



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

BŘEZEN 2011

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.3. 2011	AUTOŘI	Radomír Jáč Dagmar Hájková Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 507 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu hajkova@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

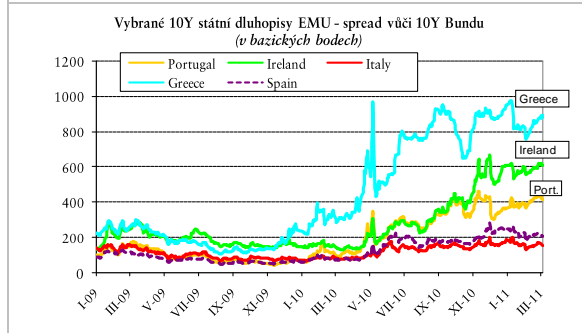
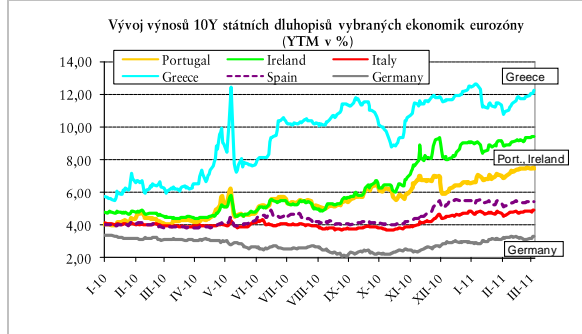
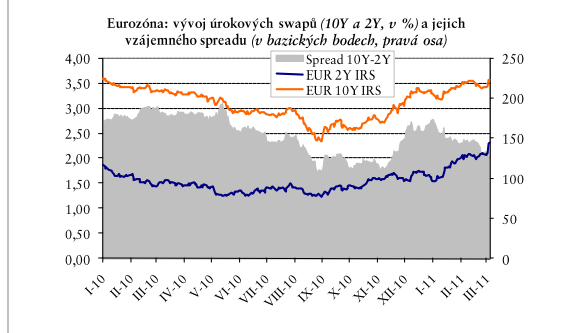
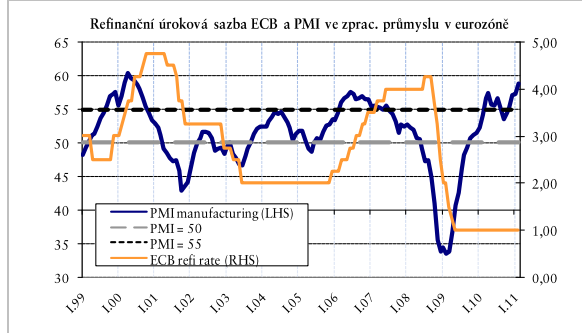
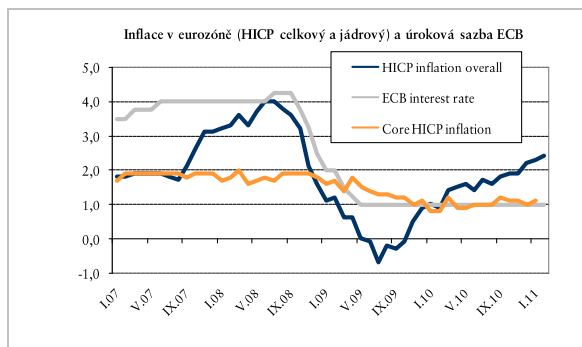
Vývoj finančních trhů v únoru 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: ECB nečekaně vyslala velmi jasný signál, že v dubnu zvýší své úroky, výnosová křivka reagovala bear flatteningem

Na straně eurozóny mezi událostmi uplynulých týdnů nepochybně dominuje tisková konference ECB ze 3. března, na níž byl jasně (a zároveň nečekaně) avizován záměr ECB zvýšit úroky, a to již na příštím zasedání – 7. dubna. Výnosová křivka reagovala výrazným bear flatteningem. Bear flattening může pokračovat i v dalších týdnech, což je pro zahájení cyklu zpříšňování měnové politiky typické. V březnu se jinak bude pozornost poutat na summitu, jež budou řešit dluhovou krizi v eurozóně (a v širším pojetí konkurenceschopnost EU) – 11.3. proběhne neformální summit EMU a 24.-25. března oficiální summit EU. I nadále se domníváme, že zejména ze strany Německa bude vůle jen k mírným ústupkům, což je dáno také německou vnitropolitickou situací.

