

# Годишна стратегија за инвестиции



## Содржина

Главни упатства	3
Инвестициски категории	6
Глобални теми	9
Пазари на трудот	27
Задолжителни пазари	38
Ризици	46
Препораки	48

# Главни упатства

## Светлото на крајот од тунелот



м-р. Лука Фреле,  
ЦФА, член на одборот

Долго ќе ја паметиме минатата година и може само да си посакаме оваа година да биде помирна. Никој не ја очекуваше пандемијата, а камоли да ја предвиди во својата стратегија, ниту пак ние, но уште еднаш се покажа дека мораме на пазарот за труд да го очекуваме и неочекуваното и да бидеме подготвени на тоа. Иако годината започна мирно, со нови рекорди на пазарот на труд, додека на крајот на февруари не беше јасно какви ќе бидат економските последици од борбата против пандемијата. Светската економија целосно запре. Падот на економската активност беше најдлабок по Втората светска војна, а пазарот на труд загуби повеќе од 30%. Следеа брзи и силни мерки од страна на монетарните и фискалните области, а летните месеци донесоа олеснување во поглед на отворање на нови економии и подобри економски индикатори. Имено, како резултат на вториот бран моменталната економска слика есента повторно се влоши, но надежта се зголемува со одобрувањето на вакцините, а на пазарот на трудот му помогна и оптималниот резултат на изборите во САД. До крајот на годината пазарот на труд повторно беше на рекордно ниво, и покрај возбудливиот пат во текот на целата година.

Во оваа година очекуваме релативно успешно да се справиме со пандемијата и економските последици од оваа борба, па да бидат значително намалени во втората половина од оваа година. Како резултат на тоа, очекуваме силен скок на глобалниот економски раст, но тоа во голема мера зависи од успешноста на вакцините, како и можноста на државите за масовна вакцинација. Исто така, очекуваме продолжување на водењето на лабавите монетарни и фискални политики и во таквото опкружување, и покрај високите проценки, гледаме повеќе потенцијал за раст на инвестициите на капиталот, за што имаме позитивна препорака. Нашата препорака за инвестирање во обврзници е неутрална, а за пари е негативна.

За фирмата Generali Investments ова беше успешна година, во која достигнавме неколку пресвртници. На крајот од 2020 година, нашите средства достигнаа повеќе од 1,1 милијарди евра. Интеграцијата во групата Generali повеќе или помалку е комплетна, а се отвораат и нови можности за раст и развој. Со колегите од Generali Investments ви посакуваме се најдобро во 2021 година и животот да се врати што побрзо во старата рамка. И да биде профитабилна!



## Главни ориентации и ризици

Минатата година глобалните случувања беа обележани со избувнување на пандемијата и секако, економијата и пазарите на капитал не беа исклучок. Ненадејното исклучување на светската економија резултираше со нагло опаѓање на светскиот БДП, за кој се предвидува дека се намалува околу 4%. По ваквиот пад, оваа година на глобално ниво се очекува силен скок во економските активности, кој се очекува да зајакне за 5,2%.

Кај оваа прогноза клучен фактор останува успешноста во справување со пандемијата и економските последици од оваа борба. Надежта за успешно справување со пандемијата е претставена со многу позитивни резултати од успешноста од вакцинирање и рекордно брзиот почеток за вакцинирање на населението. Соодветно на тоа, во моментот се формираат очекувања дека во втората половина на годината нема да има потреба од затворање на економиите и со тоа многу помала е економската штета и нормализирање на состојбите.

Како одговор на силниот пад на економските активности видовме брза и одлучна реакција и од страната на монетарните и фискалните одлучувачи. Проценетата стимулација на глобално ниво изнесува 20 милијарди евра односно повеќе од 20% од светскиот БДП. Оваа оваа година очекуваме продолжување а водењето на олабавените монетарни и фискални политики. Во очите на учесниците на пазарот на труд, централните банки за пазари на трудот ја претставуваат така наречената опција за централно банкарство, што се покажа добро во емот на нестабилноста во февруари. При спроведувањето на фискалните политики еден меѓу клучните акции на инвестиции во инфраструктурата, а сè повеќе ЕСГ станува поважна тема.

Кога зборуваме за ризици, според наше мислење, најголемиот ризик во овој момент е премногу консензуален оптимизам. Успехот на вакцината, резултатот од изборите во Америка, олеснувањето на трговските војни, преговорите за Брегзит, се настани што поттикнуваат оптимизам, но патот оваа година сигурно нема да биде без пресврти. Мутација на вирусот или побавна вакцинација отколку што се очекуваше во моментот и, следствено, потребата од затворање на економиите во втората половина на оваа година, политичката слика во САД, парламентарните избори во Германија, високите проценки, особено компаниите кои растат брзо итн. тие можат да бидат фактори кои се премногу занемарени во сегашната средина.

Според нашето основно сценарио, очекуваме релативно успешна контрола на пандемијата и, следствено на тоа, оваа година враќање на економскиот раст. И покрај моменталната екстремна ликвидност на пазарот, очекуваме дека олабавените монетарни политики ќе продолжат и оваа година. Во такво опкружување, меѓу инвестициските класи, гледаме поголем потенцијал за инвестиции во капитал, за кои имаме позитивна препорака, додека имаме неутрална препорака за инвестиции во обврзници и негативна за пари.

# Инвестициски категории

# Враќање на поединечните инвестициски категории во EUR

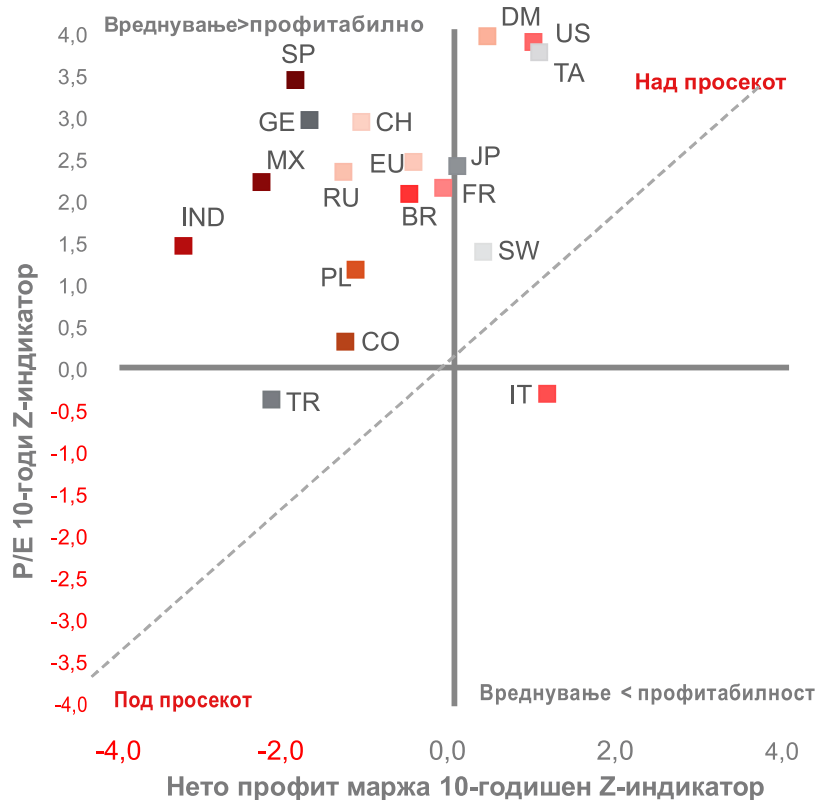
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR10/20
ACWI	-6,6 %	11,4 %	15,1 %	16,3 %	6,6 %	8,8 %	6,7 %	-6,8 %	26,5 %	5,0 %	7,1 %
DM Eqty	-4,7 %	11,2 %	18,8 %	17,3 %	8,3 %	8,5 %	5,4 %	-6,0 %	27,7 %	4,8 %	7,9 %
US Eqty	3,1 %	11,4 %	24,0 %	26,9 %	10,5 %	12,8 %	4,8 %	-1,6 %	31,4 %	6,8 %	11,4 %
EU Eqty	-17,1 %	13,8 %	17,9 %	1,2 %	3,8 %	0,7 %	6,5 %	-14,3 %	24,8 %	-5,1 %	2,2 %
JP Eqty	-10,2 %	7,8 %	23,0 %	7,0 %	20,4 %	7,4 %	8,3 %	-5,8 %	22,3 %		7,8 %
EM Eqty	-17,9 %	13,1 %	-9,1 %	8,7 %	-7,5 %	11,9 %	17,9 %	-12,5 %	17,7 %	6,4 %	1,9 %
BRIC	-22,5 %	9,0 %	-10,4 %	7,3 %	-6,1 %	12,8 %	21,7 %	-11,2 %	22,2 %	6,0 %	1,7 %
FM Eqty	-19,7 %	3,0 %	16,1 %	17,3 %	-7,9 %	1,7 %	12,0 %	-15,0 %	15,8 %	-10,4 %	0,4 %
GLOBAL Bnd	5,6 %	4,3 %	-2,6 %	0,6 %	-3,2 %	2,1 %	7,4 %	-1,2 %	6,8 %	9,2 %	2,6 %
EMU Bnd	3,2 %	11,2 %	2,2 %	11,1 %	1,0 %	3,3 %	0,7 %	0,4 %	6,0 %	4,0 %	3,9 %
US HY	5,0 %	15,8 %	7,4 %	2,5 %	-4,5 %	17,1 %	7,5 %	-2,1 %	14,3 %	7,1 %	6,2 %
EMBI	11,9 %	16,4 %	-10,6 %	20,3 %	12,7 %	13,5 %	-4,1 %	0,1 %	16,7 %	-2,7 %	6,3 %
EMU MM	0,9 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	-0,1 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,5 %	-0,1 %
US Corp	12,6 %	9,8 %	-6,6 %	23,8 %	10,5 %	9,6 %	-5,9 %	1,1 %	19,6 %	2,2 %	6,6 %
EU Corp	1,7 %		2,2 %	8,2 %	-0,7 %	4,7 %	2,4 %	-1,3 %	6,3 %	2,7 %	3,5 %
US REIT	7,1 %	11,8 %	-5,5 %	43,1 %	10,6 %	6,9 %	-12,5 %	-3,0 %	21,9 %	-20,2 %	4,3 %
EU REIT	-13,2 %	22,6 %	6,8 %	21,3 %	15,1 %	-7,8 %	9,3 %	-11,2 %	24,7 %	-13,1 %	4,0 %
Cmdty	-5,3 %	-5,0 %	-9,1 %	-6,4 %	-14,7 %	13,0 %	-10,8 %	-6,2 %	14,0 %	-16,7 %	-4,7 %
Hedge Fnd	-6,0 %	1,7 %	2,1 %	13,3 %	7,3 %	5,6 %	-7,0 %	-2,1 %	10,8 %	-1,9 %	2,0 %
FX	-3,6 %	1,5 %	6,2 %	-6,0 %	-7,9 %	2,8 %	8,7 %	-2,4 %	-3,2 %	-3,2 %	0,0 %

Извор: Блумберг, сопствена пресметка на Generali Investments

ACWI: MSCI AC, DM Eqty: MSCI World, US Eqty: MSCI USA, EU Eqty: MSCI EU, JP Eqty: MSCI Japan, EM Eqty: MSCI EM, BRIC: MSCI BRIC, FM Eqty: MSCI FM, GLOBAL Bnd: Barclay's Capital Global Bond, EMU Bnd: Barclay's Euro Aggregate, US HY: Barclay's US Corporate High Yield, EMBI: JP Morgan EMBI Global, EMU MM: Eonia, US Corp: iBoxx Liquid IG, EU Corp: iBoxx EU Corporate, US REIT: FTSE EPRA/NAREIT US, EU REIT: FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe, Cmdty: RJ/CRB Commodity TR, Hedge Fnd: HFRX Global Hedge Fund, FX: Deutsche Bank EUR Trade weighted Index

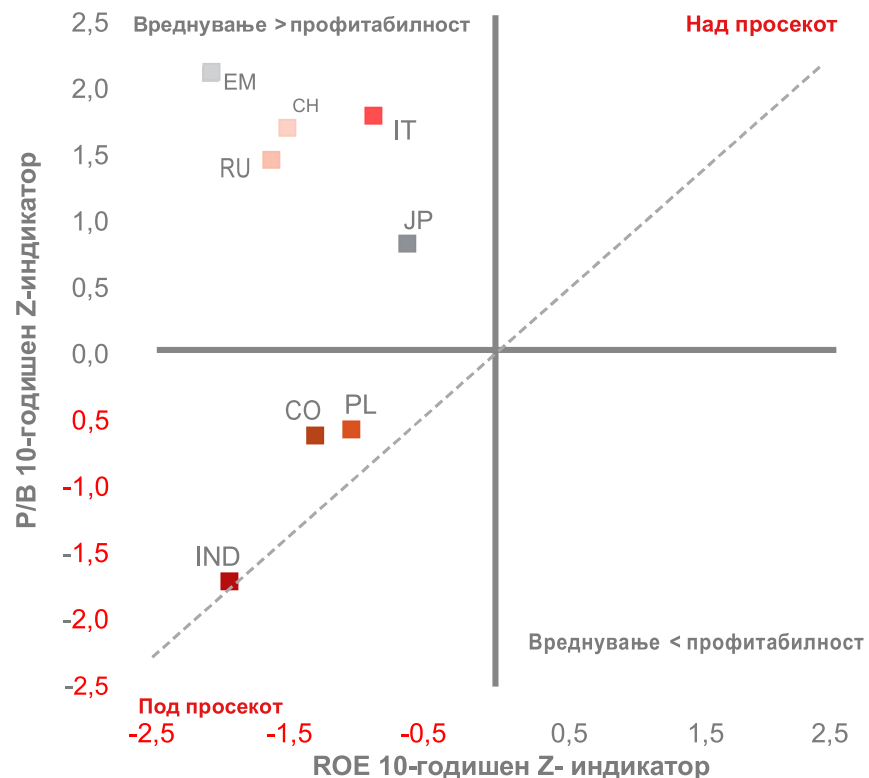
# Z-индикатори по поединечни држави

10-годишен Z-индикатор - P/E & нето профитна маржа



Извор: Блумберг, сопствена пресметка на Generali Investments

10-годишен Z-индикатор - P/B & ROE



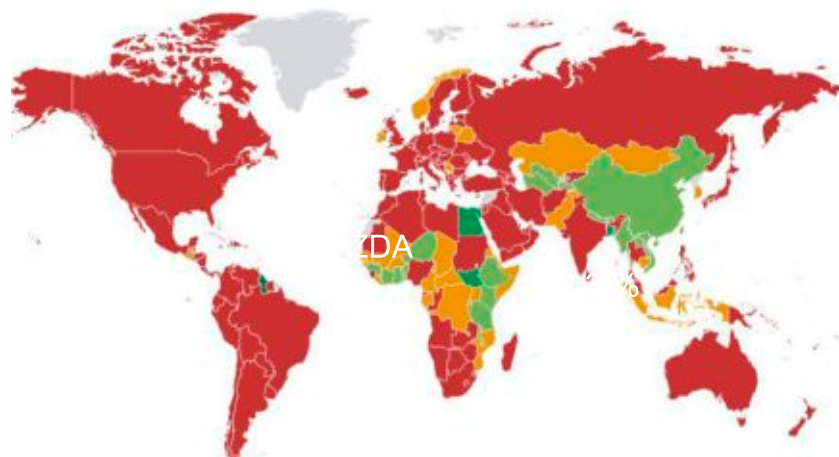
Извор: Блумберг, сопствена пресметка на Generali Investments

