


# 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

- Ekonomický výhled
- Vývoj komodit a důsledek pro inflaci
- Měnová politika centrálních bank

## SEKCE II

- Porovnání vývoje hlavních aktiv
- Vývoj a výhled státních a korporátních dluhopisů
- Vývoj měn a výnosů z měnového zajištění
- Vývoj akciových trhů

# 1. Ekonomický výhled, měnová politika

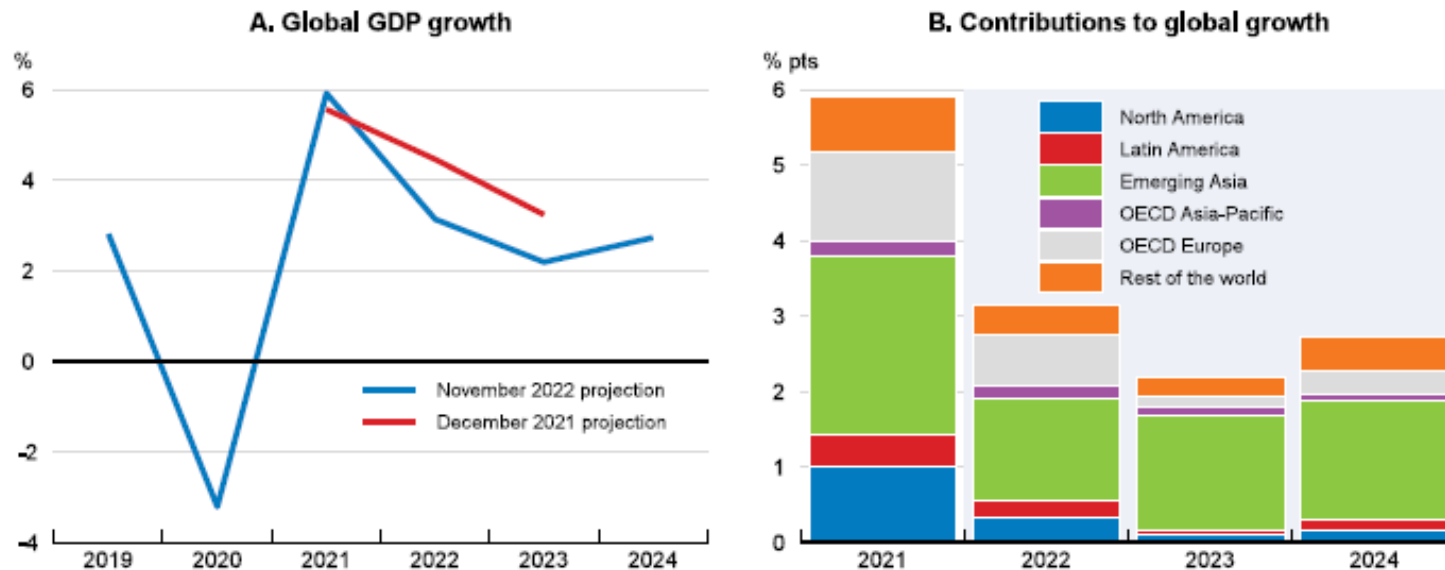
## 2. Finanční trhy



Měnová politika centrálních bank účinkuje se zpožděním několika čtvrtletí, zatímco finanční trhy předbíhají ekonomický vývoj

# Analýza OECD: ekonomický růst výrazně zeslábne s výjimkou rozvíjejících se asijských států (které podpoří pokovidové oživení Číny)

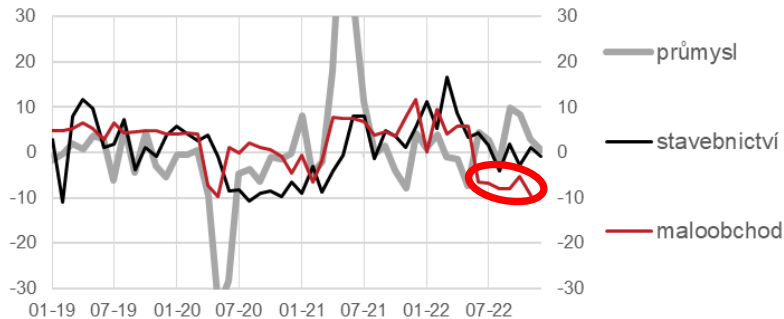
Figure 1.17. Global growth is projected to slow and be increasingly imbalanced across regions



Note: In Panel B, Emerging Asia comprises China, India, Indonesia and the Dynamic Asian Economies. Latin America comprises Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Mexico and Peru. Contributions calculated moving PPP shares of global GDP.

Source: OECD Economic Outlook 112 database; OECD Economic Outlook 110 database; and OECD calculations.

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



- **Maloobchod** – **pokles** napříč segmenty bude pokračovat
- **Průmysl** – slabý růst jen díky oživení automobilek, ostatní sektory klesaly, výhled je nepříznivý (růst energií, pokles zakázek)
- **Stavebnictví** – stagnace kvůli vysokým cenám stavebních materiálů a vysokým úrokům z hypoték, výhled je nepříznivý
- **Nezaměstnanost** – nízká okolo 3,4 %, mírně poroste

## Průzkum mezi 19 analytiky organizovaný



### PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Horizont predikce	2022	2023
<b>Predikce za měsíc</b>		
prosinec 2021	2.7	4.0
leden 2022	3.9	4.0
březen 2022	2.5	3.2
duben 2022	1.9	3.0
červen 2022	1.9	2.3
srpen 2022	2.4	1.3
listopad 2022	2.4	0.0
prosinec 2022	2.4	0.0

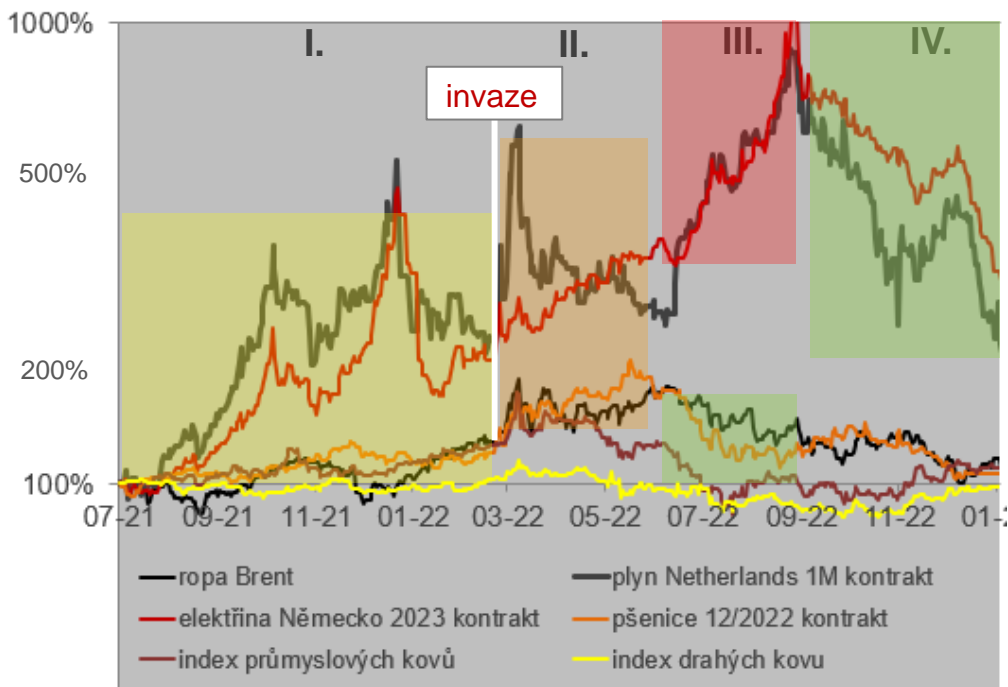
### ROČNÍ A TŘÍLETÁ PROGNÓZA RŮSTU CPI

(%)

Predikce v měsíci	ANALYTICI	
	1Y	3Y
prosinec 2021	3.8	2.2
leden 2022	3.2	2.2
březen 2022	4.5	2.2
duben 2022	4.7	2.2
červen 2022	6.0	2.5
srpen 2022	6.7	2.5
listopad 2022	7.3	2.5
prosinec 2022	7.0	2.7



## Indexy vybraných komodit (logaritm. osa Y)



## Čtyři odlišná období vývoje cen komodit

### I. Před invazí

- Silný ekonomický růst + problémy v dodavatelsko / odběratelských řetězcích + omezená nabídka (politika OPEC, omezování importu plynu do EU, Green deal) → **růst cen zejména energetických komodit v EU**