Makrodata z eurozóny indikují, že podnikatelský sentiment zůstává na velmi silných úrovních a dokonce se dále zlepšuje, mírné náznaky zlepšování situace přicházejí také z trhu práce (vývoj nezaměstnanosti) a sentimentu spotřebitelů. Zároveň v důsledku cen komodit roste inflace: v únoru dle předběžných údajů vzrostla z 2,3 na 2,4 %. Kombinace výše uvedených faktorů tak v průběhu února vedla k pozvolnému růstu výnosů na kratších splatnostech. Břežnové zasedání ECB vedlo k dalšímu růstu výnosů, v případě kratších splatností výraznému. ECB totiž již neřekla, že její úroky odpovídají situaci: naopak, konstatována byla pro-inflační rizika a ECB použila výraz „strong vigilance“, jenž byl v minulosti používán coby avízo blížícího se zvýšení úroků – a Trichet potvrdil, že takto by měl být vnímán tento výraz i nyní. Vzhledem k růstu cen ropy, jenž dle všeho v březnu vytlačí celkovou inflaci dále nahoru, na 2,5%, si ECB svůj záměr zvýšit sazby do dubnového zasedání nerozmyslí a 7.4. by tak mělo přijít zvýšení základní úrokové sazby z 1,00 na 1,25 %. Konsensus analytiků dle Reuters nyní do konce letošního roku očekává trojí zvýšení sazeb po 25bp, tedy celkem na 1,75 %, totéž v podstatě implikuje výnosová křivka. Historická zkušenost přitom napovídá, že zahájení cyklu zpříšňování měnové politiky je spojeno se zplošťováním sklonu křivky při růstu výnosů, zejména na kratších splatnostech (bear flattening) – tato tendence by tedy měla trvat i v dalších měsících.

ECB také zveřejnila novou kvartální makroprognózu. Pro oba roky (2011, 2012) byla zvýšena prognóza inflace i růstu HDP – detaily k prognóze HDP jsou přiloženy v tabulce na následující straně. Co se týče průměrné inflace, ta by měla letos vzrůst na 2,3 %, ovšem v roce 2012 by měla klesnout na 1,7 %, tedy pod úroveň inflačního cíle, jenž je vymezen „mírně pod 2,0 %“. Tato prognóza ale čelí riziku vyšší inflace, mj. kvůli vývoji cen ropy (ECB použila při sestavení prognózy ropné futures z poloviny února, od té doby šla ale spotová cena ropy včetně futures nahoru – v souvislosti s vývojem v Libyi).



Pokud by měla cena ropy Brent letos i v příštích letech setrvat nad úrovní 110 USD/barel, tedy zhruba 10 % nad předpokladem ECB (ta ve své prognóze uvažuje průměr 101,3 USD letos a 102,8 v roce 2012), tak by inflace mohla zůstat nad 2,0 % i v následujících letech, což by pro ECB bylo z hlediska plnění inflačního cíle a rizik destabilizace inflačních očekávání nepříjemné. Zřejmě proto se ECB odhodlala k záměru začít zvyšovat své úrokové sazby: tedy aby veřejnosti vyslala jasný signál, že inflace zůstane pod kontrolou. Vyšší úroky ECB budou tlačit euro k posílení a kombinace všech těchto faktorů (dražší ropa, vyšší úroky a silnější euro) by měla s odstupem několika kvartálů vést ke zpomalení tempa růstu ekonomiky eurozóny (HDP). Dle našeho názoru nemusí být tempo zvyšování úroků ECB tak „pravidelné“, jak nyní předpokládá konsensus dle Reuters, tj. cca 25bp za jedno čtvrtletí. Ačkoliv po předpokládaném dubnovém zvýšení úroků (na 1,25 %) bude velmi pravděpodobně následovat další zvýšení úroků – možná již na červnovém zasedání, anebo ve 3Q 2011, tak závěr roku může být ve znamení jak poklesu inflace (bazický efekt na potravinách, snad i zklidnění cen ropy), tak zpomalení tempa hospodářského růstu v eurozóně – a vůle ECB pokračovat ve zvyšování úroků v jakési pravidelné frekvenci (např. 25bp/kvartál) může být podlomena, zejména ponechá-li americký FED své sazby na stávající úrovni (0,00-0,25 %), neboť v takovém případě může euro vůči dolaru začít posilovat opravdu viditelně. Jinými slovy, eurová výnosová křivka by měla pokračovat v bear flatteningu, toto je ale již reflektováno ve forwardech.

