



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ZÁŘÍ 2011

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.9. 2011	AUTOŘI	Radomír Jáč Dagmar Hlaváčová 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 srpnu 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Makro data vykazují prudké zpomalení tempa hospodářského růstu v eurozóně. Spolu s prohlubující se krizí ohledně Řecka to vedlo k dalšímu poklesu bezrizikových výnosů. ECB si na zářijové tiskové konferenci vytvořila prostor pro změkčení své politiky, bude-li třeba.

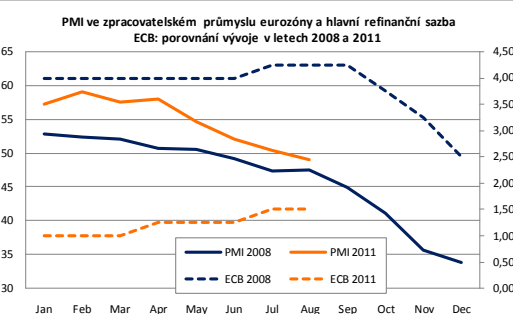
Nákupy státních dluhopisů Itálie a Řecka ze strany ECB vedly v průběhu srpna výrazně snížit výnosy těchto dluhopisů. Obě vlády – italská i španělská – jsou nicméně pod tlakem trhů a evropských institucí, aby stabilizovaly výhled svých veřejných financí, čemuž se obě vlády snaží vyhovět. Opět se ale zhoršil sentiment na Řecko, kde kvartální review naznačuje, že rozpočtové cíle nebudou letos splněny a na trzích se hovoří o možnosti defaultu Řecka či dokonce jeho odchodu z eurozóny. Indikátory PMI naznačují, že ekonomika eurozóny prakticky stagnuje. ECB na své zářijové tiskové konferenci snížila odhad růstu HDP, a také bilanci rizik výhledu HDP a inflace disinflačním směrem – a trh spekuluje na možnost poklesu úroků ECB.

Vývoj za uplynulé týdny byl v eurozóně velmi bohatý na události, bohužel řada z nich znamenala vývoj negativním směrem. Pokud začneme těmi pozitivními, tak ECB se počátkem srpna rozhodla nakupovat státní dluhopisy Itálie a Španělska. Stalo se tak v situaci, kdy se 10Y výnosy těchto dluhopisů dostaly nad 6,00 %, tedy na úroveň neudržitelné z perspektivy financování státního dluhu. Výnosy se díky nákupům podařilo snížit až pod 5,00 %, následně se ale dostaly nad 5,00 %: zejména v souvislosti s pochybnostmi ohledně vůle a schopnosti italské vlády prosazovat potřebná stabilizační opatření. Počátkem září ale italský senát schválil úsporný balíček (56 mld. EUR) a obě vlády (italská a španělská) chtějí zakotvit další vývoj veřejného dluhu doplňky v ústavách (v případě Španělska se tak již stalo). Pozitivní vývoj byl také v případě Irska: zde došlo k poklesu výnosů s tím, že trh evidentně věří, že se zvyšuje šance na to, aby Irsko své fiskální a růstové problémy úspěšně zvládlo (ostatně, v rámci pětice zemí periferie eurozóny má Irsko nejlépe našlápnuto ke splnění letošních rozpočtových cílů). Negativní zprávy naopak chodí ohledně Řecka, kde ekonomika zůstává v hluboké recesi a rozpočtové cíle pro letošní rok jsou již dle všeho mimo dosah: cíl schodku je stanoven na 7,6 % HDP, oficiální odhad vlády ovšem činí 8,1 % a aktuální predikce na trhu se pohybují okolo 8,6%. Pravidelné kvartální review EU, ECB a IMF („Trojka“) bylo počátkem září přerušeno zhruba na 10 dní, což souvisí s neuspokojivým stavem materiálů předložených řeckou stranou. Náznaky netrpělivosti přicházejí z Německa, ale také z dalších „AAA“ zemí – Nizozemí a Finska (to navíc celou situaci zkomplikovalo svou bilaterální dohodou s Řeckem na téma krytí finského příspěvku na řecký záchranný balíček č. 2 kolaterálem). Výnosy řeckých státních dluhopisů tak vystoupaly na nové rekordy: výnos 3Y dluhopisů je již nad úrovní 40 %.

