



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ÚNOR 2011

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.2. 2011	AUTOŘI	Radomír Jáč Jiří Heřman Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 505 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu herman@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

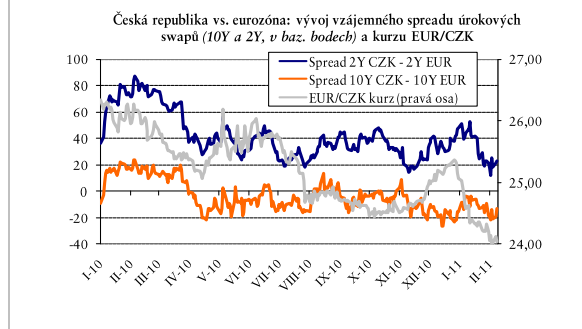
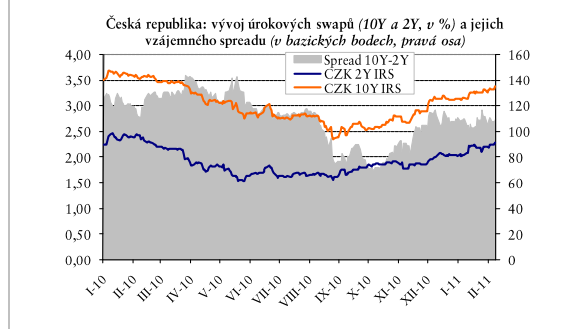
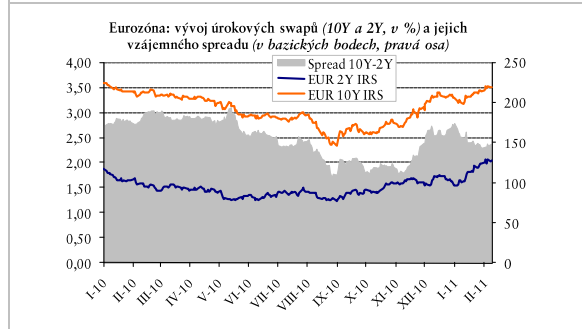
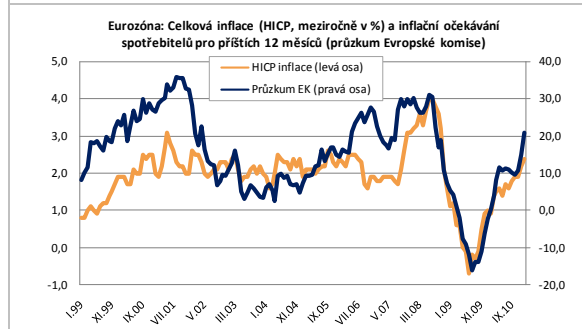
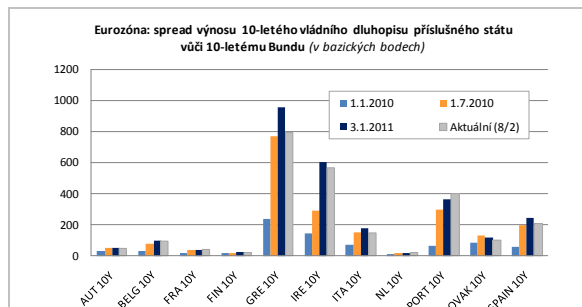
## Vývoj finančních trhů v lednu 2011 a výhled na další měsíce

Výnosová křivka v eurozóně: bear flattening, tažený inflací a optimismem ohledně možných kroků k řešení dluhové krize

V průběhu ledna bezrizikové výnosy v eurozóně rostly při flatteningu křivky. Růst výnosů byl tažen jednak rostoucí inflací a zpřísněním proti-inflační rétoriky ECB, zároveň ale také rostoucí optimismem trhů ohledně dalších kroků k řešení dluhové krize v eurozóně. Výnosová křivka zakomponovala očekávání, že EU na svém březnovém summitu schválí nejen navýšení objemu EFSF facility, ale že EFSF bude také umožněno nakupovat vládní dluhopisy členských států eurozóny, jež se ocitnou pod tlakem. Dle našeho názoru je ale v křivce zakomponováno již příliš optimismu ohledně možných kroků k řešení krize: pro další týdny očekáváme zklidnění bezrizikových výnosů v eurozóně s možností mírného poklesu výnosů na delších splatnostech.

