



**GENERALI**  
INVESTMENTS

# Webinář: Ekonomika a trhy

**Martin Pohl**

**Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s.**

**8. leden 2021**

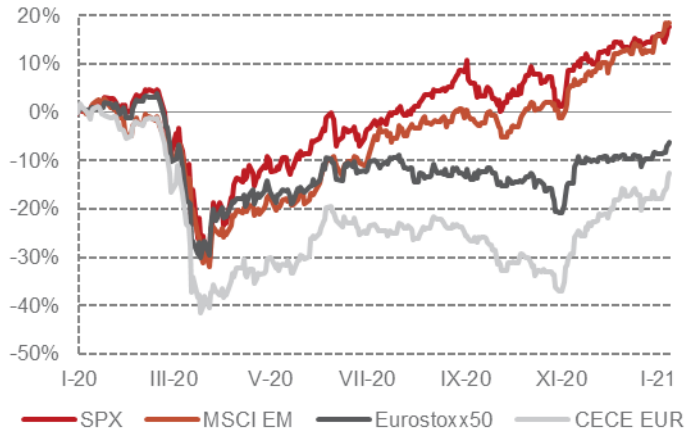
*Hodnota investice a příjem z ní mohou v průběhu doby trvání investice kolísat podle tržních podmínek, směnných kurzů a dalších vlivů a návratnost investované částky není tudíž zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí. Podrobné upozornění na rizika naleznete v závěru prezentace.*

## Klíčové události za uplynulý měsíc

- **Dobrá výkonnost rizikových aktiv, slabý dolar a rostoucí ceny ropy**
- **Americká politika - fiskální balíček a vítězství demokratů v Georgii**
- **Vakcinace zahájena, ale druhá vlna pandemie pokračuje**
- **Ekonomikám se relativně daří i přes nové restriktce**
- **EU schválila nový rozpočet a fond záchrany**
- **Hrozba tvrdého Brexitu zažehnána na poslední chvíli**
- **Riziko dalších sankcí brzdí výkonnost Ruska**
- **Investoři ocenili obrat politiky v Turecku**

# Akcie i komodity si připsaly další zisky

**Hlavní akciové indexy**  
Relativně k 31.12.2019



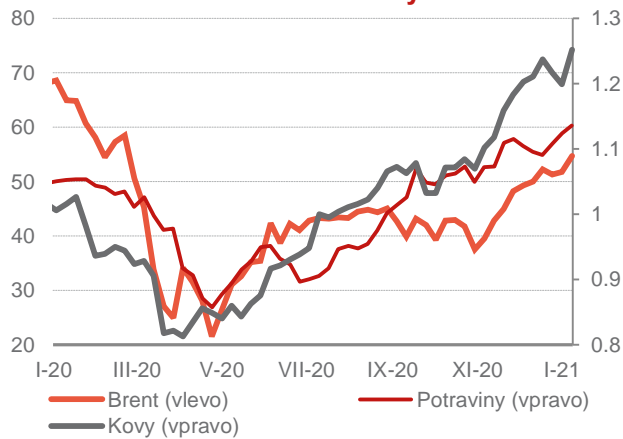
## ▪ Akcie

- Rally napříč sektory – cyklické tituly, sektory citlivé na covid... technologie zatím odolné.
- EM akcie včetně regionu outperformovaly, i když čínským společnostem škodí americký tlak.

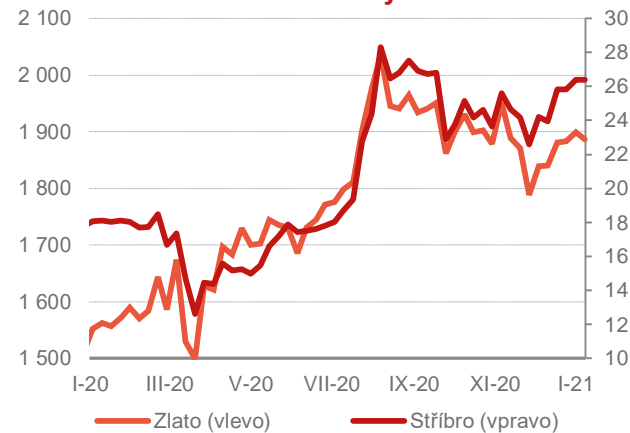
## ▪ Tvrdé i měkké komodity pokračují v růstu

- Vakcinace a dobrá ekonomická situace zlepšily výhled poptávky po komoditách.
- Slabý dolar zvyšuje „dolarové“ ceny.
- Ropa - trhu zmizel převis nabídky, OPEC +500 tis. od ledna, únor/březen -1 mil. barelů Saudská Arábie, +75tis. Rusko a Kaz.

