek části z 6 mil barelů/den ruských exportů
- USA se snaží přesvědčit Saudy navýšit těžbu (rezervy OPEC jsou cca 2 mil barelů/den)
- USA jedná s Iránem a Venezuelou o podmínkách zrušení embarga na export ropy (1 – 2 mil)
- Postupné navýšení těžby z amerických břidlic (1 mil)
- Mírný pokles poptávky kvůli vysoké ceně

} střednědobě

Export ropy a ropných produktů

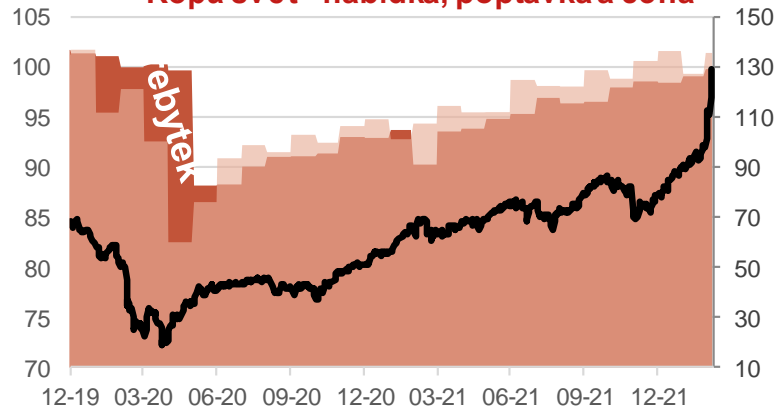


Source: BP Statistical Review

BofA GLOBAL RESEARCH



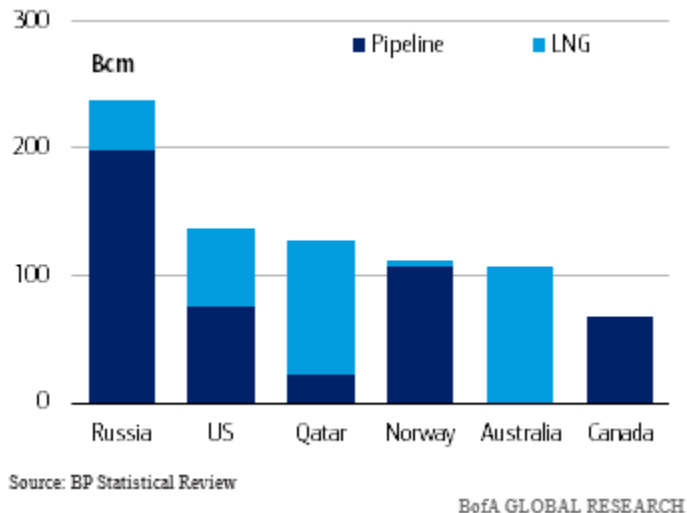
Ropa svět - nabídka, poptávka a cena



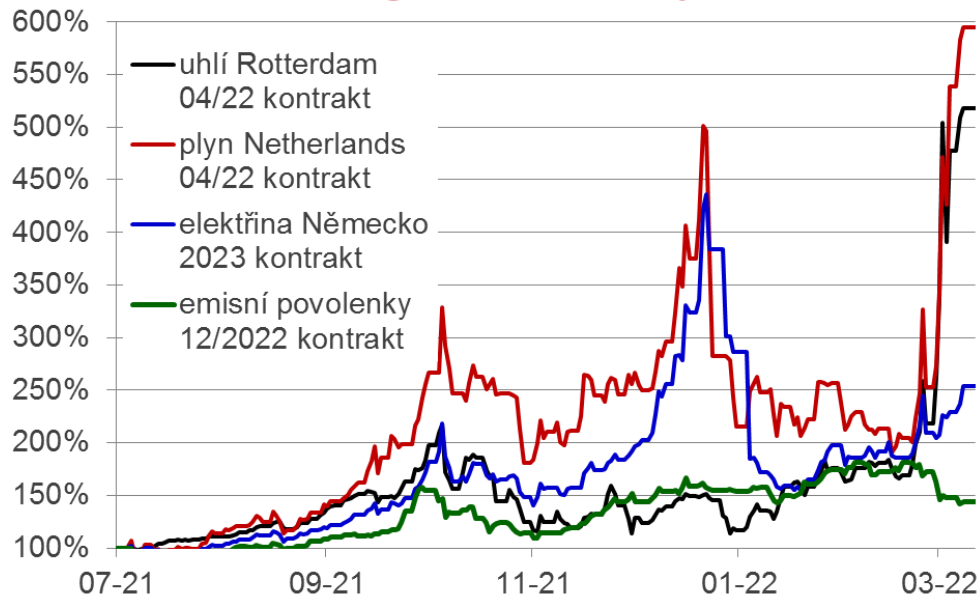
- Objem těžby (mil barelů/den)
- Objem spotřeby (mil barelů/den)
- Cena ropa brent 1. kontrakt (vpravo)

Třetina spotřeby zemního plynu EU je z Ruska

Zemní plyn se používá i k výrobě dusíkatých hnojiv



Energetické kontrakty

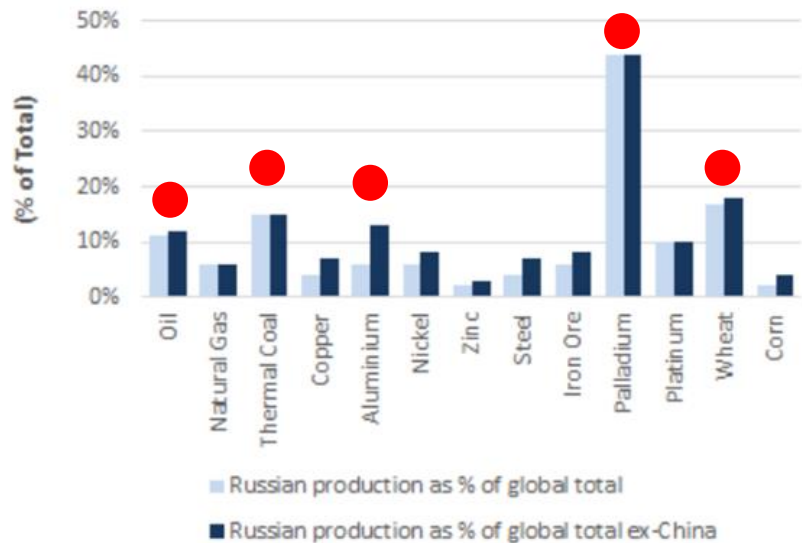


Možná řešení pro EU

- Nezahrnovat ruský plyn na sankční seznam (hrozí však zastavení dodávek z rozhodnutí Ruska)
- **Výrazně navýšit celoevropské výdaje na alternativní energie a energetické úspory (program EK z 8. března) + navýšit dovozu plynu odjinud**
- Zpomalit Green deal (prodloužit stávající jaderné a uhelné elektrárny) a uvolnit dostupnost emisních povolenek, **proto asi moc neroste 2023 kontrakt na elektřinu a poklesly ceny emisních povolenek**
- Podpořit zranitelné skupiny ze státních rozpočtů / zastropovat ceny

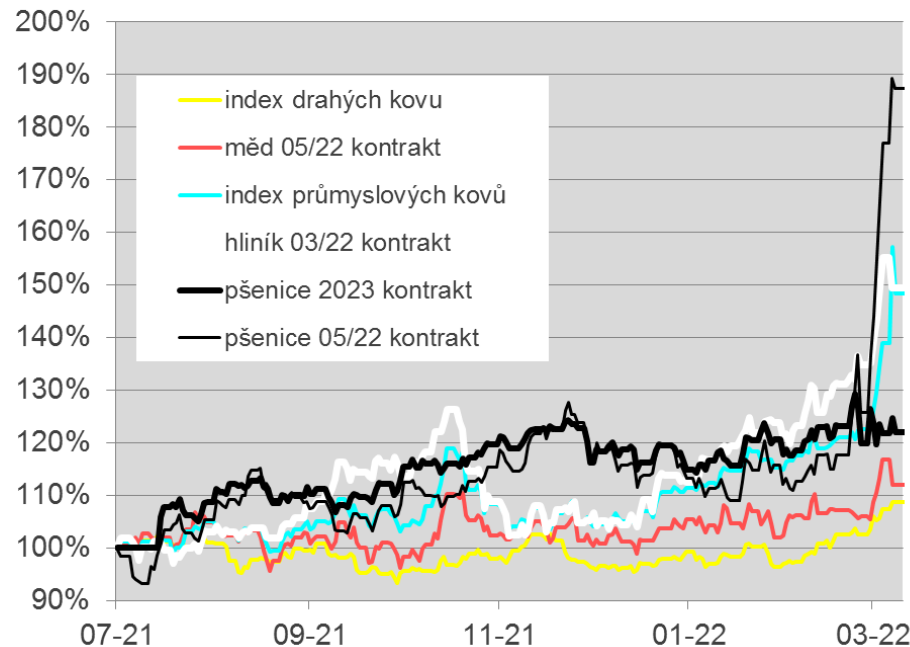
Podíl Ruska na světové produkci

Russia is a major producer of energy, metal and agriculture goods.