EU: MSCI Europe, GE: MSCI Germany, SW: MSCI Sweden, FR: MSCI France, SP: MSCI Spain, US: MSCI USA, JP: MSCI Japan, IT: MSCI Italy, DM: MSCI World, ACWJ: MSCI All Countries, EM: MSCI Emerging markets, MX: MSCI Mexico, IN: MSCI India, KR: MSCI Korea, BR: MSCI Brazil, RU: MSCI Russia, CO: MSCI Colombia, CH: MSCI China, PL: MACI poland, IND: MSCI Indonesia, TR: MSCI Turkey, TA: MSCI Thailand

# Глобални теми

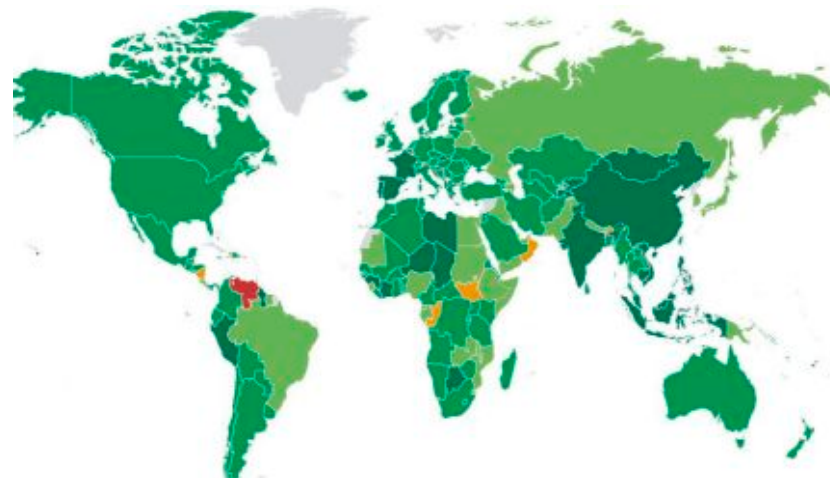
# Економско опкружување

2020



6% or more 3% - 6% 0 - 3% -3% - 0 less than -3% no data

2021



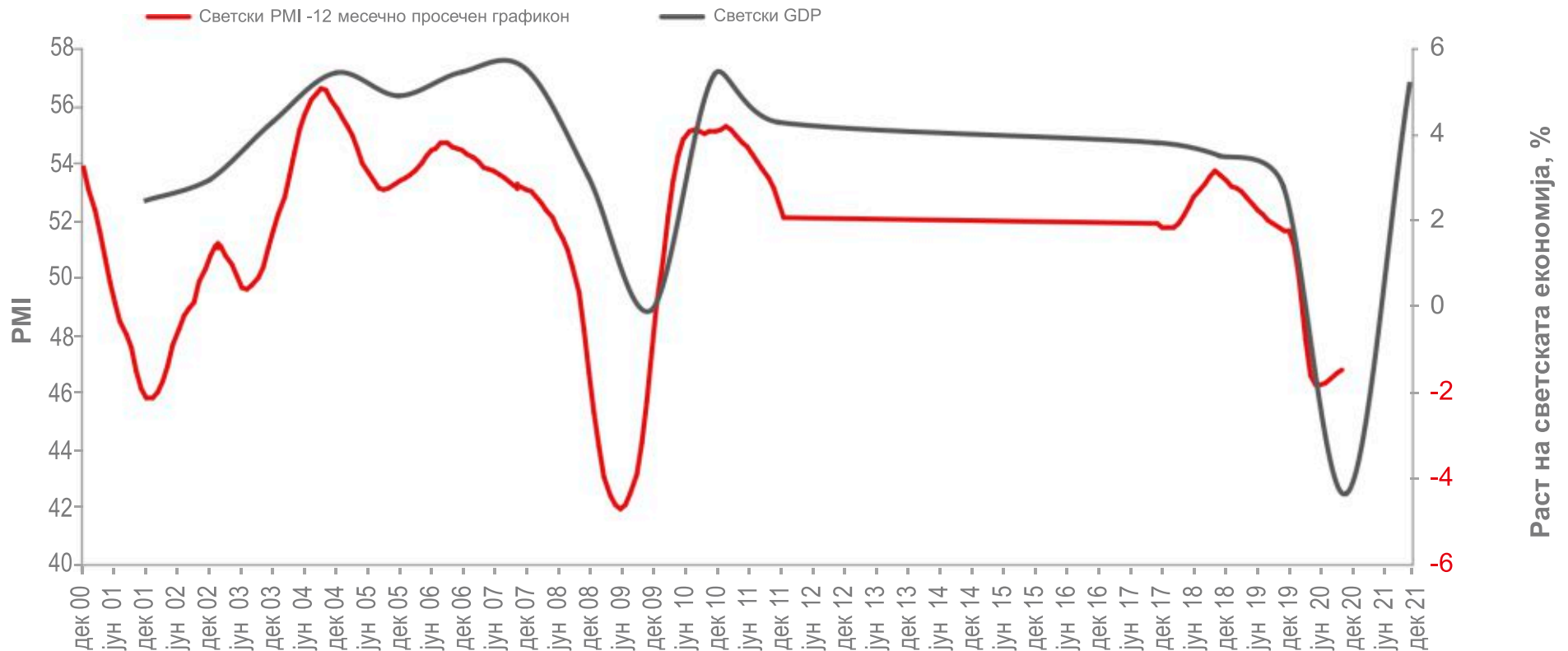
6% or more 3% - 6% 0 - 3% -3% - 0 less than -3% no data

Извор: IMF

# Глобално економско опкружување

Дали го видовме локалното дно во 2020 година?

## Раст на светската економија и индикатор PMI



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

# Глобално економско опкружување

## Негативни ревизии на економскиот раст во изминатите години

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Глобално</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>
Г10	2,6	1,5	1,1	1,3	2,0	2,5	1,7	2,3	2,3	1,6	-5,3	4,0	3,2
<b>САД</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>
Јапонија	4,2	-0,1	1,6	2,0	0,3	1,6	0,8	1,7	0,6	0,3	-5,3	2,7	2,0
<b>ЕУ</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>-7,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>
ЕМУ	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,6	1,9	1,3	-7,4	4,6	3,7
ВБ	2,1	1,3	1,4	2,2	2,9	2,4	1,7	1,8	1,2	1,3	-11,3	5,3	4,5
Германија	4,1	3,7	0,4	0,4	2,2	1,5	2,2	2,6	1,3	0,6	-5,6	4,0	3,4
Франција	1,9	2,2	0,3	0,6	1,0	1,1	1,1	2,3	1,8	1,5	-9,2	6,0	3,8
Италија	1,7	0,6	-3,0	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,9	0,3	-9,0	5,4	3,4
Шпанија	0,0	-1,0	-3,0	-1,4	1,4	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,6	6,2	4,9
Словенија	1,3	0,9	-2,6	-1,0	2,8	2,2	3,2	4,8	4,4	3,2	-7,0	4,1	3,0
<b>БРИК</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>0,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
Кина	10,6	9,5	7,9	7,8	7,4	7,0	6,8	6,9	6,7	6,1	2,0	8,2	5,5
Бразил	7,6	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,6	3,5	2,5
Индија	8,6	8,9	6,7	4,7	6,4	7,4	8,0	8,3	7,0	6,1	-8,5	9,2	#N/A N/A
Русија	4,5	4,3	3,7	1,8	0,7	-2,0	0,2	1,8	2,5	1,3	-3,8	3,0	2,5

Извор: Блумберг, сопствена прес метка

За 2019, 2020 и 2021 година прикажани се просечни прогнози од аналитичарите. Зелената односно црвената боја означува дали прогнозите се зголемени/намалени во споредба со минатогодишните предвидувања.



## PMI – Заеднички индекс

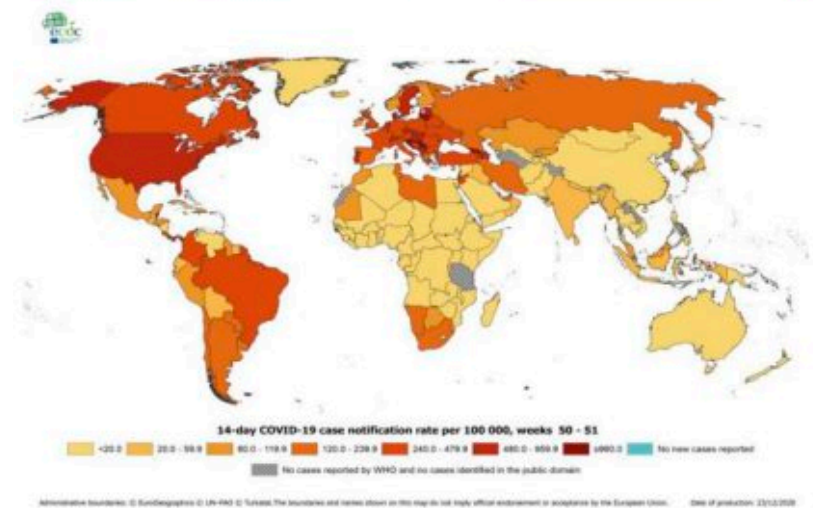
Индексите PMI во 2020 година се намалија

	дек 18	јан 19	фев 19	мар 19	апр 19	мај 19	јун 19	јул 19	авг 19	сеп 19	окт19	ное19	дек 19	јан 20	фев 20	мар20	апр20	мај 20	јун 20	јул 20	авг 20	сеп 20	окт20	ное 20	дек 20
Глобално	53,0	52,6	53,3	53,8	52,9	51,6	52,0	52,5	51,8	51,3	50,9	51,6	51,9	52,7	47,1	36,8	23,7	35,2	48,1	50,7	52,0	52,0	52,9	52,2	
ДМ	<b>52,8</b>	<b>52,5</b>	<b>53,8</b>	<b>53,9</b>	<b>52,6</b>	<b>51,5</b>	<b>52,0</b>	<b>52,6</b>	<b>51,6</b>	<b>51,2</b>	<b>50,7</b>	<b>51,1</b>	<b>51,9</b>	<b>52,7</b>	<b>49,7</b>	<b>34,9</b>	<b>21,0</b>	<b>33,0</b>	<b>47,6</b>	<b>51,1</b>	<b>52,2</b>	<b>51,6</b>	<b>52,4</b>	<b>51,4</b>	
САД	54,4	54,2	56,0	55,3	53,0	50,9	51,5	53,0	50,7	50,9	50,6	51,6	52,8	53,4	49,4	39,8	26,7	37,5	47,9	50,0	55,0	54,6	56,9	58,4	55,3
Јапонија	51,0	51,6	52,3	52,0	51,8	51,7	51,9	51,8	53,3	52,8	49,7	50,3	49,4	51,0	46,8	33,8	21,5	26,5	45,0	45,4	45,0	46,9	47,7	47,8	47,7
УЕ	51,2	50,9	52,5	52,3	52,2	52,5	52,8	52,8	52,8	51,1	51,7	51,2	52,1	52,8	52,6	26,4	12,0	30,5	48,3	54,7	50,5	48,0	46,9	41,7	46,4
ЕМУ	51,2	51,2	52,8	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,6	26,4	12,0	30,5	48,3	54,7	50,5	48,0	46,9	41,7	46,4
ВБ	51,2	50,1	51,3	48,9	50,4	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,2	34,5	13,4	29,0	47,1	56,5	58,8	56,1	51,4	47,6	49,4
Германија	51,8	53,0	55,3	55,4	55,7	55,4	55,8	54,5	54,8	51,4	51,6	51,7	52,9	54,2	52,5	31,7	16,2	32,6	47,3	55,6	52,5	50,6	49,5	46,0	47,0
Франција	49,0	47,8	50,2	49,1	50,5	51,5	52,9	52,6	53,4	51,1	52,9	52,2	52,4	51,0	52,5	27,4	10,2	31,1	50,7	57,3	51,5	47,5	46,5	38,8	49,1
Италија	50,5	49,7	50,4	53,1	50,4	50,0	50,5	51,7	50,6	51,4	52,2	50,4	51,1	51,4	52,1	17,4	10,8	28,9	46,4	51,6	47,1	48,8	46,7	39,4	39,7
Шпанија	54,0	54,7	54,5	56,8	53,1	52,8	53,6	52,9	54,3	53,3	52,7	53,2	54,9	52,3	52,1	23,0	7,1	27,9	50,2	51,9	47,7	42,4	41,4	39,5	48,0
ЕМ	<b>53,6</b>	<b>52,9</b>	<b>52,0</b>	<b>53,8</b>	<b>53,5</b>	<b>51,8</b>	<b>51,8</b>	<b>52,1</b>	<b>52,3</b>	<b>51,6</b>	<b>51,6</b>	<b>53,0</b>	<b>52,3</b>	<b>52,4</b>	<b>39,8</b>	<b>42,1</b>	<b>31,6</b>	<b>41,4</b>	<b>49,3</b>	<b>49,4</b>	<b>51,5</b>	<b>53,2</b>	<b>54,5</b>	<b>54,4</b>	
Кина	53,9	53,6	51,1	54,4	54,5	52,7	52,0	51,6	52,1	51,3	51,1	53,5	52,5	51,8	26,5	43,0	44,4	55,0	58,4	54,1	54,0	54,8	56,8	57,8	56,3
Бразил	51,9	52,0	52,2	52,7	49,9	47,8	48,2	52,2	51,4	51,8	51,2	50,9	51,0	52,7	50,4	34,5	27,4	27,6	35,9	42,5	49,5	50,4	52,3	50,9	
Индија	53,2	52,2	52,5	52,0	51,0	50,2	49,6	53,8	52,4	48,7	49,2	52,7	53,3	55,5	57,5	49,3	5,4	12,6	33,7	34,2	41,8	49,8	54,1	53,7	52,3
Шведска	56,4	53,8	55,2	54,5	53,4	53,5	51,2	52,0	52,7	50,1	50,3	46,9	48,8	52,5	55,7	46,0	39,7	41,5	50,8	54,9	57,4	54,8	55,3	58,6	