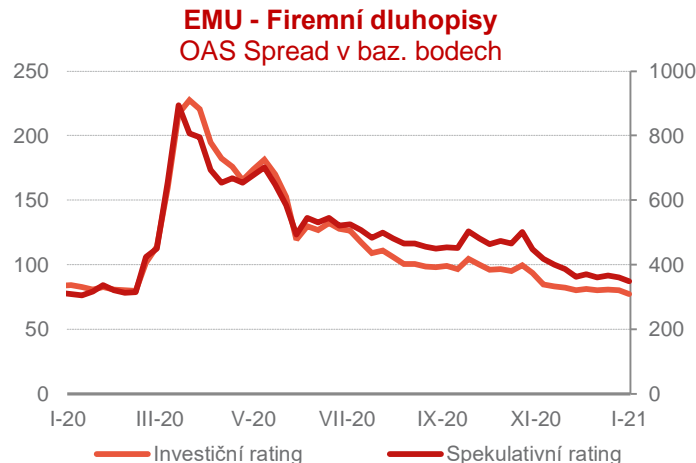
**Klíčové komodity**



**Drahé kovy**

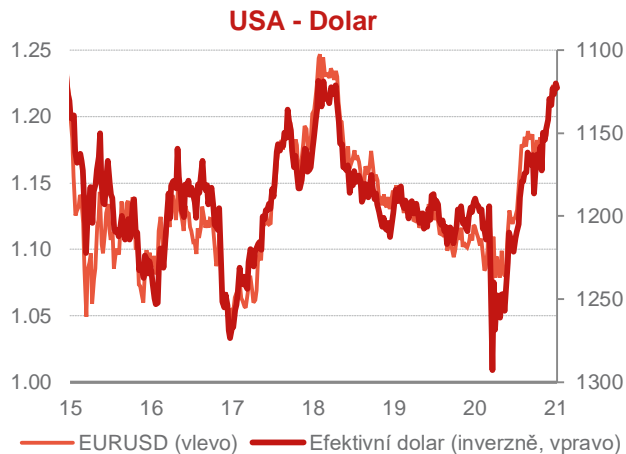


# „Bezrizikové“ dluhopisy ztrácely, korporátní dluhopisy outperformovaly

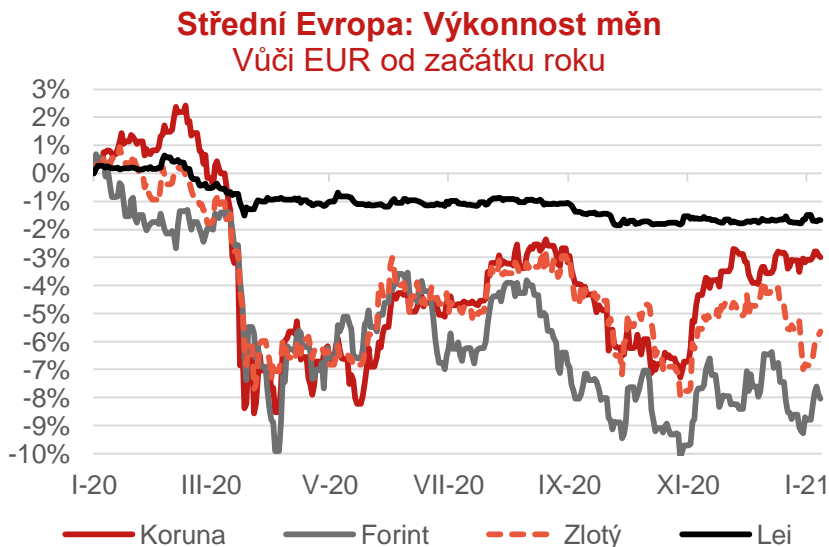


- **FED nemění politiku i přes optimistický výhled**
  - Board očekává nulové sazby až do roku 2023
  - Nákupy dluhopisů – +120 mld. dolarů měsíčně, dokud se ekonomika nezotaví
  - Swapové linky s centrálními bankami a záchrané programy prodlouženy.
- **ECB navyšuje a prodlužuje své programy**
  - Nákupy aktiv - PEPP program +500 mld. EUR a prodloužen do března 2022, měsíčně 20 mld. EUR pod APP v 2021
  - Levná likvidita pro banky - dodatečné TLTROs operace až června 2022, čtyři dodatečné PELTROs operace v 2021
  - Podpora ostatních centrálních bank skrze repa a swapy prodloužena až do března 2022
- **ČNB opatrná, ale prognóza signalizuje zvýšení**
  - Prognóza indikuje až tři zvýšení o 25bps v 2021 a další dvě v 2022.
  - Board vyjádřil odstup od prognózy a zdůrazňuje rizika – druhá vlna, koruna

## Dolar se propadá, koruna v rámci regionu vede

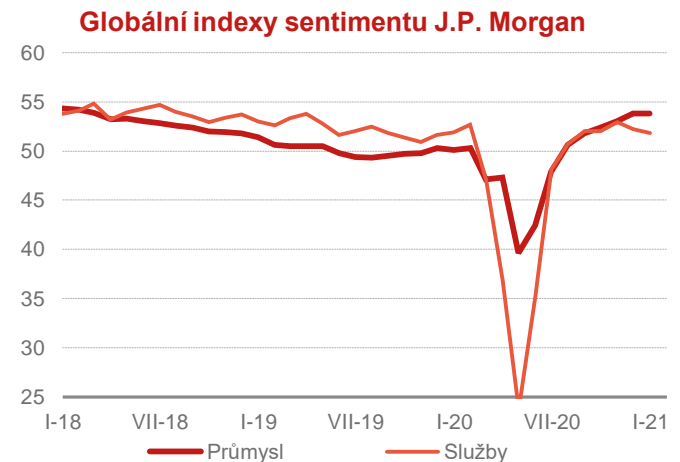


- **Oslabování dolaru pokračuje**
  - Rizikovým aktivům se dařilo. Dobré zprávy pro globální trhy a ekonomiku jsou špatné pro dolar.
  - FED potvrdil pokračování uvolněné politiky.
- **Regionální měny se stabilizovaly**
  - Slabý dolar je dobrý pro regionální měny
  - Polská centrální banka intervnuje proti posilování zlatého a uvažuje o snížení sazby z 0.1%.
  - V Maďarsku spekulace na snížení depozitní sazby.
  - Centrální banky v Polsku i Maďarsku pokračují v nákupech státních dluhopisů.
  - Regionu pomohlo schválení EU rozpočtu.
  - Rumunská centrální banka pokračuje v politice řízeného kursu. Volby vyhrály reformní strany.