Source: USDA, CreditSights

Vybrané komodity



Důležité exporty Ukrajiny (% světové produkce)

- pšenice 12%, kukuřice 16%, slunečnicový olej, železná ruda 3%, vzácné plyny - např. podíl na světovém exportu neonu, využívaného pro výrobu čipů činí 70% !!
- Vstupy pro evropský automobilový průmysl (kabelové svazky...)

Důsledky pro svět jsou zásadní

A z krátkodobého pohledu nejsou pozitivní

- Růst cen komodit → Ještě vyšší a déle-trvající inflace → snaha domácností o úspory = snížení ekonomického růstu
- Riziková averze na globálních finančních trzích → pokles finančních trhů = zdražení financování pro firmy prostřednictvím korporátních dluhopisů
- Přímé ztráty investorů a zahraničních firem v Rusku
- EU připravuje fiskální expanzi pro financování alternativních energií a zvýšení obranyschopnosti EU
- Posílení pozice Číny (snaha o zprostředkování příměří, akvizice ruského energetického průmyslu a dodávky na ruský trh, růst vlivu čínského finančního systému jako alternativa SWIFTu a západních platebních karet, menší tlak ze strany USA), deglobalizace

Export EU do Ruska činí jen 3% HDP

Table 5: Russia's major trading partners

US\$ bn, 12m rolling Oct-20 to Oct-21

	Exports	%	Imports	%	
China	65.4	14.2	China	65.1	22.9
Netherlands	40.7	8.9	Germany	27.0	9.5
Germany	26.9	5.9	United States	16.6	5.8
Turkey	24.1	5.2	Belarus	15.0	5.3
UK	24.1	5.2	Rep. of Korea	12.8	4.5
Belarus	20.4	4.4	France	12.2	4.3
Rep. of Korea	18.6	4.0	Italy	12.0	4.2
Kazakhstan	17.8	3.9	Japan	8.8	3.1
United States	17.4	3.8	Kazakhstan	7.4	2.6
Italy	14.4	3.1	Turkey	6.8	2.4
Poland	14.3	3.1	Poland	5.8	2.0
Japan	13.1	2.9	Vietnam	4.8	1.7
India	8.6	1.9	Netherlands	4.3	1.5
Belgium	8.0	1.7	Ukraine	4.3	1.5
Finland	7.8	1.7	UK	4.2	1.5
Ukraine	7.2	1.6	Czech Rep.	4.2	1.5
France	7.2	1.6	India	4.1	1.4
UAE	5.8	1.3	Finland	3.6	1.3
Lithuania	4.9	1.1	Spain	3.5	1.2
Egypt	4.5	1.0	Switzerland	3.3	1.1
Rest of world	108.6	23.6	Rest of world	59.2	20.8

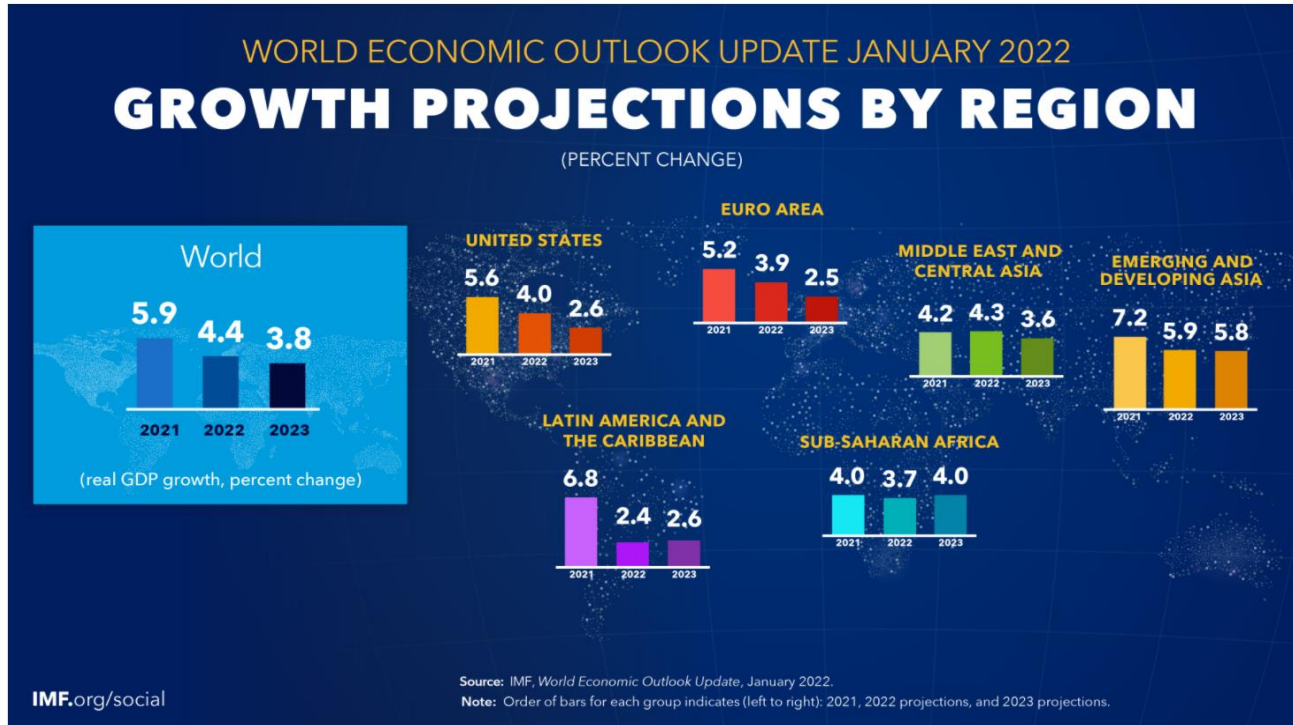
Source: IMF

V lednu se čekalo postupné zpomalování ekonomického růstu

Nepříznivé vlivy: globální růst úrokových sazeb kvůli inflaci, nadále narušené obchodní řetězce

Příznivé vlivy: ústup covidu

Poslední (zastaralá) predikce Mezinárodního měnového fondu z ledna



Ekonomický růst zpomalí, dopad na jednotlivé regiony bude značně nevyrovnaný ¹¹

Nepříznivé vlivy: ceny komodit, růst úrokových sazeb v USA, omezení výdajů domácností/investic firem kvůli inflaci/nejistotám, výpadek průmyslové produkce kvůli energiím

Příznivé vlivy: ústup covidu, navýšení fiskálních výdajů (obrana, green deal), uvolněnější měnová politika (EU, Čína)

Vývoj ekonomických vlivů od ledna

	USA	EU	CEE	Čína	rozvinutá Asie	Emerging markets	Svět
vliv měnových kurzů							
měnová politika centrálních bank							mix
vliv cen komodit						mix	
fiskální politika vlád							
covid							
geopolitická rizika							
vliv kapitálových trhů							

legenda barev

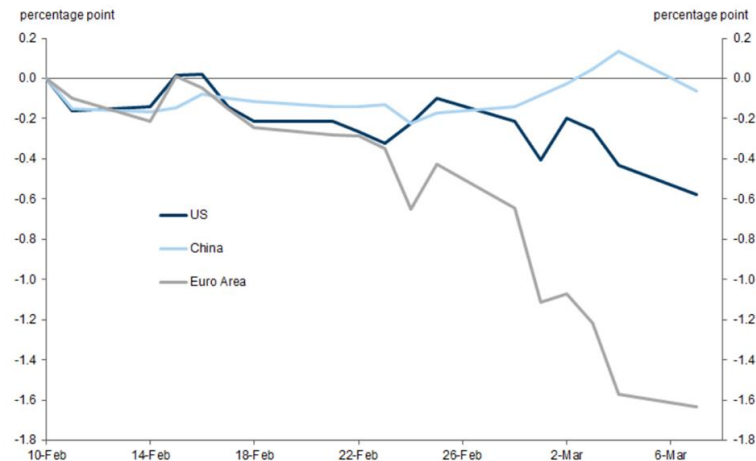
	příznivé
	neutrální nebo smíšené
	mírně nepříznivé
	středně nepříznivé
	velmi nepříznivé

legenda změny

	změna z příznivého na velmi nepříznivý
	změna z neutrálního na příznivý

Predikce změny HDP pro 2022 (Goldman Sachs)