# Коронавирус – COVID -19

## Цунами од Ковид

- Во декември 2019 година беше откриен нов коронавирус SARS – CoV-2 во кинескиот град Вухан, кој потоа како цунами се рашири на сите континенти во светот на почетокот на 2020.
- Во март првиот бран најпрво ја погоди Европа, каде италијанскиот град Бергамо стана епицентар на заразата. Потоа нагло ширење во Франција, Шпанија и останатите држави во ЕУ. Следат затворање на економиите.
- Во април бранот се рашири во Северна Америка, особено во САД, каде што се забележани огромен број на заразени и рекорден број на смртни случаи (повеќе од 324 илјади). Во САД нема затворање на економијата.
- Во јуни бранот се префрли во Средна и Јужна Америка, со најголем удар во Мексико и Бразил.
- Во септември новиот бран повторно се распрснува во Европа, каде што се преземаат сè построги мерки за спречување на ширење на вирусот.
- Во декември бројот на заразени продолжува да расте на глобално ниво. Во некои држави на ЕУ во целост одат со прекин на економијата за неколку недели. Во ВБ е откриен нов SARS –CoV-2, што би бил 70 % со поголема заразеност.



Извор: The Economic Times, ECDC

# Коронавирус – COVID -19

## Вакцина, светлото на крајот на тунелот?

- Во ноември, светлото на крајот од тунелот, кога фармацевтските компании Pfizer/BioNTech, Moderna и AstraZeneca/Oxford објавија позитивни резултати на новоразвиени вакцини. Со ефикасност повеќе од 90 %.
- Во декември се првите одобрувања на различните глобални агенции за лекови. Така, првите вакцинирања се во САД, Европа, ...

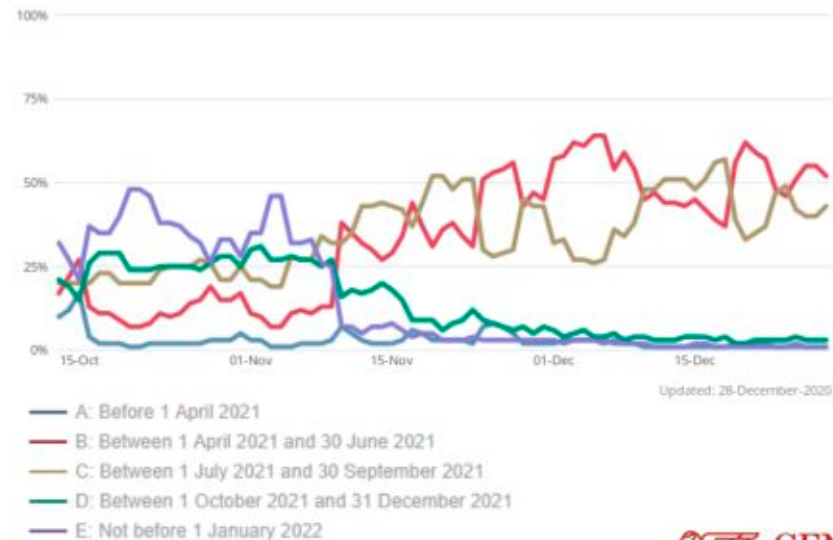
Дали вакцината ќе биде доволна за сите и кога и колку долго ќе носи отпорност? Факт е дека Ковид-19 ќе остане со нас уште некое време.

- И покрај развиената вакцина, светската економија нема да работи со оптималните пресврти. Глобално, Ковид-19 предизвикува реорганизација на светската економија. Фирмите ќе ги ребрендираат своите синџири за снабдување и наместо „Just in time“ сега е „Just in case“, тие се соочуваат со поголемо државно влијание поради пријатната државна помош, а сепак ветува уште поголема дигитализација на бизнисот, Е СГ и преминот од глобализација кон регионализација.



### Вредноста на вакцинација на население во САД

Кога ќе бидат достапни доволно одобрени дози за вакцини од ФДА за 200 милиони Американци?



Извор: The Economist, Good Judgement - Superforecasters

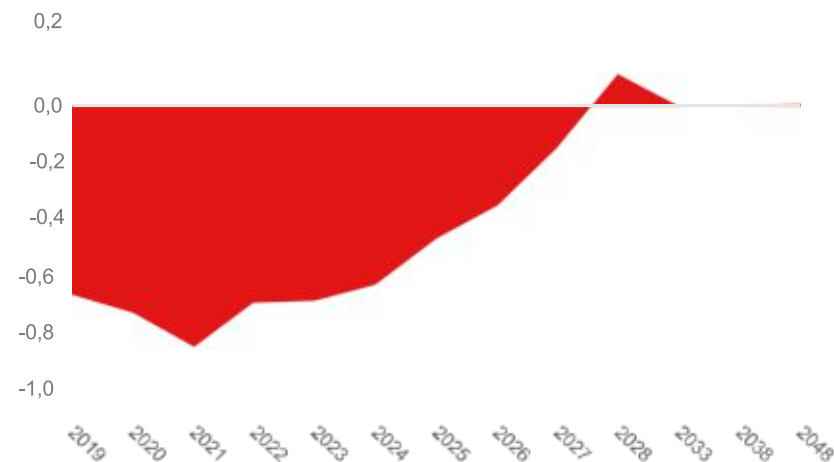
# Финансиски сектор

## ЕЦБ: ако немаш нова идеја, освежи ја старата, но со поголема сума

- ЕЦБ во 2021 со нов пакет на помош:
  - Подготвени уште да ги намалуваат основните каматни стапки
  - Нови 500 мил евра во програмата ПЕПП (на 1850 Мил евра), која трае барем до март 2022
  - Продолжување на QE 20 мил без зрелост
  - Ре-инвестирање на зрелоста барем до крајот на 2023
  - ТЛТРО III (со некои модификации-стимулации) барем до јуни 2022
  - НУ „отпуштање“ до јуни 2022
  - 4. нови ПЕЛТРО и Swap и Repo линии барем до март 2022. Продолжете со редовните операции за рефинансирање со целосна распределба без зрелост.
- Просторот за дополнителна стимулација во случај на непопуларни сценарија веќе е тесен.
- Според договорот од државите на ЕУ тоа ќе биде фискална политика во следниот период е стимулативна, што треба да помогне во монетарната политика за надминување на кризата со Ковид.
- Дали гувернерот Лаагард ќе ја следи промената на таргетирањето на инфлацијата во САД?  
Дали пристојно ќе се насочи пазарот во своите перформанси е друго прашање (курс на евра).



Очекувања на пазарот за каматна стапка на ЕЦБ



Правилото на Тејлор во еврозоната



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

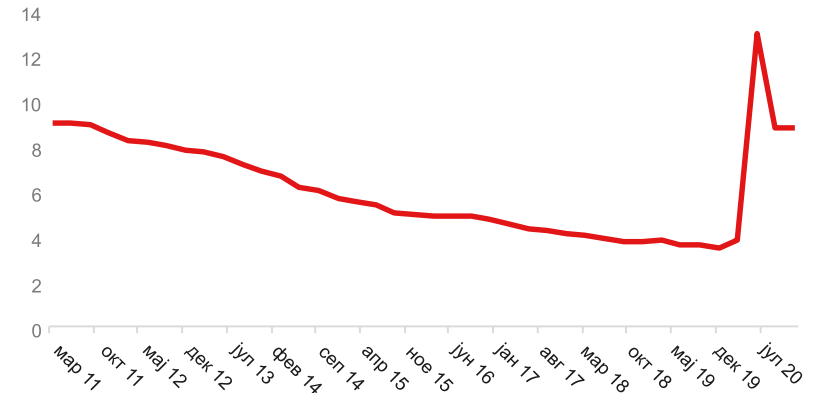
# Финансиски сектор

## Времиња на хармонија меѓу ФЕД и владата? И трубите ќе останат.

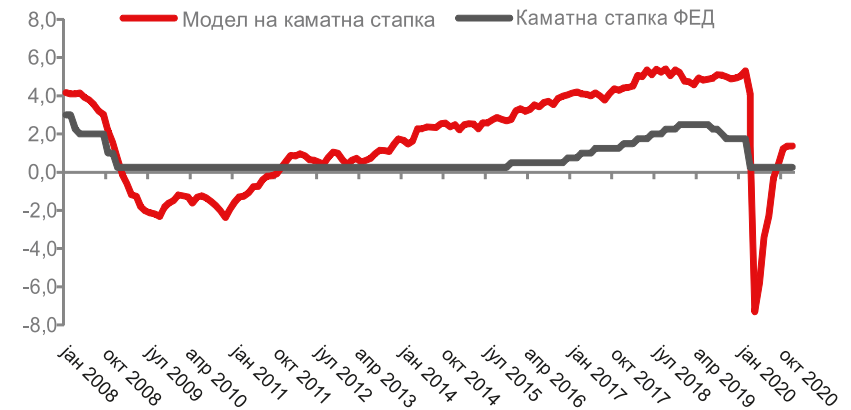
- Каматните стапки се спуштија на 0 - 0,25 %.
- QE (80 мил долари) веројатно за нас ќе биде до Q4 2021.
- Ако кризата продолжи ќе се зголемат QE односно ќе се намалат очекувањата по другите ОМ.
- Сите други мерки (дискретен прозорец СВ и др.) ќе бидат достапни уште некое време и со намалена видливост.
- Во случај на прашања за солвентност Yellen, што ќе ги преземе Министерството за финансии.
- Во тој контекст, мислиме дека синхронизацијата на монетарната и фискална политика ќе биде значително подобра.
- Сакаат да го оживеат пазарот на труд од здравствениот шок.
- Нивото на финансиската стабилност го гледаат како многу добро.



### Невработеност во САД



### Правилото на Тејлор во САД





# Кога централните банки ја нарекуваат инфлација

## Парите наспроти другите инвестициски класи

- Во светот на несигурноста може да сме сигурни:
  - Дека со инвестирање на пари во Европа ќе изгубиме и номинално и реално.
- Во што може да веруваме:
  - Дека фирмите и државите во просек се со многу послаба кредитна способност, но во следната година централните банки сè уште ќе ги купуваат обврзниците.
  - Дека проценките на капиталот се индиретно поддржани од поплавата на ликвидација.
  - Дека централните банки водат политика на девалвација на парите
- Во што веројатно веруваме:
  - Во кредибилитетот на централните банки.
- Што има функција од складиштето за вредност?



LTRO,TLTRO,APP,QE,Swap line,PEPP, Collateral easing,CUT,REPO,CPFF,PDCCF,MMLF,PMCCF,SMCCF,FIMA, MSNLF,MSELF,PPPLF,MLF, TFSME,CCFF,CTRF,W&M, ETF+REITSQ QE, Yield control.



Пари, школки и единечни и расцепкани стапчиња.

Извор: CFA, [https://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_theory\\_of\\_money](https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_theory_of_money)

## Вистинска инфлација насп. ЕЦБ цели во последните 15 год



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

# САД

## Економскиот раст и поголемите профити можат да ги оправдаат високите проценки?

- Дали Бајден ќе ги зголеми даноците во сегашната ситуација?
- Дали Фед може предвремено да ја намали стимулативната политика?
- На пазарот за девизи следната година ги враќаат и дивидентите и купувањето на сопствени акции. Може ли да се приближи рекордот од 2019?
- Акциите во споредба со обврзниците сè уште се релативно ефтини. Дали оваа ситуација ќе остане и оваа година?
- Кај трговските војни со Кина не очекуваме ескалација. Но,може ли да очекуваме попријателски односи? Дијалогот со ЕУ би морал да биде попозитивен.
- Што ќе каже доларот за тоа? Може ли да продолжи да губи во однос на еврото? За европските инвеститори ова не е добро.
- Дали Бајден може да изненади и да се обиде делумно да ги разбие монополите, кои ги имаат во САД?
- Како ќе биде со зелената Америка?