## Ekonomikám se daří překonávat dopad druhé vlny

- Samotné zpřísnění a jeho efektivita jsou menší než na jaře.
- Na rozdíl od jara se daří průmyslu a vlády opět zapnuly podpůrná opatření.
- Čína a některé asijské země již vstoupily do „postkovidového“ oživení.
- Propad spotřebitelských výdajů na služby kompenzují zvýšené výdaje na zboží.
- Začátek vakcinace podporuje očekávání „dočasnosti“ posledního uzavření.



# Politická situace v USA

## Fiskální balíček schválen

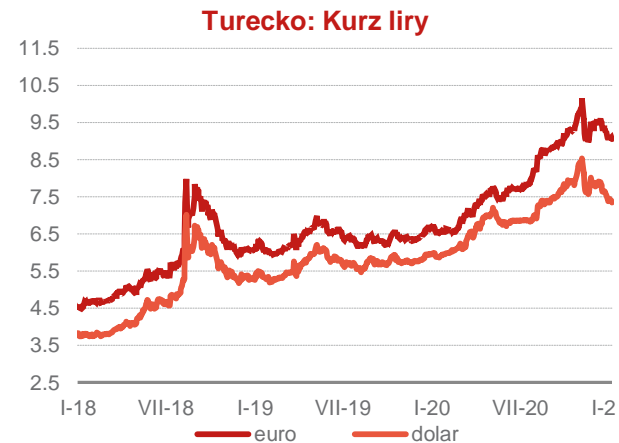
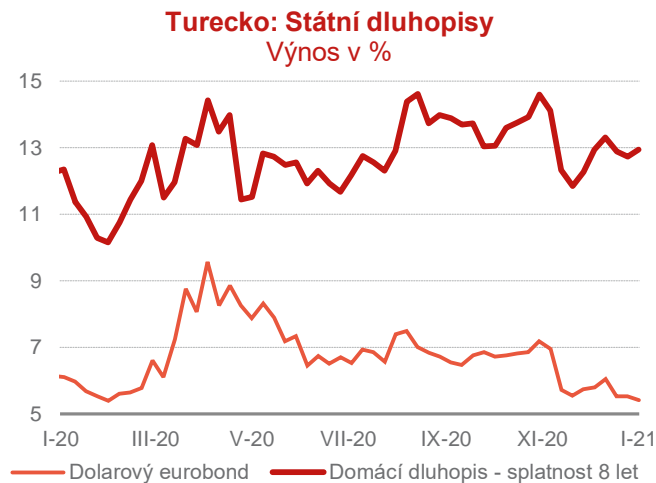
- Velikost 900 mld. dolarů
- Klíčové položky
  - 300 dolarů týdně navíc pro nezaměstnané
  - Vratka daní 600 dolarů na hlavu
  - Školství, zdravotnictví
  - Levné úvěry malým firmám
  - Pomoc firmám postiženým krizí
- Důsledky
  - USA se vyhnout poklesu HDP v 1Q 2021 navzdory restrikcím a druhé vlně

## Republikáni ztratili většinu v Senátu

- Hlasování 50/50 bude rozhodovat viceprezidentka Harrisová.
- Republikáni ztratí možnost blokovat část zákonů a personální politiku prezidenta, ale budou moci ovlivnit velkou část legislativy díky proceduře „filibuster“ vyžadující kvalifikovanou většinu 60 hlasů.
- Demokrati mají šanci na protlačení svých priorit:
  - Agresivnější fiskální politika
  - Rozšíření Obamovy reformy zdravotnictví
  - Více výdajů na veřejný sektor
  - Vyšší zdanění firem a bohatých
  - Přísnější regulace energetiky, finančního sektoru a technologických gigantů
  - Podpora „zelené“ ekonomiky
- Důsledky
  - Další fiskální expanze
  - Vyšší růst i inflace
  - Méně podpory ze strany FED
  - Rozporuplné pro akcie
  - Negativní pro dluhopisy a dolar

## Turecko potvrdilo obrat politiky

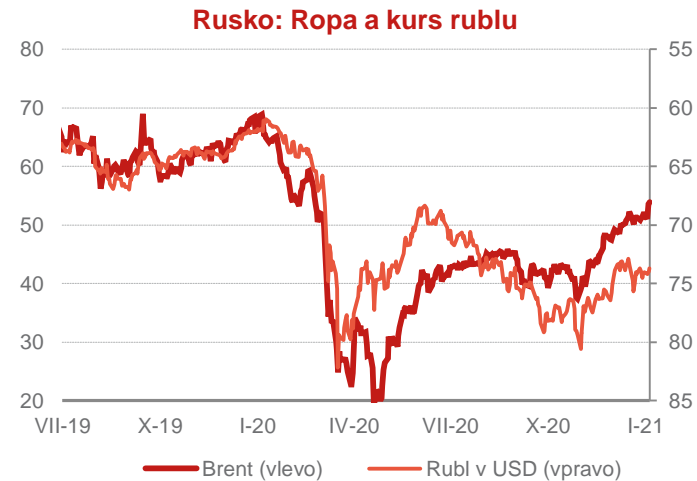
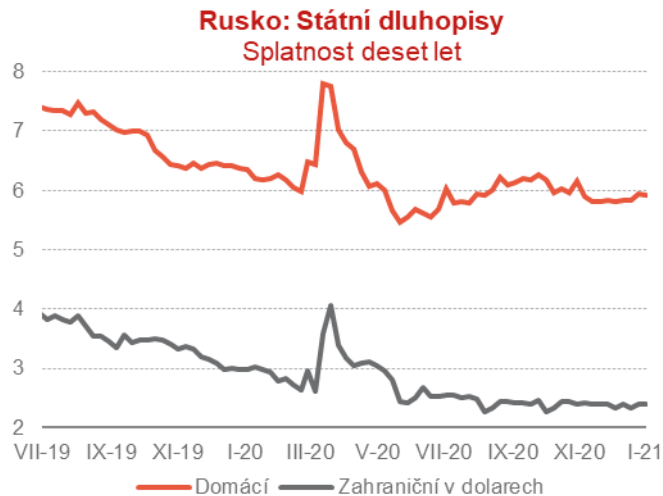
- V listopadu Erdogan vyhodil šéfa centrální banky a hlavní ekonomický ministr odstoupil.
- Centrální banka zvýšila úrokové sazby o 6.75 pb na 17 % a implementaci měnové politiky
- Od léta postupně zrušena krizová administrativní opatření, která banky nutila půjčovat peníze, odrazovala zahraniční investory a zvyšovala dostupnost levných peněz v ekonomice.
- Ekonomicky se Turecku daří za cenu vysoké inflace a rostoucích nerovnováh. Rok 2021 přinese „měkké“ přistání.
- Trump po tlaku Kongresu podepsal „měkké“ sankce vůči Turecku.
- Riziko tvrdých sankcí v roce 2021 je malé díky silné geopolitické pozici Turecka.