Průzkumy podnikatelského sentimentu v eurozóně indikují růst optimismu, tažený růstem nových zakázek, jenž se přelévá do růstu využití kapacit včetně zaměstnanosti. Zároveň se ale velmi chladný prosinec 2010 negativně projevil na tvrdých datech o výkonu průmyslu a také na maloobchodních tržbách, což může mít mírně negativní dopad na výkon HDP eurozóny ve 4Q 2010 jako celku: hlavní vlna bleskových odhadů HDP za 4Q 2010 vyjde 15. února. Tržní konsensus očekává pro eurozónu jako celek růst 0,4 % q/q, průzkumy PMI indikují možnost růstu 0,5 % q/q, ovšem horší počasí ze závěru roku dle našeho názoru naopak představuje riziko, že 4Q 2010 vykáže stejné tempo růstu jako 3Q 2010, tedy 0,3 % q/q. I tak by ale růst HDP eurozóny za celý loňský rok činil 1,7 %; pro letošek očekáváme mírné zpomalení na 1,5 %, a to pod vlivem úsporných fiskálních opatření v eurozóně a zmírnění tempa růstu globálního mezinárodního obchodu.

Meziroční inflace v eurozóně v prosinci vzrostla z 1,9 na 2,2 % a v lednu dle předběžných odhadů dále akcelerovala na 2,4 %. Inflace je tažena primárně cenami potravin a energií, nicméně i jádrová inflace byla ve 4Q 2010 vyšší, než se původně předpokládalo a podrobná data za letošní leden nejspíše vykážou její další nárůst. ECB na své lednové tiskové konferenci přitvrdila proti-inflační rétoriku, což vedlo k růstu výnosů především na kratším konci křivky. Inflace v únoru zřejmě dále vzroste na 2,5 %, to by ale dle našeho názoru již mělo být lokálním maximem: poté by se měla inflace zklidnit a koncem roku přechodně výrazněji klesnout díky bazickým efektům. Pro ECB proto nebude otázka zvyšování úroků aktuální přinejmenším po celé 1H 2011 (dle našeho názoru přijde první zvýšení sazeb ze stávající úrovně 1,00 % nejspíše až ve 4Q 2011), nicméně pro nejbližší týdny platí, že inflace za únor dle všeho vykáže další nárůst a ECB na svém březnovém zasedání (3/3) zvýší predikci inflace pro letošní rok (ze stávající prognózy 1,8 %), tak i pro rok 2012 (z 1,5 %), čili téma inflačních rizik zůstane v nejbližších týdnech ve hře.



Růst výnosů byl v průběhu ledna dále tažen zvyšujícím se optimismem trhu ohledně kroků, jež evropské instituce a vlády mohou dohodnout v otázce řešení dluhové krize v eurozóně: čeká se, že bude navýšen objem EFSF, aby tato facilitata byla schopna poskytnout vládám, jež se ocitnou v problémech, deklarovaný objem úvěrů 440 mld. EUR fakticky a nejen na papíře. Dále trh evidentně sází na to, že EFSF bude dovoleno nakupovat vládní dluhopisy na sekundárním trhu (což nyní činí ECB v rámci svého SMP programu, ovšem v realitě tak činí jen ve velmi omezené míře). To vedlo jednak k poklesu rizikových prémie na periferii eurozóny (viz vývoj spreadu vůči 10-letému německému Bundu v grafu na předchozí straně) a zároveň k výše zmíněnému růstu bezrizikových výnosů v eurozóně (řešení dluhové krize = nižší riziko = odklon od bezrizikových aktiv; zároveň platí že: řešení dluhové krize = potenciální vyšší fiskální břemeno pro „zdravé“ členské země EMU = růst bezrizikových výnosů). Nicméně, v rámci politické reality je třeba upozornit, že Německo se zatím staví k možnosti nákupů dluhopisů do portfolia EFSF odmítavě a v kontextu voleb v Bádensku-Würtembersku (27/3; 3. nejlidnatější spolková země, CDU zde obhájí vítězství) lze předpokládat, že ochota Německa k ústupkům bude nízká – případně jen za cenu prosazení jeho vlastních požadavků, např. v oblasti harmonizace v oblastech daní, věku odchodu do důchodu či zákazu indexace mezd v zemích eurozóny. Jinými slovy, myslíme si, že v trhu je nyní až moc optimismu ohledně toho, co vše bude na březnových summitech dohodnuto: summit EU se koná 24. a 25. března (tedy pár dní před volbami v uvedené spolkové zemi), uvažuje se ale také o svolání mimořádného summitu zemí eurozóny: termín nebyl určen, nicméně kancléřka Merkelová hovořila o termínu „po 9. březnu“. Pokud výsledky summitů nenaplní stávající očekávání trhů, čekali bychom opětovné roztažení rizikových prémie na periferii eurozóny a pokles bezrizikových výnosů, především na delších splatnostech.