## Придонес кон растот на БДП



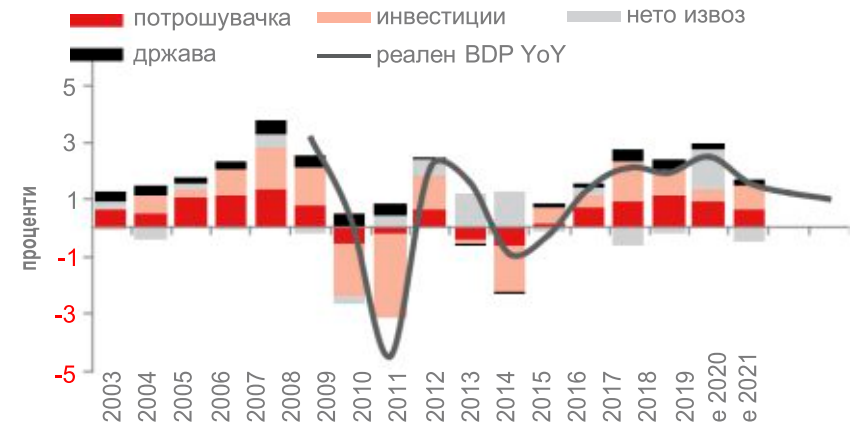
Извор: A.F.Branco, Sebastien Thibault

# Европа

## Година на закрепнување и зајакнување на Унијата

- Во 2020 Европа беше обележана со пандемија, проблеми во односите со САД и сè уште недовршениот Б. Вакцината дава надеж, дека ќе ја совладаме пандемијата, Биндовата администрација веројатно носи подобри прекуатлантски односи, а а Брежит ќе мора да заврши и онака во 2021.
- ЕЦБ и понатаму ќе продолжи многу стимулативно да дејствува, каматните стапки остануваат многу ниски. Монетарната стимулација останува исклучително силна, но земјите остануваат со нови економски стратегии, како што е „Green deal“.
- Пазарот на труд во Европа и во 2020 заостана зад САД. Видовме силна дивергација меѓу старата економија и новите работни модели, кои се здобија со пандемијата. Оттука и огромните разлики во движењето на одделните акции и пазари. Во 2021 се очекува да го означи враќањето на цикличното дејствување, но само ако вакцините дејствуваат. Подобрените односи со САД и спроведениот Брежит ги намалува ризиците, што е позитивно за пазарот на труд..
- Пандемијата сериозно ги намали профитите и обемот на работата. Во 2021 очекуваме силен скок во некои делови од економијата, но враќање на нивото во 2019 не е очигледно. Прогнозите се остварливи, иако во овој момент изгледа многу оптимистички. Треба да се реализираат повеќе позитивни влијанија, што значи дека пазарот е чувствителен на можните негативни изненадувања. Диверзацијата останува основно упатство за инвестирање.

## Придонес кон растот на БДП



## Инструмент за следната генерација ЕУ – 3 столба

Инвестиции во зелена, дигитална и отпорна Европа



Извор: Блумберг, Владина канцеларија за развој и европска политика за кохезија, сопствена пресметка

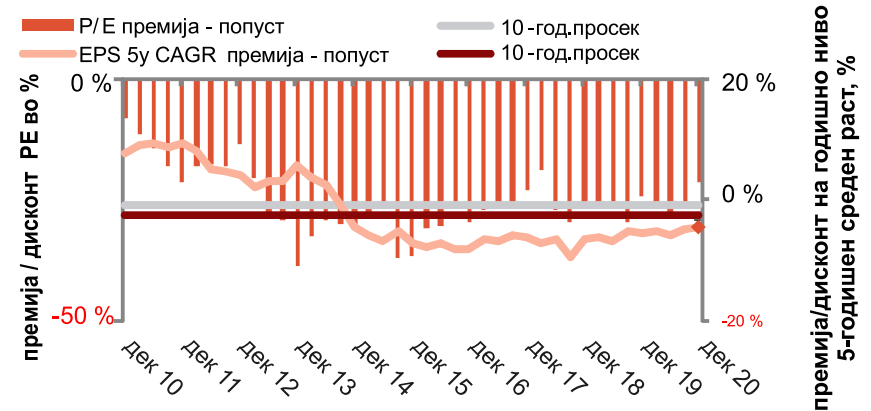


# Пазари во развој

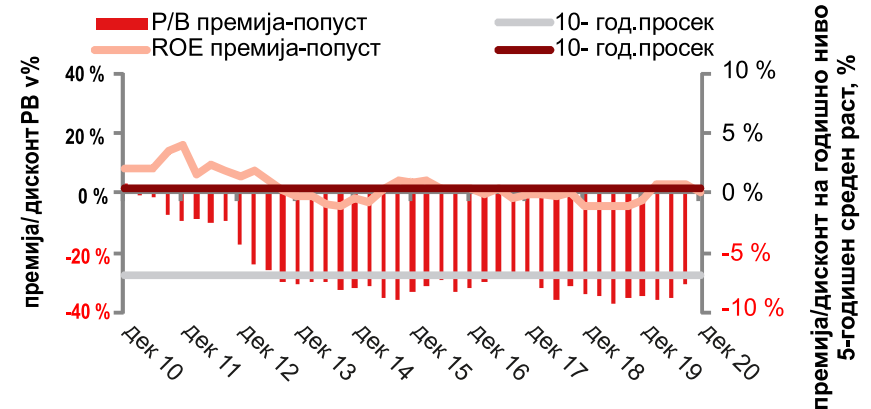
## Атрактивни проценки и голем потенцијал за побрзо закрепнување на економијата

- Државите што успеаја да го ограничат ширењето на вирусот и избегнаа долгорочна пандемија навремено и доволно воведоа пакети за државна помош (збир од монетарни и фискални мерки), имаат релативно ниска изложеност на најпогодените економски сектори поради вирусот (туризам и други услужни активности) и не се премногу зависни од странски капитал, тие најверојатно од кризата ќе излезат први и во најдобра кондиција.
- Кина во однос на кризата ќе достигне предкризно ниво во однос на БДП. По оценките на аналитичарите се очекува да биде проследена од Индија во Q1 2021, а на почетокот на втората половина на 2021 од Чиле и Јужна Кореја.
- Од друга страна, во некои држави структурните слабости во сегашната КОВИД-19 криза уште се засилуваат. Дефицитите на тековната сметка во Колумбија и Турција дополнително ги изложија националните валути на потенцијалните надворешни шокови, што е очигледно во случајот со турската лира во 2020. Огромните фискални дефицити во Бразил, Јужна Африка и Филипини ќе продолжат да бидат во изобилство и следната година, што придонесува за задолжување на државите. Сепак, брзиот развој на државниот долг веќе е проблем во Бразил, Јужна Африка и Индија.
- Вреднувањето на пазарот на труд во повеќето држави во развој останува привлечен, особено во споредба со развиениот свет.

### EM vs. DM: премија/дисконт во PE вреднување и Раст на добивка



### EM vs. DM: премија/дисконт во P/B вреднување и ROE



Извор: Блумберг

# Кина

## Родена е новата суперсила

Со промена на власта во САД повеќето аналитичари очекуваат подобрување на дипломатската/економската динамика на релација САД и Кина, кој е под водство на Доналд Трамп, со т.н. „Трговска војна“ е забележана најниската точка во модерната историја. Склучувањето на новиот трговски договор во азиско-пацифистичкиот регион (**Regional Comprehensive Economic Partnership, АСЕР**), чиј главен играч е токму Кина. Договорот го потпишаа 10 држави, меѓу нив е и Нов Зеланд, Австралија, Јужна Кореја и Јапонија, кои до неодамна се бореа за глобална надмоќ над Доналд Трамп, но со неговиот пораз на изборите и со доаѓањето на демократски претседател во Белата Куќа, најверојатно поради очекуваниот пресврт во политиката на САД кон Кина, тие се приклонија на другата страна. Со овој договор, Кина конечно се забетонира како најголема суперсила во азиско-пацифистичкиот регион, со што направи голем чекор во својата амбиција да стане најголема глобална суперсила.



Годинава Централната комунистичка партија го усвои следниот **петгодишен план за периодот од 2021-2025**, кој ќе служи како водич за развој во блиска иднина. Многу работи во планот уште се прифатени со мистерија и ќе бидат презентирани пред пошироката јавност во наредните месеци. Добро е познато дека во следните години Кина сака да стане и **техничка суперсила**. Најпрво, тие немаат намера да се „осамостојат“ на подрачјето на планот, производството и тестирањето на микропроцесорите и други полупроводници, што од неодамна се покажа како рана од канцер за кинеската економија и е една од ретките слаби точки со која може САД и нејзините сојузници да ги извршуваат под притисок во, за жал, тековната војна. Со висок степен на веројатност може да се заклучи дека во моментот кога Кина ќе може да се натпреварува со компании од САД и Јапонија на ова поле, ќе застане на страната на САД на скалата на глобалните суперсили.

# Кина

## Родена е новата суперсила



Во согласност со заложбата за отворање на домашниот пазар на капитал, Кина има намера да биде чекор понапред, и покрај берзата да обезбеди и странски пристап до значително поголем пазар на државни и корпоративни обврзници. Најверојатно, како во случајот со пазарот на труд, отворањето на пазарот на обврзници се одвиваше постепено и со висок степен на контрола од страна на регулаторот (партијата). Повеќето аналитичари сметаат дека овој процес ќе влијае на глобалните протоци на капитал, барем во иста мера како и усвојувањето на единствената валута во Европската монетарна унија, еврото.

За првпат по 20-години, Централниот комитет не го објави јавно економскиот раст и целта за следните пет години, но се обврза на робусно и одржливо ниво на економски раст, што даде приоритет на квалитетот пред квантитетот. Тие со бројки дефинираа малку подолг период, но ако Кина до 2035 не ја удвои големината на нејзината економија тоа може да доведе до просечна годишна стапка со економски раст од околу 5%. До 2035 Кина сака да се приклучи на умерено богатите економии во однос на БДП по глава на жител (+ 20.000 usd ).



# „Green Deal“ и „ОДРЖЛИВО“ инвестирање

## ESG станува сè поважен во донесувањето одлуки за инвестиции

- Регулативата на ЕСГ станува задолжителна во 2021 и има влијание врз опсегот на инвестиции. Исклученоста на некои од инвестициите ќе доведе до нивна маргинализација и обратно. Сето тоа ќе има значително влијание врз пазарите и индустријата.
- Просечната државна поддршка на проектот „GO GREEN“ расте. Европа издвојува околу 1.000 милијарди евра во следните 7 години (околу 0,7% од БДП годишно) за одржливи и зелени инвестиции. Новата американска администрација ветува 1.600 милиони евра во следните 4 години, што претставува 2.3% БДП годишно. Уште еднаш од американските компании се очекува да придонесат исто толку.
- ЕСГ не се само зелени политики. Тоа е политика на одржлив развој што опфаќа политики за животна средина, социјални политики, подобро корпоративно управување, одржлив развој и порамноправен развој на светот.
- Од сите политики, најмногу пари се трошат за борба со ЦО2 односно за борба против климатските промени.
- Обврските за одржлив развој сè повеќе ги следат компаниите. Нестле ја детализираше својата одржлива политика. Инвестицијата ќе достигне 4,5 милиони евра, почнувајќи од поддршка на локалните одржливи земјоделци до намалување на ЦО2 за 50% до 2030 и намалување на потрошувачката на нова пластика за 33% до 2025. Епл од своите добавувачи бара да бидат неутрални во однос на ЦО2 најдоцна до 2030.
- Новите пристапи и поддршката за одржлив развој ќе ги променат картите меѓу компаниите и индустриите. Најголемиот добитник се чини дека се индустријата, особено градежништвото.

Материјали, премин кон почисти извори на енергија, дигитализација и автоматизација на процесите, мобилност и сл. Дури и индустријата за снабдување и делови за потрошувачка, и покрај првичните предизвици и зголемените инвестиции, се покажуваат привлечни на долг рок.



### Трансформирање на економијата на ЕУ за одржлива иднина

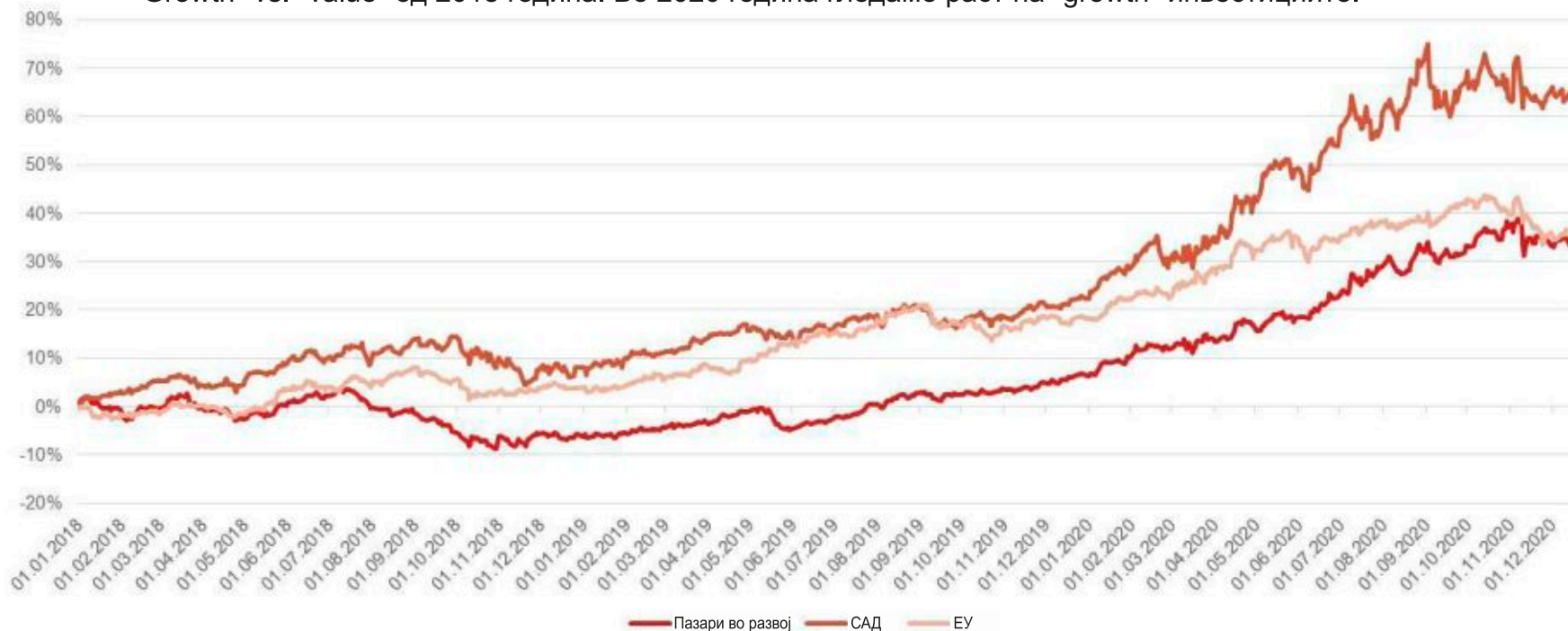
(превземено од Европска Комисија: COM(2019) 640 final, 11.12.2019)