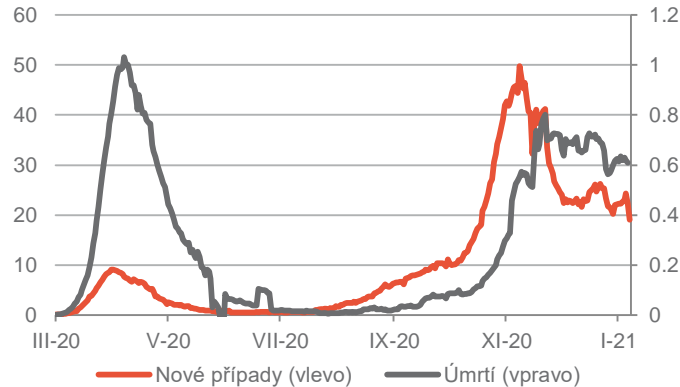
# Hrozba amerických sankcí brzdí Rusko

- USA schválily přísnější sankce na stavbu plynovodu Nord Stream II.
- Volby odsunuly americkou reakci na otravu Navalného.
- Největší útok hackerů na americké vládní instituce, firmy a internetovou infrastrukturu má dle amerických tajných služeb „ruskou“ stopu. Americká odvěta pravděpodobná.
- Na zvýšení tlaku na Rusko se shodnou demokraté i republikáni.
- Rusko se na tvrdší americké sankce připravilo – opatrná rozpočtová politika, redukce expozice na dolar a zahraničního zadlužení.
- Fundamentálně se Rusku daří a vysoké ceny ropy mu nahrávají.

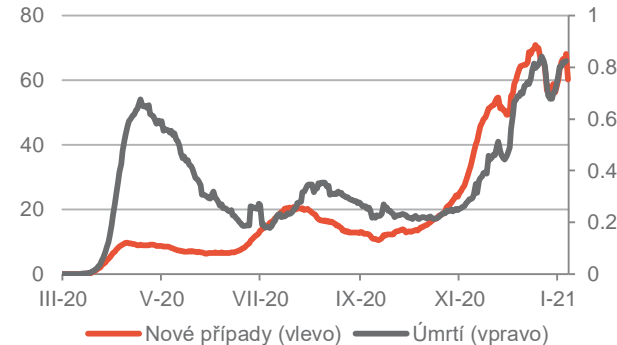


# COVID-19: Druhá vlna nadále působí potíže

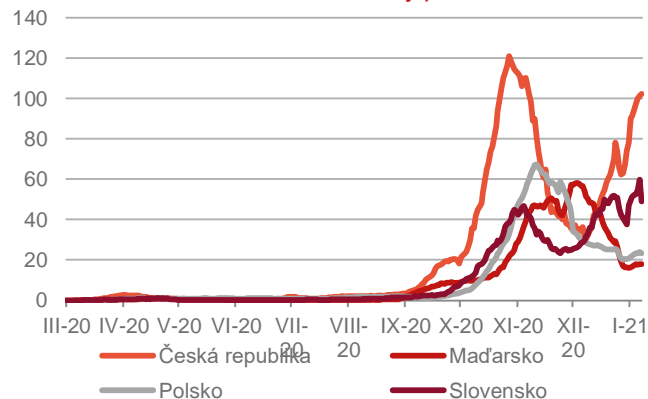
**EU 4: Nové případy a úmrtí**  
7-denní klouzavý průměr, na 100 tis.



**USA: Nové případy a úmrtí**  
7-denní klouzavý průměr, na 100 tis.



**Střední Evropa: Počet nových případů**  
7-denní klouzavý průměr



- **USA bojují s rekordním počtem nakažených i úmrtí**
  - Náskok ve vakcinaci zatím příliš nepomáhá.
- **Evropa je více citlivá k zdravotním rizikům.**
  - pandemie pod kontrolou jen za cenu přísných restrikcí
- **Střední Evropa toleruje horší průběh pandemie**
  - Průběh druhé vlny nedovoluje uvolnění restrikcí, roste odpor populace.
  - V ČR skrytě dochází k efektivnímu promořování.
- **Vyspělé asijské země minimalizují prostor pro šíření viru**
  - Přísné restriktce i při minimálním počtu nakažených umožňují v průměru menší restriktce a inteligentní karanténu.