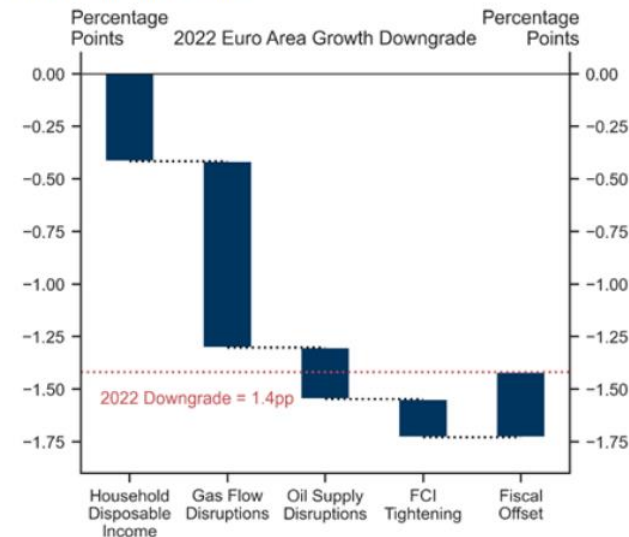
Exhibit 5: The Market Has Downgraded Euro Area Growth Expectations Most Since the Start of the Conflict
Cumulative change in 1y-ahead GDP expectations implied by macro growth factors from February 10 to March 7



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

pro EU s rozkladem na jednotlivé složky

Exhibit 5: The Sum of All Costs



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

- Čerstvá (10. března) makroprognóza ECB

NOTE1: HICP = harmonised index of consumer prices;
GDP = gross domestic product
 Source: European Central Bank

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	new			old		
GDP	3.7%	2.8%	1.6%	4.2%	2.9%	1.6%
HICP	5.1%	2.1%	1.9%	3.2%	1.8%	1.8%

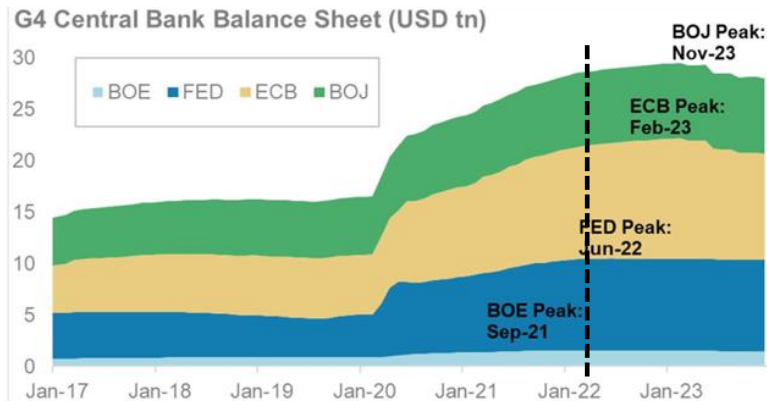
GICEE predikuje max. 2,6%



Měnová politika ve světě: Čína uvolňuje, USA a EM většinou zpřísňují, ECB a Japonsko drží relativně uvolněnou měnovou politiku

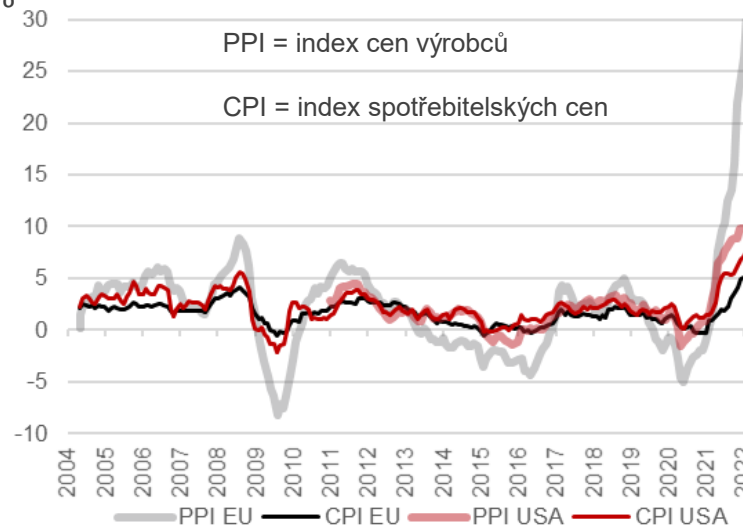
- **FED** - „tapering“ skončí v březnu
 - od března FED zahájí zvyšování sazeb
 - na podzim FED zahájí redukci bilance (prodej dluhopisů)
- **ECB** - urychlená redukce nákupu aktiv skončí na podzim
 - V závěru 2022 trhy čekají zvýšení sazeb z -0,5 na -0,25%

Objem aktiv (dluhopisů) v držení G4 centrálních bank

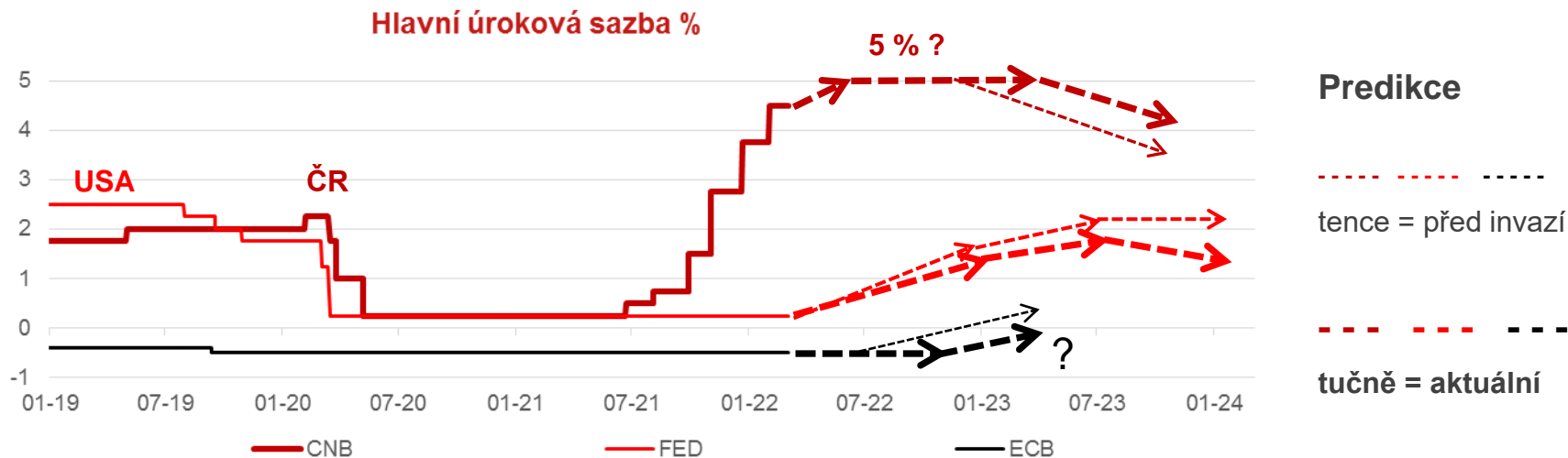


Source: Fed, ECB, BoJ, BoE, Morgan Stanley Research forecasts

CPI a PPI (% meziročně)



Peněžní trh – posuny v trajektorii úrokových sazeb nejsou kvůli rostoucí inflaci velké