### II. Od ruské invaze na Ukrajinu

- **Nabídkový šok → růst cen komodit napříč světem**

### III. Od cca poloviny června do podzimu

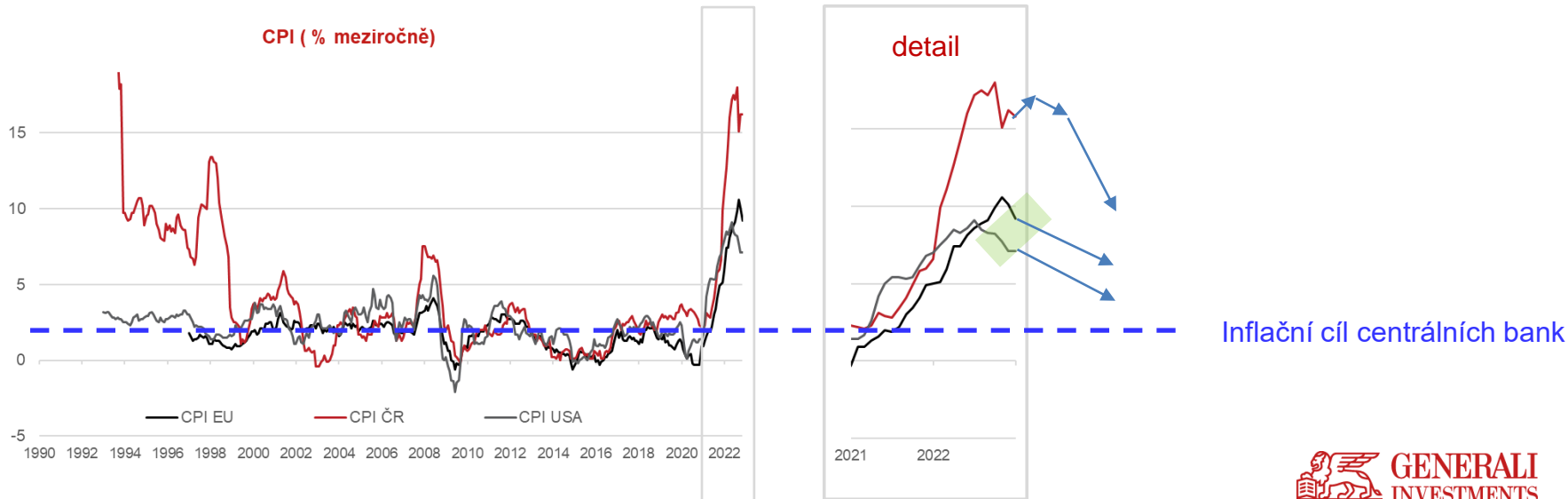
- **Akcelerace růstu energetických komodit v Evropě**
- Slábnutí globálního ekonomického růstu → **pokles cen většiny komodit**

### IV. Od podzimu

- **Pokles cen energetických komodit** díky naplnění zásobníků a teplému počasí
- **Stabilizace průmyslových kovů** v očekávání rozvolnění protikovidových opatření v Číně
- **Růst cen drahých kovů** (poptávka centrálních bank Emerging Markets nejvyšší od 1967)

## Zdroje inflace

- **2021**: poptávkové vlivy (post-covidové ekonom. oživení + vliv rekordně uvolněné fiskální a měnové politiky)
- **Od léta 2021** se přidaly nabídkové vlivy (dodavatelsko/odběratelské řetězce, průmyslové komodity, deglobalizace, silný trh práce) , **od ruské invaze Ukrajiny energetické komodity**
- **Od podzimu 2022** zpomaluje růst cen zboží (pokles poptávky domácností, pokles cen komodit, pokles přepravních nákladů), zatímco inflační index cen služeb dále roste díky silnému trhu práce a dosud neuspokojené poptávce po službách

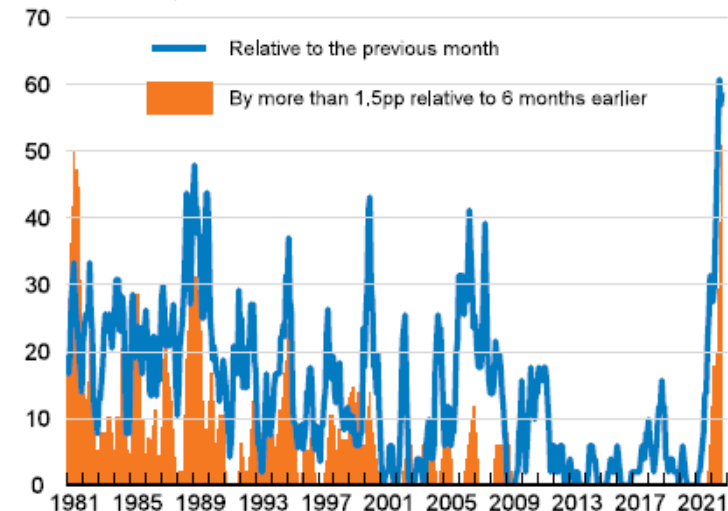


# Synchronizované, prudké zvyšování úrokových sazeb napříč světem

Grafy: jaký % podíl centrálních bank zvyšuje sazby

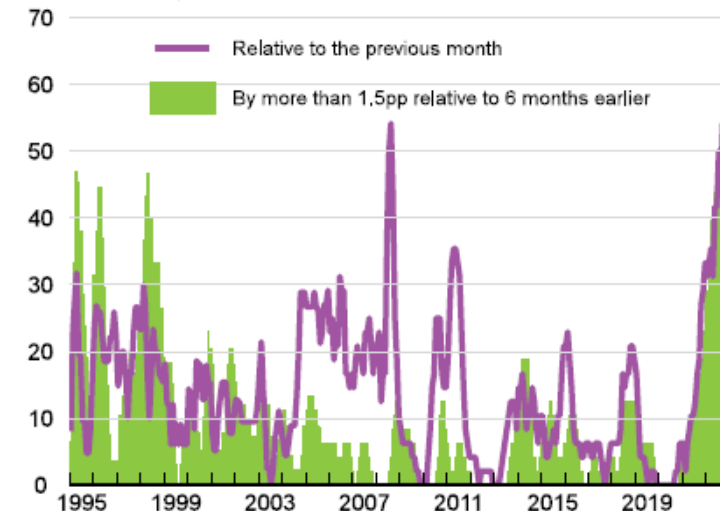
## A. Advanced economies

% share of total, 3-months m.a.



## B. Emerging-market economies

% share of total, 3-months m.a.



Note: The sample consists of 35 advanced economies and 16 emerging-market economies. All members of the OECD except Costa Rica are included in the sample. The sample composition changes over time according to data availability. Euro area countries are counted separately before 1999 and as one from 1999 onward.

Source: Bank for International Settlements; and OECD calculations.

— Proti předchozímu měsíci  
— za půl roku o více, než 1,5 %



1. FED a ECB během léta zásadně přehodnotily výhled úrokových sazeb vzhůru

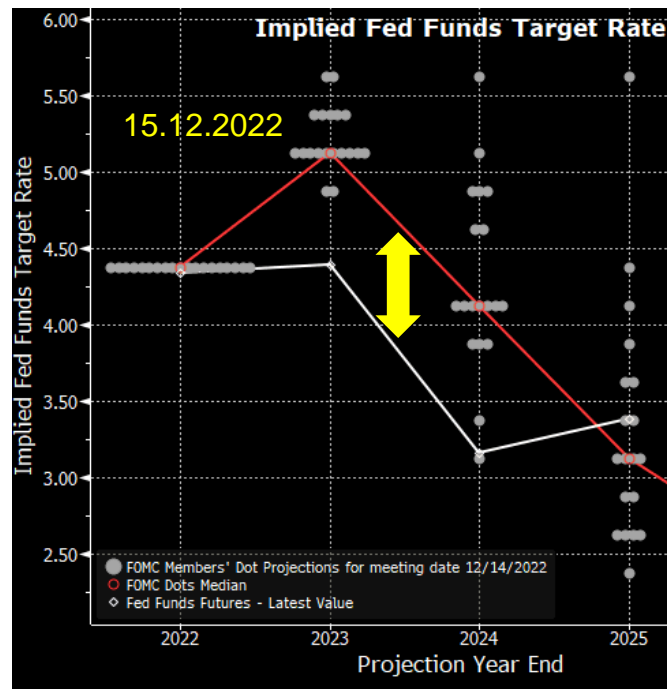
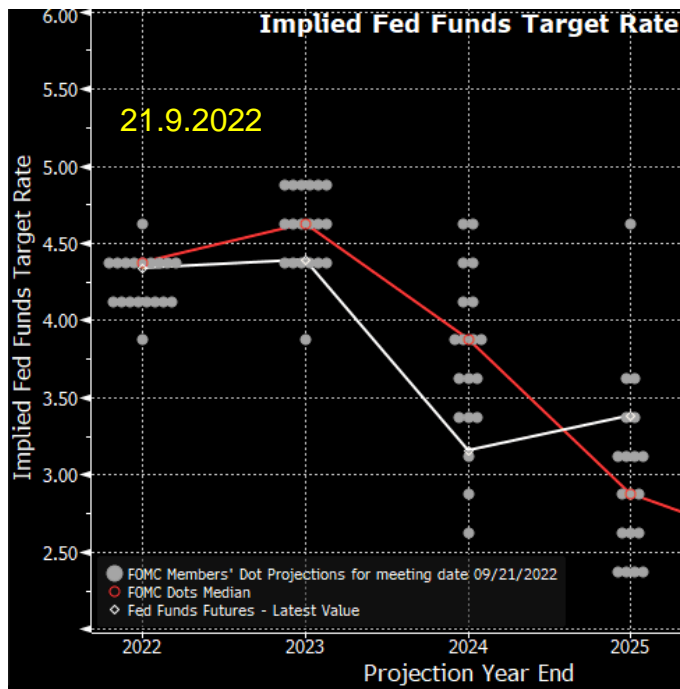
2. ECB posunula cíl sazeb výše během prosince ještě výše