# COVID-19: Vakcinace běží rozdílným tempem

## Relevantní vakcíny pro nás

- Prizer/Biontech – schváleno
- Moderna – USA, UK, EU
- AstraZeneca - UK, EU polovina ledna
- Johnson and Johnson – data v lednu
- CureVac, Novavac – data v 1Q 2021

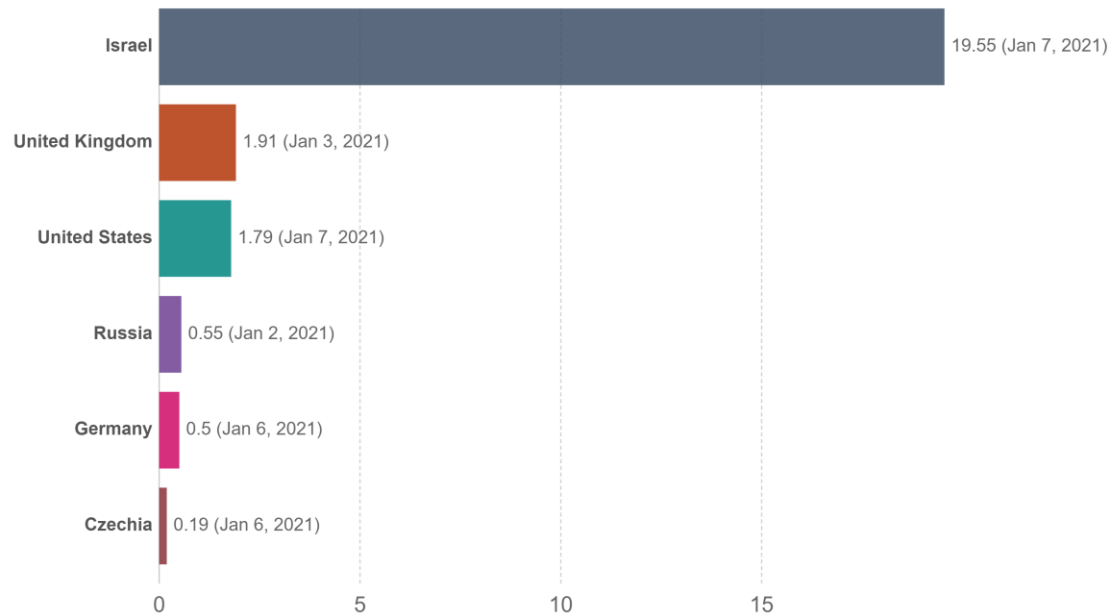
## Otazníky a rizika

- Eliminace asymptotických případů
- Frekvence obnovování
- Mutace viru
- Nedostatečná či pomalá proočkovanost

### COVID-19 vaccination doses administered per 100 people, Jan 7, 2021

Total number of vaccination doses administered per 100 people in the total population. This is counted as a single dose, and may not equal the total number of people vaccinated, depending on the specific dose regime (e.g. people receive multiple doses).

Our World  
in Data



Source: Official data collated by Our World in Data

OurWorldInData.org/covid-vaccinations • CC BY

## COVID-19: Kolektivní imunita

- Podíl osob rezistentních vůči viru v populaci postačující k zastavení šíření nákazy.
- Klíčové proměnné
  - RO - (rychlost šíření nákazy), odhady 2.5 – 3.5
  - Míře efektivity vakcinace či prodělaní nákazy v zisku imunity – +90%
  - Heterogenitě populace - čím více, tím hůře pro vir
- Zjednodušené odhady dávají cca. 2/3 populace, realističtější předpoklady to posouvají pod 50%

Efektivita vakciny/RO	2	2,5	3	3,5	4
60%	83%	100%	100%	100%	100%
65%	77%	92%	100%	100%	100%
70%	71%	86%	95%	100%	100%
75%	67%	80%	89%	95%	100%
80%	63%	75%	83%	89%	94%
85%	59%	71%	78%	84%	88%
90%	56%	67%	74%	79%	83%
95%	53%	63%	70%	75%	79%

\* - doživotní ochrana a homogenní populace

# COVID-19: Kdy přestane štěkat pes?

## Klíčové proměnné

- Čtrnáctidenní úhrn počtu nových případů
- Čtrnáctidenní úhrn počtu nových případů +65
- RO – trend počtu nových případů
- Podíl nakažených zachycených až v nemocnicích
- Penalizace za růst R0 a podílu nakažených

## Nový způsob výpočtu snižuje volatilitu a zbrzdí otevírání

- Podíl nakažených je méně korelovaný s ostatními proměnnými.
- Pozitivní korelace s vytížeností nemocnic, který se opožďuje za počtem nakažených.

