

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

- Vývoj COVID-19
- Politika centrálních bank a vlád
- Výhled ekonomik

SEKCE II

- Shrnutí dění na státních a korporátních dluhopisech
- Situace na měnovém zajištění
- Vývoj jednotlivých segmentů akciových trhů
- Ropa

1. Makro a centrální banky
2. Finanční trhy



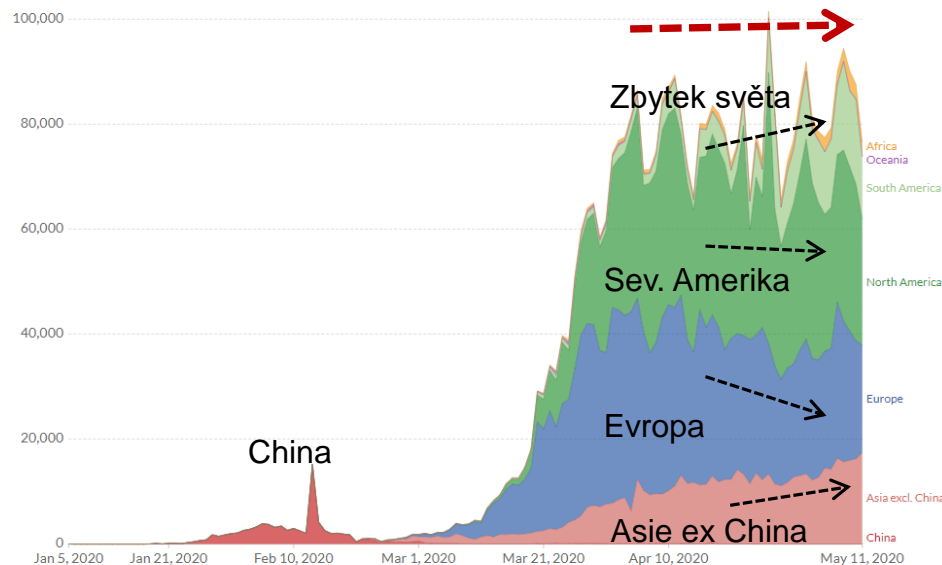
Covid ustupuje, restriktivní opatření vlád se postupně uvolňuje
Na čem závisí rychlost oživení ekonomik?

Denní přírůstek nález je stabilní, zatímco denní počet obětí klesá

Fungují restriktivní opatření, předané zkušenosti o léčbě a postupné zavádění nových léků

Daily confirmed COVID-19 cases

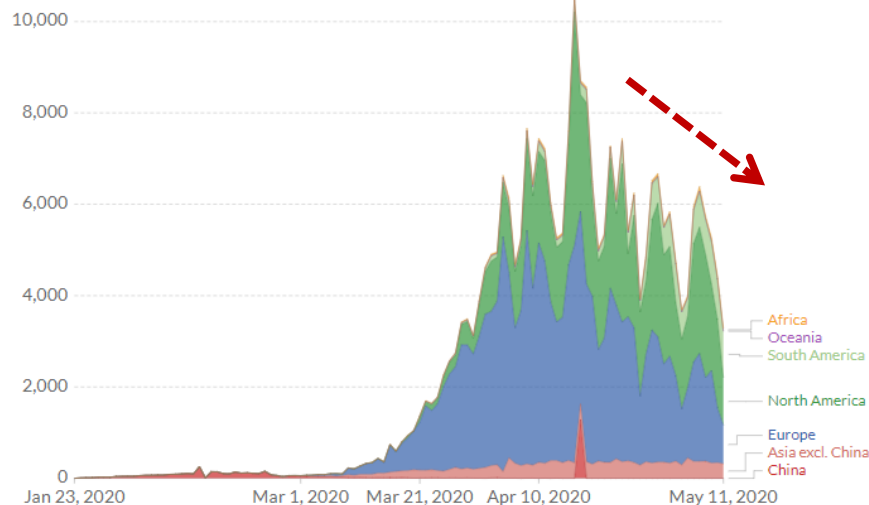
The number of confirmed cases is lower than the number of total cases. The main reason for this is limited testing.



Source: European CDC - Situation Update Worldwide - Last updated 11th May, 11:15 (London time)

Daily confirmed COVID-19 deaths

Limited testing and challenges in the attribution of the cause of death means that the number of confirmed deaths may not be an accurate count of the true number of deaths from COVID-19.



Source: European CDC - Situation Update Worldwide - Last updated 11th May, 11:15 (London time)

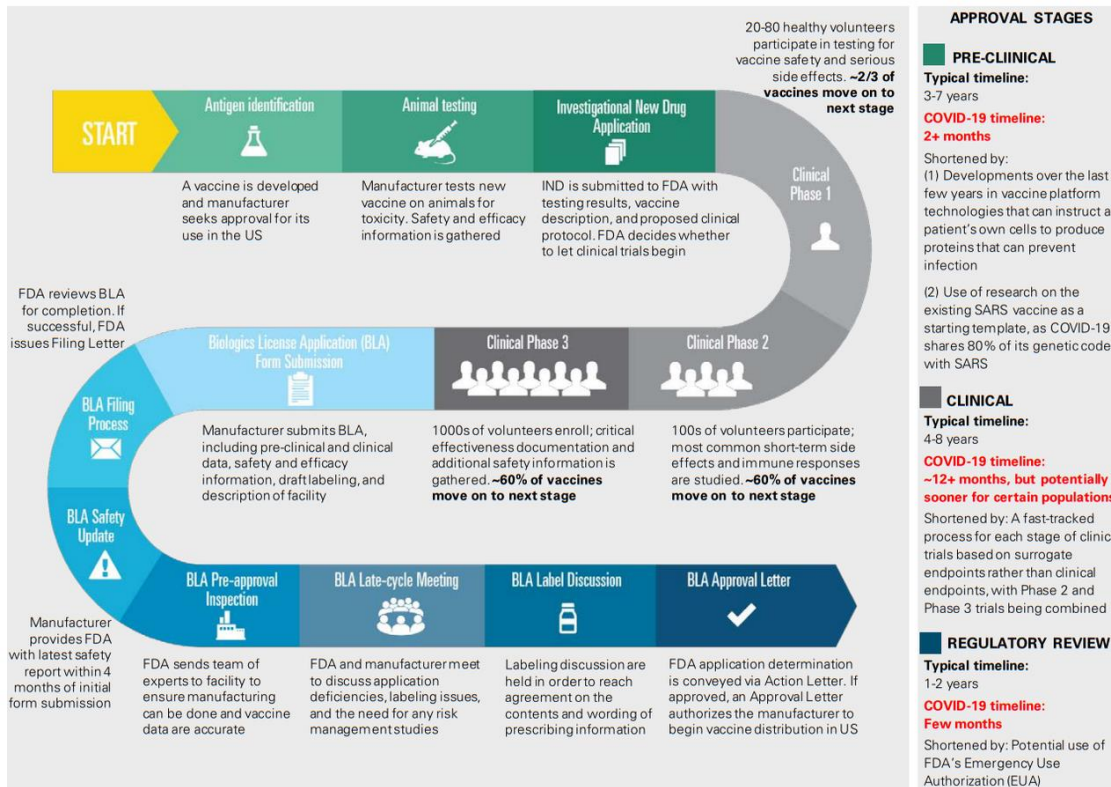
Zdroj: <https://ourworldindata.org/> obsahuje též grafy jednotlivých států včetně jejich porovnání