Tržní očekávání je vypočteno z výnosů/cen nástrojů peněžního trhu

### 3. FED zvýšil predikci sazeb nad 5 % do konce 2023 – trh FEDu však nevěří

Investoři věří, že slábnoucí trh práce sníží poptávkové tlaky a pokles inflace se urychlí

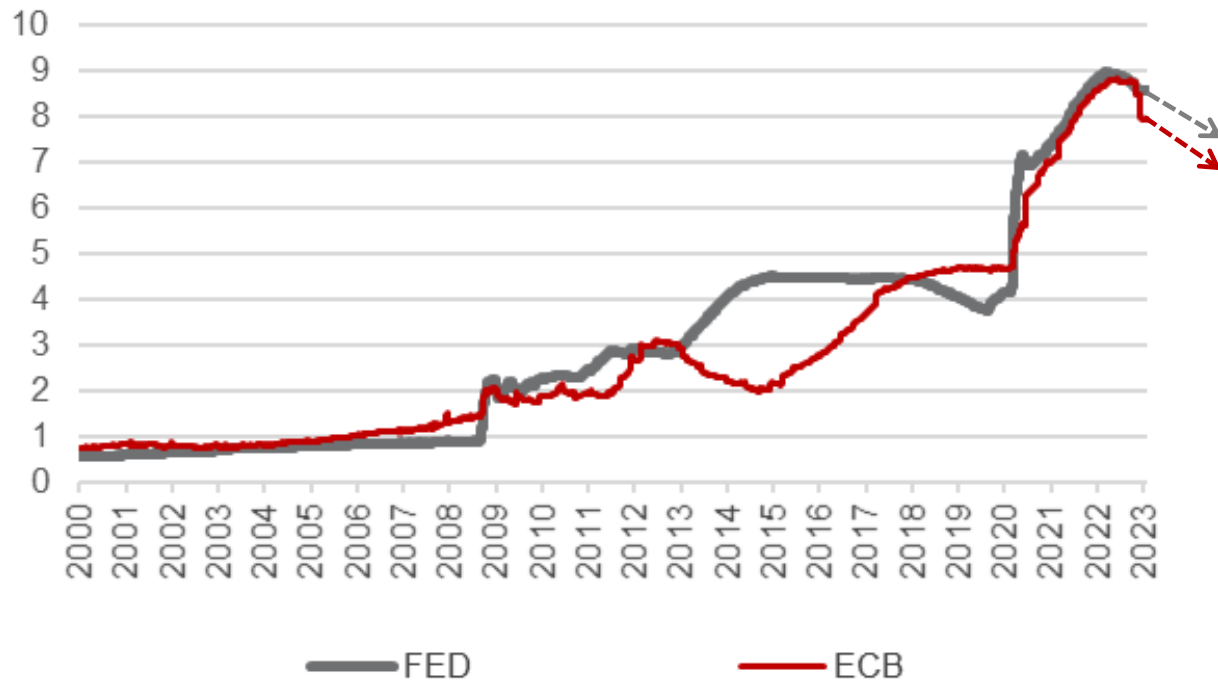


Pozn. Červená čára = průměr predikcí úrokových sazeb jednotlivých (šedé body) členů FEDu, bílá čára = tržní sazby

Zdroj: Bloomberg

# Centrální banky stahují likviditu z trhu (Quantitative tightening)

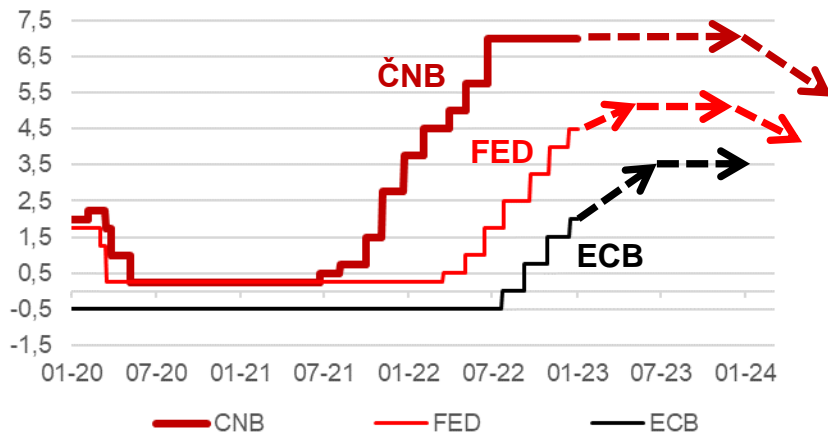
## Bilance centrální banky (bil USD, EUR)



# Vrchol úrokových sazeb se postupně upřesňuje

## Větší nejistota je v počátku a tempu snižování úrokových sazeb

### Hlavní úroková sazba %

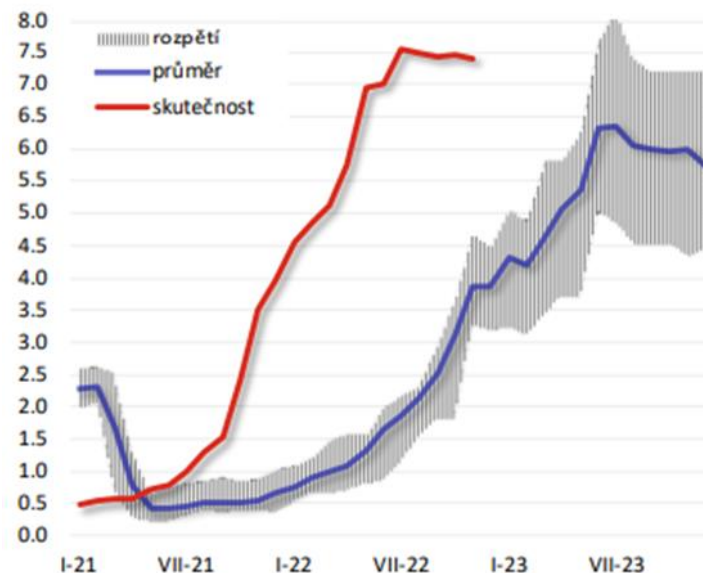


Průzkum mezi 19 analytiky organizovaný

ČNB  
ČESKÁ  
NÁRODNÍ BANKA

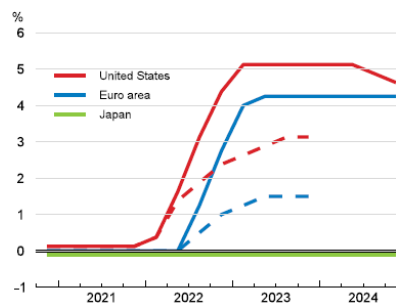
### 12M PRIBOR ZA 1 ROK

SKUTEČNOST, PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



Predikce růstu sazeb se od léta výrazně zvýšila

Zdroj: OECD



# 1. 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**

# 2022 USA: akcie a dluhopisy klesaly kvůli růstu sazeb FEDu

V jiných regionech také

## Komodity celkem

- růst započatý loni, podpořený válkou na Ukrajině
- od června pokles kvůli ekonom. recesi

## Výnos pětiletého dluhopisu USA

- do srpna vývoj podle komodit s vlivem na inflaci
- od srpna silný růst, kvůli politice centrálních bank = urychlení a prodloužení růstu sazeb kvůli silnému trhu práce a přetrvávajícím inflačním očekáváním

## Index vládních dluhopisů USA

- Největší pokles za 100 let

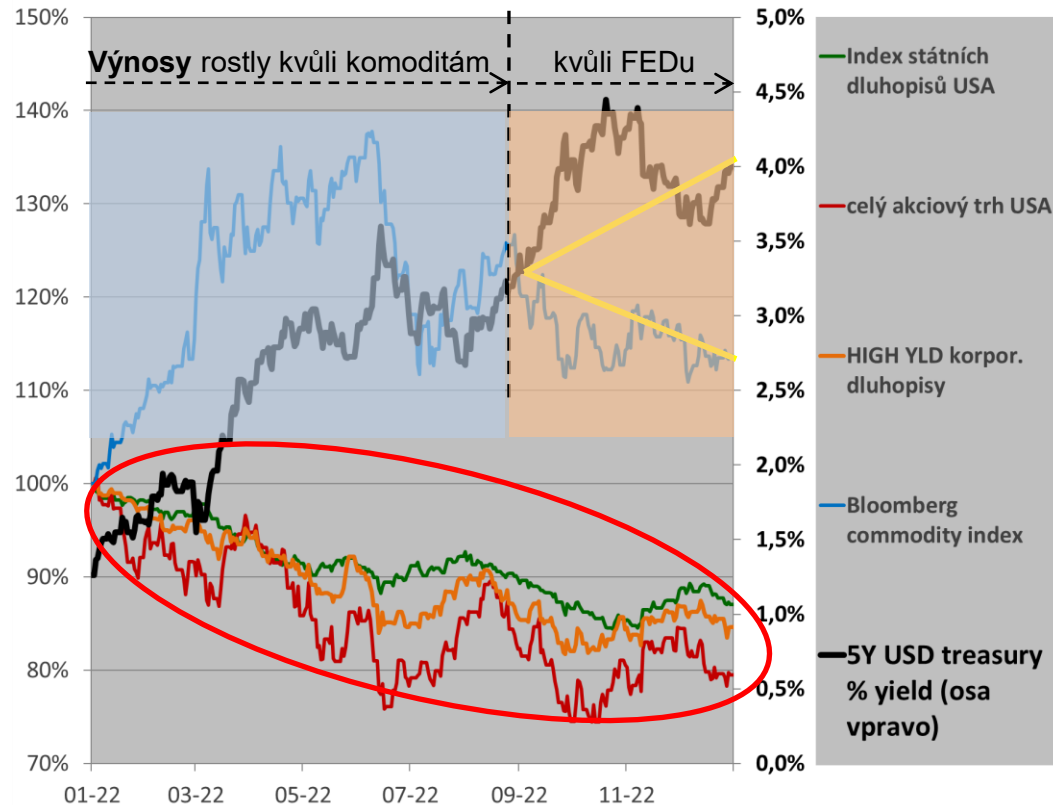
## Index dluhopisů neinvestičního ratingu USA