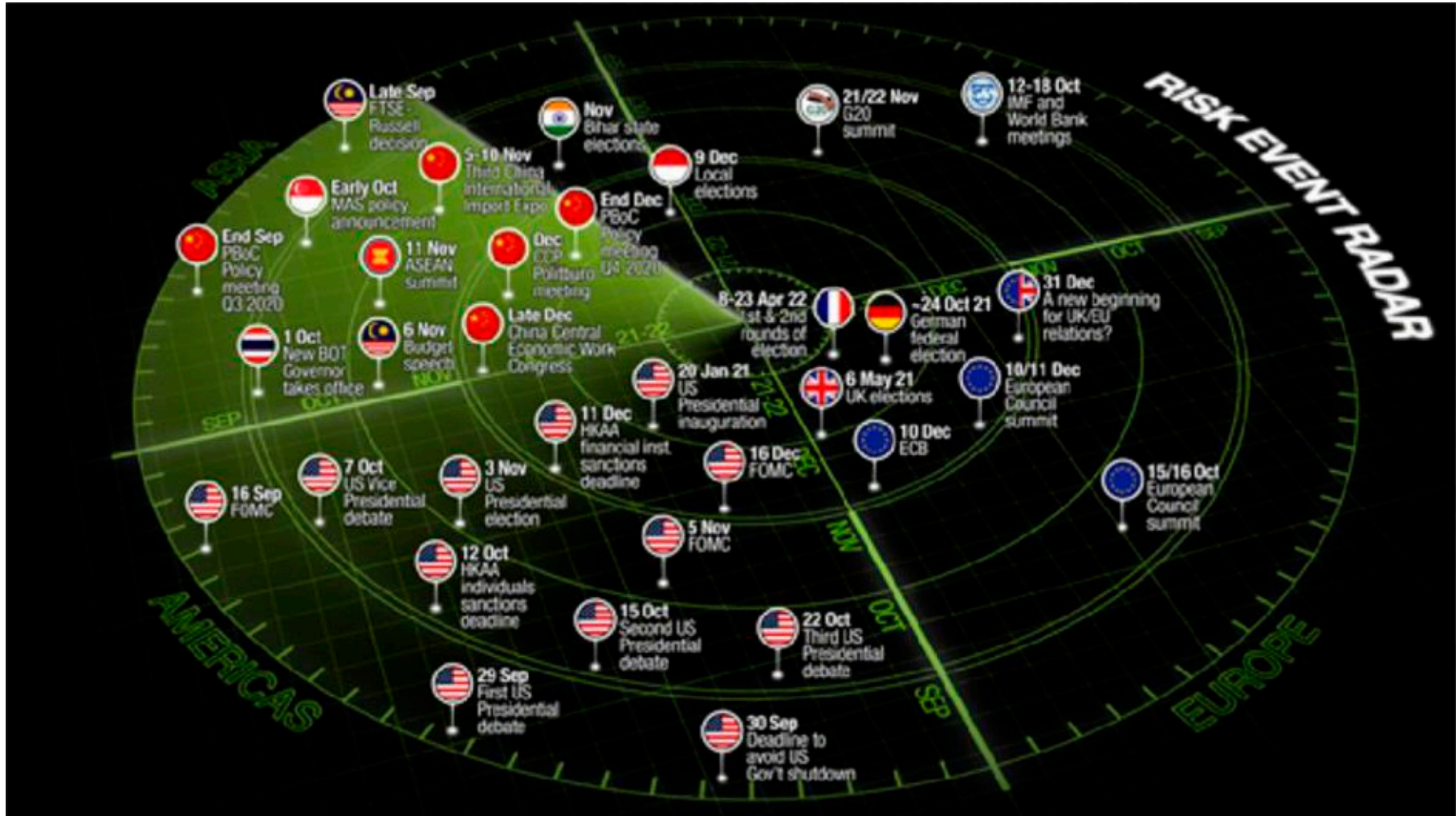
## 2021 – моментот на вистина? Брз раст на компаниите во споредба со компаниите кои имаат ниска вредност, но и низок раст на работни активности. Може ли да ги оправдаат очекувањата?

"Growth" vs. "value" од 2018 година. Во 2020 година гледаме раст на "growth" инвестициите.



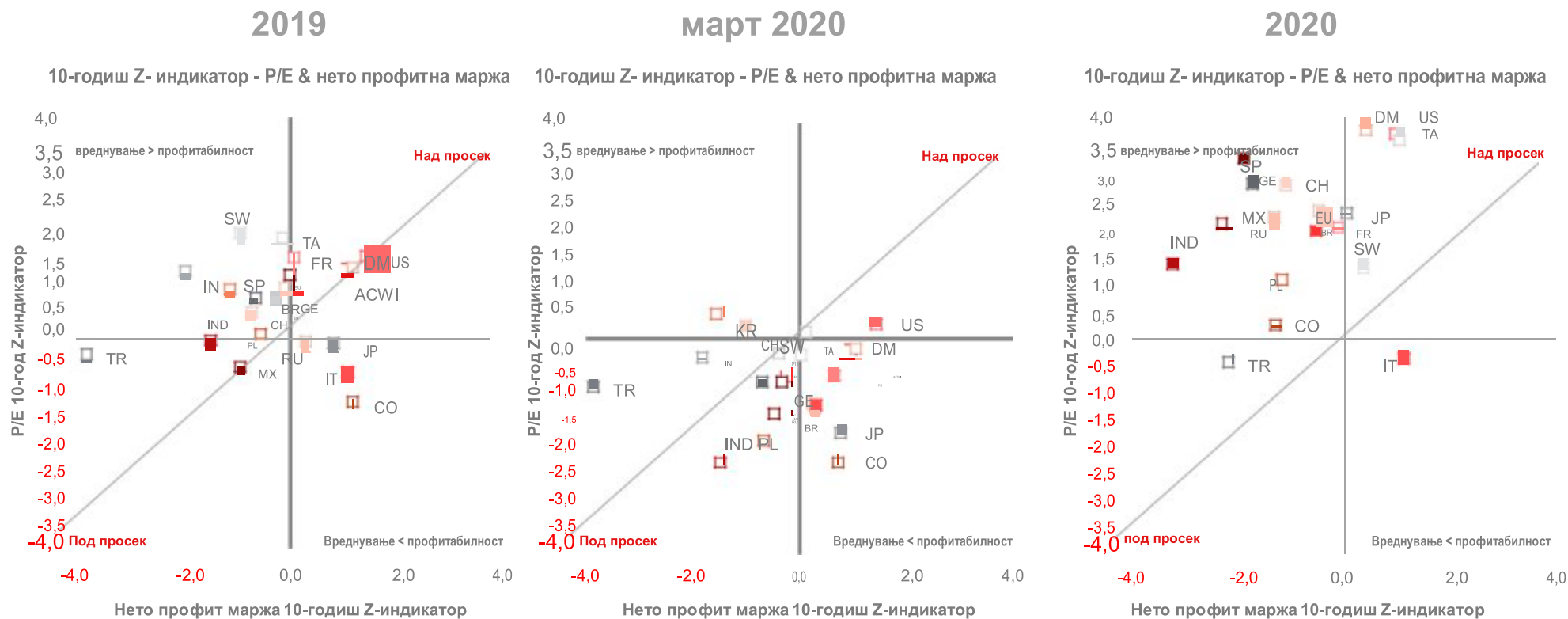
- Во периодот до 2020 компаниите што имаат поголем раст на работни активности и последователно и поголеми проценки, во однос на профитабилноста на берзата, која најголем дел од доходот на инвеститорите е преку купување на сопствени акции и дивиденди.
- Во 2020 забележавме неверојатен раст на споменатите компании во споредба со останатите. Разликата е, како што може да видиме во графиконот, најголема во САД. Таму растот на компаниите е за околу 40% повисока од вредноста. Слична слика има и на пазарите во развој и Европа, иако разликата е за околу 35% помала. Сепак, гледаме тренд во ЕУ.
- Дали очекувањата може да ги оправдаат високите проценти и во 2021 или тие ќе се нормализираат на пазарот?

# Главни случувања во 2021



# Пазари на трудот

# Минатата година според перспективата на вреднување на пазарите на труд



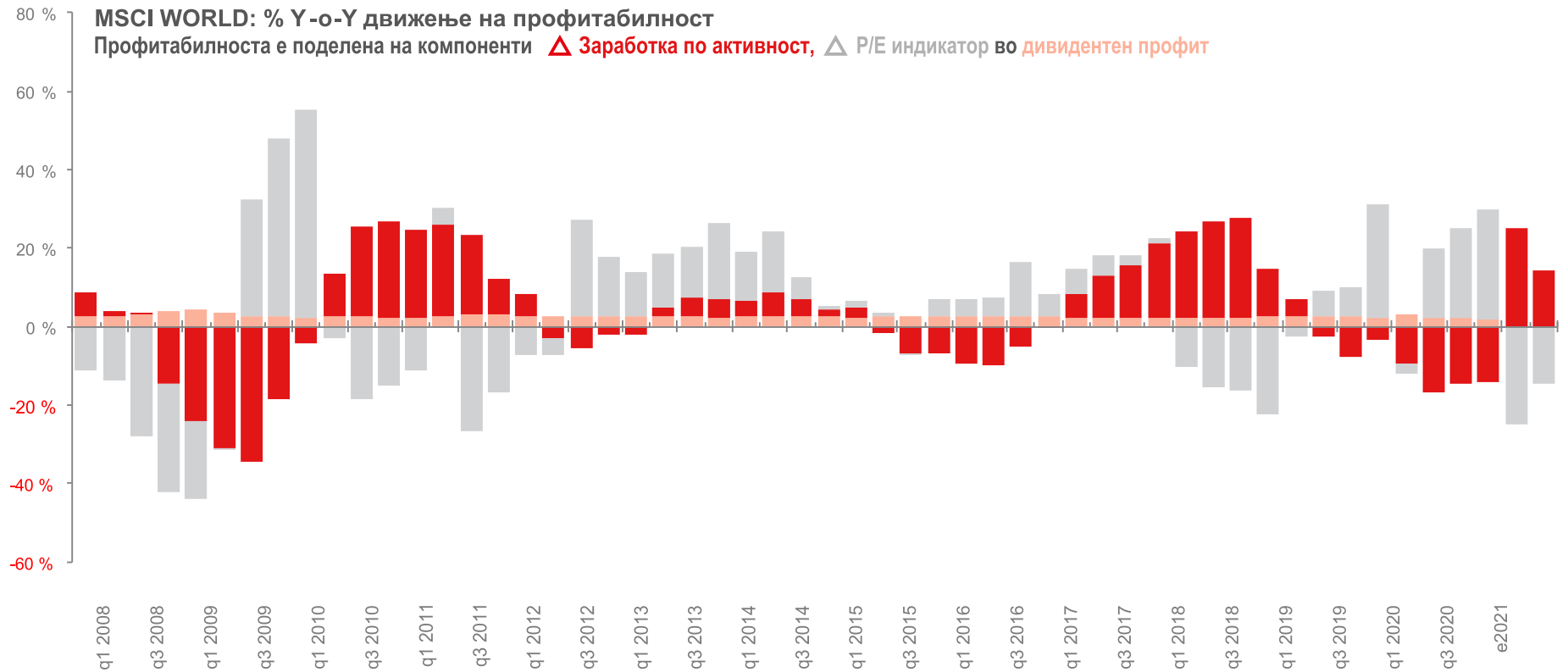
Извор: Блумберг, сопствена пресметка на Generali Investments

EU: MSCI Europe, GE: MSCI Germany, SW: MSCI Sweden, FR: MSCI France, SP: MSCI Spain; US: MSCI USA, JP: MSCI Japan, IT: MSCI Italy, DM: MSCI World, ACWI: MSCI All Countries, EM: MSCI Emerging markets, MX: MSCI Mexico, IN: MSCI India, KR: MSCI Korea, BR: MSCI Brazil, RU: MSCI Russia, CO: MSCI Colombia, CH: MSCI China, PL: MSCI Poland, IND: MSCI Indonesia, TR: MSCI Turkey, TA: MSCI Thailand



# Глобално

Силен „rerating“ од индекси во последната четвртина од годината



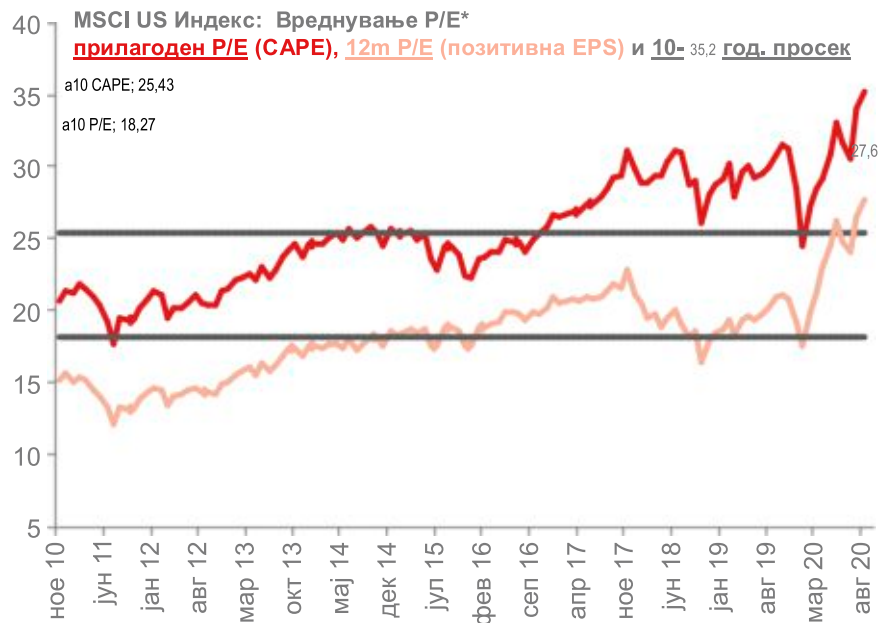
Извор: Блумберг, сопствена пресметка

\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

## САД

Вредностите во САД во 2020 се зголемија и се над долгорочен просек, иако разликата во инвестициските обврзници останува позитивна

Индикатори	Опис на индикатор	Последен податок	1 год.порано	5-год. просек	10-год.просек
P/E	Заработка по акција*	27,6	21,0	20,4	18,3
CAPE	Циклично прилагодени P/E	35,2	31,5	28,1	25,4
DIV.YIELD	Принос на дивиденда	2,0%	1,8%	2,0%	2,0%
REY	Реален поврат на добивка	2,0	2,5	2,9	3,7
P/B	Цена по книговодствена вредност	4,3	3,57	3,25	2,85
P/CF	Цена на проток во готовина	16,80	14,03	13,22	11,28



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат.