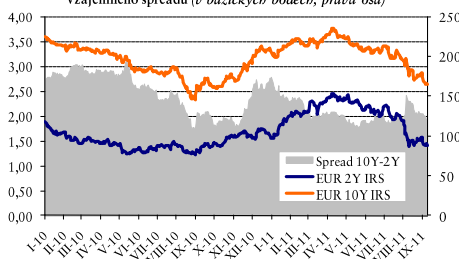
ECB - Quarterly Macro Forecast (Sept. 2011 vs. June 2011)				
	2010 (act)	2011 (new/old)	2012 (new/old)	
HICP (Total)	1,6	2,6 (2,6)	1,7 (1,7)	
GDP TOTAL	1,7	1,6 (1,9)	1,3 (1,7)	
C	0,8	0,5 (0,9)	0,8 (1,3)	
G	0,6	0,3 (0,1)	-0,1 (0,2)	
GFCC	-0,9	2,9 (3,1)	3,1 (3,5)	
X	11,1	7,0 (7,7)	6,0 (6,6)	
M	9,3	6,0 (6,1)	5,6 (6,3)	

C ~ household consumption; G ~ government consumption;

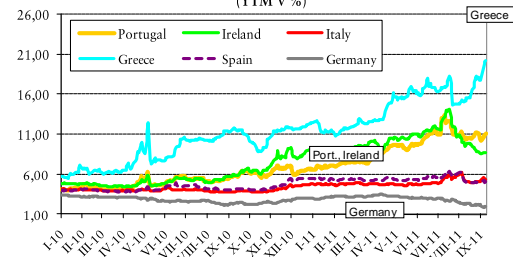
GFCC ~ gross fixed capital creation; X ~ exports, M ~ imports.



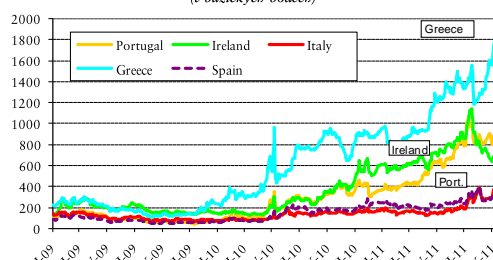
Eurozóna: vývoj úrokových swapů (10Y a 2Y, v %) a jejich vzájemného spreadu (v bazických bodech, pravá osa)



Vývoj výnosů 10Y státních dluhopisů vybraných ekonomik eurozóny (YTM v %)



Vybrané 10Y státní dluhopisy EMU - spread vůči 10Y Bundu (v bazických bodech)



Řecko bude dominovat zprávám i v dalších týdnech: mediální spekulace ohledně možnosti odchodu Řecka z eurozóny dle našeho názoru v realitě narážejí na absenci evropských pravidel (a de facto možnosti) ohledně odchodu některé členské země z eurozóny a na hrozbu enormních nákladů s vystoupením z eurozóny spjatých. Nicméně, možnost defaultu Řecka vyloučena být nemůže, respektive trh se této hrozby bude nepochybně obávat i nadále.

Obavy ohledně Řecka vedly k dalšímu „úniku ke kvalitě“ a bezrizikové výnosy tak v uplynulých týdnech dále klesaly. Tento trend byl podpořen také makro daty z eurozóny a výnosová křivka tak začala anticipovat scénář snížení úroků ECB ve výhledu do konce 1H 2012. Na těchto stránkách jsme v uplynulých měsících mnohokrát konstatovali, že scénář tehdy očekávaný analytickým konsensem, tj. růst sazeb ECB tempem 25bp v každém kvartálu, byl velmi zjednodušující. Nyní část trhu spekuluje na pokles sazeb ECB, a to již ve 4Q 2011. Jak ukazuje horní graf na předchozí stránce, PMI ve zpracovatelském průmyslu se v srpnu dostal pod úroveň 50, tedy do oblasti, jež signalizuje pokles aktivity v absolutním smyslu, a trajektorie PMI se začíná velmi podobat roku 2008. Samozřejmě, tragický byl hlavně podzim roku 2008 a v tomto ohledu by PMI letos neměl jít po stejné trajektorii. Naopak, úroková sazba ECB je nyní o mnoho níže, než tomu bylo v září 2008 (1,50 % vs. 4,25 %). Skutečností nicméně je, že ECB si na zářijové tiskové konferenci uvolnila ruce pro změkčení své měnové politiky, bude-li to třeba: a zde lze jen spekulovat, zda by ECB v tomto ohledu preferovala rozšíření svých nestandardních opatření, anebo snížení úrokových sazeb, anebo obojí. Naším hlavním scénářem pro říjnové zasedání ECB je stabilita úroků, nicméně ECB je dle všeho připravena pružně reagovat na případné další vystupňování stresu na finančních trzích či na prudké zhoršení makro dat. Na straně makro dat bohužel platí scénář, že v září nejspíše uvidíme další zhoršení indikátorů PMI.