- Pokles navíc ještě kvůli růstu rizikových prémie

## Akcie USA

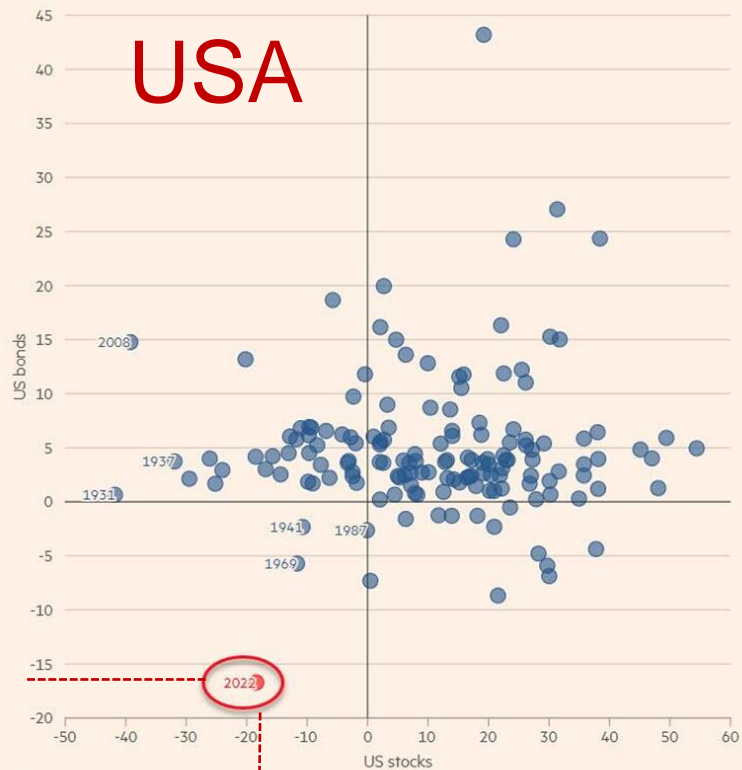
- Běžný pokles odpovídající zpřísnování měnové politiky

## Indexy USA pro hlavní aktiva - vývoj od 01/2022



USA: dluhopisy i akcie poklesly zároveň dvouciferne..... poprvé za 150 let  
 → klasická smíšená portfolia nefungovala (platilo i pro EUR a CZK dluhopisy a akcie)

Total nominal return in US stocks & bonds, for each year 1871 to 2022 (%)



FINANCIAL TIMES

Source: Robert J Shiller; TS Lombard; FT calculations

-18% akcie

dluhopisy

-17%

Interní / Internal

Zdroj: FINANCIAL TIMES

Chart 3: Worst year for 10yr US Treasury note since 1788

US 10yr Government Bond Annual Returns %



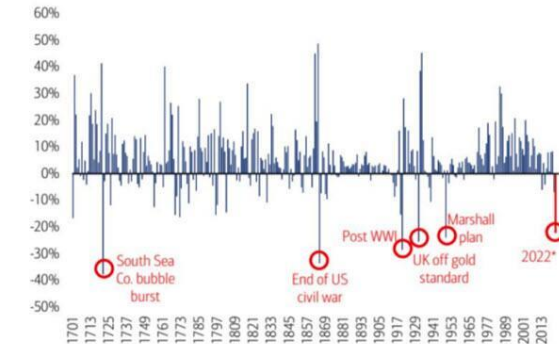
Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, GFD Finaeon.

BofA GLOBAL RESEARCH

Index vládních dluhopisů USA

Exhibit 1: Govt bonds set to record 6th worst annual return since 1700

World government bond index annual total returns (GDP-weighted, %)



Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon. \*Annualized return for 2022 as of October.

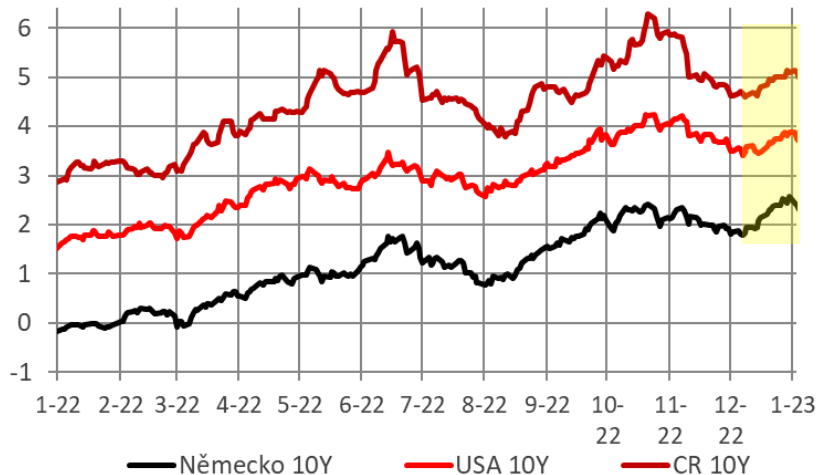
BofA GLOBAL RESEARCH

Index vládních dluhopisů svět

# Ceny dlouhodobých vládních dluhopisů v 12/2022 obnovily pokles kvůli jestřábí politice FEDu a ECB

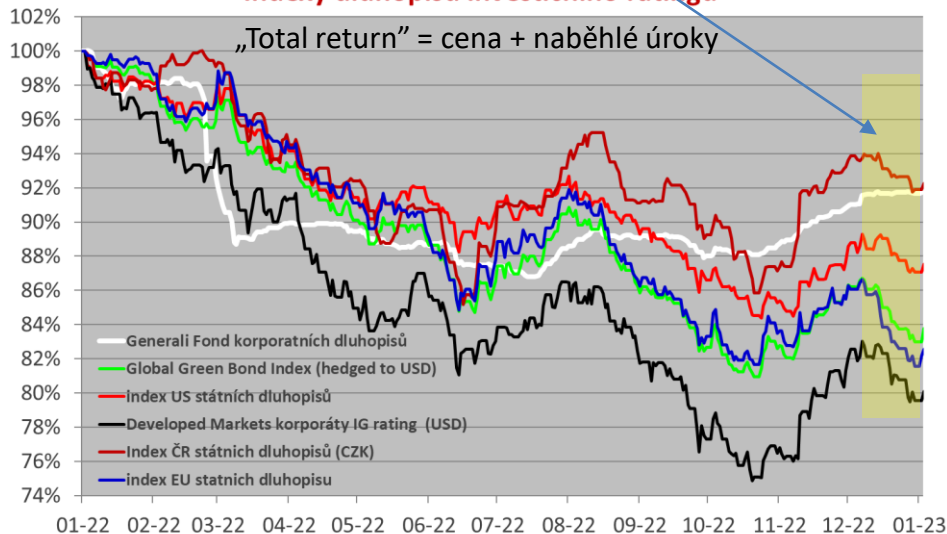
## Výnos % desetiletých vládních dluhopisů

„YTM“ výnos do splatnosti



## Indexy dluhopisů investičního ratingu

„Total return“ = cena + naběhlé úroky



## Jestřábí politika FEDu a ECB

- Zvyšování sazeb bude pokračovat a následné snížení bude později a pomalejší
- Cíl: zabránit růstu inflačních očekávání inflační spirále hrožící zejména ze silného trhu práce.