## САД

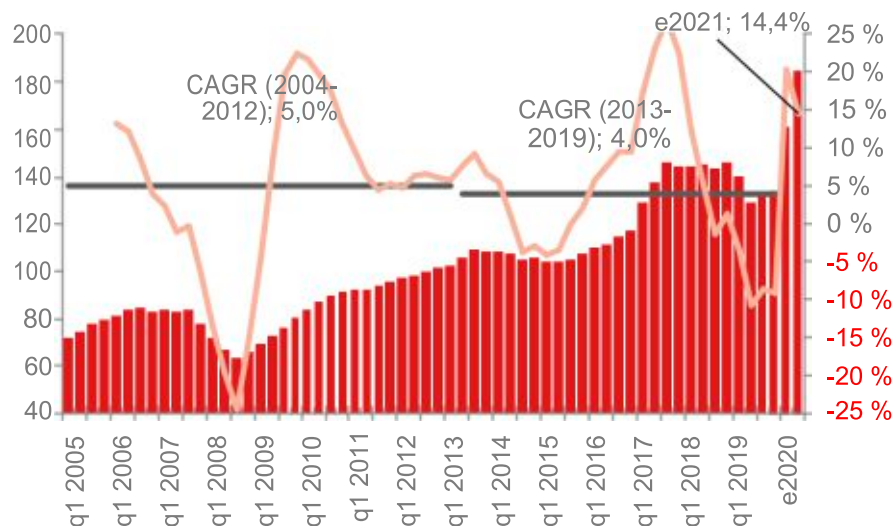
## Во 2021 се очекува рекордно ниво на профит од маржата на американските компании

Во 2021 повторно се очекува раст на добивка. А очекувањата за нето маржата се повисоки. Во минатата година компаниите ги намалија трошоците. Така со повторниот раст на приходите се очекува да достигнат рекордна маржа. И компаниите може да ги оправдаат овие високи очекувања. Нашето мислење е дека тоа ќе биде исклучително тешко (цените на суровините веќе растат).

## MSCI US: Заработка по акција (EPS)

Ануализирано: EPS, позитивно\*, год.стапки по раст

## Заработка по акција и CAGR



## MSCI US: Нето профит на маржа

Ануализирани четиригодишни податоци

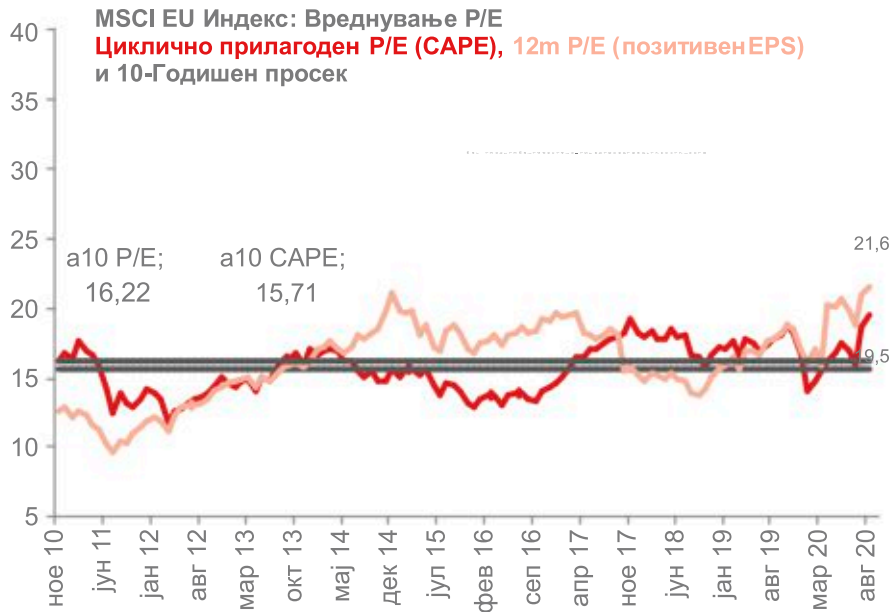


Извор: Блумберг, сопствена пресметка

\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

## Вредностите во Европа се умерени, со околу 10-годишен просек

Индикатор	Опис на индикатор	Последен податок	1 год.порано	5-год.просек	10-год.просек
P/E	Заработка по акција*	21,8	18,8	17,4	16,2
CAPE	Циклично прилагодени P/E	19,5	18,8	16,4	15,7
DIV.YIELD	Принос на дивидента	2,4%	3,4%	3,4%	3,5%
REY	Реален поврат на добивка	4,4	3,7	4,6	5,0
P/B	Цена по книговодствена вредност	2,0	1,87	1,76	1,72
P/CF	Цена на проток во готовина	5,87	11,38	8,22	9,53



Извор: Bloomberg, сопствена пресметка

\* при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

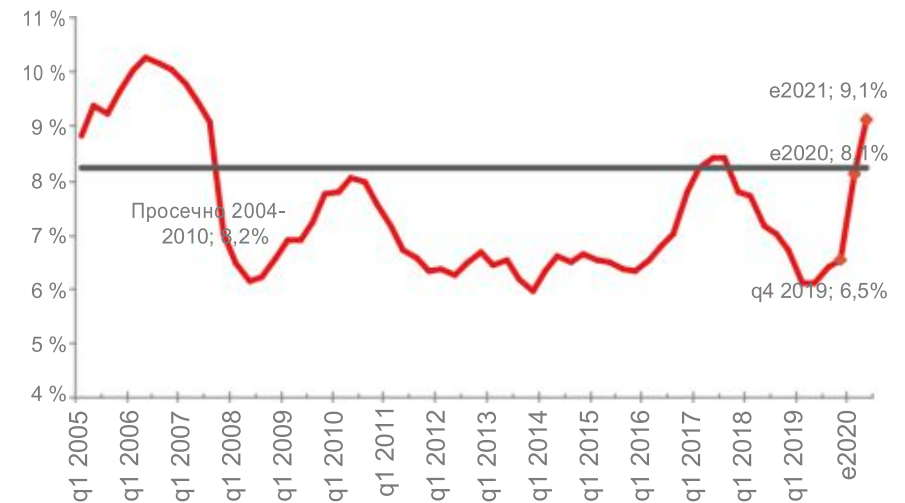
## Опоравување во 2021, подобри односи со САД и крај на Брежзит, доларот станува ризик

2021 носи економско закрепнување и раст на профитот, а темпото останува непредвидливо. Може да очекуваме намалување на ризикот, бидејќи новата американска администрација ветува поконструктивен разговор со европските партнери. Брежзит ќе биде повлечен од масата. Како отворено извозно ориентирана економија, лизгањето на доларот и курсот околу 1,30 во однос на еврото до крајот на годината се најавува притисок на маржата и резултатите. Поддршката од државите и Комисијата за закрепнување и еколошката одржлива политика во темелот ја менува динамиката во некои сегменти на економијата, затоа е потребно длабоко обмислување, од каде и на каков начин ќе дојде пораст и со тоа и закрепнување на европската економија.

**MSCI EY: Заработка по акција (EPS)**  
Ануализирани податоци. EPS, позитивно, год.  
Стапки за раст и CAGR



**MSCI EY: Нето профитна маржа**  
Ануализирани четиригодишни податоци.



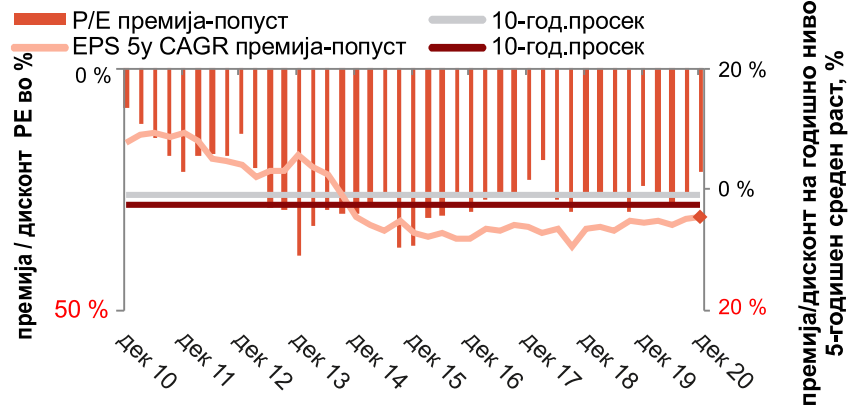
Извор: Блумберг, сопствена пресметка

\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

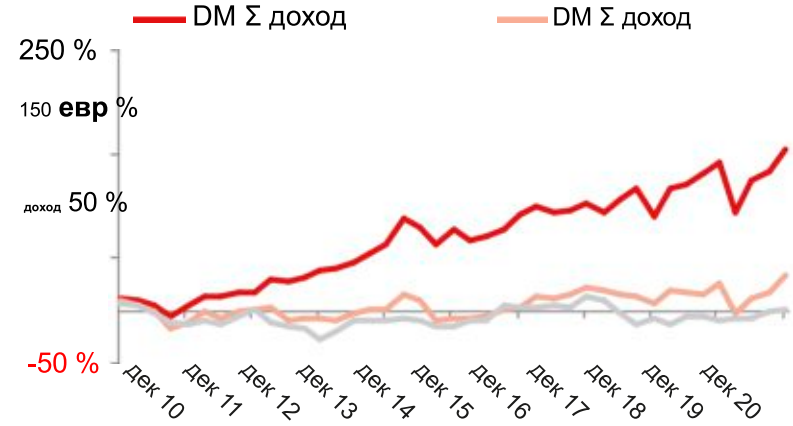
# Пазари во развој

Сè уште интересно според вреднувањата

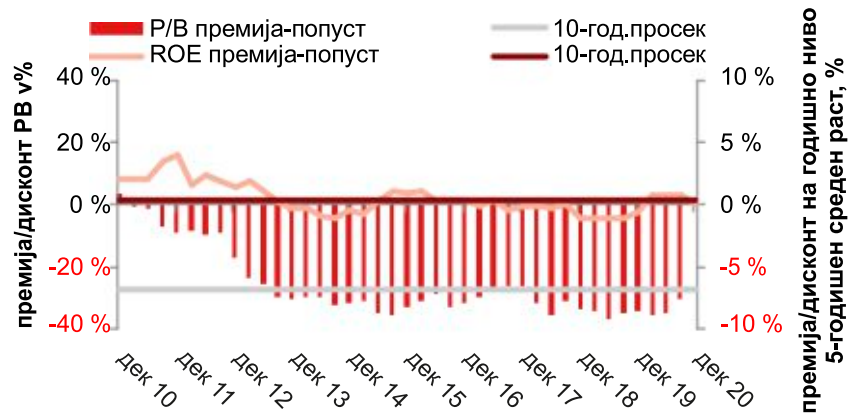
## EM vs. DM: премија/дисконт во PE вреднување и раст на добивка