## Výhled – červené pásma nejdříve koncem ledna

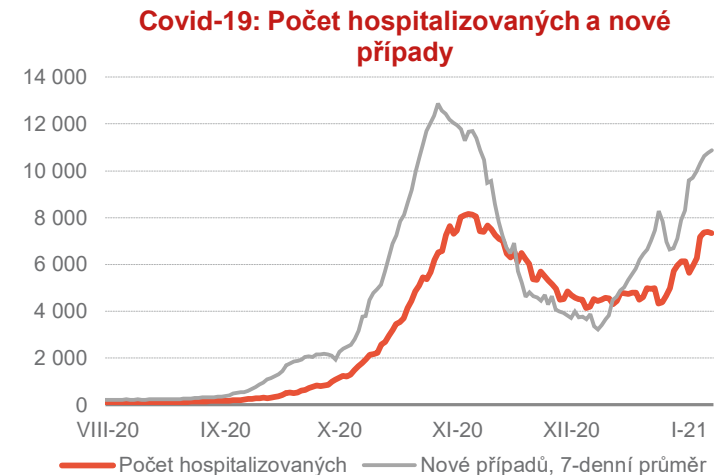
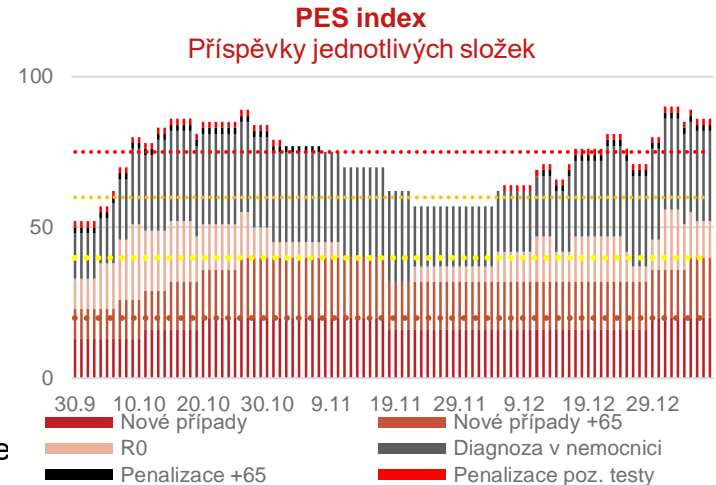
- Reálnou situaci půjde vyhodnotit až příští týden
- Kulminace cca. v polovině ledna následované poklesem indexu na hranici červeného pásma.
- Oranžové pásmo pravděpodobně až v březnu.

## Dopad vakcinace

- Měřitelný dopad patrně až v únoru
- Nejdříve poklesne příspěvek kategorie +65.
- Později zpomalí růst počtu nových případů a poklesne R0

## Rizika jsou na obě strany

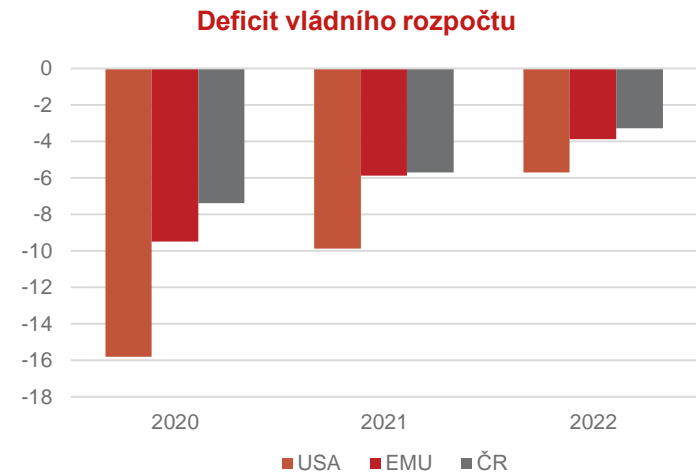
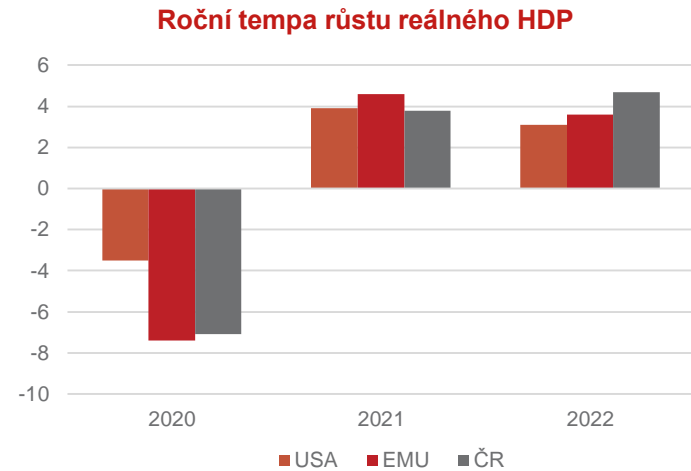
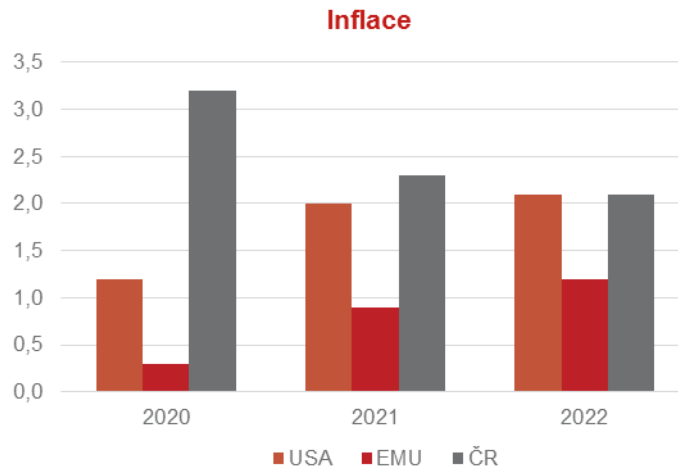
- Rozšíření „britské“ mutace zvýší počet nových případů.
- Vysoký počet již nakažených osob v čase zvyšuje rezistenci populace vůči viru.