**Toho jde docílit pouze za cenu výrazného ekonomického ochlazení**

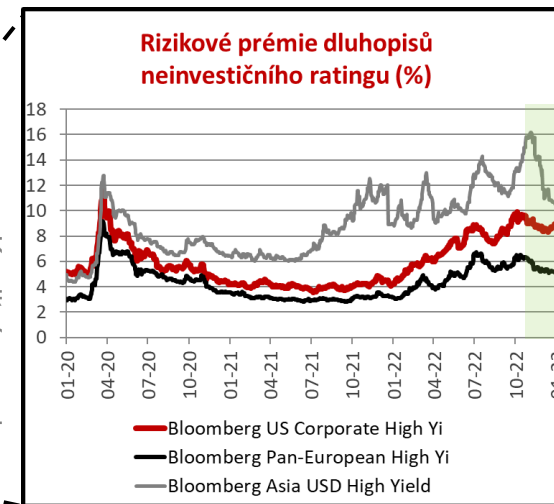
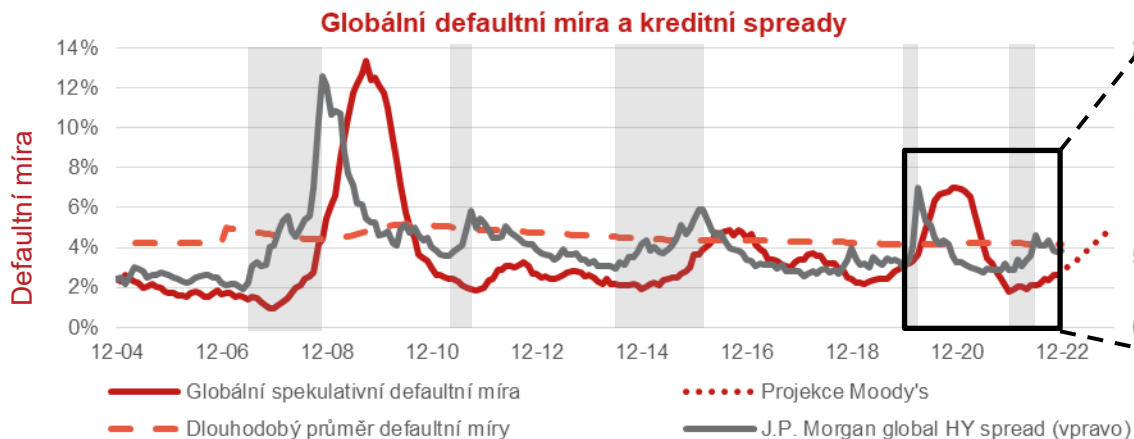
Výhled je pozitivní  
Proč?



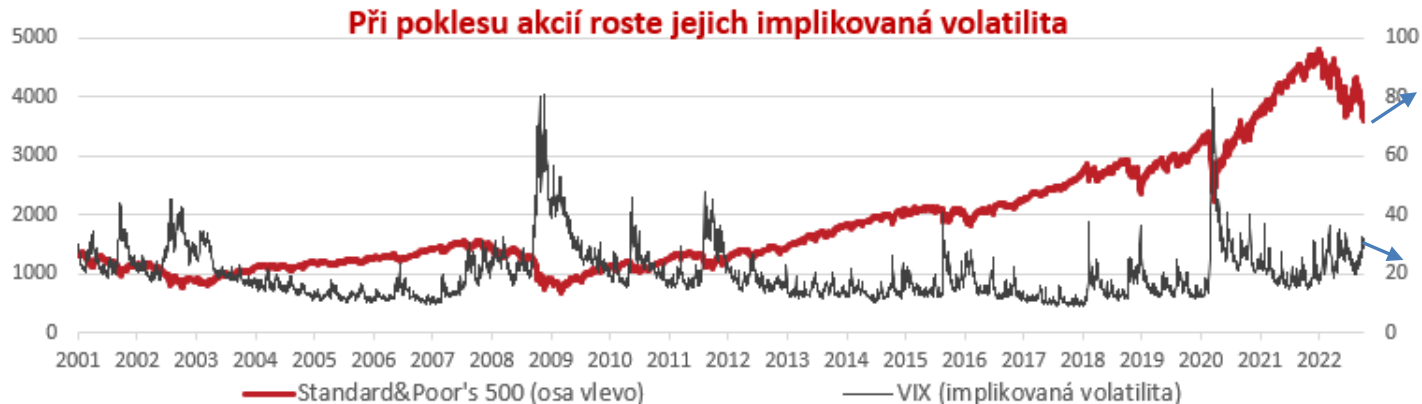
# Korporátní dluhopisy – Moody's očekává nárůst defaultních sazeb

Rizikové (kreditní) prémie (spready) to již svým růstem zohlednily s předstihem

- **Globální defaultní sazba neinvestičního ratingu vzrostla na 2,8 %**
- **Kreditní prémie „předbíhají“ nárůst defaultních měř (pokles rovněž)**
  - ✓ Míra defaultů je za kreditními prémiemi v průměru opožděna o 9 měsíců
  - ✓ Defaulty porostou kvůli zpomalení ekonomik a, růstu sazeb
- **Kreditní prémie od podzimu klesají**
  - ✓ Technické vlivy = pokles volatility akcí během zimního růstu



# Spolu s akciami klesají i ceny korporátních dluhopisů a roste jejich výnos do splatnosti a rizikové prémie (a naopak)

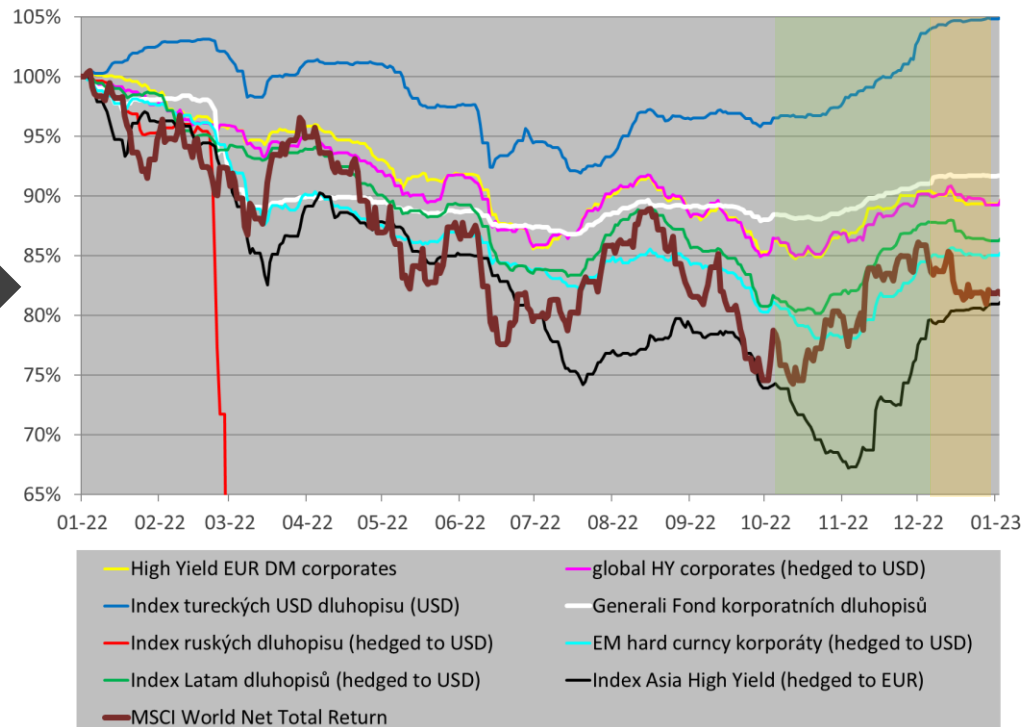
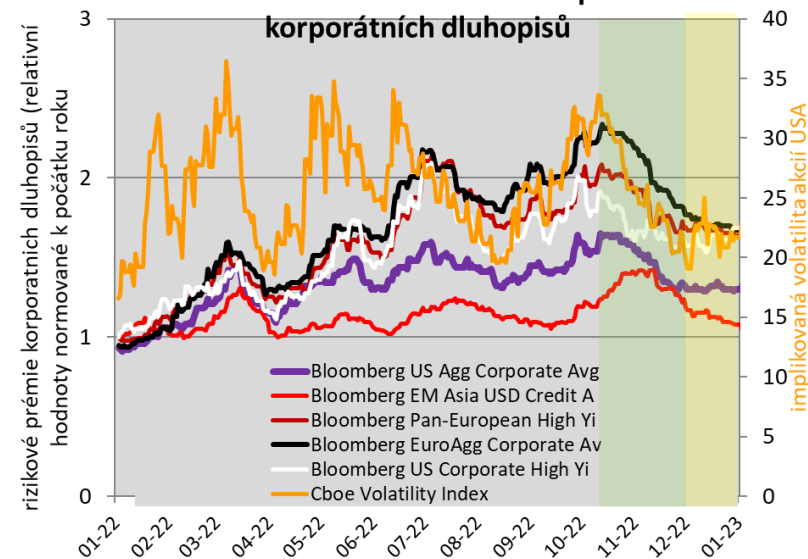


Vývoj je kombinací vlivu bezrizikových výnosů a rizikových prémie

## Indexy dluhopisů neinvestičního ratingu

„Total return“ = včetně naběhlých úroků

### Volatilita akcií USA a rizikové prémie korporátních dluhopisů



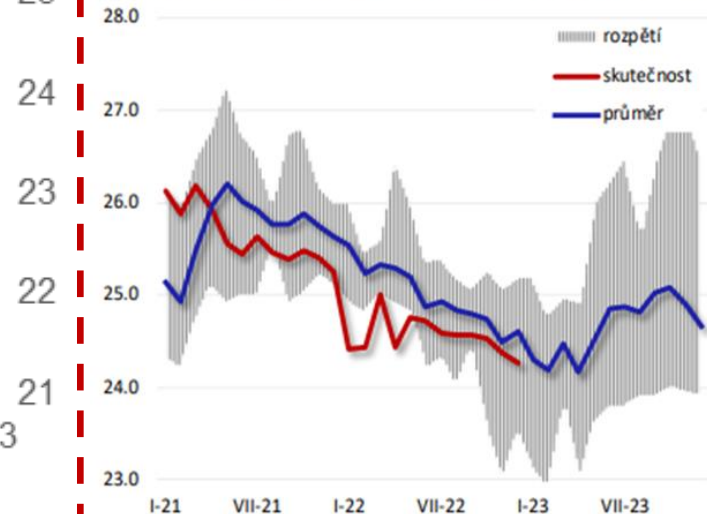
# Česká koruna – volatilitu vůči EUR omezovala ČNB měnovými intervencemi do října