Změna predikce úrokových sazeb kvůli vyšší a déletrvající inflaci

- ČNB: snížení sazeb bude odloženo z podzimu 2022 na 2023
- FED: rychlost zvyšování sazeb bude pomalejší (letos 5 – 6 zvýšení po 0,25%), od 2024 se čeká snižování
- ECB (10.3.) redukce nákupu dluhopisu pravděpodobně skončí v 3Q. Trhy čekají první zvýšení sazeb v 4Q/2022. Čekáme více uvolněnou měnovou politiku (odklad zvýšení sazeb) vzhledem k zastaralé makroprognóze ECB

1. Rusko – sankce a důsledky, ekonomický výhled, měnová politika
2. Finanční trhy



Buy when the cannons are firing,
and sell when the trumpets are
blowing

~ Nathan Meyer Rothschild

Načasování je však obtížné

Zlato

- Útěk do bezpečí, ochrana před inflací

Index státních dluhopisů USA

- Leden + únor: pokles kvůli FEDu
- Březen: útěk do bezpečí + zkrácení cyklu zvyšování úrokových sazeb → růst

Index dluhopisů neinvestičního ratingu

- Pokles kvůli FEDu a nárůstu rizikové averze investorů

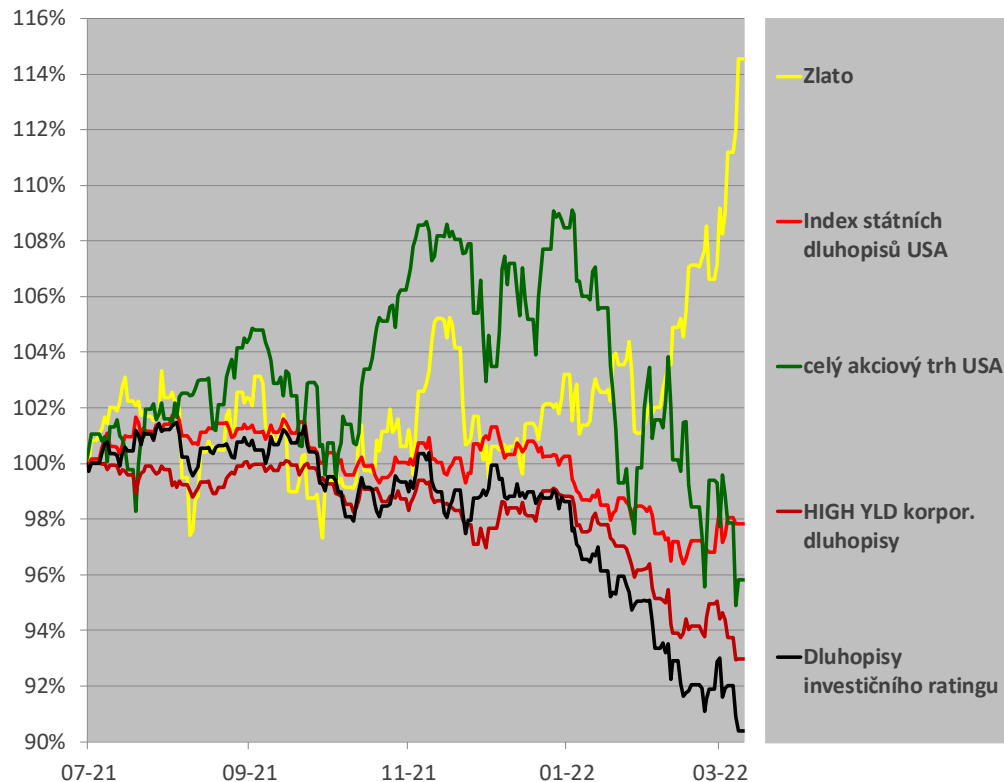
Index dluhopisů investičního ratingu

- Pokles kvůli FEDu a nárůstu rizikové averze investorů

Akcie odmazávají loňské zisky

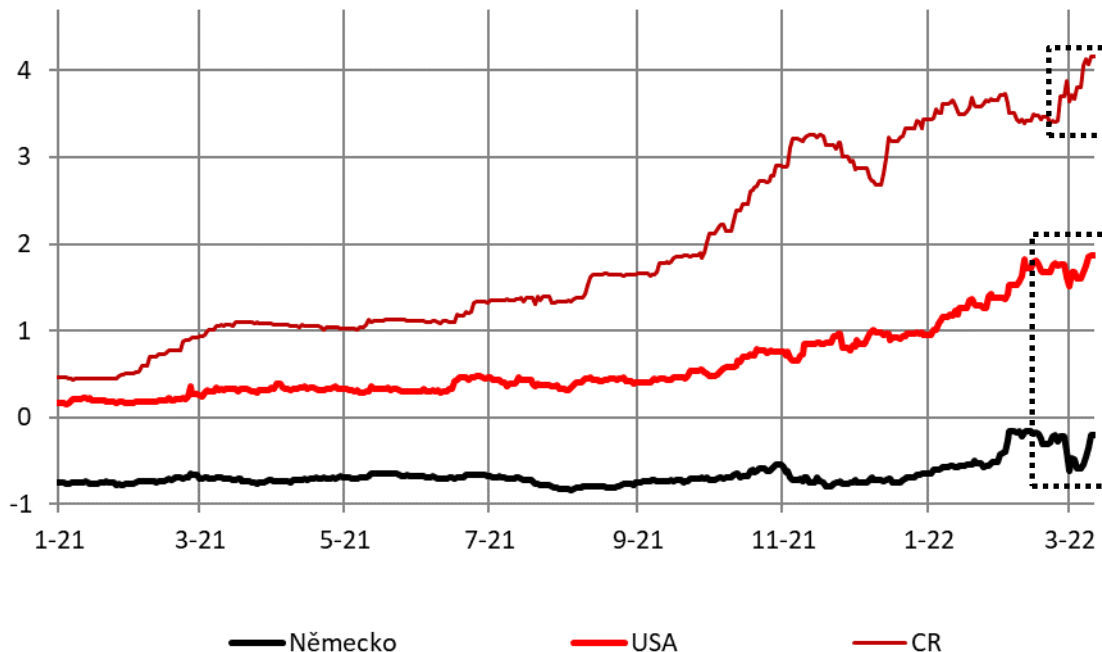
- Pokles nejprve kvůli FEDu a později nárůstu rizikové averze investorů

Indexy USA pro hlavní aktiva - vývoj od 07/2021



České (CEE obecně) státní dluhopisy jsou v období krizi považovány za mírně rizikové aktivum. Proto pokles cen

Výnos tříletých vládních dluhopisů



ČR: výnosy vzrostly (ceny poklesly) kvůli:

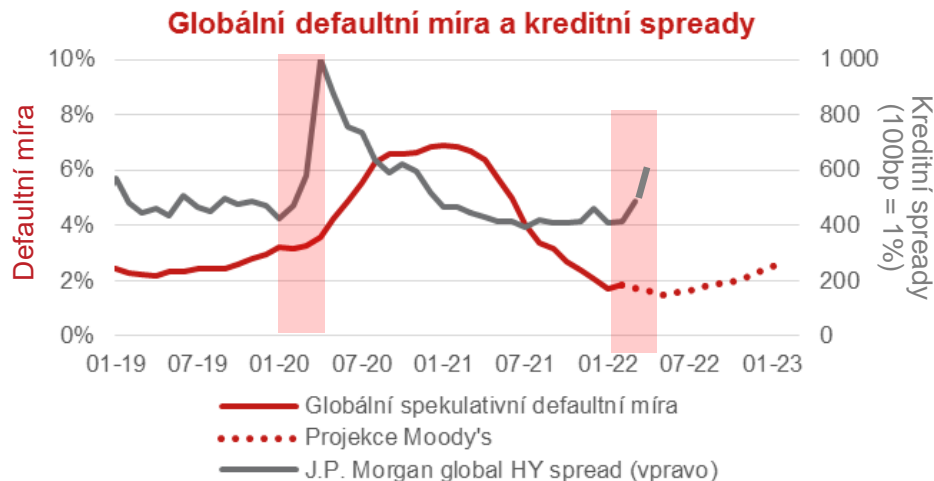
- výrazně vyšší a delší inflaci
- globální rizikové averzi

USA: výnosy stagnují kvůli pomalejšímu zvyšování sazeb a útěku investorů do bezpečných aktiv