# Rok 2021: Ekonomika

## Prudké oživení po propadu

- Vakcinace a léky umožní odbourání restrikcí
- Rekordní vládní pomoc i deficity
- Agresivní měnová politika
- Inflace není považována za riziko



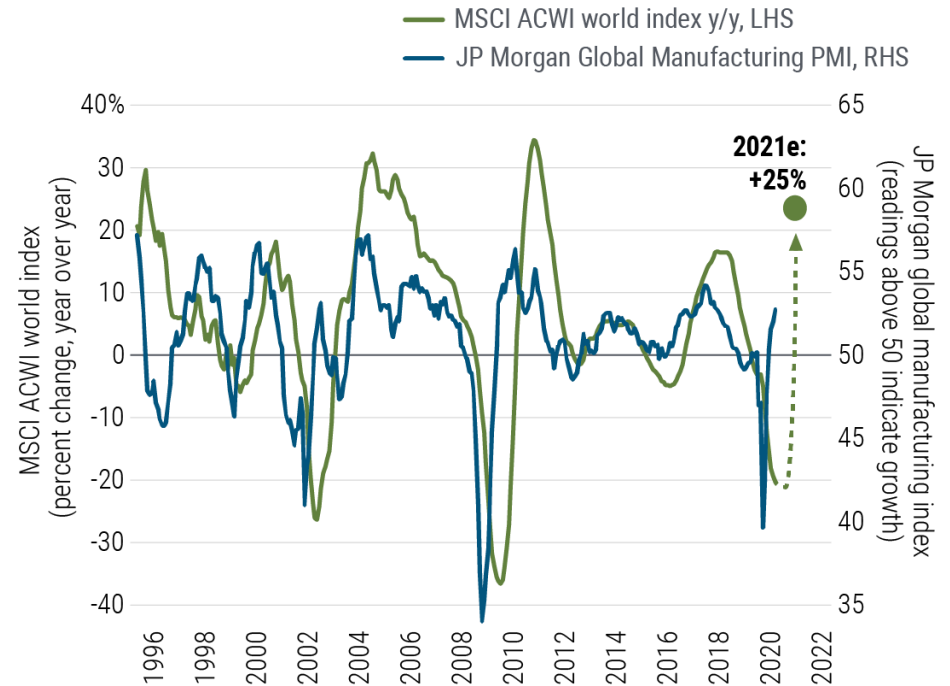
# Rok 2021: Akcie

## Výhled je příznivý

- Počátek oživení je příznivou fází cyklu
  - cyklické sektory (auta, finanční sektor, komodity, výrobce "durables", energetiku)
- Akcie nejsou relativně vůči dluhopisům drahé
- Očekává se prudký růst zisků
- EM a Evropa by měly outperformovat USA
  - složení indexů, lepší valuace, FX efekty, zpoždění v cyklu...

## Rizika

- Je to konsensuální názor
- Valuace jsou na řadě trhů optimistické
- Exit centrálních bank
- Výhled na rok 2022



# Rok 2021: Kredit

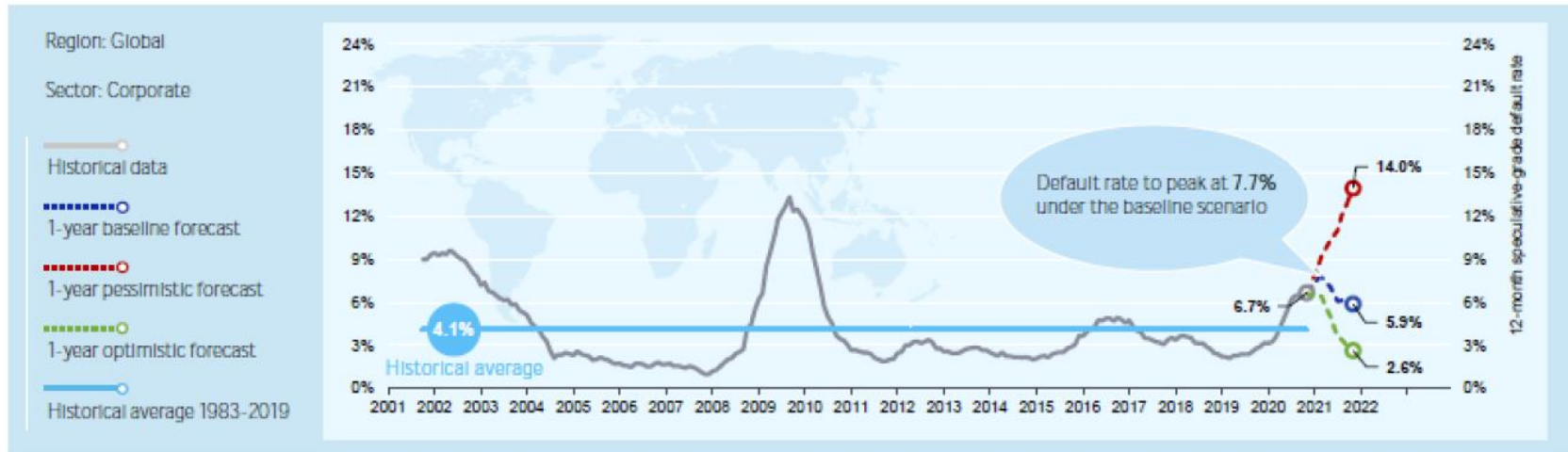
## Stabilní prémie zajistí výkonnost

- Prémii primární zdroj výnosu, prostor pro kapitálové zisky omezený.
- Pozitivní korelace s akciemi
- Masivní nákupy centrálních bank vysávají trh
- Zoufalí investoři hledají výnos mimo státní dluhopisy a hotovost
- Valuace v některých segmentech stále atraktivní

## Rizika

- Valuace ještě více utažené než u akcií
- Budou vypadávat kostlivci, porostou defaulty

Global default rate is forecast to peak at 7.7% in March 2021 before declining to 5.9% in November 2021