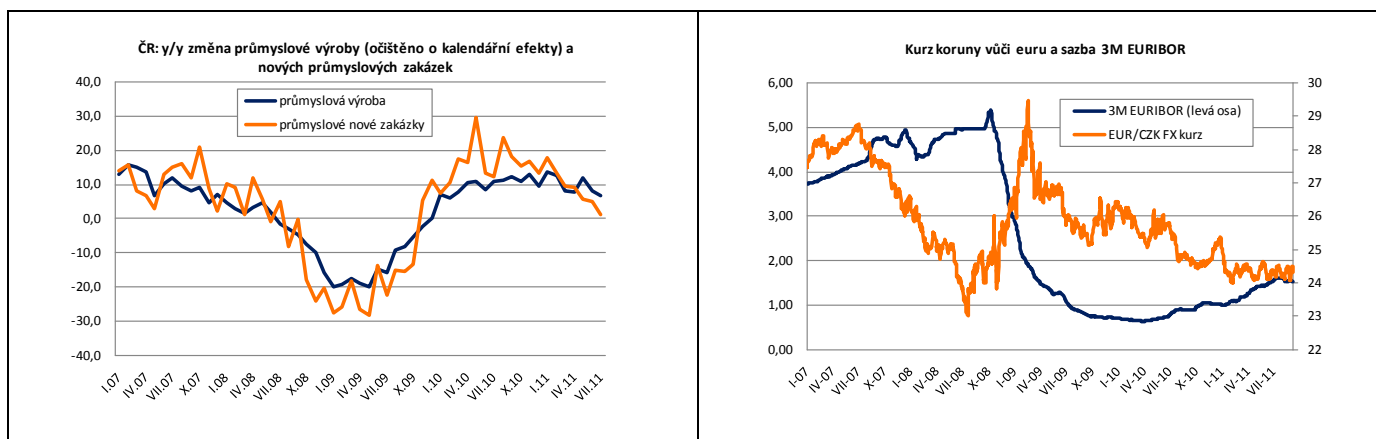
Na své zářijové tiskové konferenci ECB jednak snížila odhad růstu HDP na letošní a příští rok, zároveň ponechala beze změny prognózu inflace (detaily: viz tabulka na předchozí straně). Zároveň snížila bilanci rizik výhledu hospodářského růstu z neutrální na negativní a rizik inflace z pro-inflačních na neutrální. Negativní rizika výhledu hospodářského růstu byla na tiskové konferenci několikrát zopakována, což je vnímáno jako dovish signál. ECB zároveň nadále konstatuje, že měnová politika je akomodativní, i když nyní bylo k tomuto hodnocení přidáno vyjádření, že „některé finanční podmínky se zhoršily“. Později na tiskové konferenci prezident Trichet upřesnil, že zde má ECB na mysli podmínky na trzích periferie eurozóny a v tomto ohledu připomněl význam nestandardních měnově-politických opatření ECB coby nástroje dosažení toho, aby i na těchto trzích mělo nastavení měnové politiky akomodativní vliv. Toto tedy naopak může být vnímáno jako náznak, že ECB se bude snažit o „vyhlazení“ finančních podmínek použitím svých nestandardních nástrojů (tj. skrze poskytování likvidity bankám, případně rozšířením objemu nákupů státních dluhopisů), spíše než snížením svých úroků. Nicméně ale platí, že ECB si vyzněním své tiskové konference vytvořila prostor pro uvolnění své politiky, ať již skrze nestandardní nástroje či nastavení svých úroků, bude-li tuto potřebu pociťovat. Zde opakujeme, že ECB je připravena chovat se v následujících měsících pružně, pro říjen nicméně vidíme jako pravděpodobnější scénář stabilitu úroků, a dále bude záviset na makro datech a míře stresu na trzích.

Vývoj na eurové úrokové swapové křivce byl od počátku srpna jednoznačný: jak kratší, tak delší výnosy klesly do 8. září (den, kdy zasedala ECB) téměř o 50bp: 10Y EUR swap pod úroveň 2,65 %, 2Y EUR swap mírně nad 1,40 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) se prakticky nezměnil: zůstal na úrovni 123bp. Výše uvedené faktory, tj. nervozita ohledně Řecka a slabší makro data (PMI), budou mít v září pravděpodobně podobný vliv, jako tomu bylo v uplynulých týdnech, a nelze tak vyloučit další pokles bezrizikových výnosů z již tak nízkých úrovní. Na druhou stranu, výnosy mohou korigovat nahoru, pokud se trh přikloní k názoru, že ECB na svém příštím zasedání (6/10) své sazby nesníží. Září v tomto ohledu může být volatilní. Pro 4Q 2011 bychom pak čekali mírný nárůst eurových úrokových swapů: předpokládáme, že řešení „řecké“ nejistoty se posune tím či oním směrem (naš typ: Řecko dostane nyní projednávanou tranši z loňské pomoci, v zemích eurozóny bude postupně probíhat schvalování řeckého bailoutu č. 2, a diskusím bude dominovat téma dalšího fiskálního sjednocování eurozóny). Pro výkon ekonomiky (HDP) pak čekáme scénář blížící stagnaci, nikoliv ale recesi, což by mohlo trh po uplynulých bouřlivých týdnech také trochu zklidnit a ve 4Q 2011 přispět k mírnému růstu bezrizikových výnosů v eurozóně.