Vedle vývoje inflačních tlaků a reakce ECB budou trhy velmi bedlivě sledovat evropské summity, jež se budou konat v březnu (11.3.: neformální summit EMU, 24.-25.3.: oficiální summit EU). Z neformálního summitu EMU sice nemůže vzejít nějaká oficiální dohoda, nicméně cílem neformálního summitu je, aby si lídři zemí EMU udělali jasno, na čem se budou moci reálně dohodnout na oficiálním summitu EU na konci března. Jak jsme zde konstatovali již minulý měsíc, trhy byly v prvních týdnech letošního roku až příliš optimistické ohledně toho, co vše bude v rámci hledání řešení dluhové krize dojednáno. Vystřízlivění v tomto ohledu vedlo během února a počátkem března jak k růstu výnosů vládních dluhopisů na periferii eurozóny, tak k růstu rizikových premií, tj. spreadů vůči německým Bundům. Připomínáme, že v březnu proběhnou v Německu volby ve třech spolkových zemích – ty klíčové, v Bádensku-Würtembersku, 27.3., tedy až po summitu EU. Německá vláda se také zdá být pod tlakem koaličních poslanců – tedy ve smyslu, aby při jednání s EU ohledně nástrojů k řešení krize, zlepšování fiskální disciplíny a konkurenceschopnosti, neustupovala ze své pozice. Obdobně také působí čerstvá výzva šéfu čtyř nejvýznamnějších německých podnikatelských svazů. Přinejmenším v tuto chvíli se zdá, že Německo nepodpoří návrh, aby bylo EFSF facilitě povoleno nakupovat vládní dluhopisy a nadšeně se Německo nestaví ani k myšlence, aby byl objem EFSF efektivně navýšen na papírově deklarovaných 440 mld. EUR. Co se týče požadavku Irska, aby mu byly sníženy úroky placené za záchranné úvěry od EU a IMF, tak Německo je na tuto debatu ochotno přistoupit jen za podmínky, že Irsko zvýší sazbu korporátní daně, což je pro změnu tabu pro Iry. Fakticky se dá říci, že Německo souhlasí jen s tím, aby se dočasná EFSF facilitata v polovině roku 2013 „přeměnila“ na stálý ESM (European Stability Mechanism) a je připraveno kývnout na předběžně přislíbené prodloužení splatnosti úvěrů Řecku. I nadále se ovšem obáváme, že výsledky summitů ve svém důsledku povedou k roztažení rizikových premií na periferii eurozóny, což zároveň může sloužit jako faktor brzdící růst bezrizikových výnosů, především na delších splatnostech.

Jak konstatujeme výše, eurovým úrokovým swapům v uplynulých týdnech dominoval bear flattening, významným faktorem byla tisková konference ECB: v porovnání s počátkem února vzrostl 2Y EUR swap zhruba o 30bp, mírně nad úroveň 2,30 %; 10Y EUR swap vzrostl o 5bp – do oblasti 3,55 %. Sklon křivky (spread 10Y/2Y) tedy klesl o více než 20bp, do oblasti pod 125bp: ve výhledu do konce 2Q 2011 jež očekáváme převážně v pásmu 90 až 130bp: výhled růstu úroků ECB by měl tlačit výnosovou křivku k flatteningu s tím, že kratší výnosy dále porostou, zatímco u delších výnosů by růst mohl být utlumenější díky pokračujícím nejistotám ohledně vývoje na periferii EMU a obavám, jak se silnější euro a vyšší ceny komodit se zpožděním několika kvartálů projeví – spolu se zpřísněním měnové politiky ECB – na tempu hospodářského růstu eurozóny.