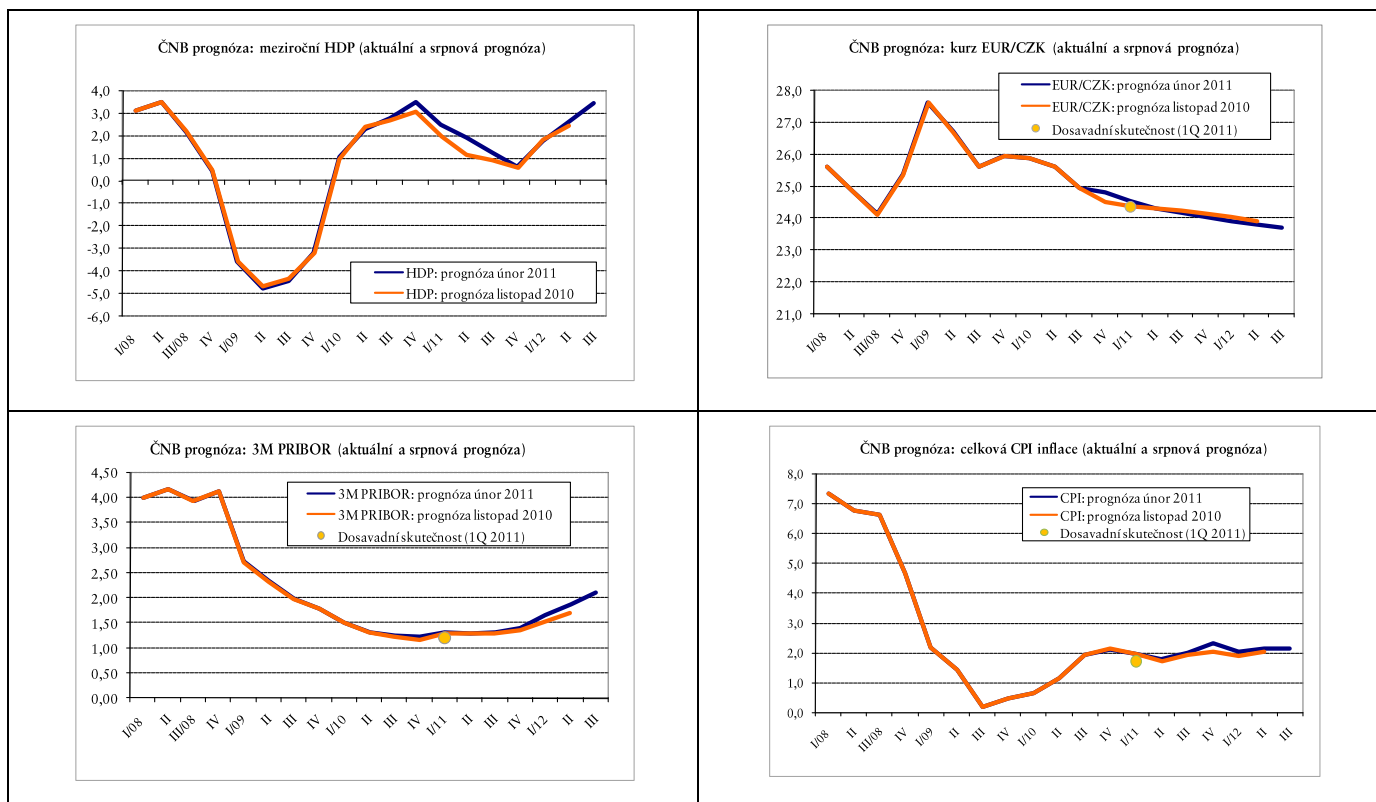
Jak konstatujeme výše, eurovým úrokovým swapům od počátku roku dominuje bear flattening: v porovnání s počátkem ledna je 2Y EUR swap vyšší o 50bp, v oblasti 2,05 %; 10Y EUR swap vzrostl téměř o 30bp a nachází se nad úrovní 3,50 %. Sklon křivky (spread 10Y/2Y) tedy klesl o více než 20bp, do oblasti mírně nad 140bp: pro zbytek 1Q 2011 jej nyní očekáváme převážně v pásmu 120 až 160bp s tím, že pro nejbližší týdny předpokládáme mírný pokles bezrizikových úrokových swapů na delších splatnostech či alespoň jejich stabilizaci, zatímco výnosy na kratších splatnostech by mít tendenci k mírnému růstu, v lepším případě by se mohly stabilizovat.