ČR: Česká ekonomika již pociťuje zpomalení tempa globálního hospodářského růstu. Pro rok 2012 nyní čekáme růst HDP ČR na úrovni 1,6 % a ČNB by měla ponechat své úroky na rekordně nízké úrovni 0,75 % alespoň do poloviny roku 2012.

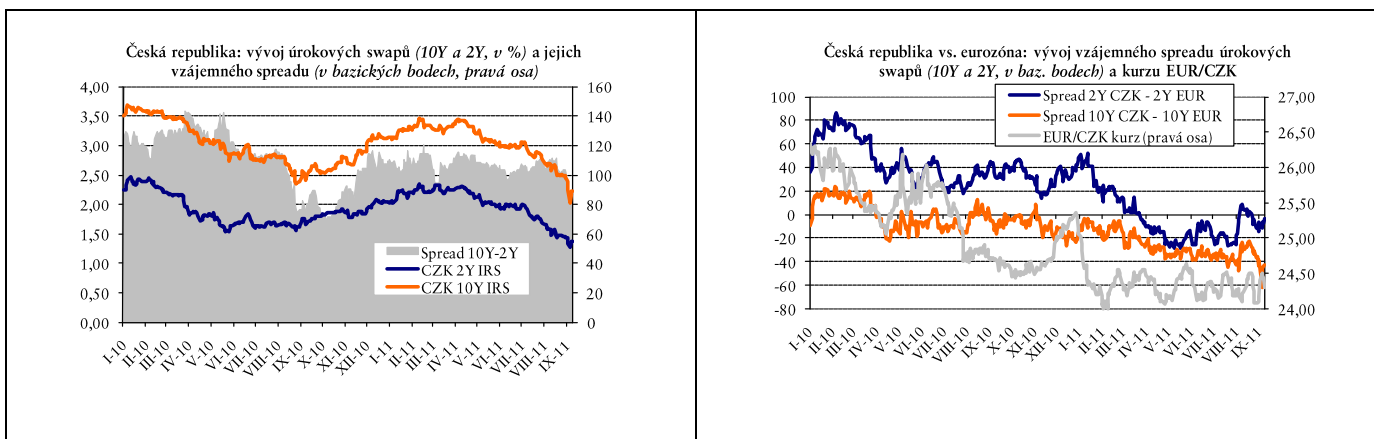
Zhoršení indikátorů podnikatelského sentimentu a i tvrdých dat ohledně hospodářské aktivity, přicházejících z eurozóny, začíná být viditelné i na české ekonomice, konkrétně na vývoji exportů a průmyslových zakázek. Červencová statistika totiž odhalila nejslabší meziroční růst průmyslových zakázek od října 2009, zatímco exporty rostly nejpomaleji od konce téhož roku. To vede ke snižování odhadů tempa růstu české ekonomiky v roce 2012. Zpomalení hospodářského růstu v eurozóně zároveň vede k výraznému poklesu očekávaných úrovní sazeb na tamním peněžním trhu (EURIBOR) a vyloučit zcela nelze možnost, že ECB v následujících kvartálech přistoupí ke snížení svých úrokových sazeb. Vše výše uvedené pro ČNB znamená, že by své sazby neměla zvyšovat ze stávajícího historického minima 0,75 %. Výhled sazeb EURIBOR může dokonce vést k úvahám o snížení úroků ČNB. Naším hlavním scénářem je ale delší stabilita úrokových sazeb ČNB, mj. proto, že koruna by vzhledem ke zpomalení tempa růstu české ekonomiky a obecnému nárůstu rizikové averze měla být slabší, tj. posilovat pomaleji, než co ČNB předpokládala ve své čtvrtletní prognóze z počátku srpna.