## Průzkum mezi 19 analytiky

### KURZ EUR/CZK

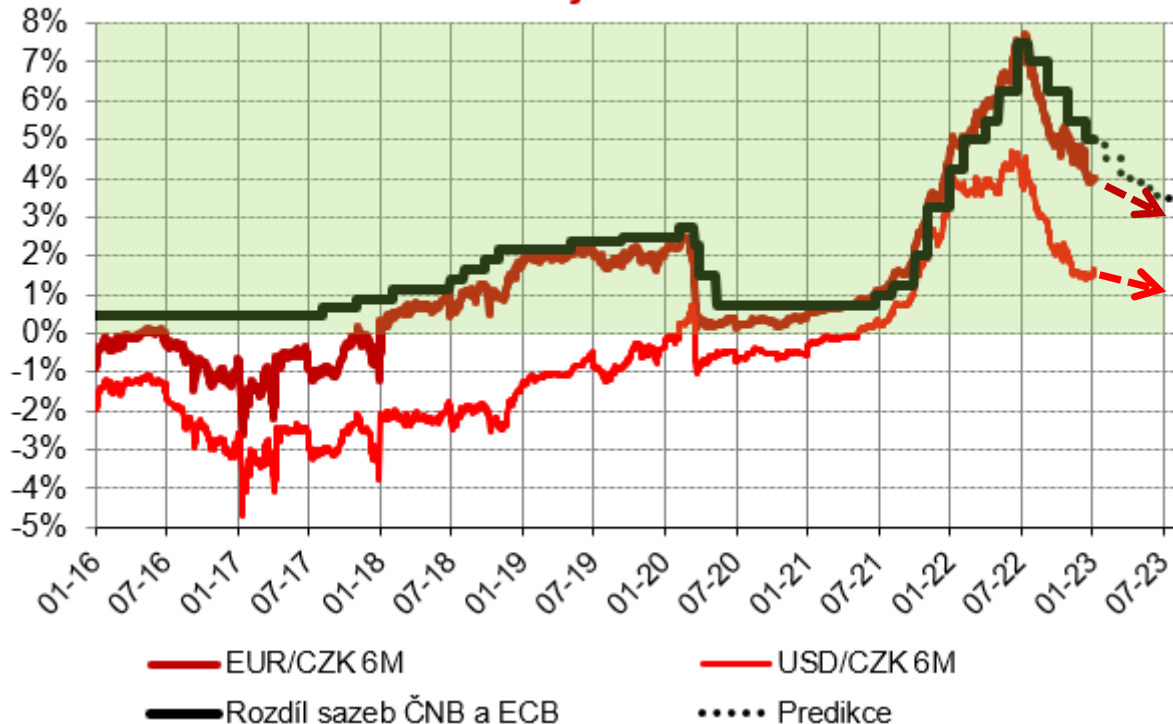
ROČNÍ PRŮMĚRNÁ PROGNOZA A ROZPĚTÍ INDIVIDUÁLNÍCH ODHADŮ



# Měnové zajištění od loňského podzimu generuje výnosy

Díky vyšším sazbám ČNB, než ECB a FED

## Anualizované ~~náklady~~/výnosy z měnového zajištění



Výnosy klesají kvůli:

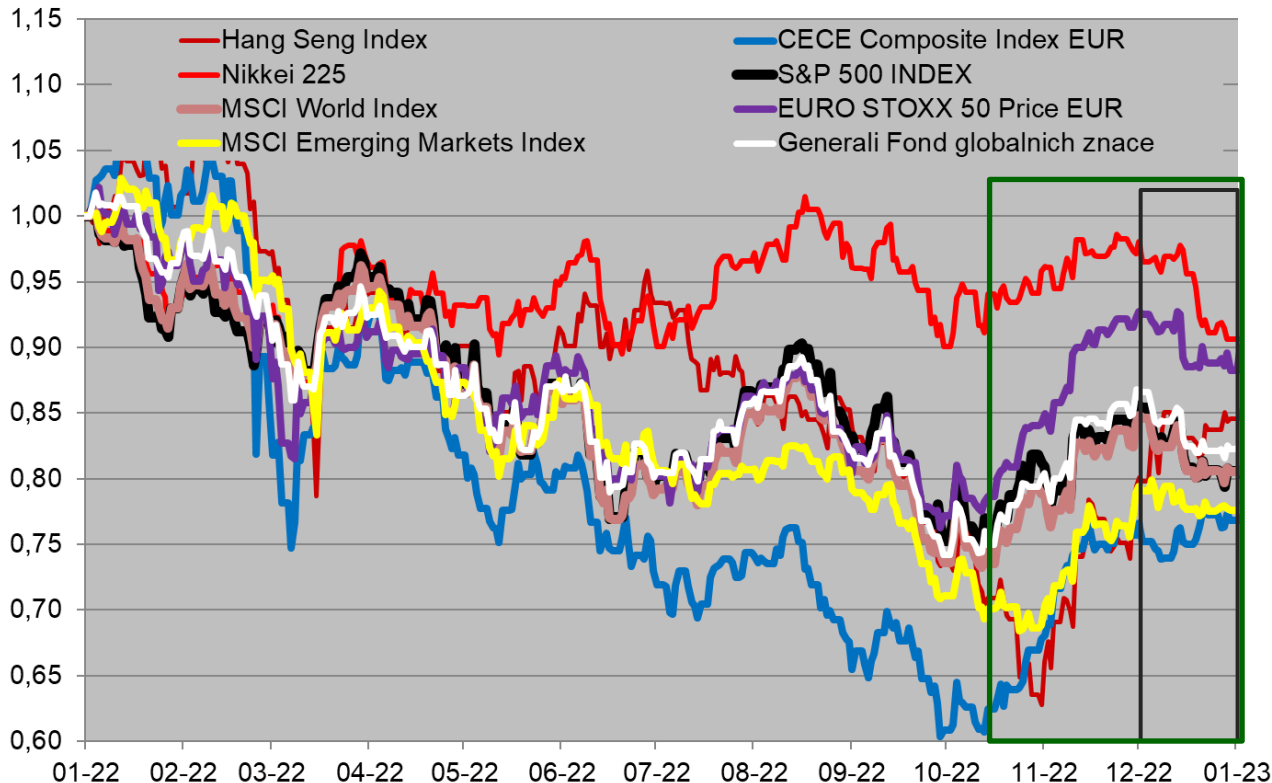
- Zvyšování sazeb FED a ECB
- Při stabilitě sazeb ČNB

# Vývoj hlavních akciových indexů v 2022

FGZ: mírně lepší výkonnost než globální index MSCI World

Hlavní vlivy: náklady fondu, výnosy z měnového zajištění, absence ropných akcií, podváženost v akciích (zejména technologických)

## Hlavní akciové indexy od počátku roku



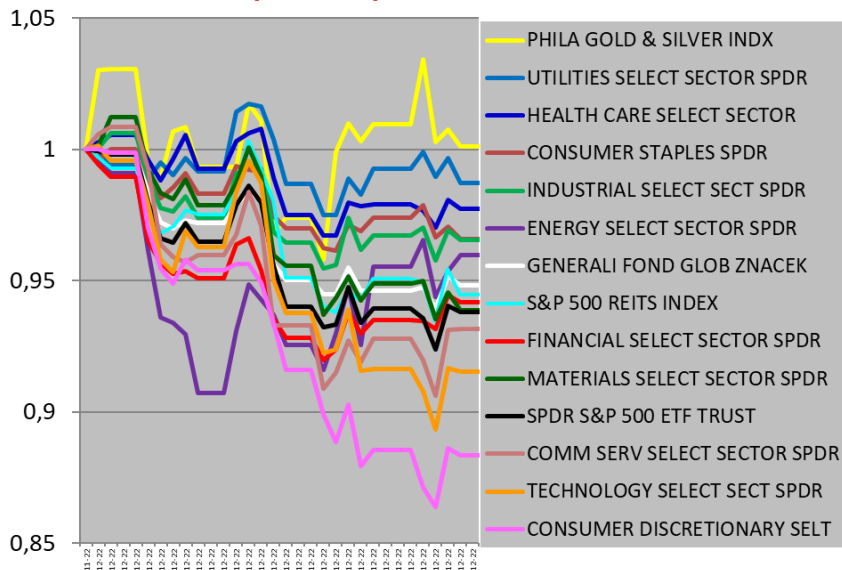
### Prosinec

- USA, EU - mírný pokles kvůli FEDu a ECB
- Japonské akcie klesly více, neboť centrální banka „povolila“ růst výnosů vládních dluhopisů