Německo: výnosy staganují kvůli odkladu zvýšení sazeb a útěku investorů do bezpečných aktiv

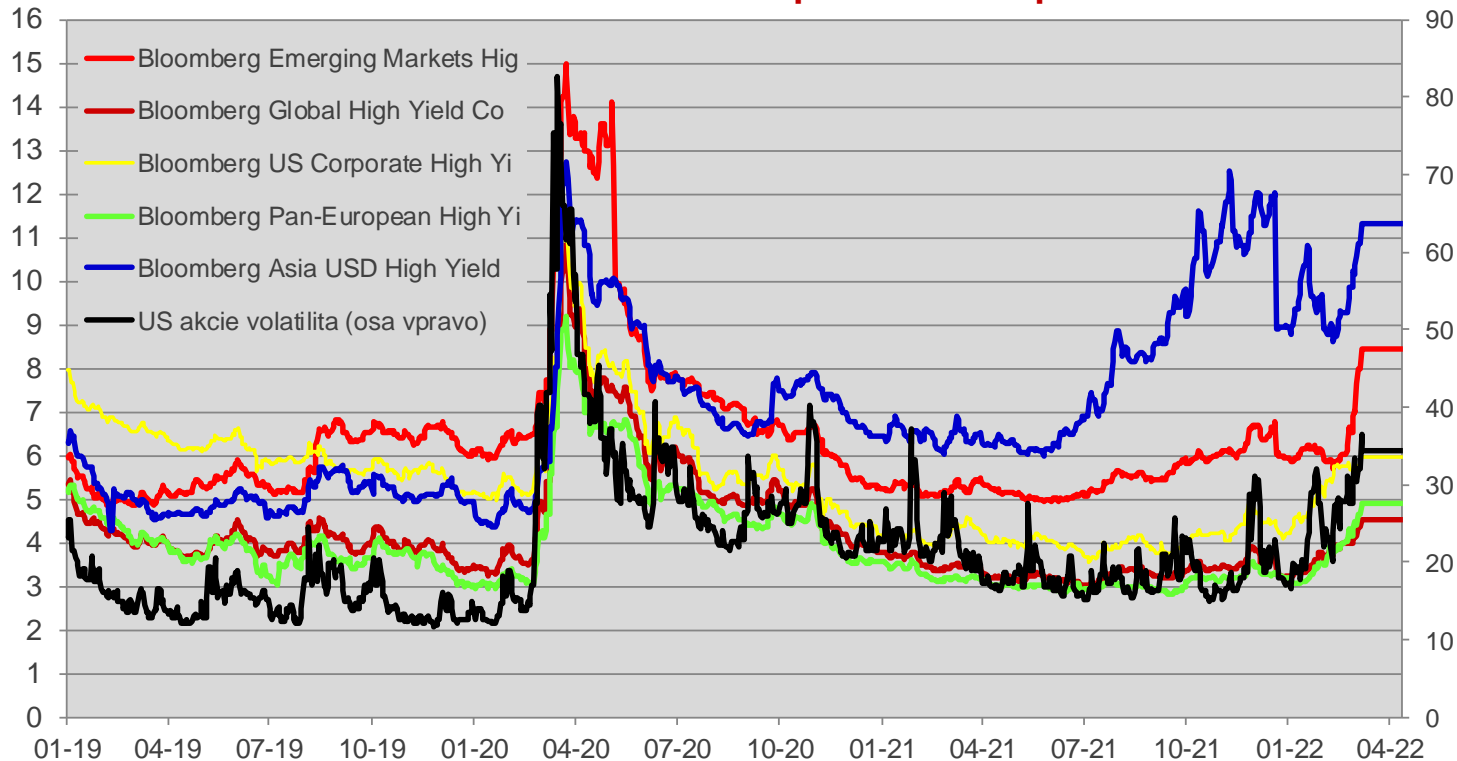
V polovině března zveřejní Moody's aktualizaci výhledu. Čekáme zhoršení

- **Globální defaultní sazba neinvestičního ratingu byla v prosinci 1,84%**
 - ✓ Díky uvolněné měnové a fiskální politice a ekonomickému oživení, vedoucímu k zlepšení fundamentu firem
 - ✓ Moody's predikuje další pokles na 1,7% do konce roku 2021 a poté mírný růst
- **Kreditní prémie „předbíhají“ nárůst defaultních měř (pokles rovněž)**
 - ✓ Míra defaultů je za kreditními prémiemi v průměru opožděna o 9 měsíců
- **Kreditní prémie prudce rostou**
 - ✓ kvůli averzi k riziko v globálním rozměru – viz další slide
 - ✓ očekávané zhoršení firemního fundemantu



S poklesem akcií roste jejich historická a implikovaná (= do budoucna) volatilita
Během poklesu akcií klesají i korporátní dluhopisy a roste jejich riziková prémie

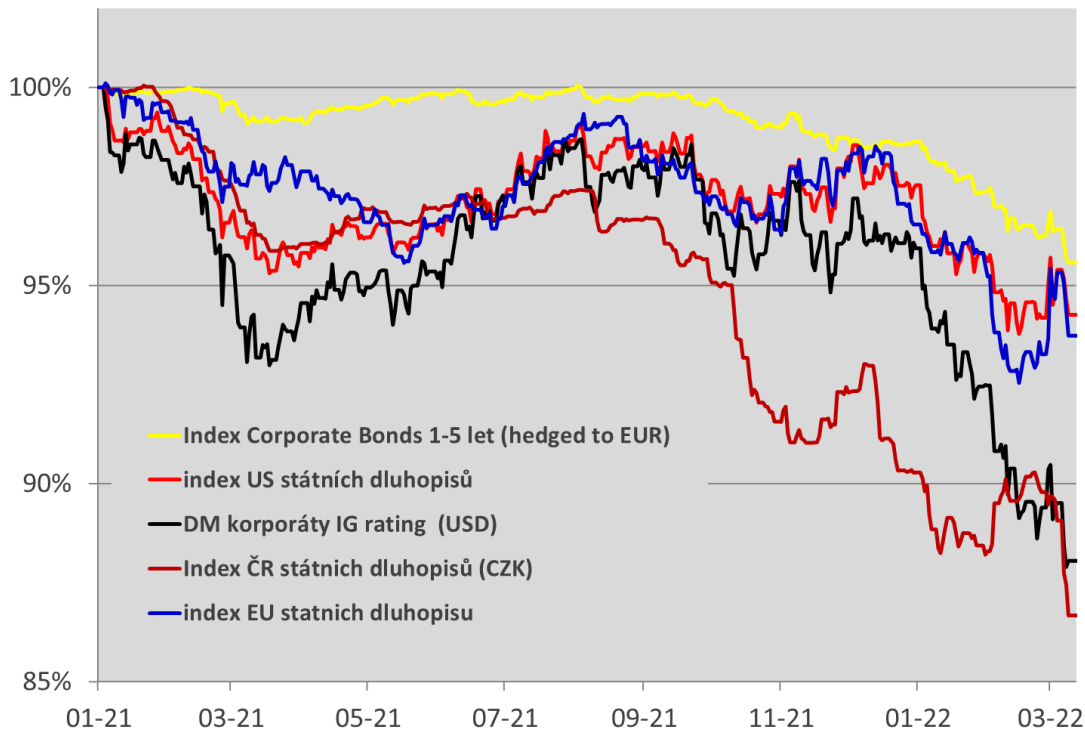
Volatilita akcií a rizikové prémie dluhopisů



Indexy státních dluhopisů a korporátních dluhopisů investičního ratingu

20

„Total return“ = včetně naběhlých úroků



Státní dluhopisy USA a EU

- ✓ V únoru poklesly kvůli zpříšňování měnové politiky
- ✓ V EU pokles tažen státními dluhopisy z CEE a rizikovějších států (Itálie, Řecko, ...)
- ✓ v březnu rosou vlivem útěku do bezpečí