Účinnost léků a proces vývoje vakcíny

Zkušenosti o účinnosti léků se celosvětově sdílejí a proces vývoje vakcín je zrychlený

Share of Physicians Rating Drug Very/Extremely Effective Within setting	Non-Hospital	Hospital	ICU	Overall
Plasma	68% (34)	61% (103)	53% (73)	57%
Tocilizumab	41% (34)	52% (189)	27% (128)	44%
High-dose Steroids	46% (83)	44% (289)	36% (162)	42%
Remdesivir	27% (37)	34% (146)	30% (98)	31%
Hydroxychloroquine	38% (231)	31% (632)	24% (300)	30%
Vitamin D	27% (90)	21% (121)	27% (49)	24%
Bronchodilators	26% (247)	25% (418)	26% (200)	24%
Anti-HIV drugs	27% (70)	22% (323)	26% (156)	23%
Vitamin C	26% (150)	19% (192)	18% (98)	22%
Zinc	25% (80)	20% (93)	14% (57)	22%
Drugs to treat flu	24% (128)	26% (253)	28% (102)	22%
Azithromycin	23% (342)	19% (662)	21% (271)	20%

Zdroj: Sermo, Raymond James research

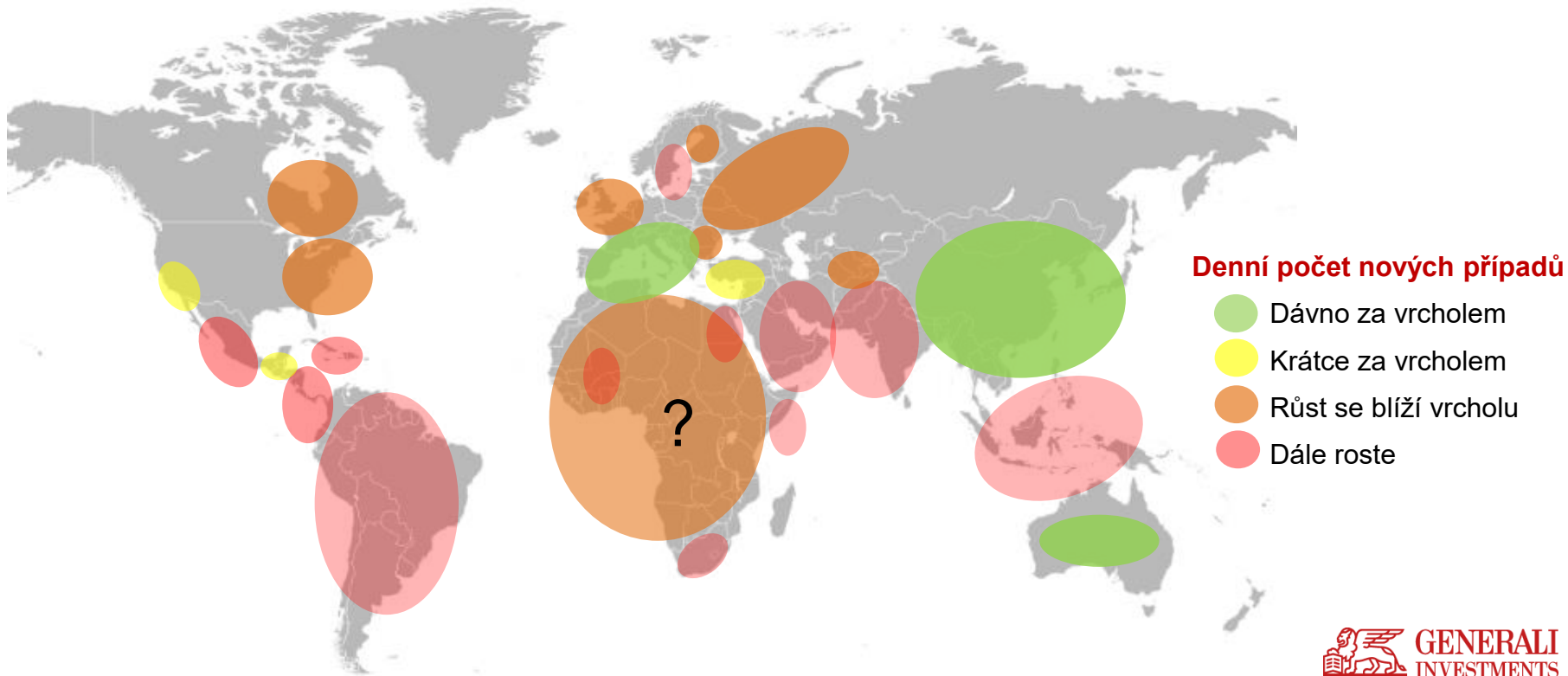


Special thanks to Salveen Richter.

Source: FDA, WHO, CDC, MIT, World Economic Forum, The New England Journal of Medicine, European Journal of Immunology, Johns Hopkins, Biotechnology Innovation Organization, NCBI, NLM, NIH, Nuventra, Goldman Sachs GIR.

Epidemie se postupně šíří světem

Nákaza postupovala z Číny do Japonska a Korei, dále přes Evropu do USA a nyní je na vzestupu ve střední a jižní Americe, východní Asii a Africe. Z rozvinutých zemí vysoký počet případů a podíl úmrtí dosud přetrvává ve státech, které zanedbaly prevenci (Švédsko, Belgie, UK, USA, Kanada)