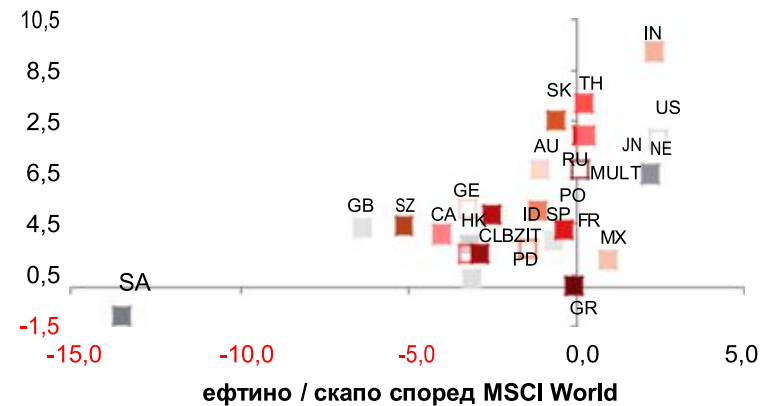
## EM vs DM: споредба на доход



## EM vs. DM: премија/дисконт во PB вреднување во ROE



## P/EE вреднување: 10-год. Z-индикатор за избрани држави во развој и развиеност



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

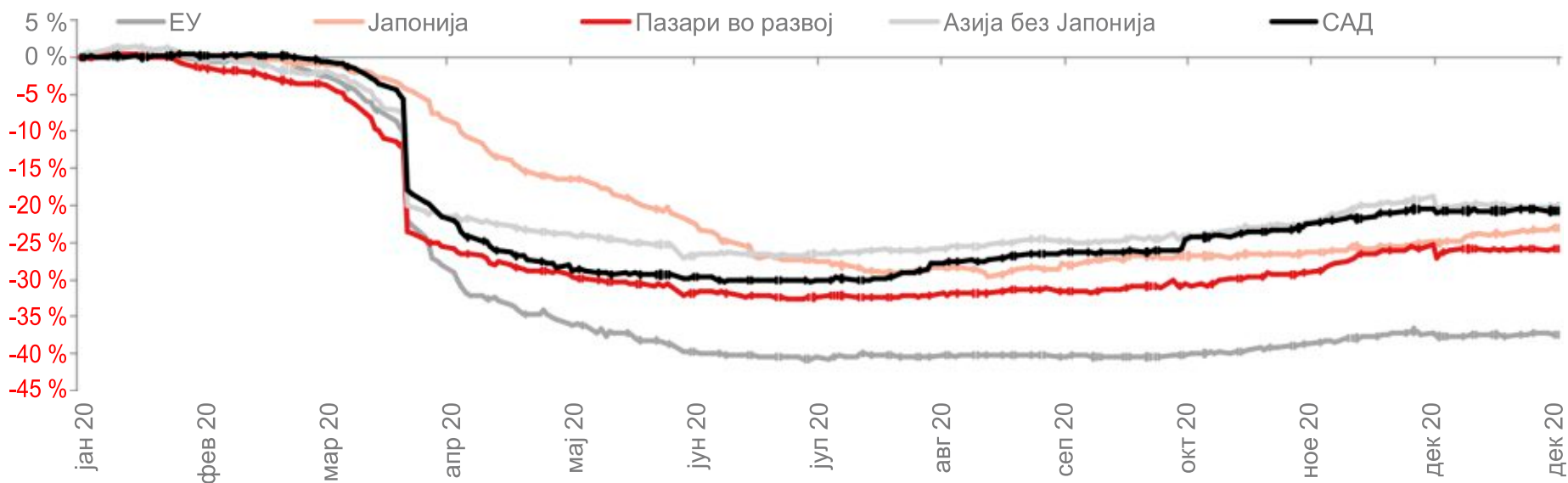
\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

## EPS

## Пониски очекувања

	Раст на добивка		Маржа (NI)	
	2020e	2021e	2020e	2021e
MSCI US	9,1%	14,5%	12,0%	12,9%
MSCI EU	4,4%	16,1%	8,2%	9,1%
MSCI JAPAN	14,4%	12,9%	5,7%	6,0%
MSCI EM	13,7%	14,3%	10,4%	10,9%
MSCI Asia ex Japan	16,1%	14,1%	10,2%	10,6%

## Ревизија на EPS низ годината



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

\*\*при пресметката се користени прилагодени приходи на добивка по учество (EPS, позитивно), каде во пресметката се вклучени само компании со позитивен работен резултат

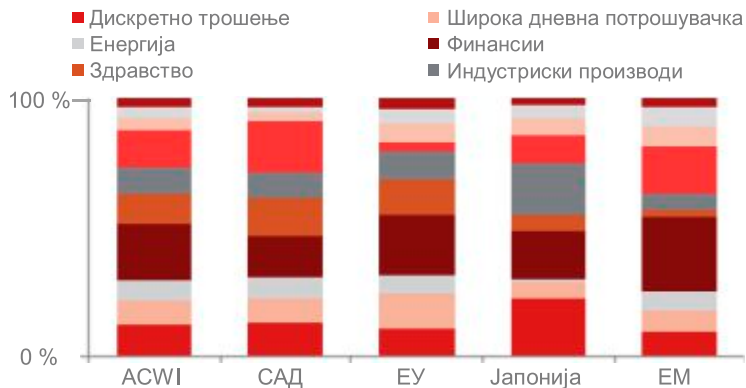


# GICS

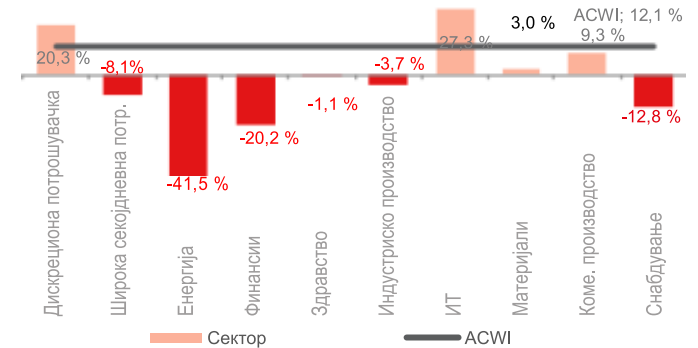
## Година на „циклични“ акции

Во 2021 се очекува да е година на закрепнување. Во втората половина од годината вакцината се очекува да донесе олеснување, а пазарите на труд веќе вклучуваат ослободување на мерките и продолжување на стимулирачка монетарна и фискална политика. На крајот на 2020 видовме почеток на ротација од »Growth«, првенствено од акции за технологијата, до повеќе циклични акции (индустриски активности, материјали, финансии, дел од потрошувачка стока, енергија). Ротацијата ќе продолжи, а динамиката ќе биде различна. »Green Deal« поддржува индустриски активности, материјали и дел од производи за дел од широката потрошувачка, поради ESG енергијата ќе биде под притисок, а ниските каматни стапки го органичуваат потенцијалот за финансии. И »growth« исто така останува привлечна, бидејќи долгорочните трендови во е-продавниците, автоматизацијата, дигитализацијата, работата од дома и друго остануваат недопрени, а нивното темпо ќе се намали во 2021 по силниот раст во 2020. Во тој сегмент на пазарот останува проблемот со високите вредности.

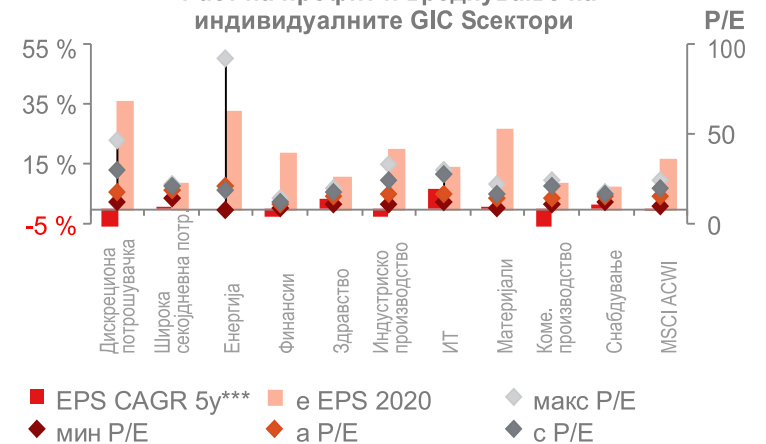
### Структура на индекси по GICS сектори



### Релативен индивидуален доход на GICS сектори во 2020 според MSCI WORLD



### Раст на профит и вреднување на индивидуалните GIC Сектори



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

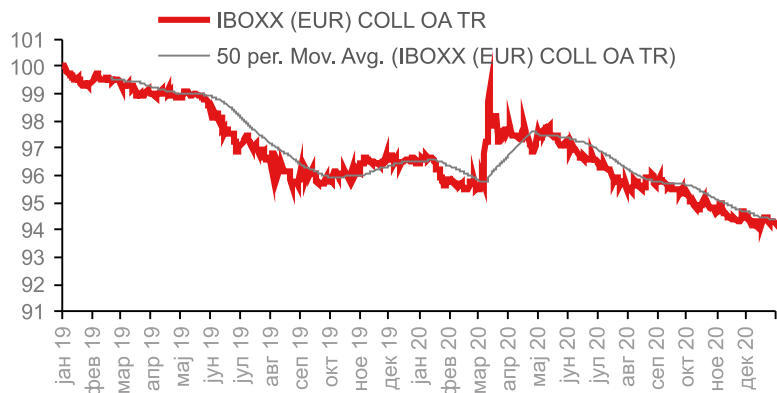


# Обврзнички пазари

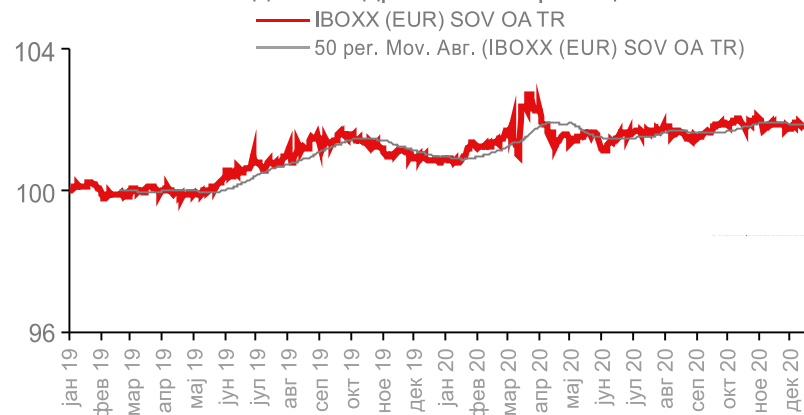
# Релативни доходи

## Ликвидноста се брои

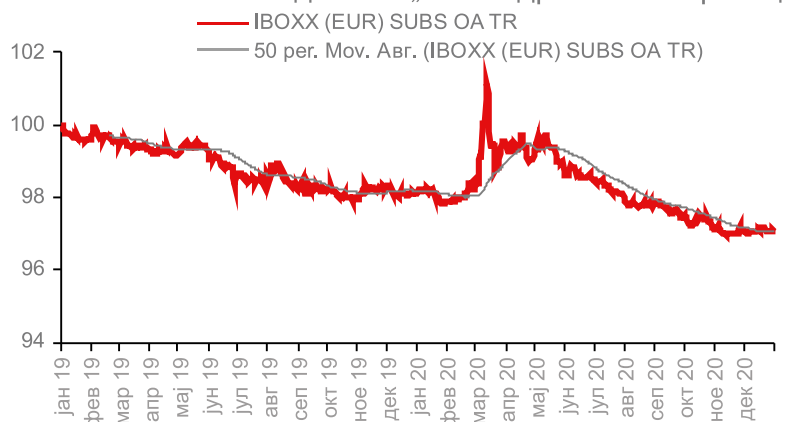
Релативен индекс на обврници со гаранција



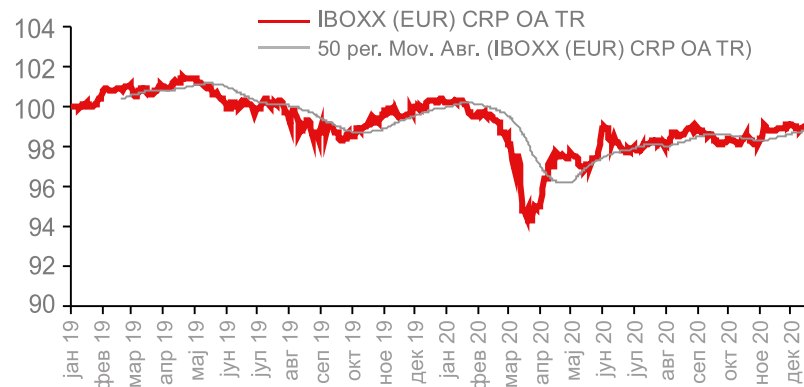
Релативен индекс на државни обврници



Релативен индекс на „квази“ државни обврници



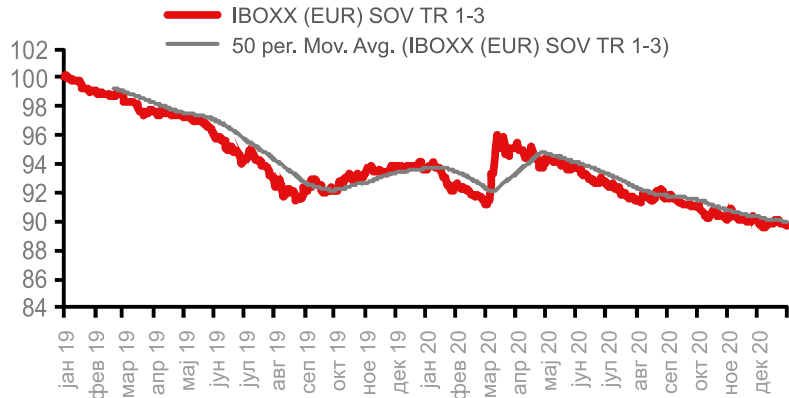
Релативен индекс на корпоративни обврници



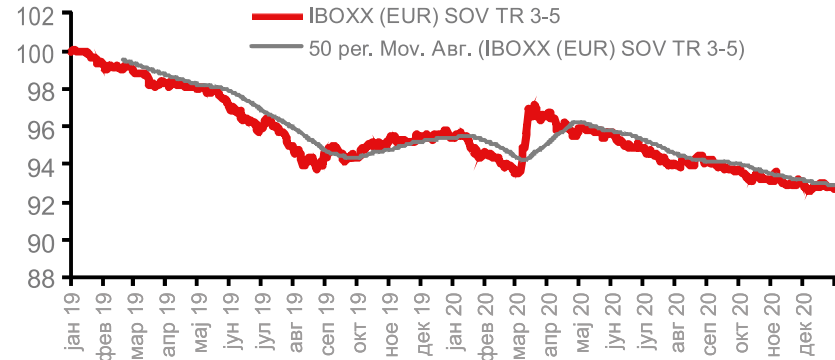
# Релативни доходи

Времетраењето беше клуч за доходот во минатата година. Годинава тешко .