ECB: čerstvá kvartální makroprognóza prezentovaná 3. března

ECB - Quarterly Macro Forecast (March 2010 vs. Dec. 2010)				
	2010 (act/est)	2011 (new/old)	2012 (new/old)	
HICP (Total)	1,6	2,3 (1,8)	1,7 (1,5)	
GDP TOTAL	1,7	1,7 (1,4)	1,8 (1,7)	
C	0,7	1,0 (0,9)	1,3 (1,4)	
G	0,8	0,1 (-0,1)	0,2 (0,3)	
GFCC	-0,8	1,9 (1,3)	3,1 (2,7)	
X	10,9	7,2 (6,2)	6,1 (5,6)	
M	9,0	5,6 (5,1)	5,6 (5,2)	

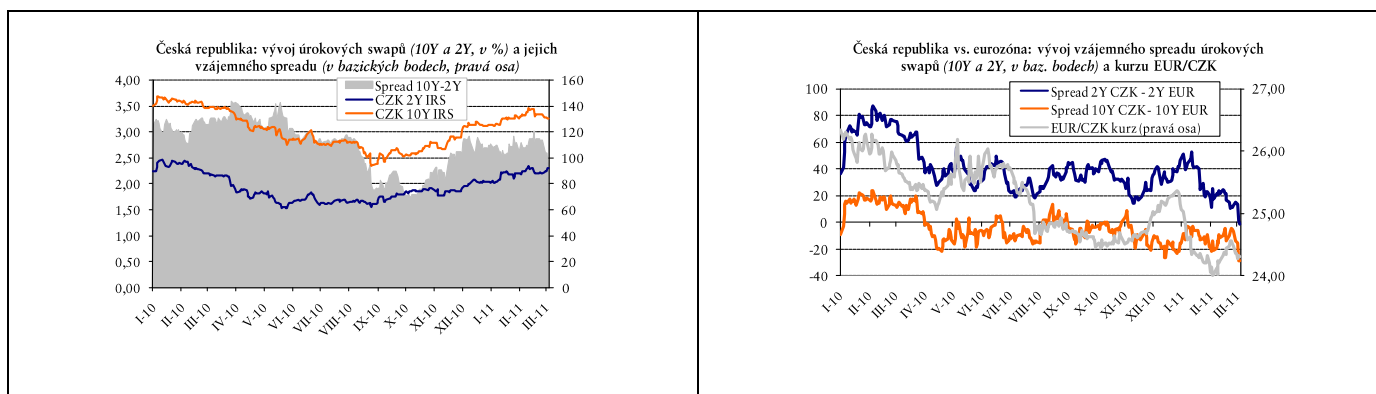
C ~ household consumption; G ~ government consumption;

GFCC ~ gross fixed capital creation; X ~ exports, M ~ imports.

ČR: Globální tlaky hovořící pro zvýšení úroků vs. nízká aktuální inflace a nejistoty ohledně penzijní reformy a sazeb DPH

Kratší korunové výnosy počátkem března vzrostly v reakci na tiskovou konferenci ECB. Kombinace vize růstu úroků ECB a vyšších cen ropy povede ČNB k úvahám o zvýšení úroků během 2Q 2011. V březnu ale ČNB dle našeho názoru ponechá sazby stabilní na 0,75 %: inflace zůstává pod 2,0 % predikovanými ČNB pro 1Q 2011, koruna je mírně silnější a významnou nejistotou zůstává podoba penzijní reformy, resp. s ní spojené změny sazby DPH, související sociální kompenzace a výsledný dopad do celkové inflace a soukromé spotřeby.

Inflace v ČR v únoru vzrostla z 1,7 na 1,8 % y/y a zůstává pod prognózou ČNB (2,0 % pro 1Q 2011). Hlavní odchylka spočívá v nižším než očekávaném růstu cen potravin a nájemného, nicméně nízký cenový růst je patrný také u položek reflektujících poptávkové tlaky. Aktuální úroveň inflace plus skutečnost, že koruna je od počátku roku zhruba o 15 haléřů silnější, než co predikovala ČNB (24,50/EUR), tak ČNB netlačí ke zpříšňování měnové politiky (na zasedání 24.3. čekáme stabilitu sazeb ČNB). Opačný signál ale dávají vnější faktory: avizované zvýšení úroků ECB implikuje, že koruna v nejbližších týdnech i měsících nijak výrazně posilovat nebude a rozkolísání rizikové averze ji může naopak spíše oslabit. Růst cen komodit v čele s ropou pak představuje inflační riziko i pro českou ekonomiku. Dle našeho názoru se tak vrací do hry scénář zvýšení sazeb ČNB ve 2Q 2011 – počátkem května či koncem června. ČNB pro své rozhodování jistě uvítá, bude-li doladěna vládní podoba návrhu penzijní reformy a s ní souvisejících změn sazeb DPH a sociálních kompenzací: vše povede k přechodnému nárůstu celkové inflace a oslabení poptávkových tlaků, vládní návrhy ale zatím dle všeho stále nemají konečnou podobu.