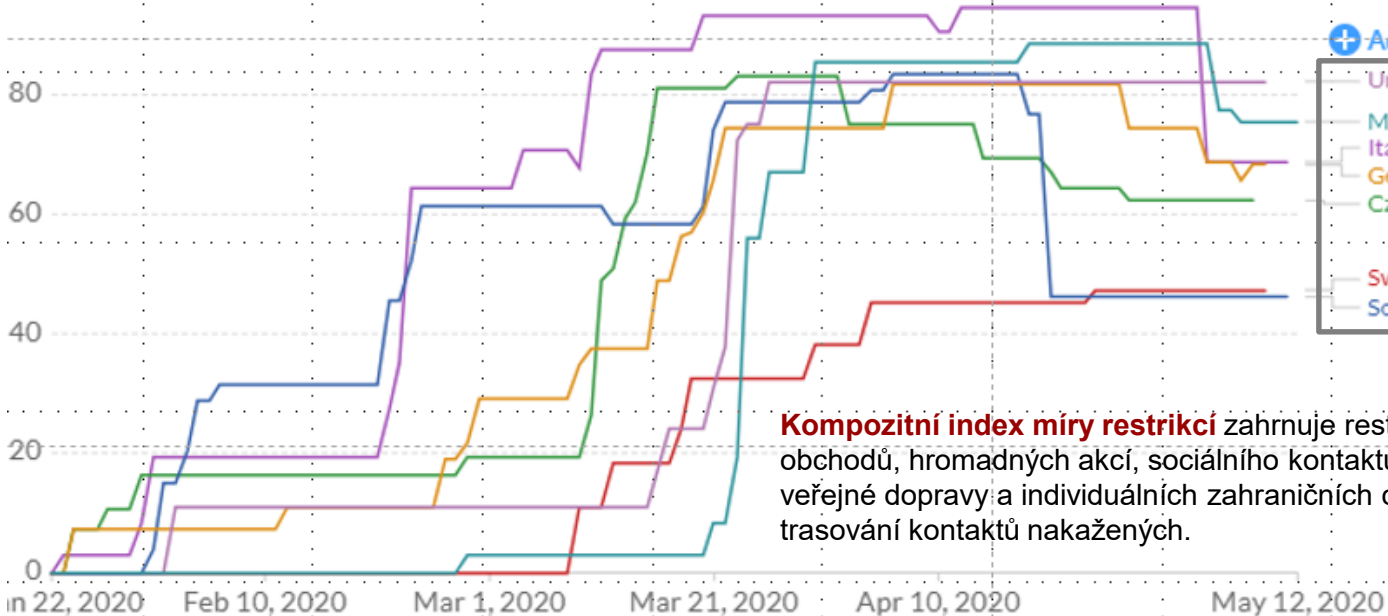


Míra a trajektorie restrikcí ve vybraných státech

COVID-19: Government Response Stringency Index, Jan 22, 2020 to May 12, 2020

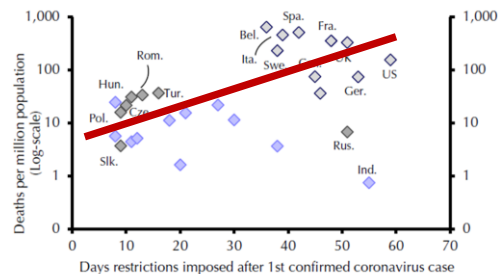
The Government Response Stringency Index is a composite measure based on nine response indicators including school closure, workplace closures, and travel bans, rescaled to a value from 0 to 100 (100 = strictest response).

This index simply records the number and strictness of government policies, and should not be interpreted as 'scoring' the appropriateness or effectiveness of a country's response.



Kompozitní index míry restrikcí zahrnuje restrikce škol, pracovišť, obchodů, hromadných akcí, sociálního kontaktu, omezení pohybu, veřejné dopravy a individuálních zahraničních cest, politika testování a trasování kontaktů nakažených.

Rychlá reakce = méně obětí



Sources: CEIC, Refinitiv, Capital Economics

+ Add country

- United Kingdom pozdě, ale rychle a hodně
- Mexico pozdě, hodně
- Italy brzy, postupně hodně a dlouho
- Germany
- Czech Republic brzy, rychle hodně, uvolňuje
- Sweden pozdě a málo
- South Korea brzy, postupně hodně, uvolňuje

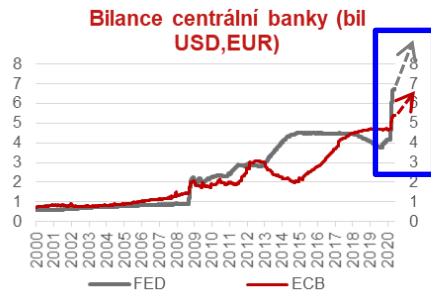
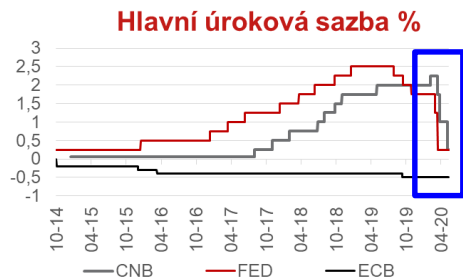
Na čem závisí rychlost oživení ekonomického růstu (1)

Trajektorie šíření COVID-19

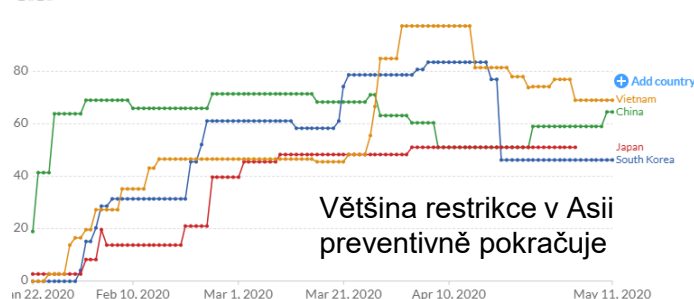
- Vypadá příznivěji, než se čekalo, přesto bude uvolňování opatření **pomalé**
- Nadále trvají obavy z nárůstu – po rozvolnění restrikcí – od podzimu
- Obavy mohou zmírnit informace o nových lécích a o postupu vývoje vakcín

Reakce centrálních bank a vlád – byly mimořádně silné (v případě potřeby mohou být navýšeny)

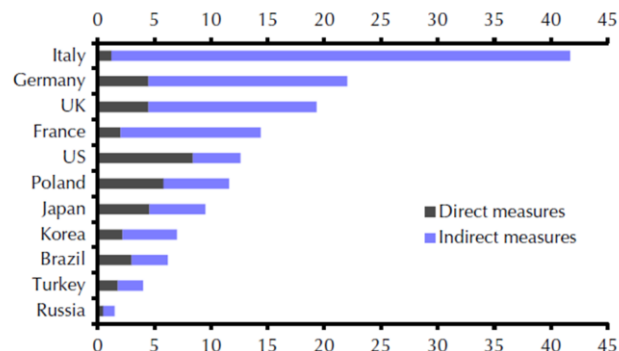
- Centrální banky zareagovaly rychle a mimořádně - kromě snížení sazeb a QE (včetně HY dluhopisů v USA) též formou přímých půjček
- Vlády zareagovaly širokým spektrem podpůrných opatření v objemu +/- 10% HDP



COVID-19: Government Response Stringency Index, Jan 22, 2020 to May 11, 2020



Míra vládní podpory (% HDP)



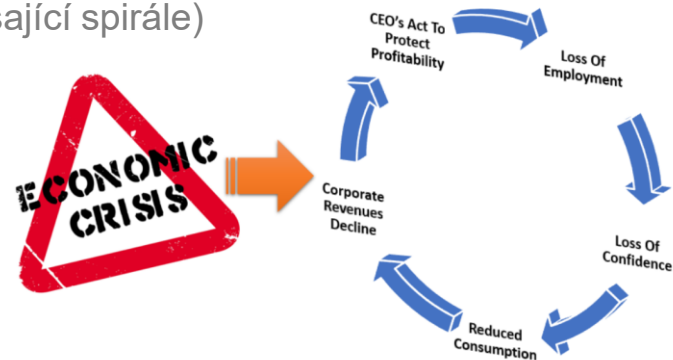
Sources: Various, Capital Economics

Na čem závisí rychlost oživení ekonomického růstu (2)