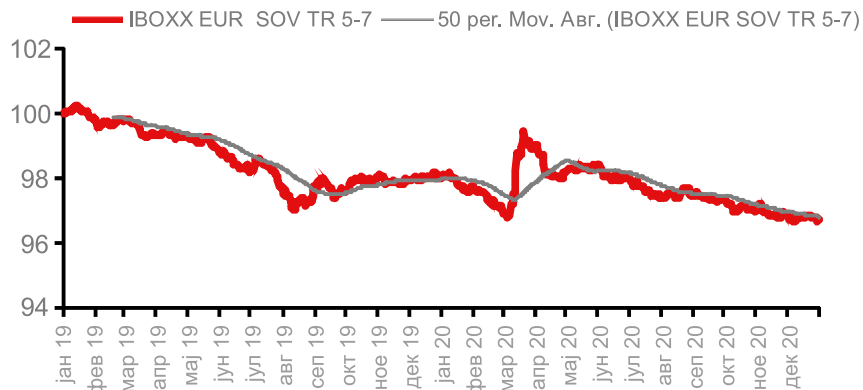
Релативен индекс на државни обврзници, зрелост 1-3



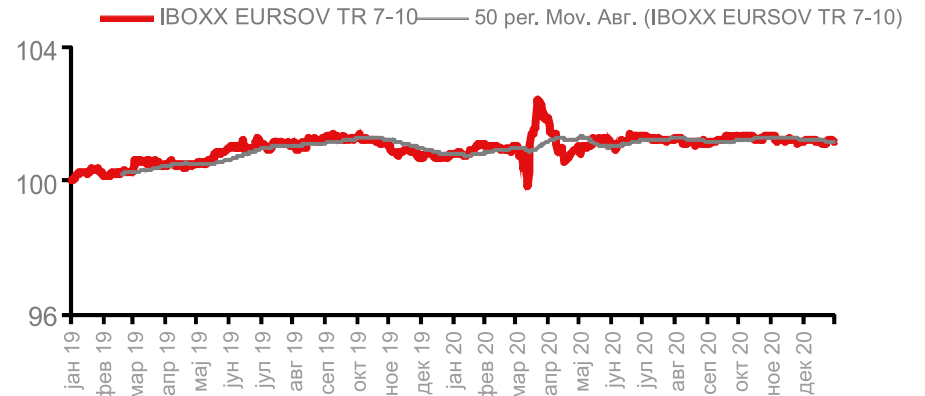
Релативен индекс на државни обврзници, зрелост 3-5



Релативен индекс на државни обврзници, зрелост 5-7



Релативен индекс на државни обврзници, зрелост 7-10



# Инфлациски очекувања

ЕЦБ и инфлацијата. Типична состојба меѓу снаа и свекрва?

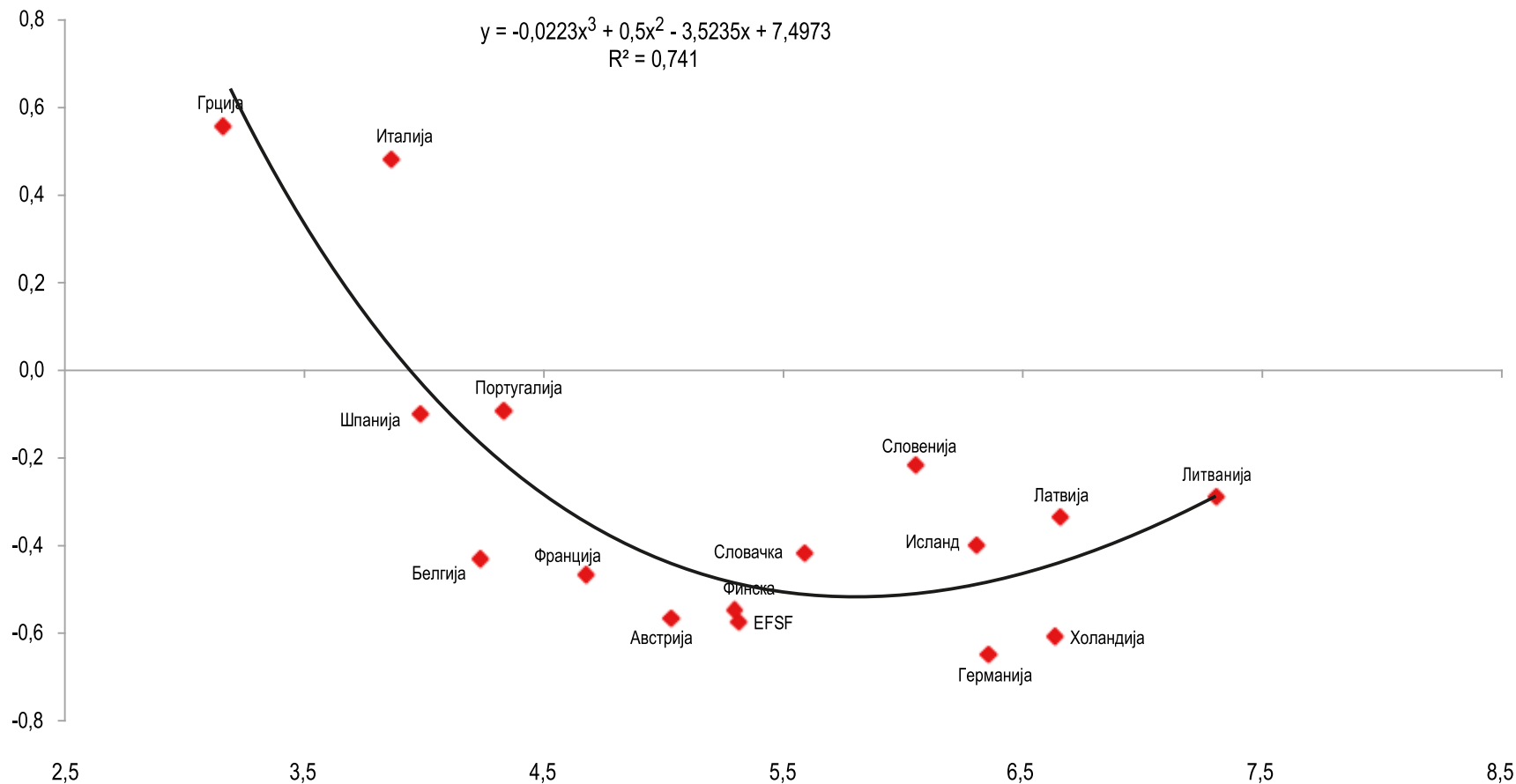
## 5-год. инфлациски очекувања



Извор: Блумберг, сопствена пресметка

## Состојба на пазарот - држави

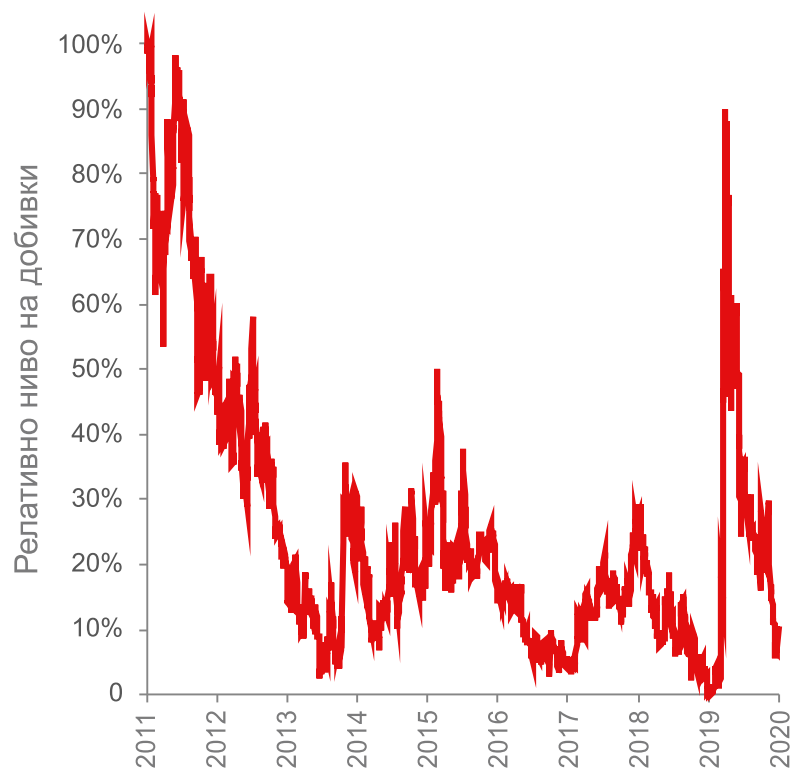
„Generali Investments Rating“ за државите и 10-год. задолжителен профит – Равенката за ризик се распадна?



## Состојба на пазарот - компании

QE суши ликвидност побрзо отколку што компаниите сакаат пари. Дали ангелите ќе паднат во 2021?

Обврзници со шпекулативен кредитен рејтинг



Обврзници со инвестициска оцена





# Ризици

# Главни ризици и предизвици во 2021

По шокот во 2020, во 2021 очекуваме продолжување со стабилизација на големината.

По успешната вакцинација во западниот свет и на одредени пазари во развој, фокусот на потрошувачите и компаниите се насочува на „обичните“ тешкотии. Епидемијата може да се отстрани од адресите на 2021 година.

Главни ризици во оваа година:

- Неочекувана мутација на вирусот или големи неочекувани ефекти на вакцината. Побавната вакцинација од предвиденото и недоверба во вакцината.
- Поголема инфлација. Зошто? Повисоки цени на суровините. Ова исто така може да се случи како резултат на висока финансиска помош, монетаризација на државните дефицити, како и барања на социјални партнери и политики за повисоки плати. Покрај тоа може да се очекува уште и закрепнување на глобалната трговија. Дали потрошувачите ќе ослободат одредени сопирачки, кои ги имале при трошењето во 2020?
- Високи проценки, особено на брзорастечките компании.
- Интервенција во даночниот систем и повисоки даноци во САД.
- Парламентарни избори во Германија во есента 2021 и повлекување на Ангела Меркел.
- Неизвесност на Блискиот Исток, повисоки цени на нафтата..

Оваа година доживеавме шок, што донесе VIX преку 80.  
За 2021 година очекуваме просечната вредност на VIX да продолжи да паѓа.



# Препораки за 2021

# Глобални вложени категории

Инвестиција	Регион	Препорака	2020
Акции	Глобално	позитивно	5,0%
Државни обврзници	ЕУ	неутрално	5,0%
Корпоративни обврзници	ЕУ	неутрално	2,2%
Пари	ЕМУ	негативно	-0,5%

Регионална алокација	Регион	Препорака	2020
Развиени пазари	Глобално	+	1,8%
САД	/	+	6,8%
Европа	/	+	-5,4%
Велика Британија	/	o	-20,7%
Јапонија	/	-	2,5%
Пазари во развој	Глобално	o	6,4%
Кина	/	+	16,9%
Бразил	/	+	-27,4%
Русија	/	o	-23,9%
Индија	/	-	4,6%
Регионални пазари	Балкан	o	-4,0%

Оддели по гранки	Регион	Препорака	2020
Класификација	GICS	/	/
Енергија	Глобално	o	-39,7%
Материјали и суровини	Глобално	+	7,6%
Индустрија	Глобално	+	1,1%
Дискретна потрошув.	Глобално	+	24,4%
Широка секојд.по	Глобално	-	-3,2%
Здравство	Глобално	+	2,8%
Финансии	Глобално	-	-12,8%
Информатички техно	Глобално	+	31,0%
Телекомуникации	Глобално	-	11,6%
Набавки	Глобално	o	-6,2%

# Задолжителни пазари

Инвестиција	Регион	Препорака	2020
Загарантирани обврзници	EMU	-	1,9%
Корпоративни обврзници	EMU	o	2,7%
Квази државни обврзници	EMU	-	3,2%
Државни обврзници	EMU	+	5,0%
Државни обврзници 1-3 години	EMU	+	0,0%
Државни обврзници 3-5 години	EMU	+	1,3%
Државни обврзници 5-7 години	EMU	+	2,8%
Државни обврзници 7-10 години	EMU	-	4,5%
Државни обврзници 10 години и повеќе	EMU	-	11,2%



## Предупредување за инвеститори

Овој документ не претставува препорака за купување или продажба на финансиски инвестиции, ниту претставува понуда или покана за составување на понуди или продажба на инвестиции, туку е од сосема информативна природа. Generali Investments, компанија за управување, д.о.о., не ја гарантира точноста и комплетноста на објавените податоци, ниту презема некаква одговорност за какви било последици што би произлегле од неговата употреба. Познавањето на сите облици на ризик вклучени во финансиските инвестиции е услов за донесување соодветна инвестициска одлука, затоа Generali Investments на поединците им препорачува дека за инвестициите не донесуваат одлука само врз основа на информациите објавени овде, туку информациите за работата да се добијат директно од издавачите на хартии од вредност и да се консултираат овластени експерти од соодветната област за соодветните подрачја. Generali Investments и личностите поврзани со нив може да се заинтересирани за купување или

продажба на финансиски инвестиции, кои се наведени во овој документ. Содржината на овој документ е предмет на авторски права и други форми на интелектуална сопственост. Generali Investments ги задржува сите права на интелектуална сопственост во најголема мерка на дозволеност со закон во врска со овој документ. Содржината, објавена во оваа презентација може да се употребува само за некомерцијални цели, затоа е забранета репродукција, изменување или било какво распространување на дел или цел текст објавени овде или на податоци со оваа содржина е забрането, освен во случај на писмена согласност со Generali Investments односно со лица поврзани за текстот, на кои поединечно се однесува текстот..