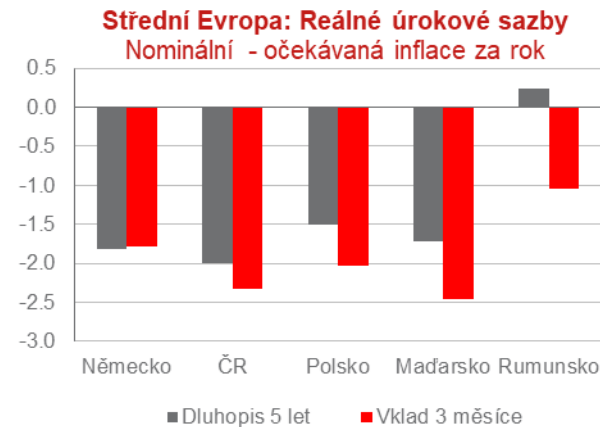
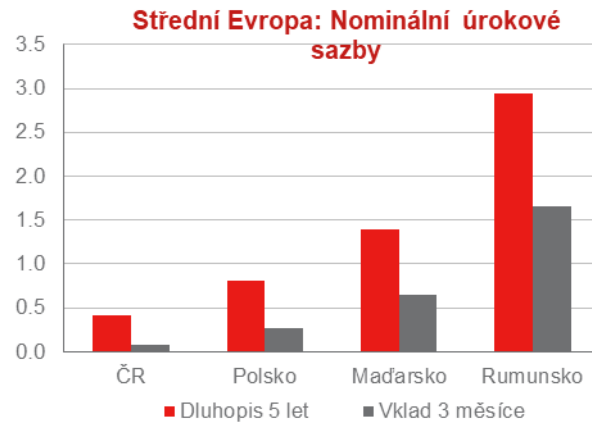
# Rok 2021: Dluhopisy

## Úrokové sazby zůstanou nízké

- Centrální banky v nejlepším případě utlumí nákupy dluhopisů.
- Institucionální investoři si dluhopisy koupit musí.
- Inflace ustupuje nebo zůstává pod kontrolou.
- Dluhopisy jsou pojistkou portfolií pro případ negativního vývoje.

## Rizika

- Inflace překvapí směrem nahoru
- Exit centrálních bank
- Pokračující masivní emise nového dluhu.



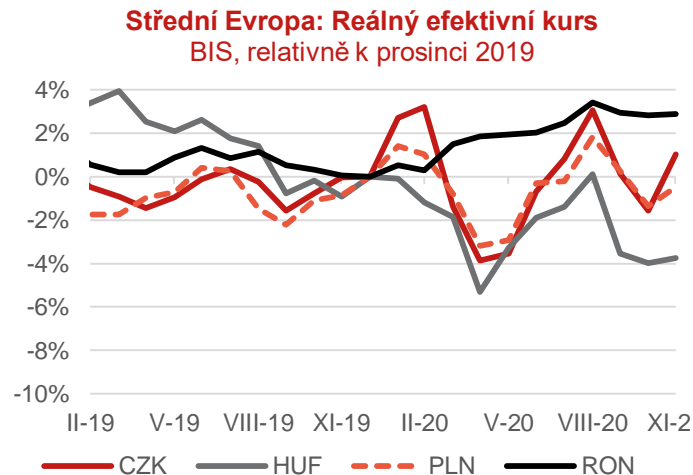
# Rok 2021: Měny

## Výhled je pro korunu příznivý

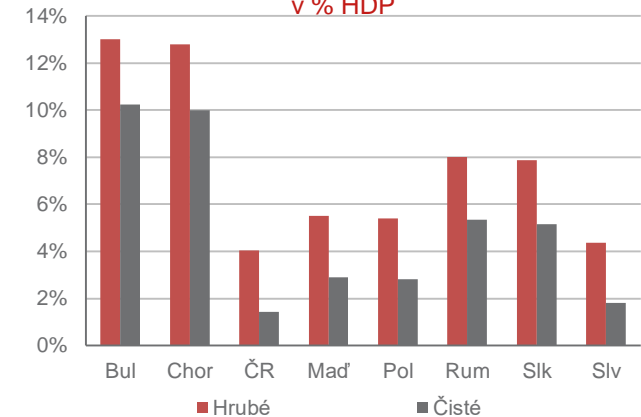
- Slabý dolar, zkrocení covidu a globální oživení je příznivé pro EM měny.
- Pozitivní výhled pro oživení na hlavních exportních trzích
- Silná vnější pozice – přebytek běžného účtu, velké devizové rezervy.
- ČNB je nejvíce „jestřábí“ banka v regionu.
- Příliv peněz z EU – rozpočet a NG EU.

## Rizika a negativa

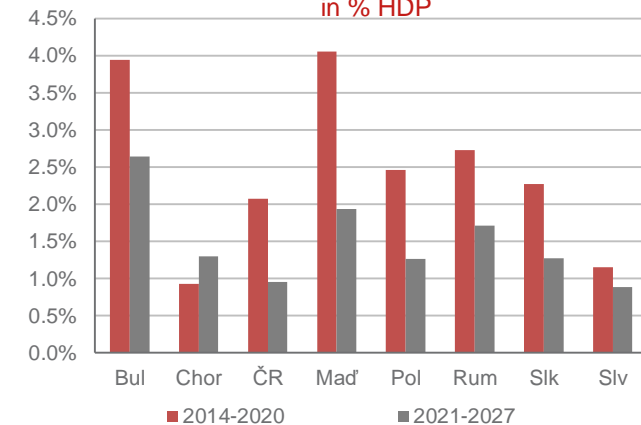
- Regionální vlivy – investoři často nerozlišují.
- Omezená atraktivita regionu v rámci vesmíru EM – nízké úrokové sazby, vysoká inflace.
- Méně atraktivní v optice efektivní nebo reálné valuace.



## NG EU: Hrubé a čisté granty v % HDP



## EU rozpočet: Čisté bilance transferů in % HDP



# Upozornění na rizika

## *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).*