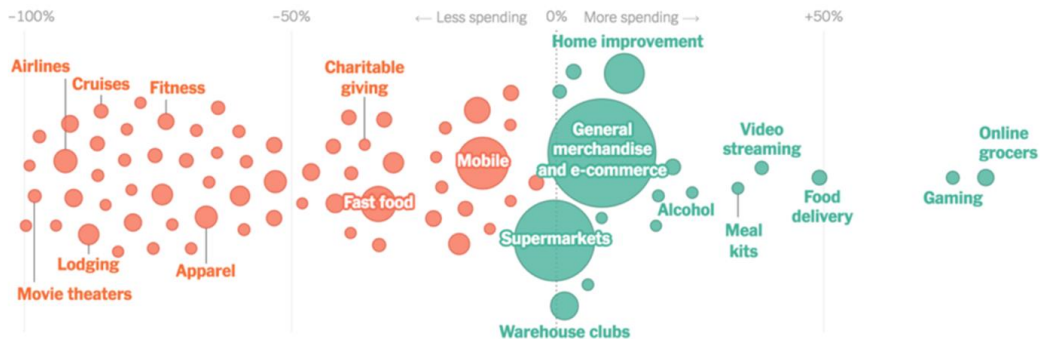
HDP = výdaje domácností (cca 2/3) + investice firem + výdaje vlád +/- čistý export
Vlády a centrální banky se snaží zabránit poptávkovému šoku (klesající spirále)

Strukturální změny ekonomiky budou však oživení brzdit

- Dlouhodobý výpadek některých sektorů (cestovní ruch, ...)
- Urychlení strukturálních změn (růst segmentu ON-LINE firem), částečná deglobalizace, podpora lokálních firem
- Omezení výdajů spotřebitelů kvůli nárůstu nezaměstnanosti a obavám z budoucna
- Změna chování firem (omezení výdajů na investice, zaměstnance a buybacky) x prioritou se stává redukce dluhů

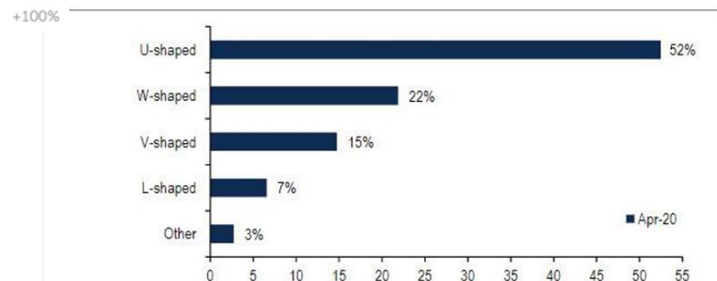


Změny tržeb domácností podle segmentů



Change in spending from 2019 for the week ending April 1. Bubbles are sized by industry sales.

Očekávaná trajektorie ekonomického oživení podle průzkumu Bank Of America



Source: BofA Global Fund Manager Survey

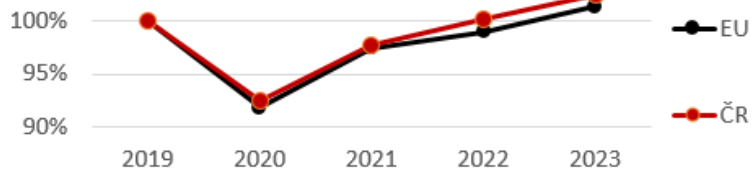
Výhled HDP pro EU a ČR

Šetření provedené Ministerstvem financí

Výsledky 49. Kolokvia (květen 2020) ¹⁰
Souhrnné tabulky pro respondenty šetření

			MF ČR	MPO	MPSV	ČNB	Akcenta	ČSOB	Deloitte	Generali	IES	KB	Raiff.	SP ČR	UniCredit	EK	MMF	Min.	Průměr	Max.
Datum zpracování prognózy	měsíc/rok		4/20	5/20	5/20	5/20	4/20	5/20	4/20	4/20	5/20	4/20	4/20	5/20	4/20	5/20	4/20			
HDP zemí EA19	2020	reálný růst v %	-5,7	.	.	-6,9	.	-11,3	-7,5	-8,0	.	-6,1	-6,5	-9,0	-13,0	-7,7	-7,5	-13,0	-8,2	-5,7
Hrubý domácí produkt ČR		reálný růst v %	-5,6	-6,7	-6,0	-8,0	.	-10,0	-10,0	-7,0	-6,8	-6,5	-7,6	-7,8	-11,0	-6,2	-6,5	-11,0	-7,6	-5,6
HDP zemí EA19	2021	reálný růst v %	2,9	.	.	4,4	.	11,0	4,7	4,5	.	7,9	4,9	4,8	10,0	6,3	4,7	2,9	6,2	11,0
Hrubý domácí produkt ČR		reálný růst v %	3,1	3,2	3,5	4,0	.	7,0	7,0	5,0	5,9	9,7	6,6	4,8	8,4	5,0	7,5	3,1	5,8	9,7
HDP zemí EA19	2022	reálný růst v %	2,1	.	.	.	.	.	1,4	1,2	.	1,1	1,7	.	2,2	.	.	1,1	1,6	2,2
Hrubý domácí produkt ČR		reálný růst v %	1,9	.	.	.	.	.	1,7	2,7	.	2,6	2,9	.	3,0	.	.	1,7	2,5	3,0
HDP zemí EA19	2023	reálný růst v %	1,3	.	.	.	.	.	1,3	1,1	.	1,7	1,3	.	1,7	.	.	1,1	1,4	1,7
Hrubý domácí produkt ČR		reálný růst v %	1,8	.	.	.	.	.	0,7	2,7	.	3,1	3,0	.	2,5	.	.	0,7	2,3	3,1

Průměrná predikce vývoje HDP



- Jedná se o průměr predikcí vypracovaných mezi dubnem a květnem
- Predikce z jednotlivých zdrojů se budou v čase upravovat/zpřesňovat, tzn. spíše klesat
- Zpravidla se jedná o základní scénář, nikoliv okrajový (tzn. s nízkou pravděpodobností, jako třeba v případě:
 - rychlé nalezení vakcíny, které by COVID „vyřešila“
 - silné podzimní vlny COVIDu

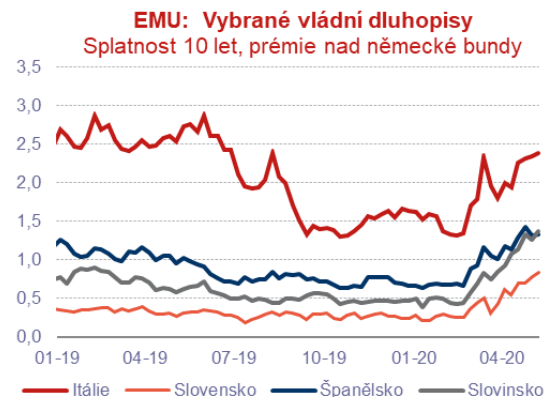
1. Makro, centrální banky

2. Finanční trhy



Důsledky uvolnění měnové politiky na aktiva

Fundamentální analýza akcií a firemních dluhopisu je klíčová



Vládní dluhopisy stabilní, euro perferie pod tlakem

- ECB: nové dlouhodobé refinancující operace "PELTROs" a snížení sazeb pro TLTRO III + **indikace ochoty jít to HY.**
- **Downgrady ratingu** (nejen) v Evropě: Fitch snížil rating Itálie o jeden stupeň BBB-/stab. a Slovenska na A/Stabilní
- **„Válka“ soudů:** Německý ústavní soud vs. Evropský soudní dvůr a EU komise zvažuje žalobu na Německo (kvůli participaci na QE ECB)
- Eurogroup: ESM úvěry až EUR 204 miliard (2% HDP 2019), splatnost 10 let, úrok 0,1%.