Koruna od počátku února oslabila z oblasti 24,00 do oblasti 24,30/EUR, přičemž k oslabení koruny došlo již před březnovým zasedáním ECB. Zdá se, že na korunu primárně působilo geopolitické napětí (události v Libyi): koncem února koruna oslabila až na 24,50/EUR. Vliv ale měla také inflace za leden (nečekaný pokles z 2,3 na 1,7 % y/y; data byla zveřejněna ve druhém únorovém týdnu), jež podlomila očekávání, že ČNB ve 2Q 2011 přikročí ke zvýšení svých úroků (v návaznosti na avizované kroky ECB lze nyní na zvýšení sazeb ČNB ve 2Q 2011 opět spekulovat, nicméně v kontextu předpokládaného vývoje sazeb ECB půjde takto jen o neutrální krok: záporný úrokový diferenciál mezi ČNB a ECB zůstane nejspíše zachován na úrovni -25bp). Nicméně, navzdory oslabení koruny došlo k zúžení spreadů korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům: resp., spread je nyní záporný u delších i kratších splatností. Od počátku února 10Y CZK swap mírně klesl: o necelých 5bp, mírně pod úroveň 3,30 %; 2Y CZK swap vzrostl o 10bp, mírně nad 2,30 %; sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak klesl o necelých 15bp, k úrovni 95bp. Vůči eurovým protějškům klesl spread 10Y CZK swapu o 10bp k úrovni -30bp, u 2Y CZK swapu spread klesl téměř o 20bp a je nyní několik bazických bodů v záporu. V následujících týdnech bude mít na korunu a úrokové swapy vliv jednak vývoj v zahraničí: dopad březnových evropských summitů na rizikovou averzi, dále pak předpokládané zvýšení úroků ECB počátkem dubna. Naplní-li se náš předpoklad nárůstu averze k riziku, tak v kombinaci se zvýšením úroků ECB by to mělo vést k oslabení koruny (k 24,50/EUR) či alespoň k jejímu setrvání ve stávající oblasti 24,30/EUR. Slabší koruna a především zvýšení sazeb ECB (a předpokládaný bear flattening v eurozóně) by měly vyústit do tlaku směrem k růstu kratších korunových swapů – ovšem vzhledem k nejistotám ohledně dalšího postupu ČNB by se záporný spread mezi 2Y CZK a EUR swapy zatím nemusel uzavírat. U delších CZK swapů by výše uvedený scénář vedl k mírnému růstu, stávající cca -30bp spread vůči 10Y EUR swapu by ale měl být udržen: případné prohloubení rozporů v české vládní koalici ohledně penzijní reformy by mohlo na delší výnosy generovat o něco silnější tlak. Celkově by česká výnosová křivka měla taktéž bear-flattovat, ovšem spíše méně, než její eurový protějšek.

Akciové trhy - třetí růstový měsíc v řadě

Globální akciové trhy pokračovaly i v únoru ve svém růstovém trendu a opět tak posunuly svá maxima od září 2008. Hlavním tahounem růstu byly i tentokrát rozvinuté trhy v čele s USA (S&P 500 +3,2 %), zatímco emerging markets opět poklesly (-1,0 %). I v únoru tak pokračovalo rozevírání nůžek mezi vývojem akcií na emerging markets a na rozvinutých trzích. Od počátku letošního roku tak rozvinuté trhy outperformují emerging markets o cca 10 procentních bodů (S&P 500 +5,5 %, DJEuroStoxx +6,3 % a MSCI GEM -3,8 %, vše YTD).