Mínulý měsíc jsme zde rozebírali tehdy čerstvou kvartální makroprognózu ČNB: ta počítala s růstem české ekonomiky (HDP) na úrovni 2,1 % v letošním roce a 2,2 % v roce 2012, přičemž první zvýšení úroků ČNB bylo indikováno na závěr letošního roku či na 1Q 2012. Centrální banka ve zmiňované prognóze předpokládala růst HDP v „efektivní“ eurozóně v roce 2012 na úrovni 2,2 % a průměrnou úroveň 3M EURIBORu pro rok 2012 na 2,0 %. Signály ohledně výrazného zpomalení, resp. takřka zastavení hospodářského růstu v eurozóně, jež přišly v uplynulých týdnech, ovšem vedou k snížení odhadů tempa růstu HDP v eurozóně, a také úrovně sazeb EURIBOR. To je patrné nejen na čerstvé makroprognóze ECB (viz komentář na předchozích stránkách), ale také na očekávání na finančních trzích. Náš aktuální odhad růstu HDP eurozóny pro rok 2012 činí 1,3 % (sníženo z původních 1,7 %). Navíc, ve 2Q 2011 kleslo tempo meziročního růstu HDP ČR o něco výrazněji, než se čekalo (z 2,8 na 2,2 %): to vše nás vede ke snížení odhadu růstu české ekonomiky z 2,1 na 2,0 % pro letošní rok a v roce 2012 na 1,6 % z předchozí predikce na úrovni 2,2 %. Co se týče výhledu úrokových sazeb ČNB, tak nyní očekáváme, že zůstanou delší dobu beze změny na svém historickém minimu 0,75 %. Zhoršení výhledu růstu české ekonomiky (HDP) a pokles výhledu sazeb EURIBOR mohou vést k úvahám o snížení úroků ČNB: nicméně, vliv těchto faktorů by měl být v myšlení bankovní rady kompenzován slabším kurzem koruny. Zhoršování výhledu růstu české ekonomiky a přece jen nevyhnutelný vliv vyšší rizikové averze (zejména v kontextu obav ohledně dalšího osudu eurozóny) mají totiž na performanci koruny negativní dopad. Průměrný kurz koruny vůči euru od počátku 3Q 2011 činí 24,31 a spotový kurz se momentálně (2. zářijový týden) pohybuje okolo úrovně 24,45 a za celý 3Q 2011 by tak průměrný kurz mohl činit cca 24,35, zatímco ČNB očekávala průměrný kurz EUR/CZK na úrovni 24,20. Předpoklad ČNB pro 4Q 2011 činí 23,70/EUR, dle našich aktualizovaných odhadů ale koruna posílí k úrovni 24,00/EUR až koncem letošního roku a průměrný kurz za závěrečné čtvrtletí tak může zůstat nad úrovní 24,00: například kurz 24,15/EUR by byl takřka o 2 % slabší než uvedený předpoklad ČNB pro 4Q 2011, což by již mělo dopad na rozhodování bankovní rady o úrokových sazbách ve smyslu „neutralizace“ proti-inflačních faktorů v podobě slabšího růstu české ekonomiky a nižších než původně předpokládaných úrokových sazeb v eurozóně.



Naším centrálním scénářem je tedy stabilita úroků ČNB zhruba do poloviny příštího roku. Příští pohyb sazeb ČNB by měl být nahoru s tím, jak lze čekat poměrně dosti viditelné oživení růstu české ekonomiky v roce 2013 (mj. díky domácím fiskálním faktorům), nicméně období stability sazeb ČNB se může ještě dále protáhnout, tj. i do 2H 2012. Případná recese v eurozóně a snižování úroků ECB by jistě vedly k úvahám o poklesu úroků ČNB: zde je ale třeba mít na paměti, že ČNB své sazby drží na historickém minimu (tj. na rozdíl od ECB je nezvýšila), a že v případě recese v eurozóně by se na několik dalších měsíců dále zhoršil výhled české koruny. Naopak, koruně by pomohlo k posílení zklidnění/vyřešení dluhové krize v eurozóně: v takovém případě by se ale zřejmě také zlepšil podnikatelský a spotřebitelský sentiment v eurozóně a zvýšily by se očekávané úrovně sazeb EURIBOR – a ze strany těchto vnějších faktorů by tak pominul tlak na pokles úroků ČNB.

Co se týče zpráv z české ekonomiky, tak zpřesněný výsledek HDP za 2Q 2011 vykazuje růst 0,1% q/q a 2,2% y/y, přičemž v obou případech byl zaznamenán pokles spotřeby (domácností i vlády) a naopak pozitivní příspěvek ze strany čistých exportů a hrubé tvorby fixního kapitálu. Strukturu HDP tak lze označit za neinflační a průzkumy spotřebitelského sentimentu naznačují, že se spotřeba domácností neoživí ani ve 3Q 2011. Jak konstatujeme výše, tak za celý letošní rok nyní odhadujeme růst HDP ČR na úrovni 2,0 % či nepatrně pod touto úrovní, odhad na rok 2012 máme nyní na úrovni 1,6 %. Jak jsme diskutovali minulý měsíc, celková inflace bude v následujících dvou letech rozkmitána změnami sazeb DPH (z tohoto titulu vyšší celková inflace v roce 2012 a nižší v r. 2013), pro ČNB relevantnější měnově-politická inflace by se ale měla v horizontu prognózy pohybovat v oblasti inflačního cíle (tj. 2,0 %).