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

Korporátní dluhopisy- s rizikem růste výnosový potenciál

Fundament analýzy firem/sektorů/států jsou klíčový pro vyhnutí se defaultu

- **Globální defaultní sazby budou podle agentury Moody's od druhé poloviny roku výrazně růst**
 - ✓ Defaulty budou zejména v COVIDem nejvíce postižených sektorech
 - ✓ Proto je více než jindy důležitá důkladná fundamentální analýza
- **Kreditní prémie „předbíhají“ vývoj defaultních měř**
 - ✓ Prudký nárůst během března (období poklesu akciových trhů)
 - ✓ Od dubna postupný a diferenciovaný (podle fundamentu firem, sektorů a států) pokles
- **Disproporce mezi očekávaným růstem defaultních měř a úrovní kreditních spreadů, protože:**
 - ✓ FED a ECB kupují korporátní dluhopisy
 - ✓ Výnosy bezrizikových dluhopisů (pro např. pětiletou splatnost) poklesly k nule, zatímco v roce 2008 byly v USA 2%



Situace na měnovém zajištění zahraničním měn se prudce zhoršila

Příčinou bylo snížení sazeb ČNB z 2% na 0,25%

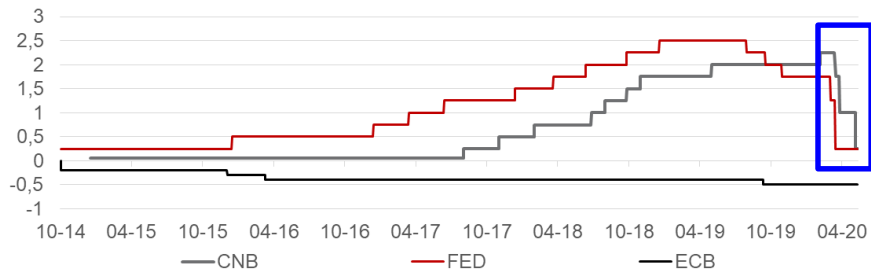
Za zajištění EUR nyní korunové fondy inkasují okolo 0,2 % p.a.

- Výnos je nižší, než rozdíl úrokových sazeb ČNB a ECB, neboť zahrnuje i povinnou platbu do rezolučního fondu na přelomu roku, kterou banky při měnovém zajištění promítají do FX kurzů

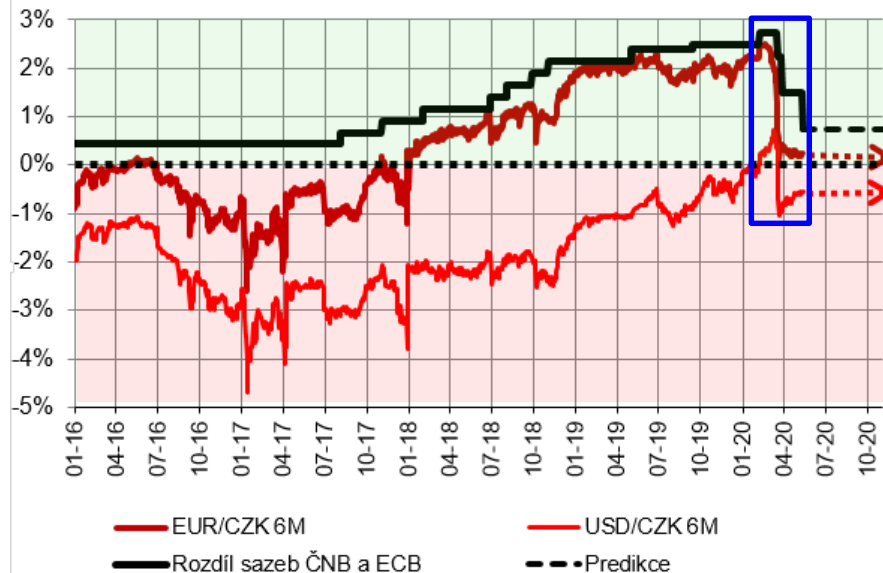
Zajištění USD pro korunové fondy se překlopilo do ztráty cca 0,7% p.a. ze zisku 0,2% p.a. v únoru

- ČNB snížila sazby o 1,75%, zatímco FED jen o 1,25%

Hlavní úroková sazba %



Anualizované náklady na měnové zajištění



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

Porovnání vývoje aktiv

Pro porovnání použity indexy z USA

Zlato

- Krátkodobý pokles v březnu kvůli potřebě likvidity
- Střednědobě profituje z uvolnění měnové politiky a navíc představuje bezpečné aktivum

Státní dluhopisy USA

- Růst díky útěku investorů do bezpečných aktiv
- Růst díky poklesu sazeb a poklesu ekonomik
- Nízký výnosový potenciál

Dluhopisy investičního ratingu

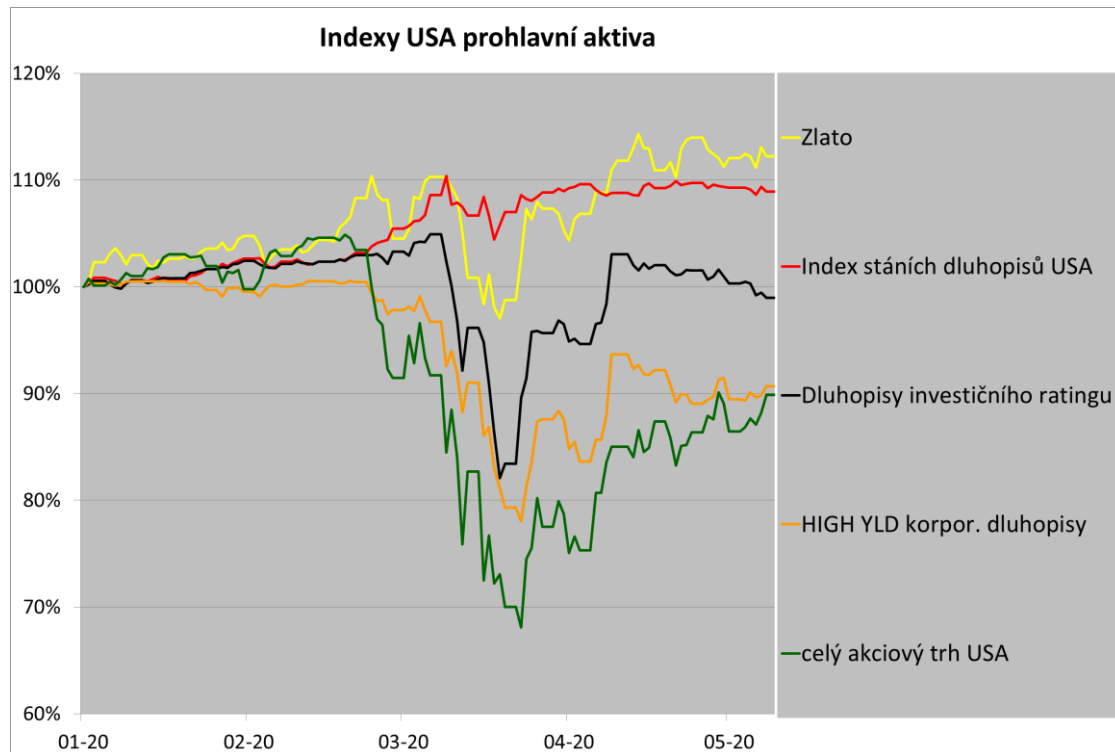
- Profituje z uvolnění měnové politiky
- Podpořeny nákupy ze strany centrálních bank
- Riziko zhoršení ratingů