ČR: Na únorovém zasedání se překvapivě objevily tři hlasy pro zvýšení sazeb; lednová inflace ale hovoří proti brzkému zvýšení úroků

Inflace v prosinci překonala odhady, když vzrostla z 2,0 na 2,3 %. Na zasedání bankovní rady počátkem února pak ČNB ponechala úroky beze změny na úrovni 0,75 %, což se čekalo, nicméně překvapivé zjištění bylo, že pro stabilitu hlasovala jen velmi těsná většina: čtyři členové bankovní rady byli pro stabilitu úroků, zbylí tři ovšem požadovali zvýšení měnově-politických sazeb o 25bp. Čerstvě zveřejněná data ovšem ukazují, že v lednu inflace nečekaně klesla na 1,7 % a je tak zhruba o 0,2 až 0,3 procentního bodu pod nedávno zveřejněnou prognózou centrální banky: úrokové sazby tak zůstanou stabilní i v březnu a s velkou pravděpodobností i ve 2Q 2011.

Stabilita úroků ČNB (dvoutýdenní repo sazba na svém historickém minimu 0,75 %) je nijak překvapivý výsledek únorového zasedání bankovní rady ČNB. Překvapivé ale bylo zjištění, že stabilita úroků byla schválena jen velmi těsnou většinou, neboť hned tři členové bankovní rady hlasovali pro zvýšení sazeb o 25bp (kdo jak jmenovitě hlasoval se dozvíme až ze zápisu z jednání, jež bude zveřejněn v pátek 11. února). Na tiskové konferenci po únorovém zasedání ČNB prezentovala také svou čerstvou kvartální makroprognózu, ta se ale liší od té předchozí jen nepatrně (za zmínku stojí jen pozitivní revize výhledu HDP – viz grafy přiložené na následující straně). ČNB tak i nadále čeká pro letošní rok jen mírný růst HDP (predikce revidována z 1,2 na 1,6 %) a inflaci v oblasti dvouprocentního inflačního cíle. Také v případě předpokládaného vývoje kurzu koruny a 3-měsíčního PRIBORu jsou posuny oproti listopadové prognóze jen nepatrné. Nová prognóza implikuje stabilitu úroků po celý letošní rok s možností jejich mírného zvýšení až v samém závěru roku. Lze předpokládat, že ti členové bankovní rady, jež v únoru hlasovali pro zvýšení úroků, se s vyzněním čerstvé makroprognózy neztotožňují, a že na příslušném zasedání bankovní rady vnímali rizika této makroprognózy coby vychýlená v pro-inflačním směru. Nicméně, následně zveřejněné údaje o inflaci za leden (9/2) překvapily v opačném směru: meziroční inflace nečekaně klesla na 1,7 %, když trh čekal stabilitu na prosincových 2,3 % a ČNB samotná čekala inflaci za 1Q 2011 jako celek pár setin procentního bodu pod úrovní 2,0%. V případě ledna jednak zařadoval statistický efekt: statisticky odpadl pro-inflační vliv loňského zvýšení sazeb DPH, resp. nyní tento faktor působí na meziroční inflaci disinflačně. Dále, změny ve způsobu nastavení nájemného se projeví v tom, že růst nájmu byl v lednu nižší, než se