Obdobně jako úrokové swapy v eurozóně, také korunové úrokové swapy vykázaly od počátku srpna pokles. Na delších splatnostech (10Y) klesly korunové swapy taktéž o 48bp, na 2,22 % (a spread vůči jejich eurovým protějškům se udržel na úrovni -42bp). Kratší korunové swapy (2Y) však klesly méně (o 27bp na 1,38 %), když vliv zde měla volatilita koruny: ta počátkem srpna posílila k úrovni 24,10/EUR, počátkem září ale oslabila až na 24,50/EUR. Vůči příslušnému eurovému protějšku se negativní spread 2Y CZK swapu zúžil z -25bp na -4bp. Sklon korunové swapové křivky (10Y/2Y spread) tak klesl ze 105 na 84bp. Volatilita koruny byla dána vývojem dluhové krize v eurozóně a souvisejícími výkyvy rizikové averze. Negativní vliv na korunu také začala mít zhoršující se perspektiva růstu české ekonomiky. V uplynulých týdnech se tak velmi dobře naplnil scénář kolísání koruny v pásmu 24,10-24,50, což jsme na počátku srpna očekávali. Pro další týdny (září) bychom čekali korunu i nadále v tomto v pásmu: vzhledem k trvajícím nejistotám ohledně budoucnosti eurozóny a značné pravděpodobnosti dalšího zhoršení indikátorů růstu ekonomiky, bychom ale korunu čekali spíše na horní úrovni tohoto pásma, tj. převážně mezi 24,30 a 24,50/EUR. Pro 4Q 2011 nicméně předpokládáme, že se projeví pro korunu pozitivní sezónní faktory a koruna posílí – ovšem úroveň 24,00/EUR bude dle našeho názoru dosažena až koncem letošního roku a koruna tak bude slabší, než co předpokládá prognóza ČNB. Co se týče korunových úrokových swapů, tak stejně jako v uplynulých týdnech bude dominovat vývoj v eurozóně a data z ekonomiky. Uplynulé týdny ukázaly, že bezrizikové výnosy mohou dále klesat i z již velmi nízkých úrovní – a další pokles výnosů vzhledem k pravděpodobnému poklesu indikátorů podnikatelské důvěry a přetrvávající nedůvěře ohledně budoucnosti eurozóny vyloučit nelze. Na druhou stranu, v tomto prostředí by se koruna držela spíše u 24,50/EUR a prostor pro pokles kratších korunových výnosů by byl omezený a korunová křivka by tak spíše reagovala dalším flatteningem. Naopak, růst výnosů by se nyní odehrával spíše přes steepening křivky. Jednoznačnější vývoj (mírný růst výnosů) ovšem čekáme spíše až pro 4Q 2011.

Akciové trhy: srpen ve znamení výrazné korekce všech hlavních akciových indexů

Globální akciové trhy v srpnu výrazně klesaly. Zejména první polovina měsíce byla doslova tragická. Globální akciový index MSCI World jen za prvních osm srpnových obchodních dnů ztratil víc jak 13 % a od svého letošního maxima tak v tomto okamžiku ztrácel téměř 19 %. V druhé polovině měsíce akcie svůj propad mírně zkorigovaly a za srpen si tak v konečné fázi odepsaly 7,3 %.

Poklesu se v srpnu neubráníl žádný z hlavních akciových indexů: S&P500 index -5,7 %, MSCI EM -9,2 % a DJEuroStoxx600 poklesl dokonce o 12,9 %.

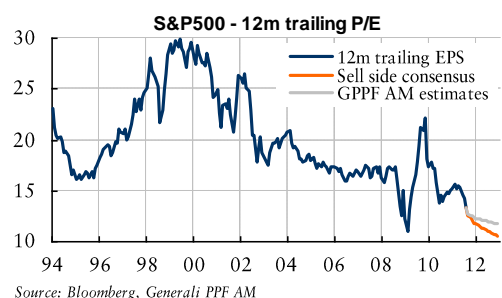
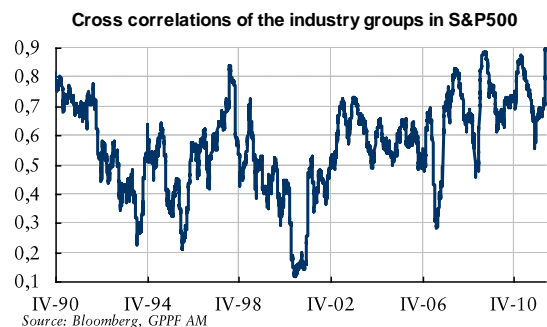
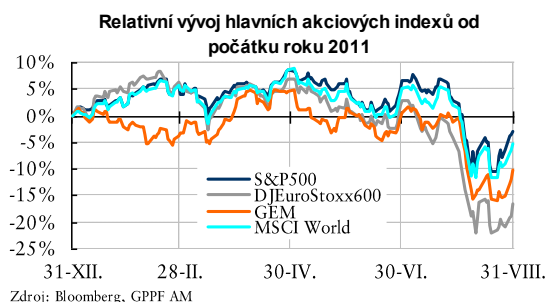
Implikovaná volatilita (VIX) vzrostla na 48 – úroveň, kterou jsme naposledy viděli na jaře 2009. Rovněž realizovaná volatilita se v průběhu srpna prudce zvýšila. Křížové korelace mezi sektorovými indexy dokonce vzrostly na svá nová historická maxima. To jen potvrzuje fakt, že se akcie aktuálně obchodují stylem „risk on, risk off“ a že dominantní roli hrají makroekonomické a politické faktory, které zcela zastíňují konkrétní firemní fundamenty.