Dluhopisy neinvestičního ratingu

- Výrazné riziko defaultů
- Vysoký výnosový potenciál
- Vývoj podle durace, sektoru a státu

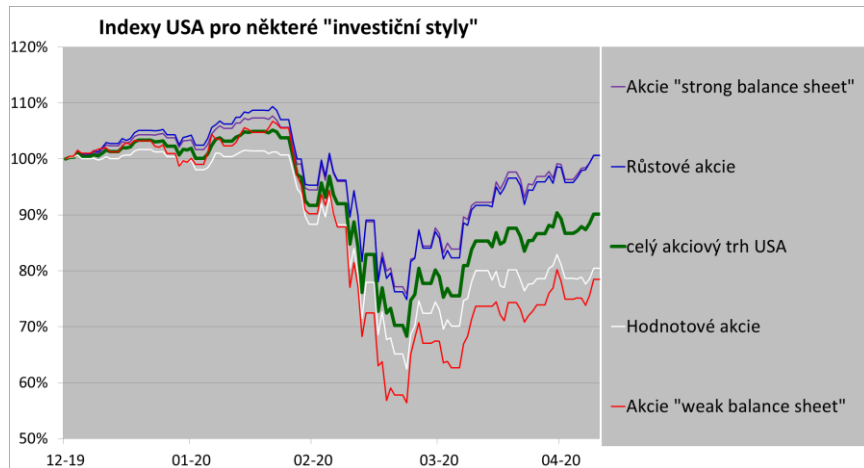
Akcie

- Podpora ze strany uvolnění měnové politiky centrálních bank a poklesu výnosů vládních dluhopisů
- Negativní vliv poklesu firemních výsledků → riziko poklesu v krátkodobém horizontu
- Extrémní rozptyl jednotlivých skupin akcií – viz dále



Na výběru akcií záleží – příklady výkonnosti některých investičních stylů

Každá akcie spadá zároveň do více investičních stylů... viz tabulka vpravo dole



Nadprůměrná výkonnost

- Velké společnosti
- Firmy se zdravou účetní rozvahou (nízké dluhy, vysoké vlastní jmění)
- „Růstové“ akcie (rychlý růst zisků a cash flow)

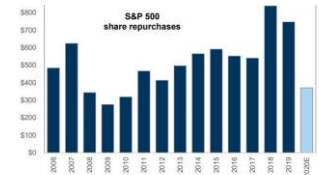
Podprůměrná výkonnost

- Malé společnosti
- Firmy se nezdravou účetní rozvahou (vysoké dluhy, nízké, nebo dokonce záporné vlastní jmění)
- „Hodnotové“ akcie (často mají „nezdravou účetní rozvahu“)
- Firmy silně odkupující akcie z burzy (→ nárůst dluhů)

Příklady klasifikace některých akcií

	Růstová / hodnotová	Velká / malá	Strong / weak	Buybacky	Sektor +/- 0	YTD
Amazon	R	V	S	NE	+	30%
Starbucks	R	V	W	ANO	-	-13%
Deere	H	V	S	NE	-	-23%
Ebay	H	V	W	ANO	+	15%
Boeing	R	V	W	ANO	-	-60%
Intel	H	V	S	ANO	0	0%
Tabák	H	M	S	NE	0	-3%

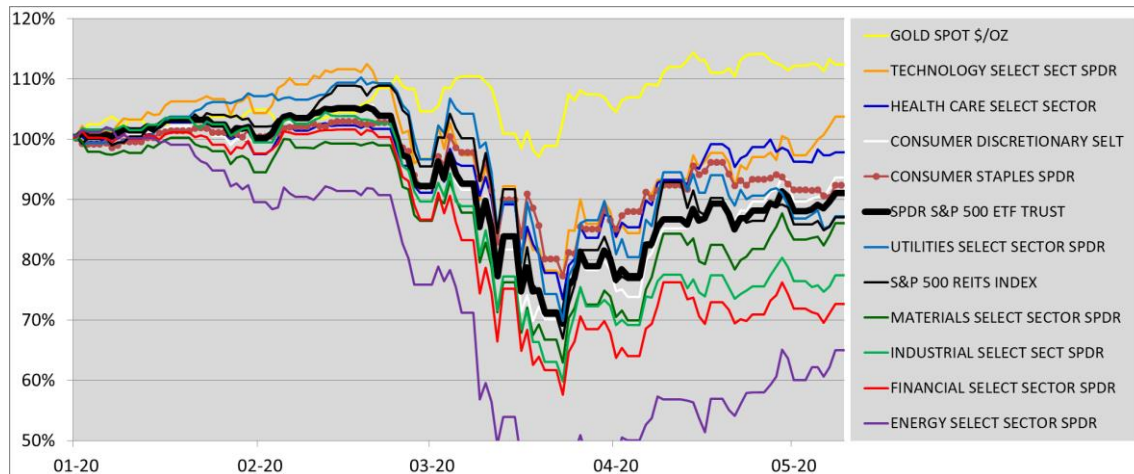
Buybacky poklesnou



Source: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

Dramaticky odlišný vývoj akciových sektorů

částečně koresponduje s výsledky za 1Q/2020 ale zejména zohledňuje strukturální změnu ekonomiky



Nejlepší

- Zlato
- „ON-LINE“ firmy (nárůst zákazníků)
- Zdravotnictví (stabilní zisky)

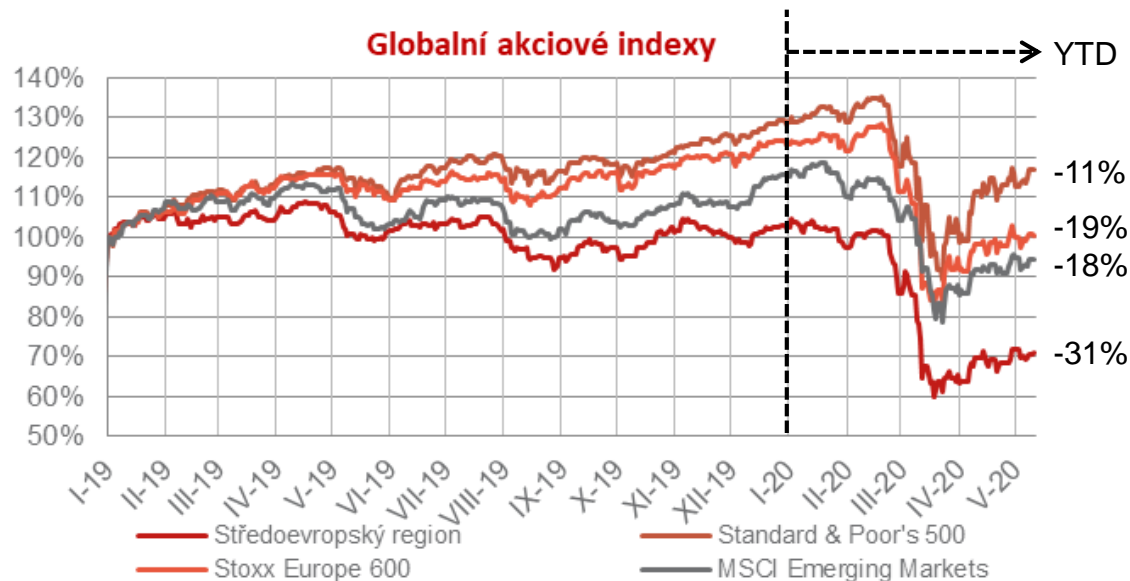
Nejhorší

- Ropný sektor
- Banky (porostou nesplácené úvěry)
- Průmysl v čele s automobilkami