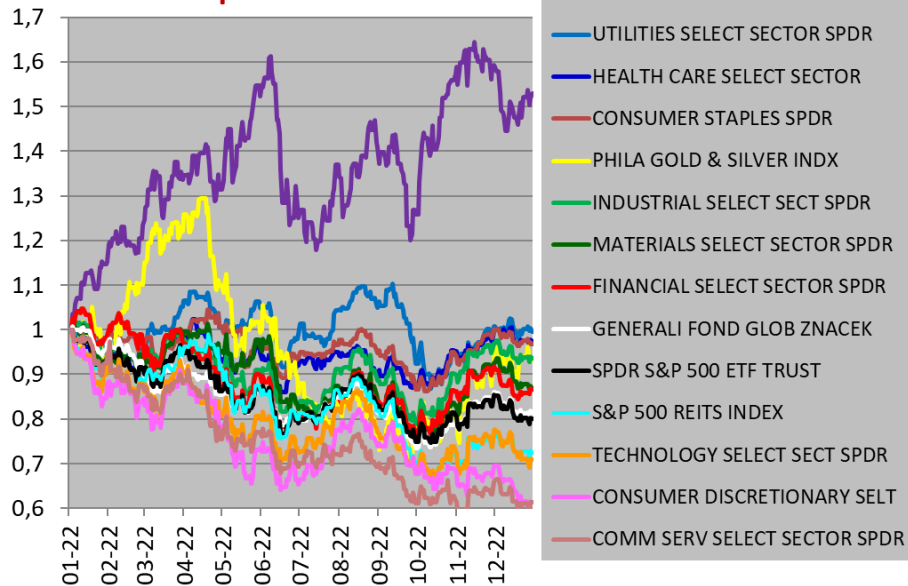
### Od podzimu

- nadprůměrný růst západní a východní Evropy (pomohlo počasí, LNG a uvolněná fiskální politika)
- nadprůměrný růst čínských akcií, rozvolnění protikovidových opatření)

Od počátku prosince



Od počátku 2022



Pozn.

Consumer discretionary sector obsahuje Amazon (23%) a Tesla (10%)

Communication service sector obsahuje i Facebook (16%), Google (22%)



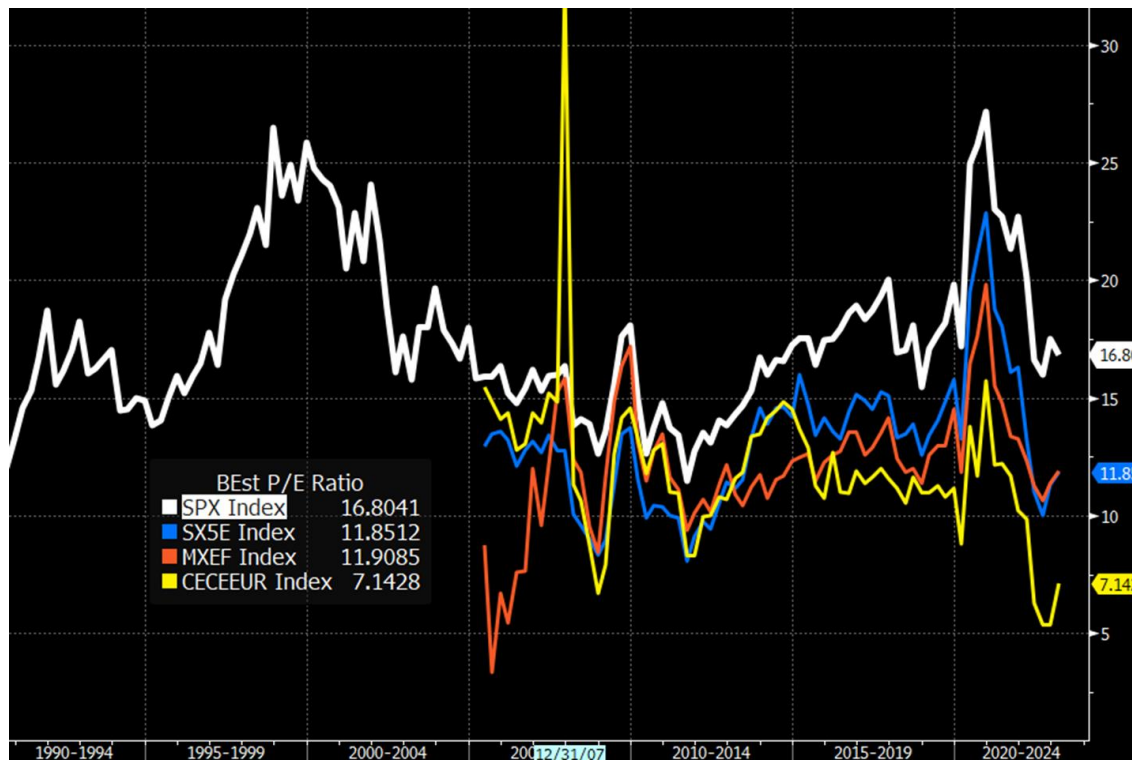
Ropný sektor

Energetické firmy, zdravotnictví, potravinářský sektor



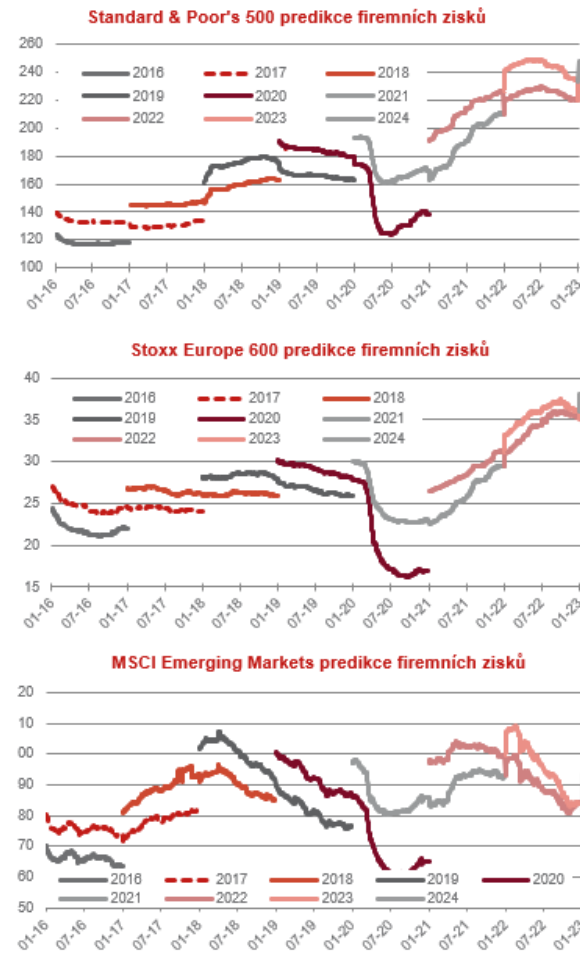
nemovitostní firmy, internetové firmy obsažené ve třech nejhorších sektorech

# P/E (jeden z ukazatelů ocenění akcií) poklesl k dlouhodobému průměru



Zdroj: Bloomberg

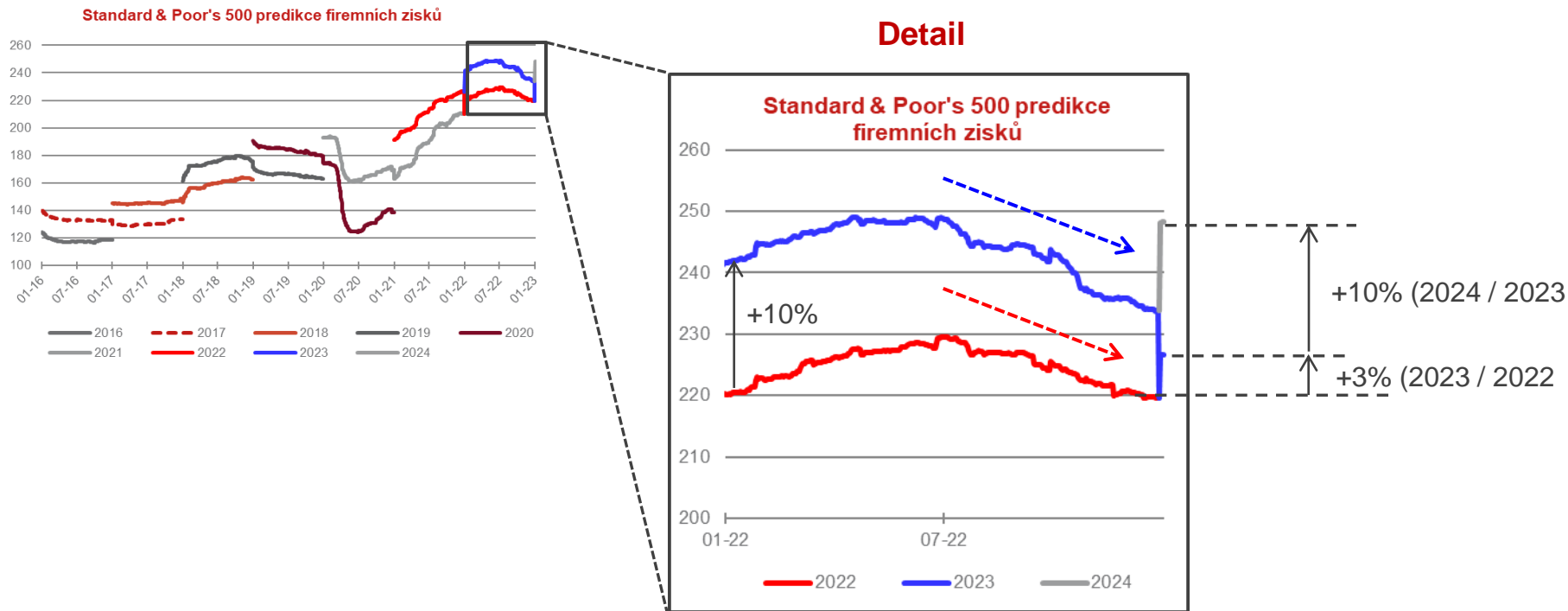
Interní / Internal





# Predikce firemních zisků na 2022 a 2023 klesá od poloviny loňského roku

- Kvůli: redukcí ekonomického růstu, růstu mezd a jiných nákladů, růstu sazeb, silnému dolaru