Státní dluhopisy České republiky

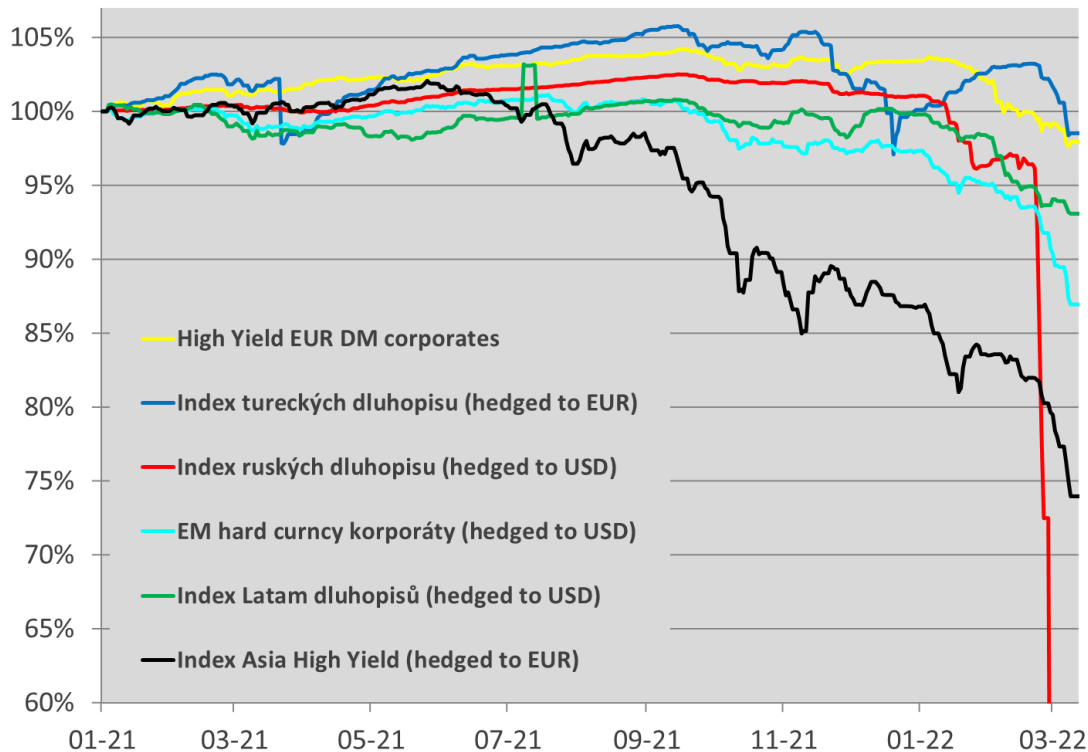
- ✓ Velký pokles během podzimu kvůli zvyšování sazeb ČNB
- ✓ Po invazi Ruska klesaly spolu s českou korunou (inflace, útek investorů z CEE států)

Korporátní dluhopisy investičního ratingu z rozvinutých států

- ✓ Pokles úměrný průměrné duraci

Regionální indexy korporátních dluhopisů neinvestičního ratingu

„Total return“ = včetně naběhlých úroků



Turecko

- ✓ velký nabíhající úrok, dobrý firemní fundament
- ✓ pokles v 11/21 kvůli snižování sazeb

Rusko

- ✓ totální kolaps kvůli zahraničním sankcím, obchodování na sekundárním trhu povoleno, ale likvidita zmizela

Developed markets Global High Yield v EUR

- ✓ dobrý fundament, uvolněnější politika ECB

Asijské dluhopisy High Yield

- ✓ index je tlačěn dolů čínskými developery
- ✓ ostatní regiony se přidaly v březnu (viz níže)

Dluhopisy z Latinské Ameriky v USD

- ✓ Pokles nejprve kvůli FEDu, v březnu relativní stabilita

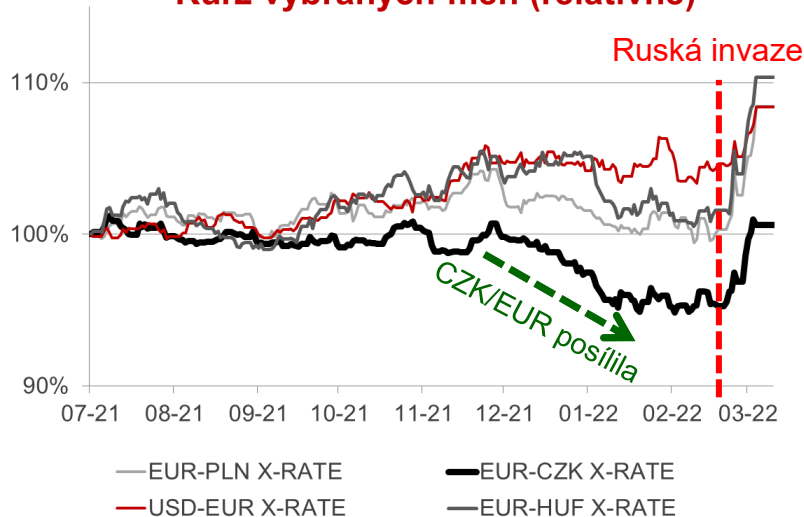
Dluhopisy z EM

Východoevropské měny proti EUR oslabily o 5 (CZK) až 10 % (PLN, HUF)

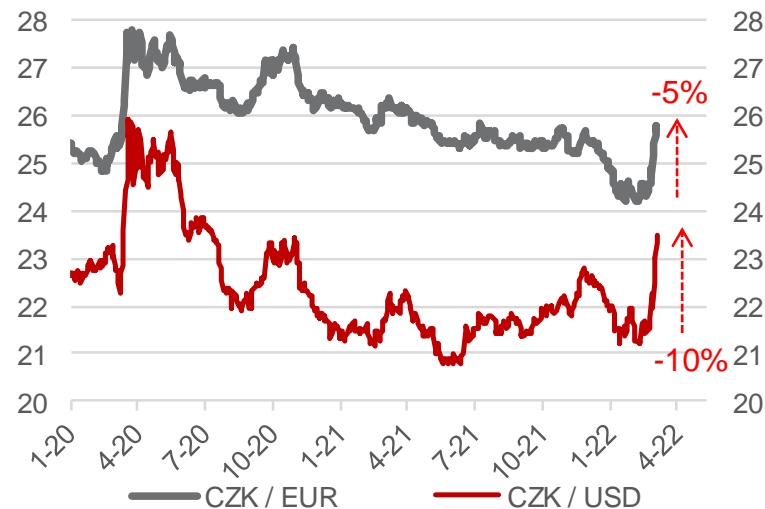
Navíc EUR oslabilo o 5% vůči USD

Centrální banky CEE3 intervenují na devizovém trhu

Kurz vybraných měn (relativně)



Kurz české koruny



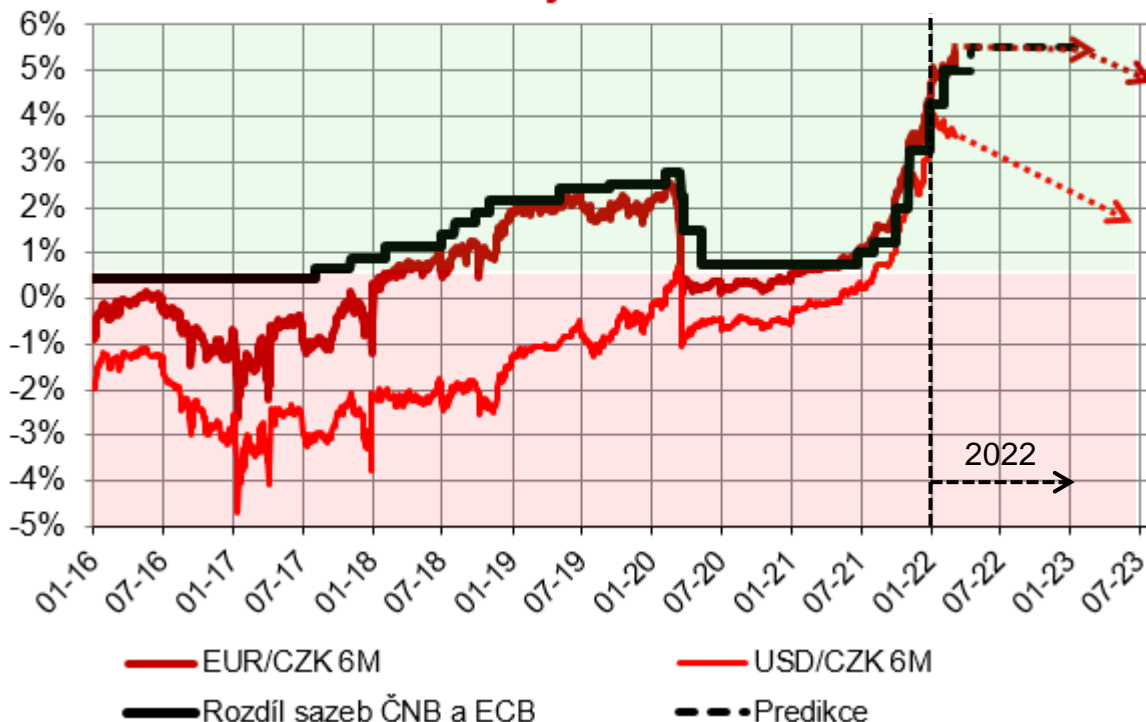
Česká koruna

- Odmazala podzimní zisky vůči EUR, získané zvýšením úrokových sazeb.
- ČNB od 4. března brzdí oslabování. Devizové rezervy činí 62% HDP
- Dvojnásobně (o 10%) oslabila proti USD, protože navíc EUR vůči USD taky oslabilo