všeobecně soudilo. Samozřejmě, např. u nájmu lze předpokládat, že lednový „výpadek“ bude dohnán jejich rychlejším růstem v dalším průběhu roku, nicméně lednové disinflační překvapení je z našeho pohledu široce rozprostřené napříč spotřebním košem: počínaje potravinami a náklady na provoz domácnosti, přes ceny v dopravě, a konče cenami v restauracích či v oddíle odívání a obuv. Jinými slovy, ačkoliv je tu řada faktorů, jež inflaci v české ekonomice potlačí v průběhu letošního roku k růstu (ceny potravin, pohonných hmot, růst nájmu), tak se nyní zdá, že v 1H 2011 zůstane inflace pod úroveň dvouprocentního cíle ČNB. Pro ČNB je to signál, že nemusí uvažovat o rychlém zpřísnění své politiky, tj. že úrokové sazby zatím mohou zůstat stabilní na rekordně nízké úrovni: jak v případě březnového zasedání bankovní rady, tak nejspíše i v dalších měsících poté. Takto jde samozřejmě o příznivou zprávu pro trh korunových dluhopisů, pro českou korunu je to naopak zpráva nepříznivá, a to v důsledku zmíněných implikací pro měnovou politiku ČNB.



Koruna od počátku roku posílila z oblasti 25,00 až pod úroveň 24,00/EUR; v reakci na zmíněná data o inflaci za leden pak koruna oslabila nad 24,15/EUR. Posílení koruny bylo podpořeno obecně příznivějším sentimentem na riziková aktiva, především si ale myslíme, že roli zde sehrály pozitivní sezónní faktory typické pro počátek roku (kdy se obvykle zlepšuje přebytek zahraničního obchodu a naopak repatriace zisků zahraničních investorů bývá v lednu a únoru nízká, čili tradičně negativní vliv tohoto faktoru na kurz koruny je počátkem roku obvykle relativně mírný), a také očekávání, že bychom se v průběhu 1H 2011 mohli dočkat prvního zvýšení úroků ČNB – tato očekávání ale v reakci na lednovou inflaci zřejmě odezní. Nicméně, posílení koruny, pozorované od počátku roku, se nijak překvapivě projevilo v zúžení spreadů korunových úrokových swapů vůči jejich evropským protějškům. Od počátku ledna 10Y CZK swap vzrostl téměř o 25bp k úrovni 3,40 %; 2Y CZK swap vzrostl o více než 20bp k úrovni 2,30 %; sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak nakonec zůstal prakticky beze změny, v oblasti 110bp. Vůči evropským protějškům klesl spread 10Y CZK swapu o 5bp k úrovni -15bp, u 2Y CZK swapu spread klesl téměř o 30bp, pod úroveň 25bp. U delších výnosů bude pro další týdny a měsíce důležitý vnitropolitický vývoj, tj. zda česká vládní koalice udrží jednotu potřebnou k udržení reformního kurzu, a také vývoj v eurozóně: opětovný růst rizikových premií na periferii eurozóny (což je dle našeho názoru dosti možný scénář) může mít vliv i na středoevropský region, a byť se Česká republika může oprávněně jevit jako bezpečný přístav, tak při vyostření situace na periferii eurozóny lze čekat spíše mírné roztažení spreadů 10Y CZK swapů vůči evropským protějškům. Naopak, u kratších korunových výnosů lze nyní čekat stabilitu či mírný pokles s tím, jak trh v reakci na lednovou inflaci zřejmě odsune očekávání zpřísnění měnové politiky ČNB. Důležitá ale bude také reakce koruny: pokud vlivem vnějších faktorů či nižší domácí inflace oslabí do oblasti 24,50/EUR, tak prostor pro pokles kratších výnosů bude omezen.