Co konkrétního tedy stálo za srpnovým propadem? Byl to souběh několika negativních faktorů. Především to však byla série špatných makroekonomických dat (ISM pokleslo na 50,9, Philadelphia FED index dokonce na -30, slabá osobní spotřeba a slabá data z nemovitostního trhu), která vedla k výrazným negativním revizím očekávaného růstu US ekonomiky. Na trzích se opětovně rozvířily debaty o možném sklouznutí USA do další recese. Finanční trhy a zejména média věnovala velkou pozornost také snížení ratingu USA od agentury S&P. Centrální bankéři se snažili situaci řešit. FED na zasedání 9. srpna „přislíbil“ držet nulové sazby minimálně do poloviny roku 2013 a poskytl tak oporu finančním trhům (jen ten den S&P500 index posílil o 4,7 %). Na počátku měsíce také eskalovala suverénní krize v Evropě a výnosy italských a španělských státních dluhopisů v této době dosáhly na svá nová maxima. Ve snaze zabránit šíření a dalšímu prohlubování suverénní krize začala ECB kupovat španělské a italské bondy, a přispěla tak také k alespoň krátkodobému zlepšení sentimentu na finančních trzích.

Vývoj akcií ve střední Evropě byl zcela pod vlivem globálních faktorů. České akcie poklesly o 10,8 %, polské o 10,1 % a maďarské dokonce o 14,6 %. Relativně nejlépe se samozřejmě dařilo defenzivním titulům v čele s telekomy (Telefonica +0,2 %, TPSA -0,8 %, Magyar Telekom -6,3 %). Naopak cyklické tituly s velkou betou výrazně propadly (např. CME -31 %, NWR -26 %, Erste Bank -24 %, OTP -24 %).

Akciové jsou po srpnových poklesech levné (trailing P/E klesl na 12,8x). Aktuální nízké valuace jsou odrazem několika faktorů: i) vysoká nejistota ohledně budoucího vývoje (Jak se srpnové turbulence na finančních trzích promítnou do ekonomiky? Vráť se recese? Jak se bude vyvíjet krize jižního křídla EMU?); ii) Očekávání firemních zisků jsou příliš vysoko vzhledem k slabému výhledu ekonomiky a analytici budou muset výrazně revidovat svoje očekávání směrem dolů.

Domníváme se, že valuace akciových trhů zahrnují s velkou pravděpodobností recesi zisků v následujících letech. To je však podle nás přehnaně negativní a očekáváme 13% růst zisků v letošním roce a 5% růst v roce 2012. Na základě těchto projekcí by P/E kleslo na 12,3x ke konci roku 2011 resp. 11,7x ke konci roku 2012. To jsou extrémně nízké úrovně vzhledem k výnosům alternativních aktivům (10Y US dluhopisy nesou aktuálně cca 2 %). Jinými slovy, současné ocenění akciových trhů implikuje vysoké rizikové prémie (equity risk premium). Samozřejmě, z velké části jsou tyto prémie opodstatněné vzhledem k současnému stavu světa. Nicméně: pro dlouhodobé investory, schopné podstoupit toto riziko, podle nás nabízí akciové trhy atraktivní výnosy.



Kreditní trhy: V srpnu se dostavila masivní korekce, která zřejmě nebude v září ještě kompenzována

V srpnu jsme zaznamenali prudkou korekci u evropského kreditu; jednalo se o nejhorší měsíční pohyb od října 2008. Korekce byla spuštěna downgradem USA od agentury S&P, ale ve skutečnosti odrážela problémy nejen v USA, ale i v Evropě, vč. obav ze zhoršení ekonomik po sérii horších makro dat a obav z budoucnosti eurozóny. Spread hlavního evropského kreditního indexu se v srpnu roztáhl o 61bp, když financials korigovaly dokonce o 80bp. V relativním vyjádření na tom však byly hůř non-financials (+42 % vs. +37 % u financials). Nejslabšími sektory byly automobilový sektor a zdravotnictví, zatímco relativně nejlépe se vedlo technologiím a turistickému průmyslu. Total return hlavního indexu činil v srpnu -1,3 % (financials -2,2 %, non-financials -0,4 %).