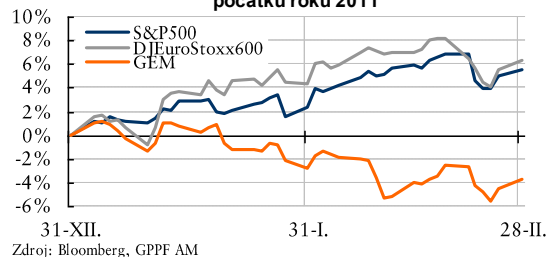
Americké akcie byly i v únoru podpořeny dobrými makroekonomickými daty. Na začátku února překvapila pozitivně nezaměstnanost, která v lednu poklesla o 0,4 procentních bodů na 9,0 %, dále to byly indexy spotřebitelské důvěry, které dosáhly lokálních maxim, a v neposlední řadě i měkká data z průmyslu (např. ISM), které vzrostly na mnohaletá maxima. Míra překvapení (US Citi Surprise index) se tak ke konci února dále posunula směrem výše.

K pozitivní náladě na akciovém trhu přispěla v únoru i druhá polovina výsledkové sezony v USA. Ke konci února již odreportovala výsledky drtivá většina společností (450 společností z indexu S&P500). Meziroční růst zisků v 4Q 2010 dosáhl +38,2 % a reportované zisky překonaly očekávání analytiků o 5,8 %. V reakci na dobré výsledky také docházelo ke zvyšování očekávaných zisků pro rok 2011 i 2012 a jen za únor vzrostlo očekávané EPS 2011 o 0,7 USD na 96,3 USD a pro rok 2012 o 0,9 USD na 109,3 USD.

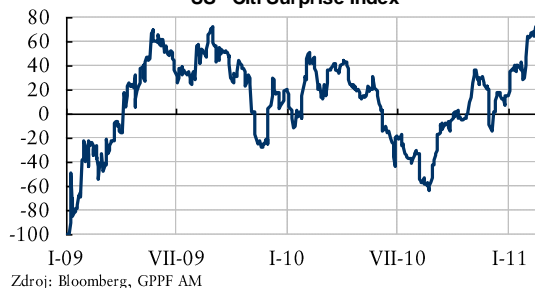
Významným faktem ovlivňujícím finanční trhy byly také geopolitické události na Blízkém východě. Eskalace napětí výraznou měrou ovlivnila především cenu ropy, které v únoru vzrostly o 10,7 % (Brent) a do popředí zájmu investorů se tak opět dostaly spekulace o vlivu vysokých cen ropy na ekonomiku i na jednotlivé společnosti.

Akcie na emerging markets zaznamenaly velmi odlišný vývoj v jednotlivých regionech. Nejhůře přitom dopadla Asie, které poklesla v únoru o 4,0 %. Růst cen komodit zde totiž dále přivil obavy z možného nárůstu inflace a z utahování měnové politiky. Navzdory eskalaci napětí na Blízkém východě dopadl relativně nejlépe region EMEA (+3,9 %). Pokles akciových trhů v zemích typu Saudská Arábie (-6,6 %), Spojené Arabské Emiráty (-8,1 %) a Katar (-9,3 %), byl vyvážen nárůstem ruského akciového trhu (RTS +5,3 %), který samozřejmě profitoval z růstu cen ropy.

Relativní vývoj hlavních akciových indexů od počátku roku 2011



US - Citi Surprise Index



Kreditní trhy: Stále pozitivní vývoj kreditu, ale politická a inflační rizika mohou vytvářet novou nervozitu

Během února eurový korporátní dluhopisový index investičního stupně vykázal total return více než +0,8 %, neboť u něj došlo k největšímu utažení spreadu od července 2010, a to o 11 bodů. Financials opět outpermovaly (+0,9 %) nad non-financials (+0,7 %) a indexy podřízených dluhopisů outpermovaly (+1,6 %) nad seniorními indexy (+0,7 %). Sektorově outpermoval automobilový průmysl a Basic resources, zatímco underperformanci jsme mohli pozorovat u technologií a pojišťoven.

Zatímco se korporátní cashový index utáhl o výše zmíněných 11 bodů (relativně o více než 7 %), index CDS instrumentů iTraxx main se utáhl o pouhých 0,6 bodu (relativně o 0,6 %). Index trackující CDS suverénnů zaznamenal v únoru rozšíření spreadů o necelé 2 body, zatímco iTraxx Crossover (HY index) se utáhl téměř o 30 bodů.