## Akciové trhy - pokračování růstu na začátku nového roku

Globální akciové trhy v lednu 2011 vzrostly o 2,2 % a dostaly se tak na nová maxima od září 2008. Relativně nejlépe se dařilo západoevropským akciím, když index DJEuroStoxx600 posílil v lednu o 4,4 %. Dařilo se i americkým akciím (S&P500 index vzrostl v lednu o 2,3 %). Naopak na druhé straně spektra stály tentokrát emerging markets, které si v lednu odepsaly 2,8 %.

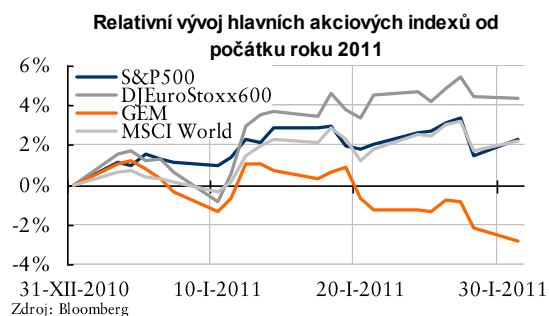
Americké akciové trhy byly v lednu podpořeny jak makroekonomickými tak korporátními faktory. **Makroekonomická data přinesla v lednu výrazné pozitivní překvapení** a US Citi Surprise Index, který měří míru překvapení u zveřejněných dat, v lednu výrazně vzrostl (viz. graf vpravo).

Z hlediska korporátních zpráv byla v lednu v čele zájmu investorů **výsledková sezona v USA**. Ta zatím přináší také poměrně výrazné pozitivní překvapení. Z 294 společností z indexu S&P500, které zatím odreportovaly výsledky, jich 229 překvapilo pozitivně. Zveřejněné EPS (Earnings per share) zatím roste meziročně o víc jak 40 % a meziroční růst tržeb dosahuje 8,5 %. Zveřejněné zisky jsou zatím o 7,25 % nad očekáváním analytiků, zatímco tržby překonávají odhady analytiků „jen“ o 2,5 %. Z toho vyplývá, že největší pozitivní překvapení je opět na straně ziskových marží.

Akcie na **emerging markets** se v lednu vyvíjely zcela odlišně od rozvinutých trhů a poklesly o 2,8 %. Z hlediska hlavních regionů rozvíjejících se trhů stály za poklesem především akcie v Latinské Americe (-4,6 %), následované asijskými akciemi (-1,5 %). Naopak regionu EMEA (kam patří i Česká republika) se dařilo, když si připsal rovná dvě procenta. V rámci EMEA regionu výrazně posiloval především ruský trh, který si v lednu připsal 5,65 %. Stojí za tím především nárůst ceny ropy Brent, která v lednu vzrostla o 6,6 % a dostala se nad 100 USD za barel. V reakci na to posilovaly především společnosti z ropného sektoru (Rosněft +19,4 %, Lukoil +8,3 %).

Vývoj akcií v jednotlivých zemích střední Evropy byl hodně odlišný. Dařilo se především maďarským akciím, které posílily o 6,5 % a částečně tak umazaly underperformanci z konce loňského roku. Na druhé straně stály polské akcie, které v lednu poklesly o 1,4 %. Stála za tím především pokračující nejistota týkající se nastavení parametrů nového penzijního systému v Polsku a spekulace o možných dopadech na lokální akciový trh.

Krátkodobý výhled akcií zůstává velmi podobný jako před měsícem. Tzn. na jedné straně stojí dobrá ekonomická data doprovázená zlepšujícími se firemními fundamenty společně s tím, že akcie jsou relativně levné (P/E 2011 pro S&P 500 = 13,5x). Zároveň však existují nemalá rizika plynoucí z technické překoupenosti akciových trhů a příliš vysokému optimismu (sentiment indikátory) jak mezi individuálními investory, tak mezi strategy a komentátory.