Měnové zajištění od ložského podzimu generuje výnosy

V důsledku zvyšování sazeb ČNB, při stabilitě sazeb ECB a FEDu

~~Anualizované náklady/výnosy z měnového zajištění~~

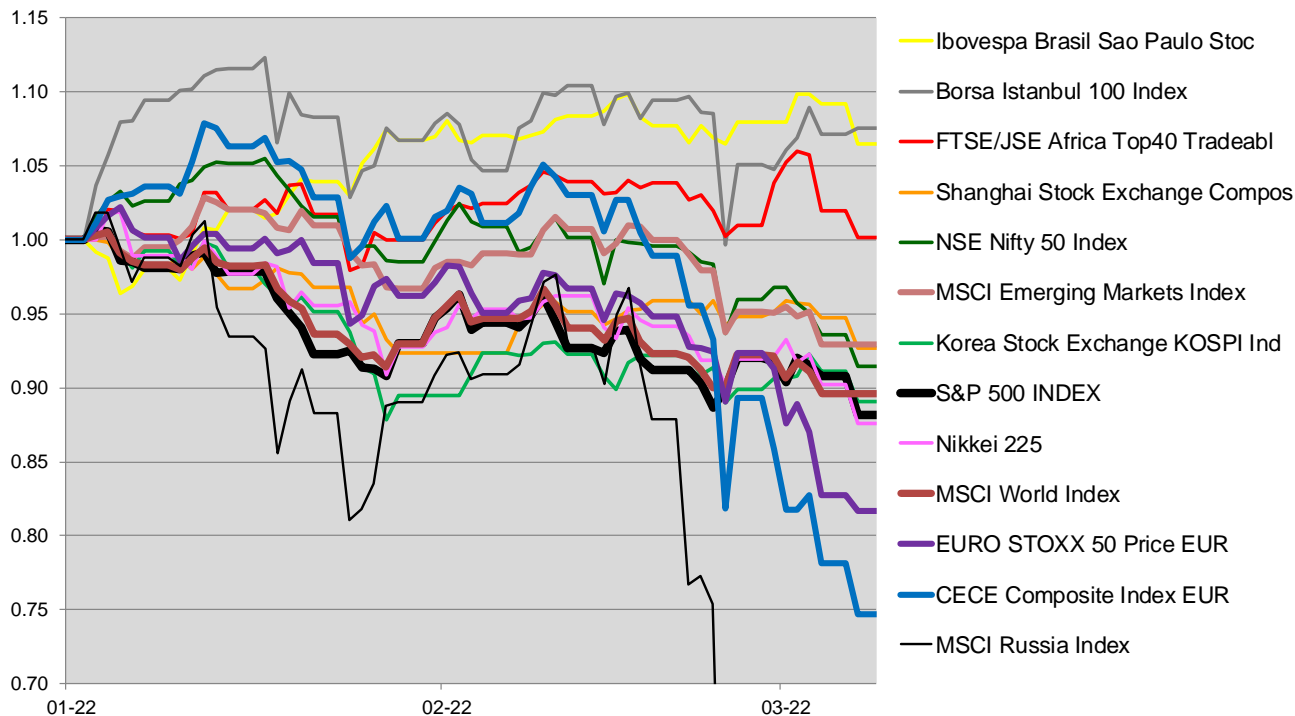


Výnosy na EUR začnou klesat na konci roku 2022, až **eventuelně**

- ECB začne zvyšovat sazby
- ČNB začne snižovat sazby

Výnosy na USD začnou klesat od března 2022, protože FED začne zvyšovat úrokové sazby

Regionální akciové indexy

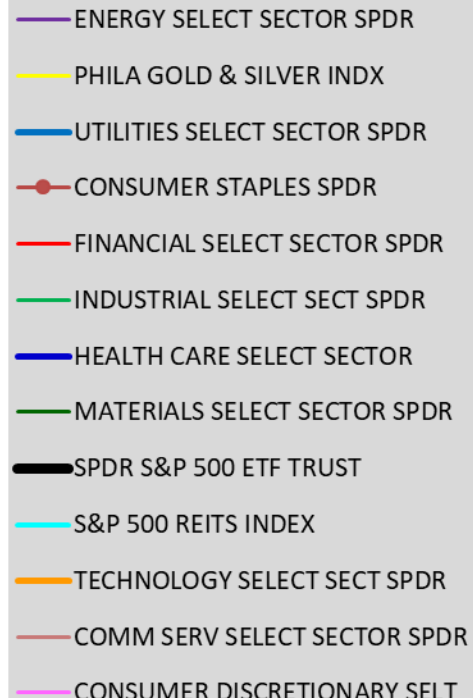
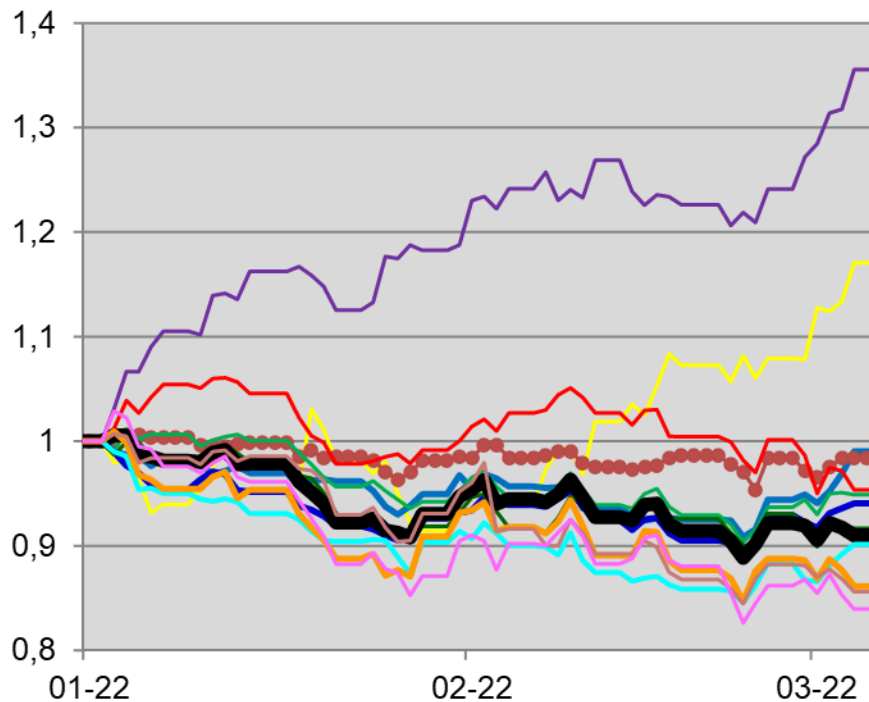



+ Regiony v vysokou vahou sektoru ropy a drahých kovů
(Turecko letos neklesá, protože pokleslo loni)