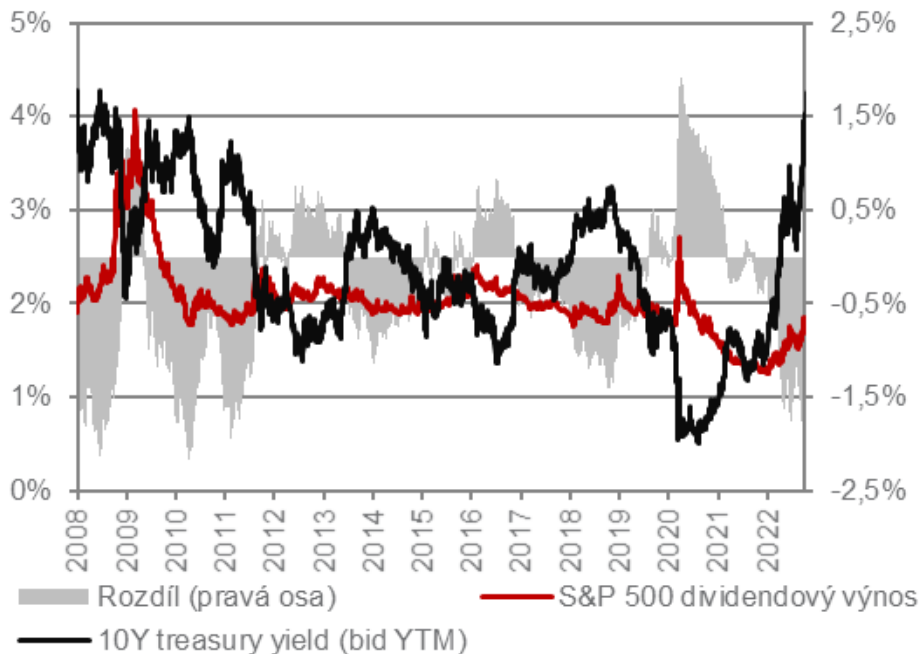


- Růst zisků mezi 2022 a 2023 byl snížen z +10% (predikce z ledna 2022) na +3% (predikce z prosince 2022)
- Růst zisků mezi 2023 a 2024 se nyní čeká +10% .....

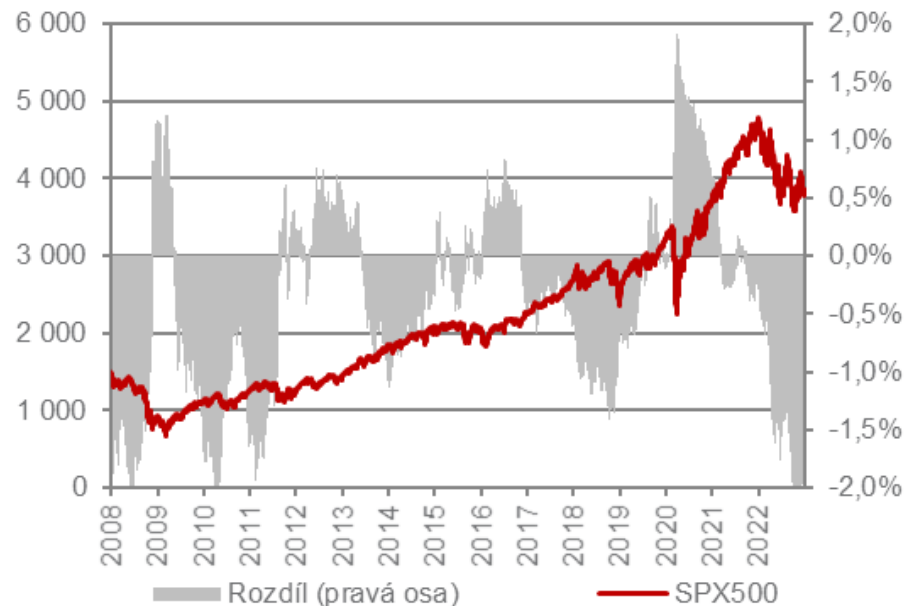
# Dividendový výnos akcií USA << výnos 10letého vládního dluhopisu USA

V podobných obdobích akcie často stagnují, nebo klesají

### USA: akcie versus vládní dluhopisy



### USA: SPX index versus (dividend yield - 10Y treasury yield)

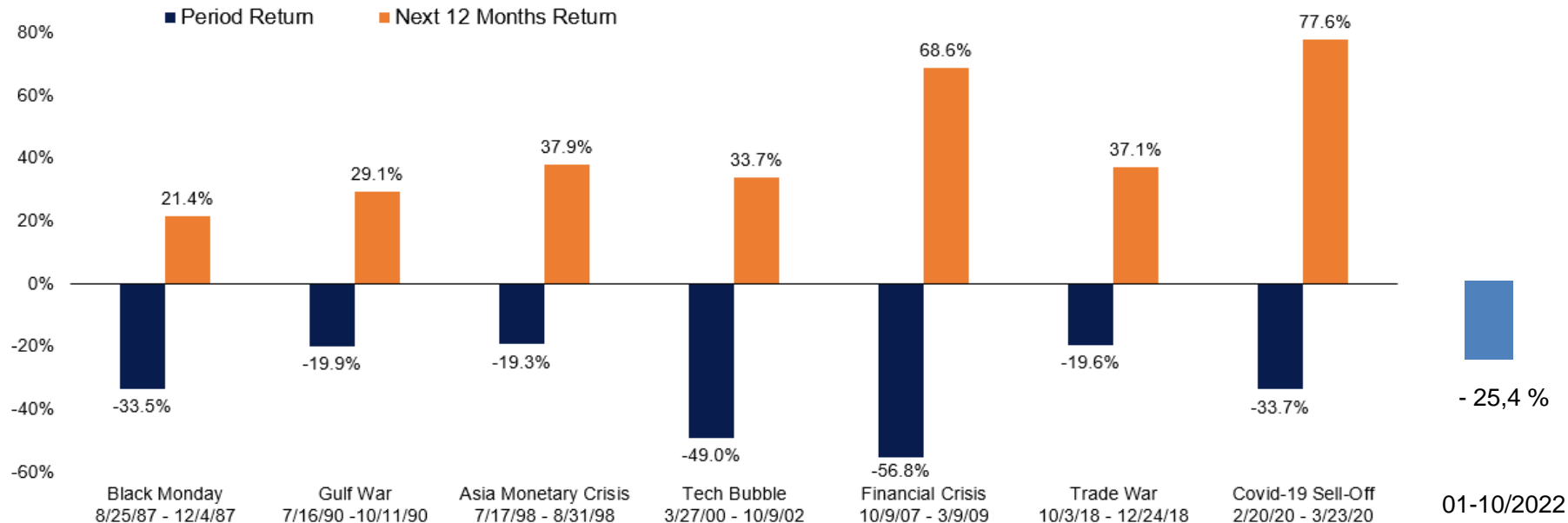


# Období velkého poklesu bývá většinou následováno výrazným růstem

Počítáno ode dna (nevíme jestli již bylo, nebo teprve bude)

## S&P 500 Past Growth Scares and Bear Markets

Stocks Have Historically Staged Very Strong Rebounds Coming Out of Bear Markets



Source: LPL Research FactSet 12/27/2022 (1987 - Current)

All indexes are unmanaged and cannot be invested into directly. Oast performance is no guarentee of future results. The modern Design ofthe S&P 500 Index was first launched in 1957. Performance before then Incorporates the performance of its predecessor index, the S&P 90.

# Období poklesu akcí (medvědí trh) již trvá rok

Statistika od 1929: pokud je ekonomická recese, tak pokles je hlubší a trvá trochu déle

## More Market Downside if Recession Hits

— S&P Today — Median Bear Market, No Recession  
— Median Bear Market, with Recession (bear markets back to 1929)



Source: Bloomberg

## Upozornění na rizika

Tento propagační materiál vyhotovila investiční společnost Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. a jsou v něm vyjádřeny názory jejích 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](http://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](http://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