**Kreditní trhy: Nadále převažuje poptávka po rizikovějších titulech**

Během ledna eurový korporátní benchmark investičního stupně vykázal *total return* kolem -0,4 %, a to v důsledku růstu bezrizikových sazeb. Nejvíce ztrácel NFI benchmark (-0,8 %), na kterém převažovala stabilita spreadů (výjimkou pokles ASW o -14bp v sektoru základních materiálů), výkonnost seniorního FI iBoxxu potom dosáhla -0,5 %. V rámci IG perforovaly kladně podřízené eurové financials (+1,1%), které se utáhly přibližně o -27bp. Aktuálně sub segment nabízí na pěti letech yield kolem 6,5 % oproti cca 4% v nepodřízeném segmentu.

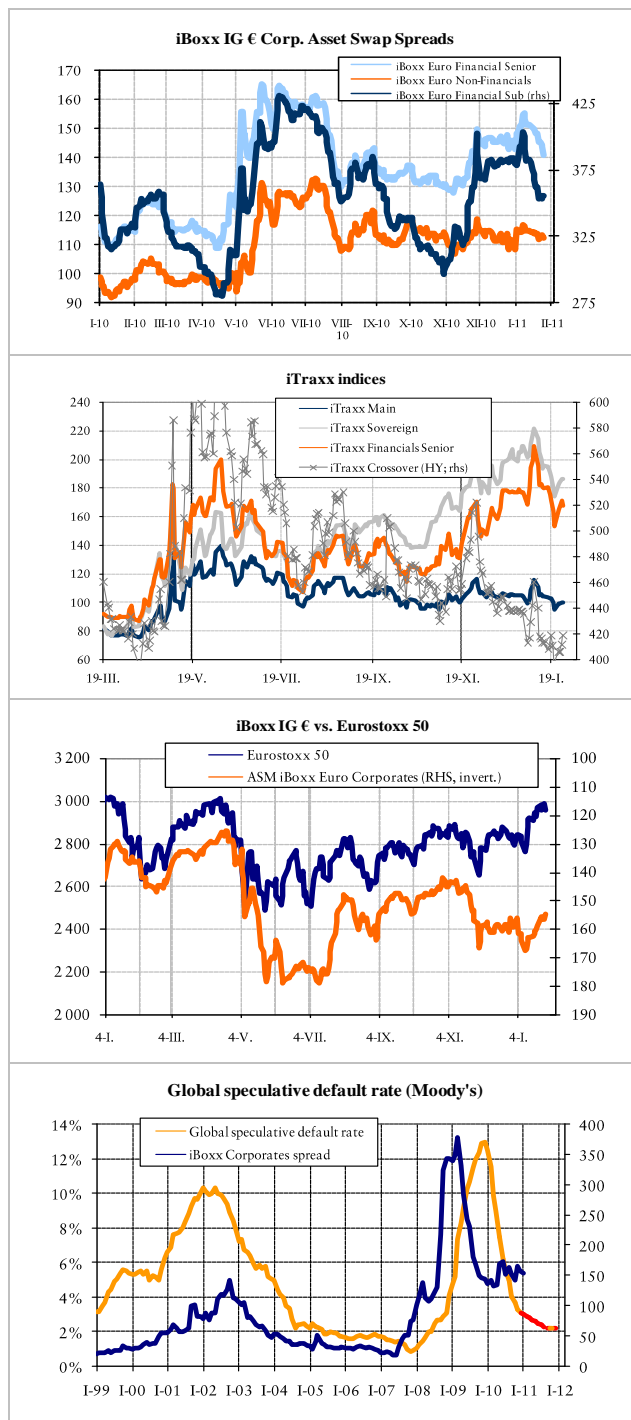
Příznivý vývoj byl patrný v high-yield segmentu, který si podobně jako v prosinci připsal +2 % (negativní korelace HY spreadů s risk-free). V lednu investoři zredukovali své podvážení na křídlech evropské periferie, což se podepsalo příznivě na poklesu rizikových marží (pokračují práce na řešení dluhové krize – pravděpodobné navýšení EFSF, možná změna podmínek finanční pomoci pro Řecko).