■ Regiony v blízkosti válečného konfliktu

Ruské akcie poklesly o 99% a bylo zastaveno obchodování,

Sektorové indexy USA



 Sektor ropy
Sektor drahých kovů

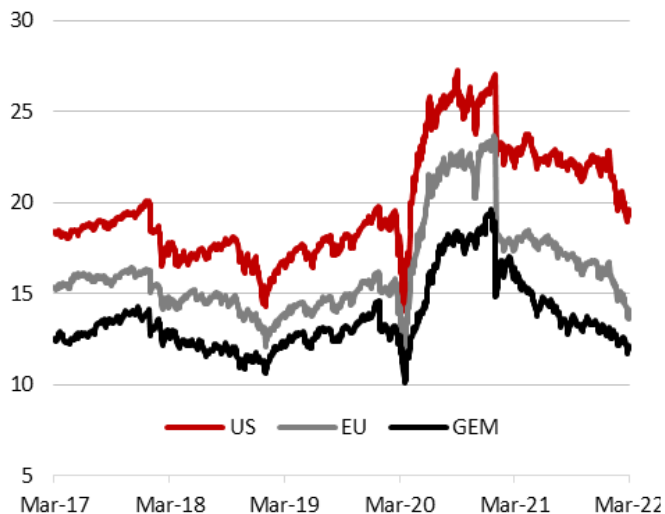
 Cyklická spotřeba
Růstové akcie (technologie,
komunikace)

Pokles cen akcií snížil poměrové ukazatele (P/E a další)

Ziskové marže se drží na vysoké úrovni, přesto však pravděpodobně firemní zisky většiny sektorů poklesnou kvůli:

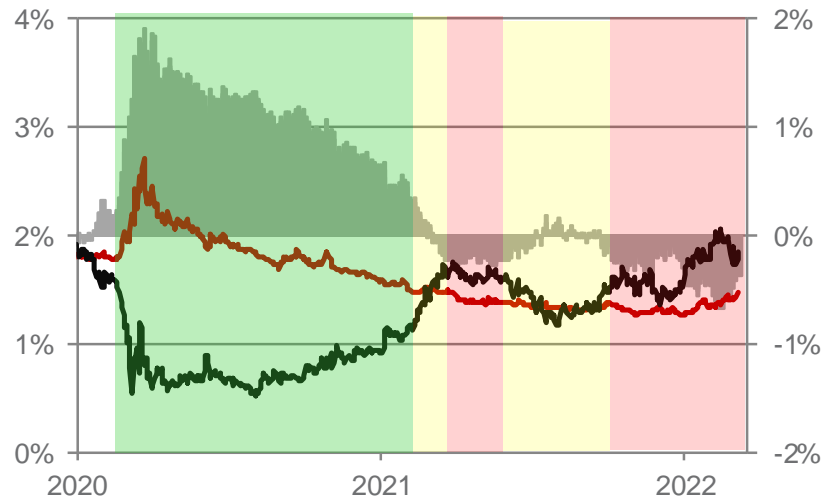
- omezením zbytných výdajů domácností kvůli geopolitické nejistotě a růstu cen energií a potravin

Forward 12M P/E Ratio



V krátkodobém horizontu však oceňovací modely hrají pro směr akciových trhů minoritní roli

USA: akcie versus vládní dluhopisy



— Rozdíl (pravá osa)

— S&P 500 dividendový výnos

— 10Y treasury yield (bid YTM)

Rok 2022 bude výnos akciových trhů spíše podprůměrný

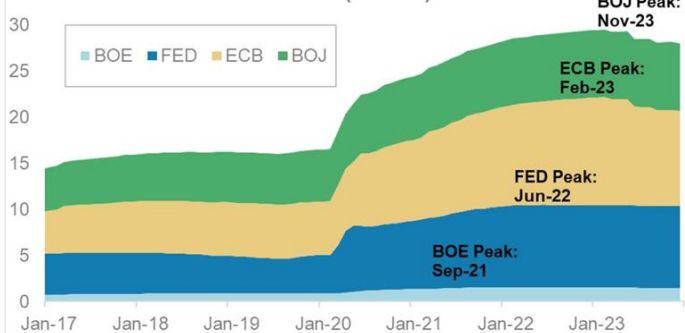
(slide z 12/21) ²⁷

Tak jak to bývá v období zpřísňování měnové politiky

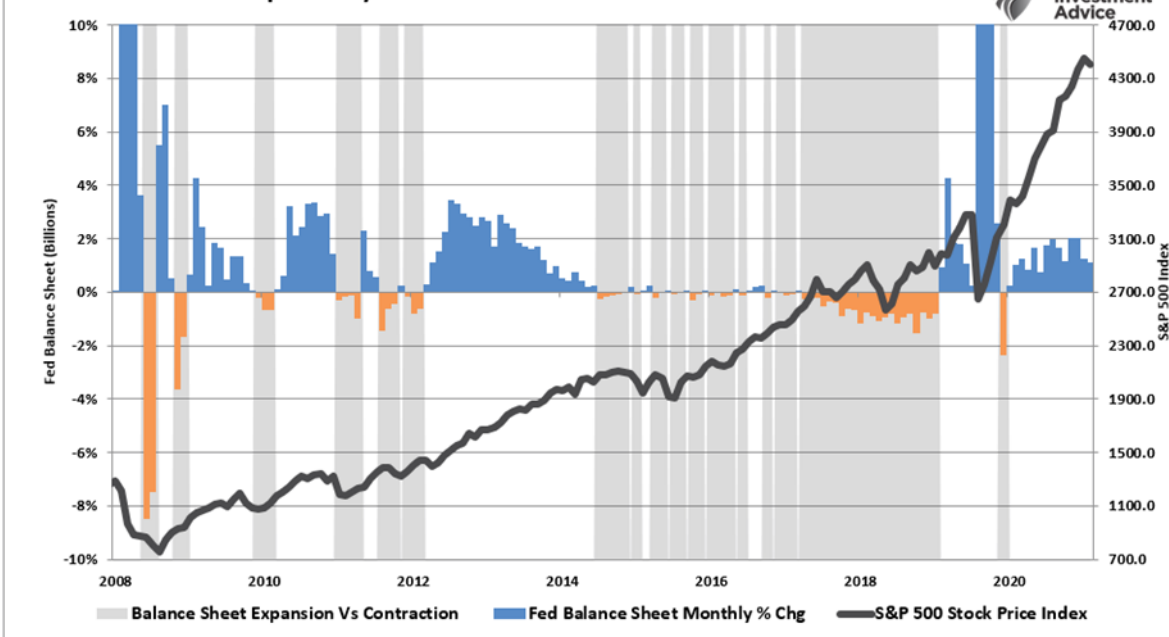
Morgan Stanley

Normalizing Growth + Above-Trend Inflation = QE Starts to Roll Back

G4 Central Bank Balance Sheet (USD tn)



Fed Balance Sheet Expansion/Contraction Vs. S&P 500



Ovšem nejistota predikce je vysoká

- Pokud covid mutace omicron nahradí deltu a potvrdí se její nižší závažnost → pozitivní pro ekonomiky a akcie
- Paradoxně – případné zpomalení ekonomiky (např. kvůli covidu ~~Rusku~~) pokud bude doprovázeno poklesem inflace nemusí být nutně nepříznivé pro akcie, protože by odložilo zvyšování sazeb FEDu

▪ Inflace naopak vzroste → FED zvyšování sazeb neodloží, ale zpomalí a zkrátí (kvůli ekonomice)

Upozornění na rizika

Tento propagační materiál vyhotovila investiční společnost Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. a jsou v něm vyjádřeny názory jejich pracovníků. Při přípravě společnost vycházela z důvěryhodných externích zdrojů, avšak nemůže odpovídat za úplnost a přesnost takto převzatých informací. Uvedené informace jsou nezávazné, mají pouze informativní charakter a neberou v úvahu situaci ani osobní poměry jednotlivých investorů a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům. Nejedná se o nabídku či veřejnou nabídku ani o návrh k uzavření smlouvy a materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství ani nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů.

Hodnota investice a příjem z ní mohou v průběhu doby trvání investice kolísat podle tržních podmínek, směnných kurzů a dalších vlivů a návratnost investované částky není tudíž zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí.

Účelem materiálu není nahradit ani shrnout statut a/nebo prospekt fondu a sdělení klíčových informací pro investory, v nichž jsou uvedeny podrobné informace o společnostích obhospodařovaných fondech, včetně informací o poplatcích a rizicích a investiční strategii v českém jazyce, u fondů s domicilem v Irsku v anglickém jazyce. Dokumenty jsou dostupné na internetových stránkách www.generali-investments.cz a v listinné podobě v sídle a kontaktním místě společnosti a u smluvních partnerů.

Bližší údaje o společnosti a jí poskytovaných službách jsou k dispozici na www.generali-investments.cz.

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