Index iTraxx v srpnu roztáhl spread o 37bp a iTraxx crossover o 208bp. Vývoj instrumentů CDS se tedy přiblížil nejhorším hodnotám roku 2008; subindex senior financial tyto hodnoty už předčil, když si během srpna připsal 54bp. Regionálně se kredit v jádru eurozóny zhoršil více než by se dalo čekat, v porovnání s kreditem periferie (třetí graf vpravo).

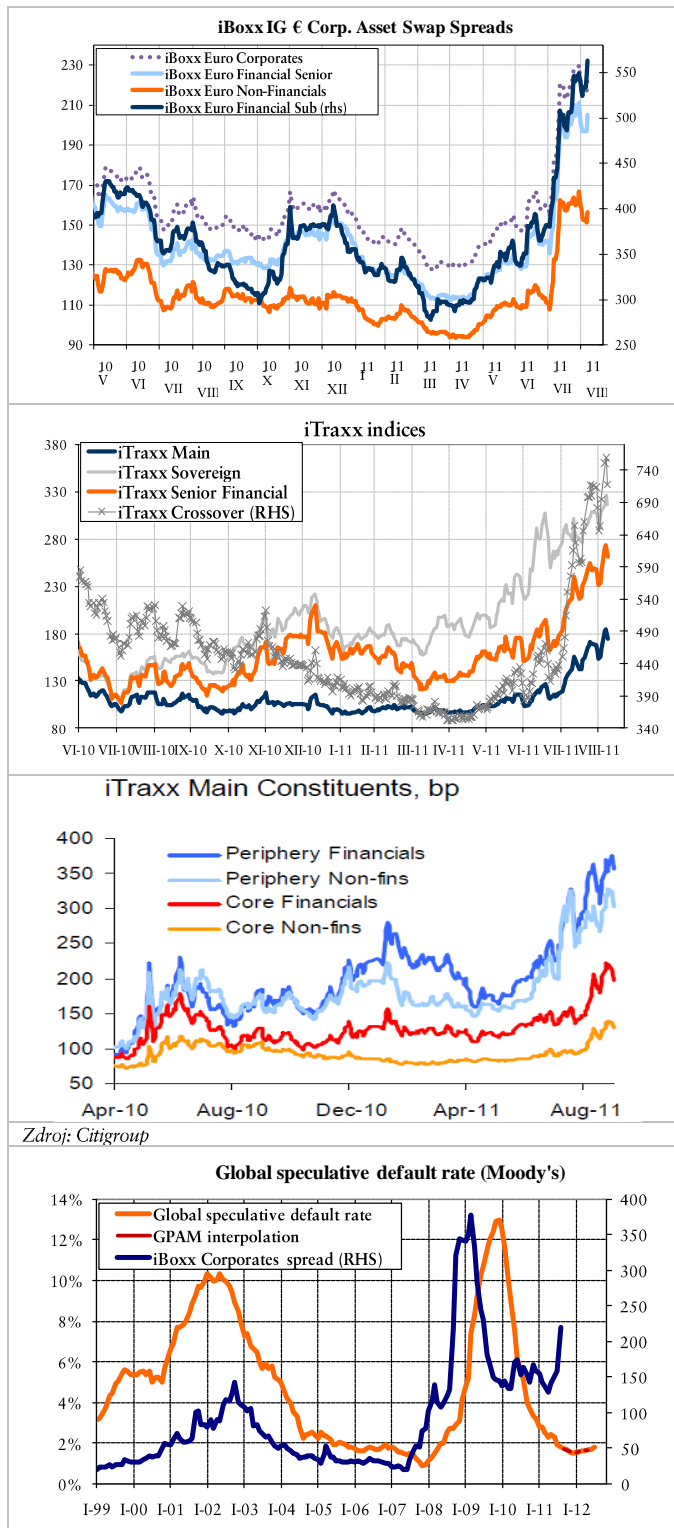
Nové úpisy a poptávka po kreditu

V srpnu jsme zaznamenali extrémně nízkou emisní aktivitu nezajišť. dluhu, a to i v porovnání s nejslabšími letními měsíci min. let. Nefin. sektor dokonce neprovedl žádné eurové emise. Tomu samozřejmě přispěla velká volatilita na trzích. Ke konci měsíce však došlo k relativně vysokým emisím covered bondů. Dluhopisové fondy hlásily odtoky ve 4 týdnech z 5.

Krátkodobý výhled

Vzhledem k tomu, že obrácení makro dat v pozitivní směr nečekáme v následujících týdnech a zrovna tak nečekáme vyřešení krize eurozóny, předpokládáme v září nadále volatilní vývoj kreditu.

Na druhou stranu dosavadní vývoj kreditu už zřejmě zapricoval velmi negativní scénáře. Nyní se zdají být odvráceny dřívější obavy o likviditu v bankovním sektoru, a také zintenzivňují debaty o další podpoře ekonomik. Náš výhled na kredit v září je tedy spíše neutrální.



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Hlaváčová 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.