**Nové úpisys a poptávka po kreditu**

Emisní aktivita na primárním korporátním trhu v lednu prudce vzrostla oproti závěru minulého roku. Pro nové peníze si přišly zejména firmy z telekomunikačního, automobilového a ropného průmyslu (IG i HY). Co se týče poptávky po kreditu průzkum Citigroup mezi institucionálními investory odhalil, že inflow do kreditních investic bylo nejpomalejší za uplynulá dva roky. *Real money* investoři (banky, penzijní fondy) snížili převážení FI kreditu, hedgové fondy byli v tomto ohledu pomalejší. Vyšší zájem obou investorských skupin se projevil u třídy *leveraged loans*.

**Krátkodobý výhled**

Výsledková sezóna v USA přináší opět pozitivní překvapení na straně výsledků, v Evropě bude dynamika provozní výkonnosti firem patrně slabší. Podle našeho názoru bude v krátkém horizontu trend poklesu HY spreadů pokračovat, spready investment gradu zůstanou na stabilní úrovni.



# KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Heřman Jiří	Credit Risk Analyst	(+420) 224 174 505	herman@generalippf.eu
Koňák Ondřej	Equity Analyst	(+420) 224 174 516	konak@generalippf.eu
Kuběnka Miroslav	Head of Equity Research	(+420) 224 174 518	kubenka@generalippf.eu

**Disclaimer:**

*Generali PPF Asset Management, a.s. (dále jen „Společnost“) poskytuje veškeré informace s náležitou péčí, avšak čini tak bez nároku na správnost, úplnost či přesnost poskytovaných dat a informací.*

*Popisy, hodnocení a závěry (dále jen „Vyjádření“) poskytované formou různých textů odrážejí názory autora daného textu a jsou poplatné času jejich vytvoření. Vyjádření prezentovaná v těchto textech nemusí být vždy aktuální nebo je autor může následně pozměnit např. na základě změny vnějších faktorů, ale již bez následné změny původního textu. Vyjádření se mohou měnit bez předchozího upozornění autora či Společnosti.*

*Všechna poskytnutá historická data mají pouze omezenou informační hodnotu a z historických hodnot nelze předjímat budoucí stav.*

*Veškeré informace jsou poskytovány výlučně pro informativní účely a nelze je považovat za formu reklamy, doporučení ani žádný druh poradenství v oblasti finančních, investičních, právních či daňových záležitostí. Vyjádření poskytnutá Společností nemohou být využita jako základ pro nějaké konání či rozhodnutí a ani nepředstavují jakoukoliv nabídku či pobídku k obchodování s jakýmkoliv finančními nástroji. Vyjádření nezohledňují konkrétní a jedinečnou situaci adresáta Vyjádření. Zároveň nejsou určeny jako zprostředkovatelská služba pro uzavření obchodů s jakýmkoliv finančními nástroji či zprostředkování služby jakékoliv povahy.*

*Autoři jednotlivých textů jsou zaměstnanci Společnosti a žádná část odměn těchto zaměstnanců nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními Vyjádřeními. Je-li v textu zmínka o České národní bance (která vykonává nad Společností dozor), jiném tuzemském či zahraničním správním úřadu nebo instituci vykonávající dozor nad finančním trhem, nelze z této zmínky vyvozovat, že tyto instituce zaručují výnosy plynoucí z finančních nástrojů či investičních služeb v textu zmíněných či že tyto instituce takové nástroje či služby doporučují.*

*Společnost a/nebo společnosti, které tvoří se Společností koncern, její výkonné orgány, vedení a zaměstnanci mohou mít zájmy spojené s finančními nástroji, jichž se týkají informace prezentované v poskytovaných textech a s Vyjádřeními s nimi souvisejícími.*

*Osoby, do jejichž dispozice se dostanou texty s Vyjádřeními, by se měly řádně informovat na existenci omezení distribuce těchto textů z důvodů různé právní úpravy v jednotlivých zemích světa a měly by si být vědomy, že nerespektování takového omezení může dojít k porušení zákonů příslušné země.*

-----

*Tento dokument (a jeho přílohy) je určen výhradně jeho adresátovi (adresátům) a může obsahovat právně chráněné a/nebo důvěrné informace.*

*Šíření, prozrazení nebo jakákoliv jiná neautorizovaná manipulace s tímto dokumentem je zakázána. Pokud jste jej obdržel(a) omylem, okamžitě jej smažte a neprodleně informujte jeho odesílatele.*