MSCI WORLD

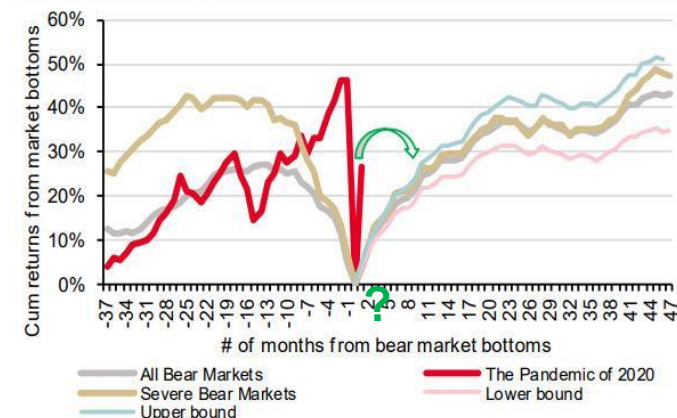
Range CQ1 Ending: 2/16/2020 - 5/15/2020

Surprise	Growth	Reported	Sales Growth	Earnings Growth
Industry (ICB)				
1) All Securities		1030 / 1425	-2.29%	-11.81%
12) > Oil & Gas		57 / 62	-13.29%	-26.51%
13) > Basic Materials		66 / 89	-12.02%	-14.06%
14) > Industrials		186 / 262	-6.05%	-11.31%
15) > Consumer Goods		123 / 185	-4.59%	-19.00%
16) > Health Care		97 / 123	10.49%	10.56%
17) > Consumer Services		117 / 187	3.14%	-19.82%
18) > Telecommunications		22 / 32	-0.98%	-1.07%
19) > Utilities		53 / 68	-10.39%	7.04%
20) > Financials		216 / 287	0.62%	-27.73%
21) > Technology		93 / 130	7.09%	3.49%



Průměrný tvar „bear market“ a následného růstu

Market (S&P 500) moves around bear market bottoms, a 150-year history, 1870-2020



Source: S&P Cross Asset Research/Equity Quant

Odlíšný vývoj regionů vyplývá z :

- Rychlosti a míry reakce centrálních bank a vlád
- Odlíšné sektorové a typové struktury indexu (viz výše)
- Míry poklesu a očekávané rychlosti oživení ekonomik/ zisků firem
- Pohybu měn – index středoevropských akcií se přepočítává do EUR (CEE měny oslabily)
– index Emerging Markets se přepočítává do USD (EM měny oslabily)

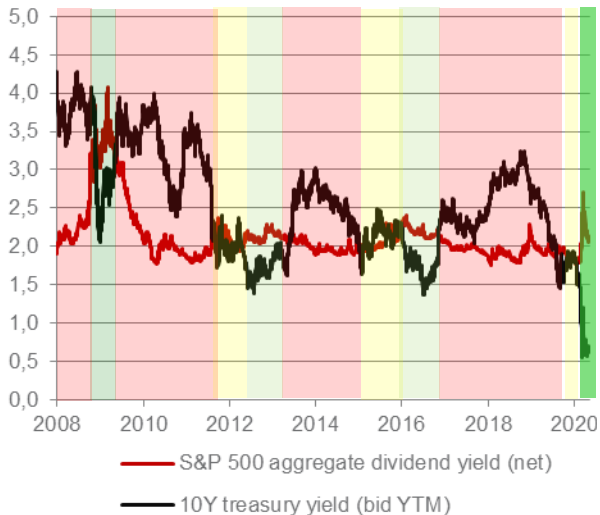
Ocenění akciových trhů je nadprůměrné (P/E, P/CF, ..)

zohledňuje však očekávané oživení firemních zisků v 2021 a nízké úrovně výnosů bezrizikových státních dluhopisů

Akcie jsou vůči bezrizikovým státním dluhopisům podhodnocené

- Dividendový výnos >> výnos do splatnosti státních dluhopisů

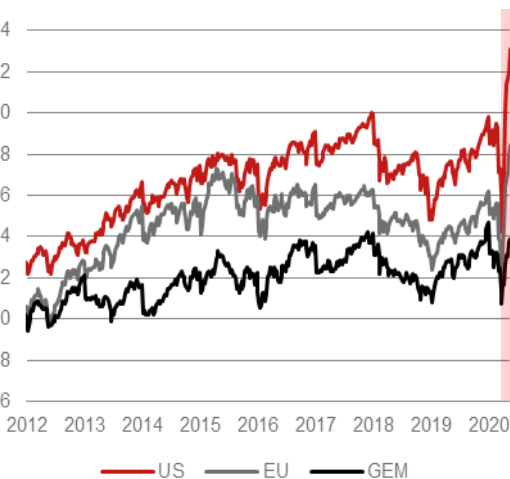
US Equities vs. 10Y Treasury bonds



Výrazně nadprůměrné ocenění (zejména v USA) podle predikce firemních zisků:

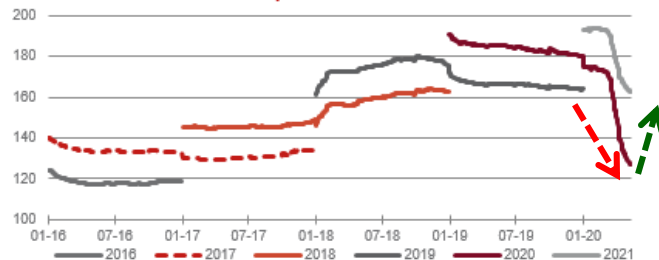
- Příčinou je, že predikce budoucích zisků (používají se zisky za 12 měsíců) poklesly více, než ceny akcií

Forward 12M P/E Ratio

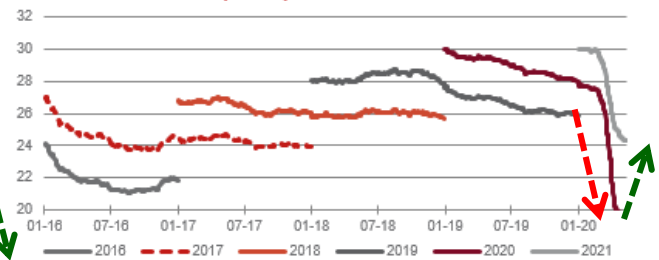


Predikce firemních zisků

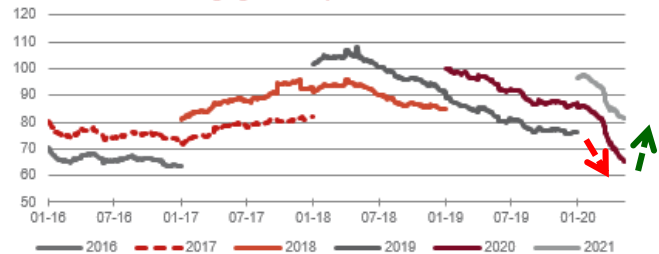
Standard & Poor's 500 predikce firemních zisků