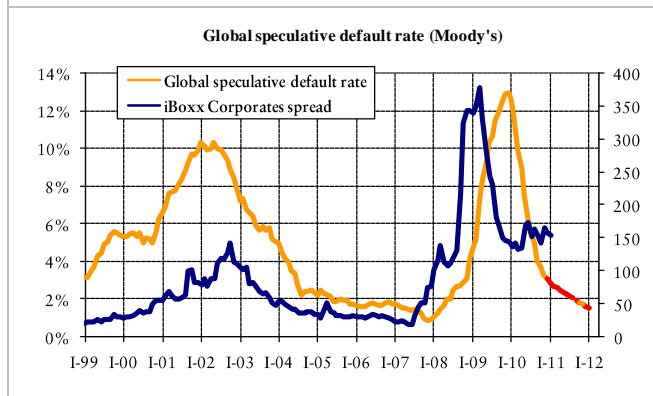
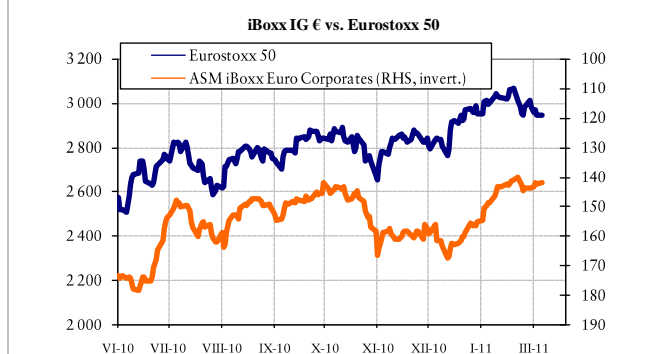
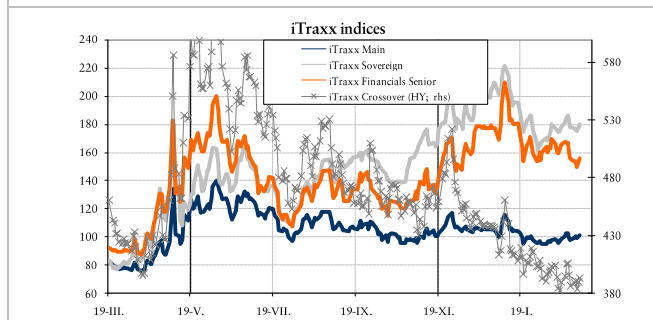
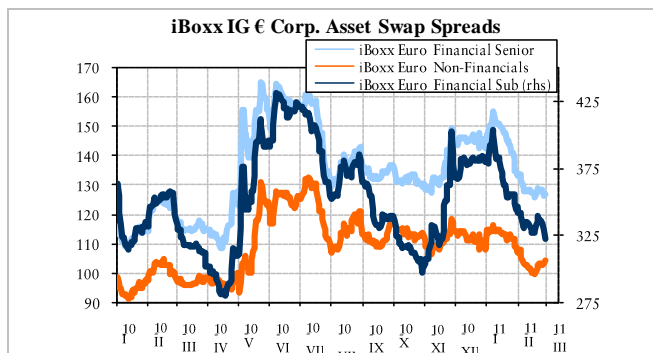
Nové úpisy a poptávka po kreditu

V průběhu února se zmírnila emisní aktivita patrná na začátku roku, když bylo upsáno 56 mld. EUR dluhopisů denominovaných v euro vs. 77 mld. EUR v lednu. Kromě financials došlo k novým emisím i v sektorech telekomunikace, automobilovém průmyslu, či maloobchodu. Přítoky do dluhopisových fondů nebyly nikterak silné, ale ve třech týdnech ze čtyř byly pozitivní. Nejsilnější inflow nadále zaznamenávají fondy HY dluhopisů.

V únoru investoři pokračovali v redukci podvážení na kreditech evropské periferie a spready dluhopisů společností s expozicí na periferii od začátku roku poměrně výrazně outpermovaly spready s expozicí na země jako Německo a Francie.

Krátkodobý výhled

Nepokoje v Severní Africe a na Středním Východě, spolu s prudkým růstem ceny ropy a potravin, se příliš neprojevily na spready, ale přetrvávají obavy v další šíření nepokojů do zemí s vysokou produkcí ropy. Když k tomu přičteme nejistotu ohledně postoje nové irské vlády vůči restrukturalizaci bank a hawkish postoj ECB, nemusí příznivý vývoj kreditu pokračovat. Náš krátkodobý výhled proto zůstává stabilní až mírně negativní.



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Hájková Dagmar	Credit Risk Analyst	(+420) 224 174 507	hajkova@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 činí 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.