Stoxx Europe 600 predikce firemních zisků



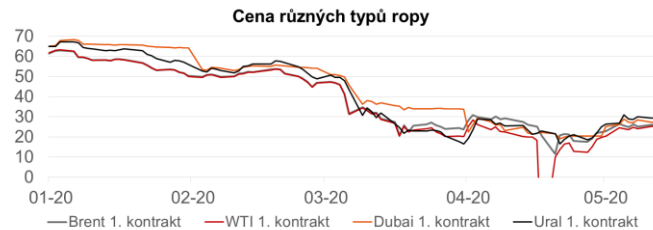
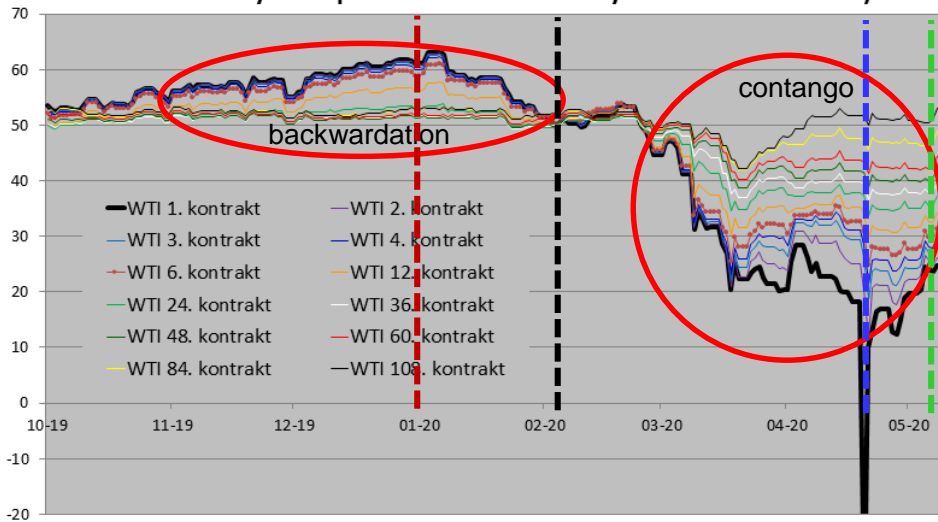
MSCI Emerging Markets predikce firemních zisků



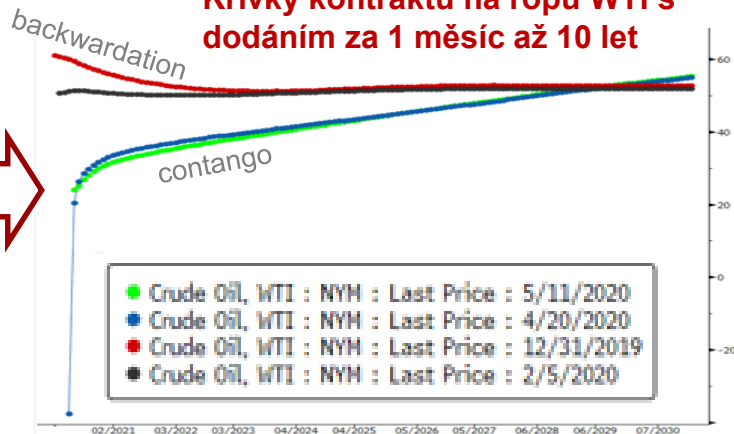
Není ropa jako ropa

Cena ropy v jeden okamžik závisí na 1. typu ropy 2. datumu dodání, 3. aj...

Kontrakty na ropu WTI s dodáním každý cca 20. den v měsíci



Křivky kontraktů na ropu WTI s dodáním za 1 měsíc až 10 let



Příčiny záporné ceny 1. kontraktu ropy WTI 20. dubna

Vypořádání kontraktů 20.4 ve fyzické formě v Cushing, Oklahoma (střed USA s omezenou kapacitou ropovodů směrem k pobřeží)

Tvar časové křivky kontraktů

Contango: dodání v budoucnu draže (běžné u komodit s vysokými náklady na uskladnění)

Backwardation: dodání v budoucnu levněji, stává se při krátkodobém výpadku nabídky



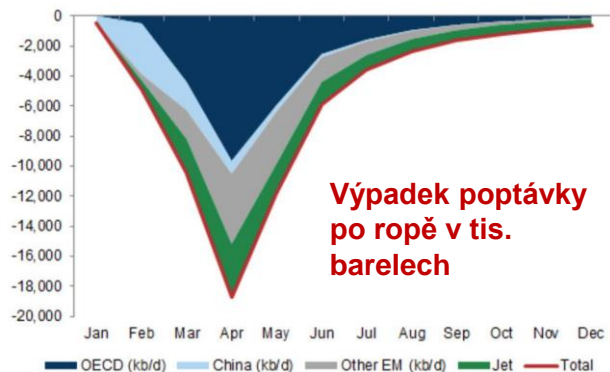
Výpadek poptávky + krátkodobá cenová válka

Stabilizace situace od května

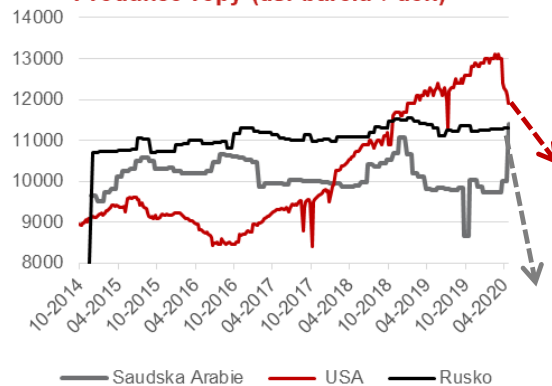
- Snížení těžby OPEC až od května a pouze o 7 mil barelů + 1 mil Saudi od června
- V USA probíhá „přirozený“ pokles těžby kvůli poklesu ceny
- Rusko se možná přidá k omezení těžby

Exhibit 2: Rapidly expanding global quarantines and a halt to air travel are leading to an unprecedented collapse in global oil demand

Demand impact from Covid-19 (kb/d)



Produkce ropy (tis. barelu / den)



Tankery jako dočasné zásobníky

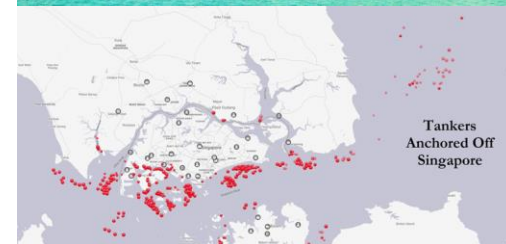
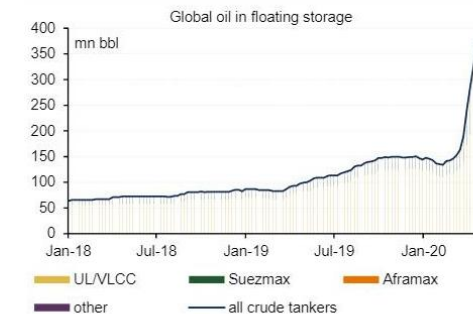


Chart 10: ...which translates to 375mn bbl of floating storage, an increase of more than 230mn bbl since the start of the year



Source: Clarksons

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 společnostech 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